

品种结构调整和管理增效并重

谨慎推荐 维持评级

目标价格: 34.5 元

投资要点:

- 作为品牌普药的代表性公司,双鹤药业核心业务聚焦于大输液、心脑血管和内分泌三大领域,拳头产品包括北京降压0号、利复星系列、奥复星系列、糖适平等。
- 大输液用药呈现市场放量与品种结构调整并行特点。大输液的潜在需求市场被低估,不同于市场普遍认为我国大输液市场饱和拥有量在45亿瓶,我们认为国内市场不同于西方成熟国家,我们认为国内市场有望在2011年达到80亿瓶的高点。非玻瓶大输液的比重和市场占有率对双鹤药业的产能利用率和毛利率提升十分重要。
- 公司主要降糖药和降压药品种都是口服制剂,针对慢性疾病的治疗。降压药北京降压0号已经成为该领域第一市场品牌,消费能力和品牌意识是降压0号市场份额提升的主要推动力;降糖药品种系列未来市场开拓的空间很大,营销策略的到位将会给公司糖适平等品种的发展带来快速增长机会。
- 经营性损益指标较好地反映了公司的产业价值。无论扩张期还是整合期,公司的经营性损益指标都保持了连续、稳定的增长态势。医药中低端市场的启动有利于公司的经营性损益保持30%以上的增长。
- 根据我们的DCF模型,双鹤药业的绝对估值价格为34.5元。不考虑房地产转让收益,以目标价34.5元来衡量的07-09年PE水平分别为45.30、34.72和27.86,我们认为34.5元目标价反映了公司的内在价值。给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

分析师

刘彦明

✉: liuyanming@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8757

市场数据 时间 2008.03.5

A股收盘价(元)	33.51
A股一年内最高价(元)	35.96
A股一年内最低价(元)	11.32
上证指数	4300
市净率	7.43
总股本(万股)	44107
实际流通A股(万股)	24534
流通A股市值(亿元)	137

相关研究

1. 医改将引领三大细分市场高速增长 08.01.01
2. 大输液非玻瓶项目前景广阔 07.06.26
3. 迎接医疗行业大变革的启动年 07.01.04

主要财务指标

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
营业收入(百万元)	461062	406674	448087	489139	533958
EBITDA(百万元)	35085	34820	51354	56065	60821
净利润(百万元)	17537	17034	30615	40376	45150
摊薄EPS(元)	0.39	0.35	0.68	0.85	0.95
PE(X)	66.7	73.5	38.5	30.7	27.4
EV/EBITDA(X)	34.3	34.1	23.0	21.2	19.1
PB(X)	5.9	5.7	4.4	3.4	3.1
ROIC	6.56%	7.38%	10.87%	11.13%	11.03%
总资产周转率	1.18	1.14	1.29	1.22	1.16

资料来源: 中国银河证券研究所



投资概要：品种结构调整和管理增效并重

驱动因素、主要假设条件：

大输液品种放量和结构调整效益明显，医药中低端市场的启动有利于公司的经营性损益保持年均 30% 以上的增长。

大输液的使用和诊疗人次的变化密切相关。预测 2011 年全国的诊疗人次将达到 32.25 亿人次，约比 2006 年的 21.72 亿人次增加 50%。2011 年全国的大输液用量将达到 80 亿瓶，高于业内普遍认可的平衡用量 42 亿瓶。

品牌普药战略是公司制剂做大市场份额的有效选择。降压药和降糖药都为口服制剂，北京降压 0 号消费群体约占整体市场 5%，消费升级是其市场增长主要推动力；国内抗糖尿病药市场的平均复合年增长率为 20.1%，渠道共享有利于糖适平市场放量。

我们与市场不同的观点：

市场曾经认为公司历史包袱较重，管理效率低，缺乏市场竞争力。

我们 2006 年末将公司列入股票池，认为公司的产业价值一直处于稳健发展状态，公司进入了发展的新拐点，财务价值将不断得到提升。经营性损益指标较好地反映了公司的产业价值，普药市场潜力巨大。公司管理增效具备可持续性。

公司估值与投资建议：

根据我们的 DCF 模型，双鹤药业的绝对估值价格为 34.5 元，以目标价 34.5 元来衡量的 07-09 年 PE 水平分别为 45.30、34.72 和 27.86，我们认为 34.5 元目标价反映了公司的内在价值，给与公司谨慎推荐评级。

股票价格表现的催化剂：

天街房地产项目的转让，新药研发的进展、华润医药业务整合等。

主要风险因素：

临床不良反应，公司药品主要为处方药，临床上相关的负面报道和纠纷对公司极为不利；原材料大幅涨价，普药产品毛利较低，而产品售价受到政府严格管制，目前严峻的通货膨胀形势不利于消化成本压力；

