

集团资产整合预期隐现，2013年增长加速

■业绩稳健增长，集团资产整合预期隐现。2012年实现收入69亿元，同比增10%；其中工业收入40亿元，同比增17%；商业收入29亿元，同比基本持平。实现净利润6.14亿元，同比增16%，EPS为1.07元。扣非净利增14%。经营现金流净额4亿元。同时，公司首次在年报中提出消除同业竞争的问题，“优先考虑以协商确定的合理价格和合理方式消除同业竞争”。大股东华润医药下还有一块经营降压药的资产，我们判断2013年华润对旗下化药资产的整合将得以推进。

■大输液产品结构持续升级，软袋新品上市拉动增长。2012年公司大输液销售收入同比增长27%；塑瓶在降价等不利条件下收入仍同比增长13%；软袋收入同比增长40%。毛利率较去年提升1个百分点，要是受益于产品结构升级(包括软塑包装产品和治疗性输液占比提高)。受新版GMP认证影响，大输液行业产能收缩情况于2012年已经显现，龙头企业有望持续受益。同时公司近期推出了BFS产品(即三合一软袋)，是未来包材的重点发展方向，该产品正在申请发改委单独定价，预计将成为公司新的盈利增长点。

■二线产品快速成长，传统产品增长趋于稳健。公司近年来逐渐丰富产品线，一批二线品种表现突出，销售收入达亿元或接近亿元。珂立苏通过拓展新适应症等措施2012年实现收入翻倍增长；小儿氨基酸、替米沙坦、匹伐他汀、稀益通栓等重点产品发展也实现了较大幅度增长。作为公司主要的盈利来源，传统产品降压0号和糖适平收入同比分别增长1%和21%，增长趋于稳健。

■投资建议：维持“买入-A”的投资评级，12个月目标价32元。受益于大输液产能收缩和新品上市、二线品种集体上量以及管理水平提升，我们认为公司发展将加速。维持2013-2015年的EPS分别为1.32元、1.65元和2.09元(未考虑剥离商业业务的影响)。

■风险提示：产品受降价等政策影响超预期；大输液产能收缩不达预期；集团整合力度不达预期。

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	6,383.4	6,989.3	8,354.4	9,892.6	11,767.4
净利润	529.0	614.4	754.8	944.1	1,195.2
每股收益(元)	0.93	1.07	1.32	1.65	2.09
每股净资产(元)	7.45	8.14	9.46	11.11	13.20

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	28.1	24.2	19.7	15.7	12.4
市净率(倍)	3.5	3.2	2.7	2.3	2.0
净利润率	8.3%	8.8%	9.0%	9.5%	10.2%
净资产收益率	12.7%	13.4%	14.1%	15.0%	16.0%
股息收益率	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	17.0%	17.2%	19.2%	22.4%	26.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

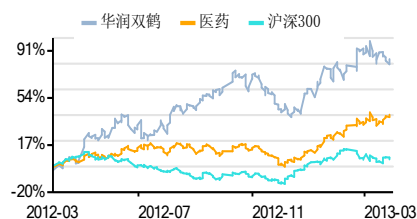
维持评级

12个月目标价 **32.00元**
股价(2013-03-28) **25.99元**

交易数据

总市值(百万元)	14,858.38
流通市值(百万元)	14,858.38
总股本(百万股)	571.70
流通股本(百万股)	571.70
12个月价格区间	14.05/27.97元
十大股东(%)	64.19%

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	%	1M	3M	12M
相对收益	3.74	13.66	71.36	
绝对收益	-2.77	14.44	72.35	

陈宁浦 分析师

SAC 执业证书编号：S1450512080006
chennp2@essence.com.cn
021-68765361

邹敏 分析师

SAC 执业证书编号：S1450511080003
zoumin@essence.com.cn
021-68766073

吴永强 分析师

SAC 执业证书编号：S1450512060001
wuyq@essence.com.cn
010-66581629

相关报告

双鹤展翅，发展加速	2013-02-20
双鹤药业：业绩稳健增长、对外扩张启动：2010 年报点评	2011-03-10
双鹤药业：业绩快速增长，华润入 将带来转机：公司 2010 年三季度报点评	2010-10-28

