

生物制品 III

李昱

0755-82026737

liyu@cjis.cn

双鹭药业

002038

推荐

高速增长、盈利能力极强的生物制药龙头

双鹭药业 3 月 25 日公布年报，实现营业收入 3.58 亿元，净利润 2.18 亿元，分别同比增长 51% 和 62%，EPS 0.88 元，符合预期，同时公司拟 10 股派 2 元。

投资要点：

- 公司 08 年实现营业收入 3.58 亿元，同比增长 51%，营业利润 2.29 亿，增长 64%，净利润 2.18 亿，增长 62%，显示公司仍处于 06 年以来的高速增长通道之中。而公司 08 年业绩还受到了证券投资亏损的影响，扣除非经常性损益的净利润增长幅度达到了 149%。公司业绩的快速增长主要来自两个方面：1、公司产品销售收入的增长。2、随着销售规模的扩大和技术进步导致毛利率由 65.64% 提高到 86.30%。
- 公司的优势在于产品，盈利能力极强，主要产品毛利率均在 80% 以上，由于采用的是代理销售模式，营业费用率仅为 3%，公司成本费用控制严格，净利率超过 60%，远高于其他医药上市公司，ROE 水平也高达 28.65%。同时，公司经营稳健，流动比率及速动比率均高达 24 以上，资产负债率仅为 3%，现金高达 4.2 亿，占整个资产超过一半，财务状况十分健康。
- 公司是研发驱动型企业，产品十分丰富，并在抗肿瘤、肝病等领域形成了产品梯队优势，并积极介入产业链的下游，向基因诊断和治疗拓展，对主打产品贝科能的依赖度逐渐降低。
- 我们认为随着公司贝科能市场继续拓展和其他二线产品的逐步放量，公司的增长态势仍将持续。1、公司核心产品贝科能销售收入和毛利率同比均大幅增长，贝科能的市场空间在未来两三年内仍将由公司所独占，销售增长仍将持续。2、紫杉醇、欧宁、雷宁等二线品种均为抗肿瘤、肝病、心脑血管等的专科用药，是医改中最先受益的品种，增长趋势明显。3、阿德福韦酯、利塞磷酸钠等新上市品种的快速增长。
- 我们预测双鹭 09-11 年 EPS 分别为 1.25、1.65、2.11 元，公司的业绩增长迅速，研发能力强，产品梯队丰富，是国内生物制药龙头，给予 09 年 30 倍 PE，6~12 个月目标价格为 37.5 元，维持推荐的投资评级。

6-12 个月目标价： 37.50 元

当前股价： 34.80 元

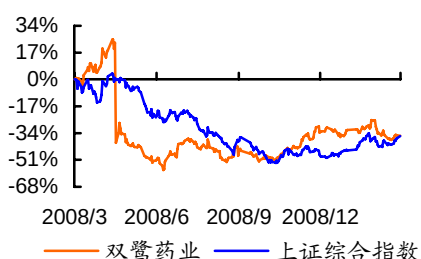
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2325.48
总股本(百万)	248
流通股本(百万)	139
流通市值(亿)	48
EPS (TTM)	
每股净资产 (元)	2.22
资产负债率	5.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
双鹭药业	-5.72	-1.14	20.00
上证综合指数	0.85	22.57	5.63



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	358	494	650	825
同比(%)	51%	38%	32%	27%
归属母公司净利润(百万元)	218	310	411	525
同比(%)	62%	42%	33%	28%
毛利率(%)	86.3%	86.6%	86.8%	86.9%
ROE(%)	28.7%	28.9%	27.7%	26.2%
每股收益(元)	0.88	1.25	1.65	2.11
P/E	39.68	27.91	21.04	16.45
P/B	11.37	8.08	5.84	4.31
EV/EBITDA	35	25	19	15

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	637	972	1373	1909	营业收入	358	494	650	825
现金	421	702	1025	1474	营业成本	49	66	86	108
应收账款	68	94	124	158	营业税金及附加	4	6	8	10
其它应收款	0	0	0	0	营业费用	11	16	20	26
预付账款	108	146	189	238	管理费用	60	83	109	138
存货	9	12	15	19	财务费用	-5	-11	-17	-25
其他	31	19	19	20	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	152	164	154	153	公允价值变动收益	-19	0	0	0
长期投资	17	17	17	17	投资净收益	10	0	0	0
固定资产	99	96	93	90	营业利润	229	335	444	568
无形资产	20	20	20	20	营业外收入	7	0	0	0
其他	16	32	24	26	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	789	1136	1526	2062	利润总额	236	335	444	568
流动负债	26	64	43	54	所得税	18	25	33	42
短期借款	0	0	0	0	净利润	218	310	411	525
应付账款	11	14	18	23	少数股东损益	1	0	0	0
其他	15	50	25	30	归属母公司净利润	218	310	411	525
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	236	334	438	555
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.88	1.25	1.65	2.11
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	26	64	43	54	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	2	2	2	2	成长能力				
股本	248	248	248	248	营业收入	50.7%	38.0%	31.5%	27.0%
资本公积	30	30	30	30	营业利润	64.2%	46.1%	32.6%	27.9%
留存收益	482	792	1203	1728	归属于母公司净利润	61.6%	42.2%	32.6%	27.9%
归属母公司股东权益	760	1070	1481	2006	获利能力				
负债和股东权益	789	1136	1526	2062	毛利率	86.3%	86.6%	86.8%	86.9%
现金流量表					净利率	60.9%	62.7%	63.2%	63.7%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	28.7%	28.9%	27.7%	26.2%
经营活动现金流	194	267	316	434	ROIC	66.9%	88.2%	90.5%	98.2%
净利润	218	310	411	525	偿债能力				
折旧摊销	12	10	11	12	资产负债率	3.3%	5.6%	2.8%	2.6%
财务费用	-5	-11	-17	-25	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	-10	0	0	0	流动比率	24.57	15.19	31.83	35.66
营运资金变动	-46	-30	-98	-77	速动比率	24.24	15.01	31.48	35.31
其它	24	-13	10	-2	营运能力				
投资活动现金流	-19	3	-10	-10	总资产周转率	0.52	0.51	0.49	0.46
资本支出	24	10	10	10	应收账款周转率	6	6	6	6
长期投资	5	0	0	0	应付账款周转率	4.01	5.33	5.23	5.17
其他	9	13	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-11	11	17	25	每股收益(最新摊薄)	0.88	1.25	1.65	2.11
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	1.07	1.27	1.75
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.06	4.31	5.96	8.08
普通股增加	124	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-121	0	0	0	P/E	39.68	27.91	21.04	16.45
其他	-15	11	17	25	P/B	11.37	8.08	5.84	4.31
现金净增加额	164	281	324	449	EV/EBITDA	35	25	19	15

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李昱, 中投证券研究所医药行业分析师, 理学硕士。2008 年度卖方分析师水晶球奖"医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

主要研究覆盖生物医药、传统中药、医疗器械: 云南白药、三九医药、康美药业、通化东宝、天坛生物、科华生物、达安基因、双鹭药业等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434