政府出台新的价格政策，政府强调医疗事业的公益性，更新的药品限价目录可能冲击到公司的产品。



目 录

一、聚焦于三大治疗领域.....	1
二、大输液市场放量与品种结构调整并行.....	1
大输液临床应用广泛.....	1
国外大输液处于寡头垄断竞争状态.....	1
国内大输液市场处于快速成长期.....	2
大输液的潜在需求市场被低估.....	2
结构性调整重于量的增长.....	3
产能释放压力逐步加大.....	4
三、口服制剂依靠品牌营销.....	5
明星品种彰显品牌的力量.....	5
降压药市场的第一品牌着力于市场份额的提升.....	6
内分泌用药多品牌可望成为新增长点.....	7
四、精细化管理提升权益价值.....	8
大工贸模式进入精细化运作阶段.....	8
公司的稳健经营业绩受益于市场放量.....	8

一、聚焦于三大治疗领域

北京双鹤药业股份有限公司（沪市代码 600062）于 1997 年 5 月上市，十年的资本市场曲折发展历程使公司成为具有特定医药产业竞争力和影响力的力量，目前公司市值约为 150 亿元，排在医药板块 106 家上市公司的第 10 位。凭借其强劲的研发实力和质量保障体系，双鹤药业的产品线不断丰富，主导产品销售量保持稳步攀升，在大输液、心脑血管和内分泌三大领域取得了领先地位。依照 2005 - 2010 年双鹤药业的发展战略纲要，重点发展大输液、心脑血管类疾病和内分泌类疾病的预防和治疗领域，打造“中国输液第一品牌”、“中国降压药第一品牌”、“中国降糖药第一品牌”。公司 2010 年战略目标是销售收入实现 80 亿元，其中工业 50 亿，商业 30 亿；利润总额 7 亿元。公司的拳头产品包括北京降压 0 号、利复星系列、奥复星系列、糖适平等。

二、大输液市场放量与品种结构调整并行

目前拥有北京工业园、安徽、滨湖、监利、京西、淮安等 6 个战略生产基地，年生产能力达到 6 亿瓶（袋），年产量为 44848 万瓶，产能占中国大输液市场的 12%。

生产近 90 个品种，包括肠外营养液、电解质平衡液；抗菌类、心血管等治疗液；晶体、胶体血浆代用品；透析外用洗液。公司深入推广“用双鹤输液放心”的理念，拥有分布全国的销售网络，市场占有率在国内同行业中居领先地位，北京市场占有率高达 65%，利复星、奥复星输液占有国内市场份额的 65% 左右。

表 1、双鹤药业大输液产能概况

		生产线（条）	产能（万）瓶/袋	产量（万）瓶/袋
大输液	玻瓶	18	48000	36000
	塑瓶	3	7000	7020
	塑袋	7	4800	2100

资料来源：双鹤药业

大输液临床应用广泛

临床大输液制剂从 1832 年被发现，迄今已有 170 多年的历史，由最初的生理盐水，已发展为体液平衡液、营养性输液、人工透析液、血浆增容剂和治疗性输液（包括中草药大输液）五大类近 200 个品种。目前，氨基酸、电解质、糖类输液的品种正在向系列化方向发展；而治疗型输液剂品种发展很快，已超过 170 种。输液产品包装多样化，玻璃瓶、PVC 复合膜、非 PVC 复合膜并存，其中非 PVC 复合膜的比例在逐渐增加，是今后的发展方向。

国外大输液处于寡头垄断竞争状态

国外大输液市场主要由少数企业占领。据有关统计资料显示，世界发达国家人均使用输液

量达 3.33 瓶/人,但输液企业数量少,生产规模大。在美国,百特公司垄断了全美 80% 的输液市场,麦高公司和阿波特公司占 20% 左右;在欧洲,大输液市场基本上被费森尤斯、贝朗、百特克林泰克和法玛西亚四大公司占领;在日本,大冢公司占有最大的市场份额。

国内大输液市场处于快速成长期

我国输液总产量从 1995 年的 13.8 亿瓶增长到 2007 年的 65 亿瓶,年均增长 13.7%。据全国 14 个大城市 200 多家医院 2001 年的统计,按金额计算,进口输液占医院用输液总额的 5.32%,比 1994 年的 12% 降低了 6.7 个百分点,大输液产品具有利润低、地域性强和以量取胜的特点。

目前,我国主要的大输液生产企业有双鹤药业、长征富民药业、四川科伦大、四川蜀乐等。另外,几家世界著名输液生产商在国内的合资企业也在不同的细分市场中独占鳌头。如:体液平衡液中复方电解质葡萄糖输液,天津大冢占 68.62%;营养液输液中的脂肪乳输液主要还是华瑞和费森尤斯在主宰,分别占了 66.52% 和 17.40%。我国的输液产品得到了较大的发展,品种数量从 40 多种增加到 80 多种