财务报表预测和估值数据汇总(2013年03月28日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	6,383.4	6,989.3	8,354.4	9,892.6	11,767.4	成长性					
减:营业成本	4,321.5	4,661.5	5,623.4	6,566.0	7,705.7	营业收入增长率	18.9%	9.5%	19.5%	18.4%	19.0%
营业税费	46.1	53.9	64.4	79.1	94.1	营业利润增长率	10.6%	11.6%	21.3%	25.3%	26.7%
销售费用	1,004.5	1,122.4	1,303.3	1,568.0	1,882.8	净利润增长率	1.7%	16.1%	22.8%	25.1%	26.6%
管理费用	364.7	437.9	476.2	563.9	670.7	EBITDA 增长率	11.3%	13.8%	16.8%	23.0%	24.0%
财务费用	1.6	2.0	3.0	4.0	5.0	EBIT 增长率	11.2%	11.6%	21.4%	25.3%	26.7%
资产减值损失	2.3	32.8	15.0	20.0	23.0	NOPLAT 增长率	1.2%	17.4%	23.4%	26.1%	27.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	15.9%	10.3%	8.0%	7.1%	6.2%
投资和汇兑收益	12.5	52.4	18.0	20.0	22.0	净资产增长率	10.6%	8.4%	16.5%	17.7%	19.0%
营业利润	655.2	731.3	887.2	1,111.6	1,408.1	利润率					
加:营业外净收支	47.8	31.5	35.0	35.0	35.0	毛利率	32.3%	33.3%	32.7%	33.6%	34.5%
利润总额	703.0	762.8	922.2	1,146.6	1,443.1	营业利润率	10.3%	10.5%	10.6%	11.2%	12.0%
减:所得税	150.5	132.2	147.5	177.7	216.5	净利润率	8.3%	8.8%	9.0%	9.5%	10.2%
净利润	529.0	614.4	754.8	944.1	1,195.2	EBITDA/营业收入	13.1%	13.6%	13.3%	13.8%	14.4%
						EBIT/营业收入	10.3%	10.5%	10.7%	11.3%	12.0%
						运营效率					
资产负债表	2011	2012	2013E	2014E	2015E	固定资产周转天数	77	86	84	72	60
货币资金	1,104.5	1,004.7	1,550.6	2,260.5	3,244.8	流动营业资本周转天数	72	73	70	69	66
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	194	195	191	202	214
应收帐款	1,105.5	984.1	1,243.8	1,284.3	1,592.2	应收帐款周转天数	52	54	48	46	44
应收票据	522.8	735.9	702.9	945.9	950.0	存货周转天数	40	38	39	40	41
预付帐款	216.0	249.7	312.6	344.0	426.6	总资产周转天数	318	324	305	301	297
存货	701.0	779.1	1,032.9	1,155.8	1,498.4	投资资本周转天数	185	191	174	158	142
其他流动资产	47.2	138.0	140.0	140.0	140.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	12.7%	13.4%	14.1%	15.0%	16.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.1%	9.7%	10.1%	10.9%	11.6%
长期股权投资	64.1	26.7	26.7	26.7	26.7	ROIC	17.0%	17.2%	19.2%	22.4%	26.7%
投资性房地产	86.1	82.2	82.2	82.2	82.2	费用率					
固定资产	1,426.3	1,926.2	1,960.1	1,975.5	1,962.3	销售费用率	15.7%	16.1%	15.6%	15.9%	16.0%
在建工程	401.2	101.5	100.6	112.2	116.9	管理费用率	5.7%	6.3%	5.7%	5.7%	5.7%
无形资产	307.9	343.0	372.6	388.5	400.7	财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	21.5%	22.4%	21.3%	21.6%	21.7%
资产总额	6,077.0	6,507.8	7,664.2	8,856.3	10,583.5	偿债能力					
短期债务	387.4	295.0	380.0	420.0	460.0	资产负债率	28.5%	27.7%	28.5%	27.2%	27.5%
应付帐款	794.6	754.3	1,031.8	1,064.8	1,424.7	负权益比	39.9%	38.3%	39.8%	37.3%	37.9%
应付票据	202.6	382.9	398.1	513.8	556.4	流动比率	2.24	2.31	2.43	2.71	2.85
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.81				
长期借款	-	-	-	-	-						
其他非流动负债	-	-	-	-	-						

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

陈宁浦、邹敏、吴永强分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最 解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