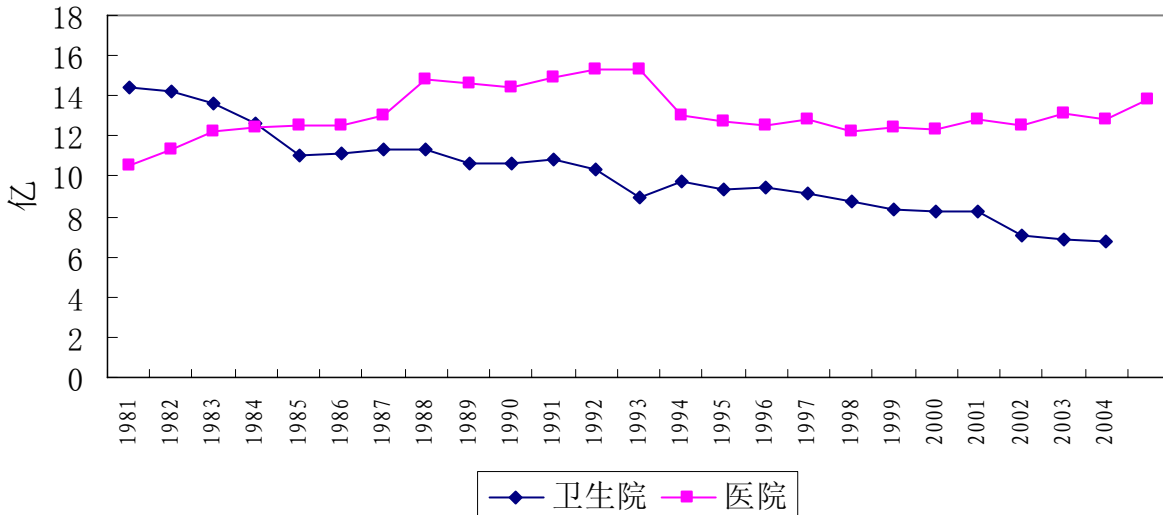
品种结构进一步优化,普通输液品种如葡萄糖、氯化钠等占全部输液产量的比重由 1995 年的 70.5% 下降到了目前的 55%。一批治疗用输液新品种如喹诺酮类、小儿用氨基酸、利巴韦林等品种相继开发成功,其中大部分已实现了产业化并投放市场。治疗性输液比例在逐步上升。不过,糖类输液中木糖醇、麦芽糖、转化糖、混合糖等品种仍是空白;复方电解质输液未形成系列;一些品种仍不能满足医院需求,如人血白蛋白、脂肪乳、氟康唑等;一些治疗型氨基酸输液等品种还需要进口。

大输液的潜在需求市场被低估

国内大输液产量多年前由于盲目上项目,一直被认为产能严重过剩。当时国内的大输液需求约为 30 多亿瓶。引用西方成熟市场的数据,认为每年每人对大输液的平均需求为 3.3 瓶,按照我国 1.3 亿人口计算,需求量为 42.9 亿瓶。而依据行业内统计,我国 2006 年大输液产量为 52.6 亿瓶,2007 年约比 2006 年增长 12%,达到 65 亿瓶。如何认识大输液的潜在市场需求?

我们认为大输液的使用和诊疗人次的变化密切相关,随着基层医疗体系网络的恢复和医疗投入的大幅度增加,预测全国诊疗人次,尤其是乡镇卫生院的诊疗人次仍将快速增长。我们预测 2011 年全国的诊疗人次将达到 32.25 亿人次,约比 2006 年的 21.72 亿人次增加 50%。如果大输液的用量和诊疗人次存在一定的比例关系,2011 年全国的大输液用量将达到 80 亿瓶。

图 1、乡镇卫生院诊疗人次 vs 医院诊疗人次变化图



资料来源：卫生部

大输液的产能由供大于求到供不应求的转变过程，有利于优势企业进一步提高市场份额，有利于产品的结构性调整。

结构性调整重于量的增长

输液包装形式主要有：玻璃瓶包装、塑料瓶包装和塑料软袋包装等。

玻璃瓶包装作为中国输液包装的传统形式，在我国一直处于主导地位。随着社会经济的发展和行业技术水平的提升，塑料包装输液以其使用方便、安全性高、重量轻、运输半径大、节能环保等优势，日益成为输液行业发展新的方向。但玻璃瓶包装输液仍将存在于中国输液市场，尤其在一些特殊产品领域仍然是不可替代的。

塑料瓶包装作为塑料包装的一种重要形式在中国输液市场已经获得了长足的发展，生产工艺日益成熟，成本和价格日趋合理，市场占有率不断提高，发展塑料瓶包装输液已经成为输液产业发展的必然趋势。

根据有关资料统计，全球输液市场上玻璃瓶、塑料瓶、塑料软袋三类输液包装各占据 1/3 的市场份额。但在不同国家和地区，不同包装材料输液比例各不相同。在以欧美为代表的发达国家，软袋输液和塑瓶输液占据主导地位，而在发展中国家则以玻璃瓶输液为主。

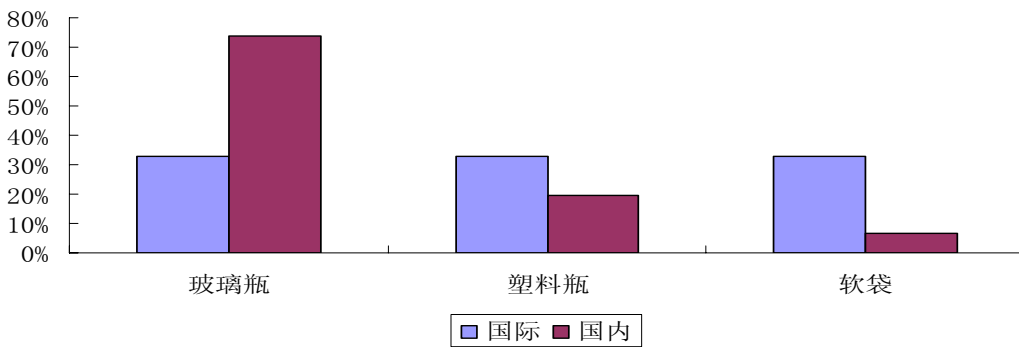
目前我国输液市场中仍以玻璃瓶输液为主，塑料包装输液发展与发达国家相比存在一定差距。根据有关数据估算，2006 年我国输液总产销 61 亿瓶/袋，玻璃瓶输液 45 亿瓶(比例 73.8%)，塑瓶输液 12 亿瓶(比例 19.7%)，软袋输液 4 亿袋(比例仅 6.6%)。随着经济的发展和医疗水平的不断提升，我国输液包装形式正逐渐与国际接轨，因此塑料包装输液发展潜力巨大，

必将成为未来主导输液产品。

塑料包装输液符合国家产业投资政策,国家发改委将输液塑料包装定为国家鼓励发展的产业。

依照双鹤药业的非公开发行方案,总投资 35,021 万元,新增塑瓶输液生产能力 23,500 万瓶/年;总投资 4,113 万元,新增软袋输液生产能力 3,000 万袋/年。项目实施完成后,双鹤药业的输液包装产能结构(玻璃瓶/塑瓶/塑袋)比重将由 2006 年的 9.1/0.8/0.1 调整为 4.8/4.1/1.1。预计双鹤药业大输液总产能将达到 9-10 亿瓶。

图 2、国内外不同类型输液所占比重对比图



资料来源: 银河证券研究所

产能释放压力逐步加大

据报道,大输液的整体产销率达到 70%,在所有医药工业子行业中位居第一。但从 2007 年开始,行业主要生产厂家都不同程度进行了扩产项目建设。这轮扩产以提高非玻璃瓶大输液产量为主线,预计主要厂家的产能将在 2009 年得到释放。从需求角度来看,大输液的增量主要来自于乡镇卫生院等基层医疗机构的消费,价格主导的特点较为明显。而厂家集中投产的均为非玻璃瓶项目,有品牌的厂家需要引导大输液的升级换代,非玻璃瓶大输液的比重和市场占有率对双鹤药业的产能利用率和毛利率提升十分重要。

表 2、国内大输液厂家近期主要项目一览表

厂家	公告日期	产能	达产情况
双鹤药业	2007-9-6	年产 23,500 万瓶塑瓶输液	总投资 35,021 万元,本项目将在安徽双鹤、京西双鹤、淮安双鹤改造现有厂房,新增生产线,建设期 1 年;将在滨湖双鹤建造工业园,新建厂房和生产线,建设期 2 年;将新增土地 100 亩,建筑面积 58,200 平方米,净化装修面积 16,000 平方米;将采用国内外先进技术装备,新增塑瓶输液生产能力 23,500 万瓶/年
双鹤药业	2007-9-6	年产 3,000 万	总投资 4,113 万元,本项目将在安徽双鹤、滨湖双鹤改

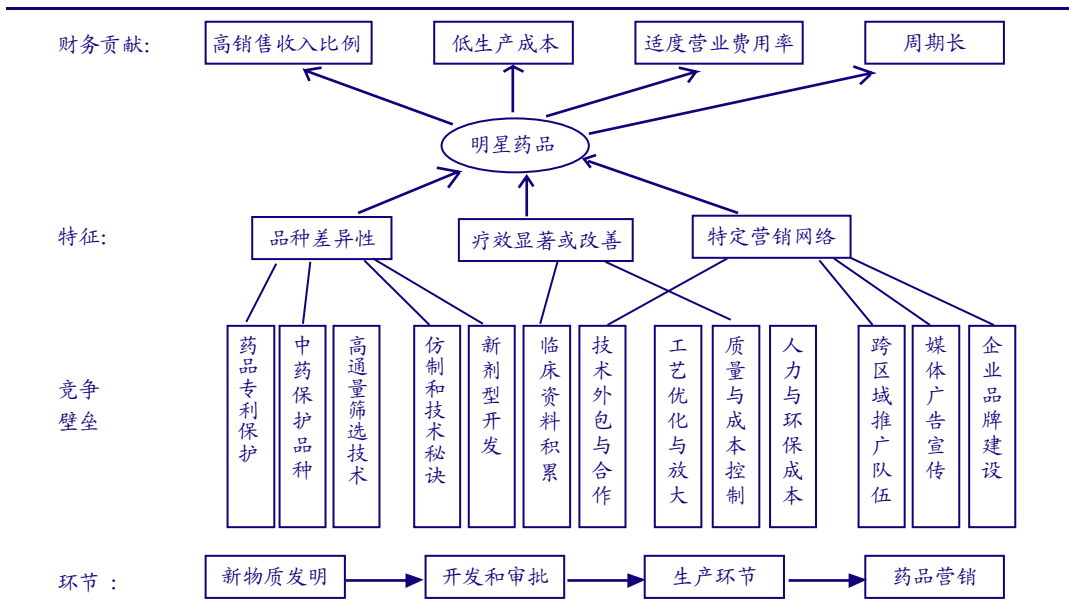
		袋软袋输液	造现有厂房,新建生产线,建设期1年;新增软袋输液生产能力3,000万袋/年。
太龙药业	2007-6-28	10条非PVC生产线及1条玻璃瓶高速生产线	生产能力为年产玻璃瓶系列输液产品0.85亿瓶;软袋系列输液产品1.8亿袋。项目建成后即投入生产,达产期为三年。第一年生产负荷为30%,第二年达60%,第三年达80%,以后各年满负荷生产,完全投产后年产值约8亿元人民币。
丰原药业	2006-4	年产1亿瓶塑料瓶输液	GMP技改项目——一期(年产4000万瓶)工程,已完成全部投资8220.36万元
四川科伦	2006-5		建成的一期直立式软袋输液生产线年产5000万袋,产值可达1.5亿元。
利君国际	2007-		收购石家庄四药,新项目进入可研阶段

三、口服制剂依靠品牌营销

明星品种彰显品牌的力量

大输液、降糖药和降压药是双鹤药业重点开拓的三大治疗领域,大多数品种都缺乏知识产权壁垒,品牌普药是公司避免价格恶性竞争的战略选择。与大输液相比,公司主要的降糖药和降压药都是口服片剂,针对的都是慢性病。在市场开拓阶段,获得医生群体的认可十分重要。最终市场的份额还来自于患者的品牌忠诚度。公司的降糖药和降压药的市场份额相对较高,其中降压药北京降压0号已经成为该领域第一市场品牌,降糖药品种系列未来市场开拓的空间很大。

图 3、明星药品竞争能力框图



资料来源：中国银河证券股份有限公司研究所

降压药市场的第一品牌着力于市场份额的提升

双鹤药业的复方利血平片，商品名为降压 0 号。降压 0 号属于心脑血管疾病用药的降压药治疗门类。该细分市场的发病情况、药物分类和国内外用药情况简述如下：

发病率：高血压病是世界各国最常见的心血管疾病。我国高血压患者的比例一致呈增高趋势，1991 年全国抽样普查患病率已达 11%，较十年前约增加 50%；据统计，我国已有 1 亿多高血压患者，患病率高达 14.5%。

药物分类：人体血压主要受交感神经系统、肾素-血管紧张素和血容量的调节。抗高血压药是通过作用于这些系统中一个或多个环节而达到降低血压的目的。目前治疗高血压有五类第一线药物，即利尿药、β受体阻断药、血管紧张素转化酶抑制剂、钙通道阻滞药与 α1 受体阻断药。

国内外用药情况：抗高血压药物中，5 年间列入心血管系统用药前 20 位的几乎均为血管紧张素转换酶抑制剂(ACEI)，卡托普利 1997 年和 1998 年的霸主地位到 1999 年为苯那普利所取代，至 2001 年，苯那普利已雄居心血管系统全部用药排名的首位；2000 年，培哚普利代替依那普利跻身前 20 名之列。至 2001 年，血管紧张素 II 受体拮抗剂洛沙坦钾异军突起，由于其可能克服 ACEI 的副作用，如不易引起咳嗽、血管神经性水肿，也跻身南京地区主要入网医院的销售排名前 20 位。许多大型临床试验业已证明，这两类药物目前在治疗 CHF 中已取得重要进展，它们不仅能缓解心衰的症状，且能降低 CHF 的病死率，已广泛用于该病的治疗。

作为国内品牌普药的代表性品种，2006 年的销售额约为 6 亿元。有关其营销定位可参见附图。我们认为年 160 万人的高血压消费人群已使其具有广泛的群众基础，约占高血压用药人群的 5%。目前其消费群体主要地位在城市中端消费群体，未来农村市场的潜力很大。我们保守预测与销售保持平稳。普通复方利血平的价格与降压 0 号差异较大，消费能力和品牌意识是

降压 0 号市场份额提升的主要推动力。

内分泌用药多品牌可望成为新增长点

患病率呈逐年上升趋势

公司的内分泌用药主要指降糖药。降糖药细分市场的发病情况、药物分类和国内外用药情况简述如下：

如同降压药目标市场特征，公司的内分泌用药也针对慢性病的治疗，形成了以降糖药糖适平（化学名称格列喹酮）、二甲双胍缓释剂、吡格列酮等品种的组合。其中糖适平的品牌优势较为明显，2006 年销售收入约 2 亿元。随着老龄化社会和疾病病谱的变迁，心脑血管药物目前居于全球各大类药品销售额之首，据统计，2000 年全球心脑血管药物市场销售额已近 500 亿美元，占世界药品销售总额的 18.5%，居于首位，预计至 2008 年仍以年复合增长率 7% 以上的速度继续增长。国内心脑血管药物过去三年年均增长速度为 28%，2000 年国内心脑血管类药物市场的规模达 158 亿元，占全国医药费总金额的 13.97%。（详见：《后抗生素时代，谁主沉浮？》）糖尿病是一种多病因的代谢疾病，特点是慢性高血糖，伴随因胰岛素分泌及/或作用缺陷引起的糖、脂肪和蛋白质代谢紊乱。糖尿病发病率处于逐年增长状态。1980 年全国约为 1%，1994 年为 2.5%，预测 2010 年将达到 10-14%。估计目前糖尿病的患病率约为 4%，患病人群约 5000 万，估计口服糖尿病药物目前约有 100 亿以上的市场容量，销售额约在 50 亿元左右。

市场格局调整反映长期用药特点

从销售渠道来看，医院用药约占社会用药总量的 80%。但由于糖尿病需长期用药和患者久病成医等因素，零售市场的份额提高很快。国内口服降糖药市场在西医院（包括综合医院）的市场份额从 71.4% 下降到 45%，下降幅度较大；零售市场份额则由 12.5% 上升到 42.4%。口服降糖药已呈现出从医院逐渐向零售市场分流的趋势，零售市场已在该药用药市场上扮演愈来愈重要的角色。据统计，国内口服降糖药中化学药品占 85.07%，中成药占 14.93%，化学药品的相对市场份额较大，这和相关化学药品作用机理和靶位明晰，产品更新换代快等因素有关。

胰岛素市场集中，口服糖尿病用药缺乏领导品牌

糖尿病常用药物可分为四类：胰岛素、磺脲类药物（主要作用是刺激胰腺分泌胰岛素）、双胍类药物（主要作用是促进组织细胞对糖类的吸收）、 α -葡萄糖苷酶抑制剂（主要作用是抑制多糖分解成单糖）。

其中胰岛素类药物约占糖尿病用药的 30%，根据 IMS2004 年第三季度公布的数据显示，各公司在中国胰岛素市场的份额分别是：诺和诺德 75.2%，礼来 16.3%，通化东宝 1.5%，赛诺菲安万特 0.2%，诺和诺德处于领导品牌位置，据其 2004 年年报报道其约占全球糖尿病药物市场 20% 份额，约有 1300 多万发达国家患者使用，另有 500 多万发展中国家患者。

其它非胰岛素类药物多为口服制剂，企业和产品目前都缺乏领导品牌，处于相对分散的竞争中。据 IMS2004 年第三季度公布的数据显示，各外资制药企业在中国糖尿病市场所占的份额为：安万特 0.6%，北京万辉 4.2%；施贵宝 4.4%；拜耳 19.4%，礼来 5.4%，诺和诺德 28.9%，辉瑞 3.8%；施维雅 5.4%。拜耳公司的阿卡波糖（拜唐平）约占该公司销售额的 50%，拜唐平属

于相对强势品种。

我们对糖尿病用药整体判断为：目前国内糖尿病用药市场总额在 40 亿元左右，国外企业占据绝大部分市场份额，年均增长 25% 以上；胰岛素药物约占 35% 的市场份额，其中诺和诺德约占 60% 以上份额；非胰岛素类药物约占 65% 以上市场份额，增长率高于胰岛素类药物，处于相对分散的市场竞争状况，主要厂家市场份额均在 20% 以下。国内抗糖尿病药市场的平均复合年增长率为 20.1%，高于国内医院用药平均增长率。

目前糖适平的销售主要集中在大中型城市的核心医院，空白市场较多。随着公司城市社区和县级销售网络的建设，糖适平有望共享降压 0 号的销售渠道进入城市社区及县级以下空白市场，销售的整合和市场潜力十分巨大。但就目前来看，每年糖适平的治疗费用约为 2000 元，价格因素仍是制约市场上量的制约性因素。国内上亿元的品种还包括广药集团的消渴丸、太极集团的消渴丸。营销策略的到位将会给公司降糖药品种系列的发展带来快速增长机会。

四、精细化管理提升权益价值

大工贸模式进入精细化运作阶段

双鹤药业先后在北京、哈尔滨、郑州、武汉、长沙、昆明、昆山、西安等大城市建立起 9 家商业公司，并确立起以这些城市为中心向周边区域拓展的密集网络。公司的医药商业批发业务分布于全国各地，物流配送能力也利于大输液等自产品种拓展各区域市场。但整体上看，国内药品流通业的同质化竞争使行业的毛利率偏低，公司的发展战略也不在成为药品流通业的龙头企业，我们认为该业务模块未来盈利能力、市场占有率都难有大的作为。不排除未来业务剥离的可能性。

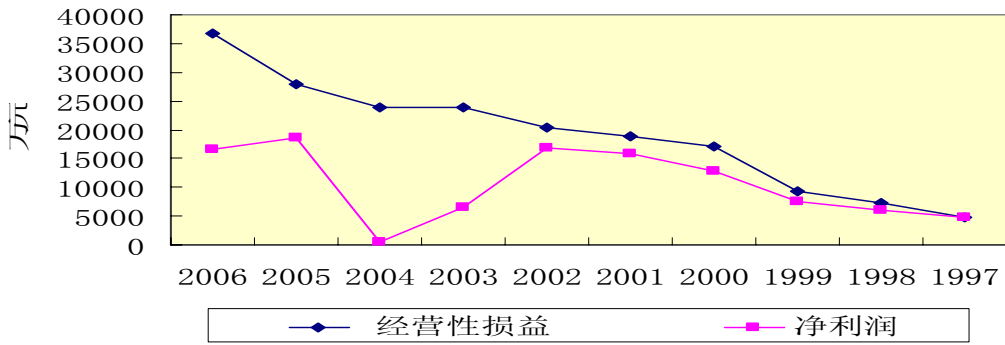
公司近两年来药品流通销售额处于下降趋势，2005-2006 年的销售额估计分别为 29 亿和 26 亿元，这主要和相关下属公司的股权转让相关。我们预计该业务模块未来年收入增长在 9%-11%。

公司的稳健经营业绩受益于市场放量

双鹤药业自 1997 年上市以来，其 10 年来的发展历程某种意义上浓缩了国内求大求强类上市公司经历的成长中的烦恼。公司在产业内一直保持优势地位，但在对外扩张中也遗留下了后遗症。10 年发展历程可划分为扩张期和整合期两个阶段，与净利润指标相比，经营性损益指标较好反映了公司业务增长的连续性。从图中可以看出，2002-2006 年为我们划定的公司业务整合期，其间消化了大量的扩张期形成的不良资产，包括应收账款、长期投资、固定资产等各项资产的减值核销，上市前五年管理欠账造成公司近五年净利润变化的不稳定。2002 年-2006 年公司的净利润变化幅度为 470 万-18663 万元，净利润指标难以反映企业的产业价值。若扣除各项减值准备，采用类似于 EBITDA 的经营性损益指标测算公司财务数据，可以看出，无论扩张期还是整合期，公司的经营性损益指标都保持了连续、稳定的增长态势。2006 年公司的经营性损益约为 36745 万元，同比增长 31.8%。我们认为经营性损益指标更多反映了公司产品微观层面竞争力、盈利潜力等信息。不考虑资产整合因素，我们预测公司 2007 年经营性损益约为 43000 万元，约合每股 0.97 元。医药中低端市场的启动有利于公司的经营性损益保

持 30% 以上的增长。

图 4、双鹤药业经营性指标历年变化示意图



资料来源：中国银河证券股份有限公司研究所

表 3、双鹤药业（600062）财务报表预测

资产负债表						利润表（百万元）					
	2005	2006	2007E	2008E	2009E		2005	2006	2007E	2008E	2009E
货币资金	669	468	448	899	1190	营业收入	4611	4067	4481	4891	5340
应收票据	111	157	307	335	366	营业成本	3365	2903	3214	3508	3829
应收账款	594	535	589	643	702	营业税金及附加	25	24	26	28	31
预付款项	114	169	211	257	307	销售费用	643	534	607	662	723
其他应收款	114	169	187	204	222	管理费用	349	362	215	235	256
存货	507	472	523	571	623	财务费用	35	19	9	-2	-14
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	110	84	84	84	84	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	1340	1026	1064	1113	1103	投资收益	77	-2	-2	-2	-2
在建工程	0	3	32	136	83	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	165	49	49	49	49	营业利润	270	222	408	459	513
无形资产	53	135	122	108	95	营业外收支净额	-43	16	0	0	0
长期待摊费用	11	10	9	8	7	税前利润	227	238	408	459	513
资产总计	3813	3330	3624	4405	4830	减：所得税	52	68	102	55	62
短期借款	718	319	242	0	0	净利润	175	170	306	404	452
应付票据	177	171	190	207	226	归属于母公司的净利润	172	156	298	399	446
应付账款	568	486	530	579	632	少数股东损益	3	14	8	5	5
预收款项	33	33	33	33	33	基本每股收益	0.39	0.35	0.68	0.85	0.95
应付职工薪酬	47	86	86	86	86	稀释每股收益	0.39	0.35	0.68	0.85	0.95
应交税费	0	0	0	0	0	财务指标	2005	2006	2007E	2008E	2009E
其他应付款	150	118	118	118	118	成长性					
其他流动负债	23	0	0	0	0	营收增长率	9.5%	-11.8%	10.2%	9.2%	9.2%
长期借款	4	0	0	0	0	EBIT 增长率	79.5%	6.7%	72.2%	9.3%	9.3%
预计负债	23	0	12	12	12	净利润增长率	-3458.1%	-9.3%	91.0%	34.0%	11.8%
负债合计	1874	1306	1288	1094	1148	盈利性					
股东权益合计	1939	2023	2628	3602	3974	销售毛利率	27.0%	28.6%	28.3%	28.3%	28.3%
现金流量表	2005	2006	2007E	2008E	2009E	销售净利率	3.8%	4.2%	6.8%	8.3%	8.5%
净利润	175	179	306	404	452	ROE	9.6%	8.6%	13.2%	13.0%	11.9%
折旧与摊销	12256	10461	9404	10219	10717	ROIC	6.56%	7.38%	10.87%	11.13%	11.0%
经营活动现金流	140	304	188	362	389	估值倍数					
投资活动现金流	110	-88	-62	-242	-32	PE	66.7	73.5	38.5	30.7	27.4
融资活动的现金流	-163	-403	-146	331	-66	P/S	2.5	2.8	2.6	2.5	2.3
现金净变动	86	-188	-20	450	292	P/B	5.9	5.7	4.4	3.4	3.1
期初现金余额	574	669	468	448	899	股息收益率	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.7%
期末现金余额	660	481	448	899	1190	EV/EBITDA	34.3	34.1	23.0	21.2	19.1

DCF 估值与目标价位

表 4、双鹤药业（600062）DCF 折现模型

	2006A	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
EBIT	24359	41950	45846	50105	54760	59849	78933	109697	148085	195873	255257
EBITAT	17443	31462	40344	44092	48189	50872	67093	93242	125872	166492	216968
资本性支出	0	-6000	-24000	-3000	-2000	-4000	-3000	-4000	-4000	-4000	-4000
自由现金流	27904	9732	13880	37962	42098	41669	50669	70015	97641	132237	175448

	WACC	10.19%	Ke	12.90%	永续增长率 g						
					0.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%		
永续增长率		3%	Kd	3.63%							
			T	25%							
终值		3491541	Rf	5%	WACC	6.09%	30.69	45.36	51.14	59.16	71.01
企业价值		1584082	E(Rm)	12.0%		6.59%	28.79	40.69	45.06	50.84	58.86
资产价值		24936	Rm-Rf	7.5%		7.09%	27.13	36.98	40.40	44.76	50.55
股权价值		1559147	D/A	55%		7.59%	25.66	33.95	36.70	40.12	44.48
			E/A	45%		8.09%	24.34	31.43	33.69	36.43	39.85
						8.59%	23.16	29.29	31.17	33.43	36.17
股本		44,108	β	1.12	9.09%	22.09	27.44	29.04	30.92	33.18	
每股价值		35.35									

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

作为“中国输液第一品牌、中国降压药第一品牌、中国降糖药第一品牌”，双鹤药业聚焦大输液、心脑血管、内分泌三大治疗领域，通过业务的整合和转型、加大三大核心业务投入力度。目前拥有包括北京降压 0 号、利复星、奥复星、糖适平、大输液、小针等在内的一系列品牌普药产品。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	强大的品牌竞争力和独特的渠道管理模式	4.5
劣势	公司对供应商和销售商的货款占用依赖较大	3
机会	股权激励的实施有助于竞争力的加强，定点生产，优质优价	4
威胁	产品价格受政府一定程度控制，大输液产能未来可能过剩	3.5

注：分值 1-5，越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.0
供应商力量	较强的品牌和较大的生产规模使公司有较强的议价能力	4.5
新进入壁垒	大规模的生产和技术积累使得新进入这有一定的壁垒	3.5
客户力量	公司不完全是价格制定者，但是仍然有一定的谈判能力	4
替代产品	同一类型治疗用药品种和厂家较多，	3.5
竞争对手	心脑血管和高血压用药品牌优势明显，大医院外资较有优势	4

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差



插图目录

图 1、乡镇卫生院诊疗人次 vs 医院诊疗人次变化图	3
图 2、国内外不同类型输液所占比重对比图	4
图 3、明星药品竞争能力框图	6
图 4、双鹤药业经营性指标历年变化示意图	9

表格目录

表 1、双鹤药业大输液产能概况	1
表 2、国内大输液厂家近期主要项目一览表	4
表 3、双鹤药业（600062）财务报表预测	10
表 4、双鹤药业（600062）DCF 折现模型	11

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908