

双鹭药业（002038）：未来业绩可望持续增长

增持（维持）

医药行业

当前股价：34.80 元

报告日期：2009 年 3 月 24 日

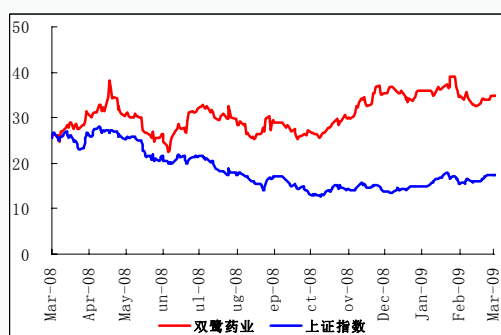
主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	358	505	668	836
(+/-)	50.72%	41.10%	32.28%	25.11%
营业利润	229	345	463	584
(+/-)	64.21%	50.85%	34.01%	26.17%
归属于母公司的净利润	218	308	412	518
(+/-)	62.01%	41.15%	33.54%	25.90%
每股收益（元）	0.88	1.24	1.65	2.08
市盈率（倍）	30	21	16	13

公司基本情况（2008 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	24,840/13,859
流通市值（亿元）	47.51
每股净资产（元）	3.06
资产负债率（%）	3.56

股价表现（最近一年）



联系人：周浩

021-58824282-889 zhouh@txsec.com

联系人：施剑刚

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008 年，公司实现营业收入 3.58 亿元，同比增长 50.72%；营业利润 2.29 亿元，同比增长 64.21%；归属母公司净利润 2.18 亿元，同比增长 61.62%，实现每股收益 0.88 元。2008 年利润分配方案每 10 股派现金 2 元（含税）。
- 产品销售快速增长，毛利率提升 20.1 个百分点。**报告期内公司生物药保持 15%-20% 的稳定增长，生化药中贝科能，胸腺五肽，氯雷他定均实现 50%-100% 的高速增长，带动公司药品销售收入同比增长 48.13%，由于规模效益和技术改进使公司医药产品毛利率大幅提升 20.1 个百分点为 86.58%；同时公司技术转让收入实现 2479 万元，同比增长 96.87%，毛利率提升 31.97 个百分点为 82.55%，成为公司一个利润增长点。
- 代理销售模式提升业绩。**公司产品销售主要采用代理模式，自 2004 年以来公司收入复合增长率达 40%，销售费用一直在 1000 万元上下，逐年下降的销售费用率对业绩贡献明显。2008 年公司期间费用率为 16.60%，同比下降 6.97 个百分点，其中销售费用率为 3.14%，同比下降 1.09 个百分点，管理费用率为 16.74%，同比下降 3.77 个百分点。公司整体期间费用同比增长 23%，远低于公司同期收入 51% 的增长。
- 投资股票亏损影响 09 年不在，大股东承诺化解股票解禁担忧。**公司投资股票公允价值损失 1867 万元，扣除已获得投资收益后亏损 1060 万元，扣除证券投资损益公司营业利润同比增长 146%，每股收益为 0.91 元。公司两大股东新乡化纤集团（持股 25.58%）和董事长徐明波（持股 22.28%）分别对将于今年 11 月份解禁的限售股（合计占总股本的 43%）作出延长一年限售期的承诺，缓解了投资者担心大股东套现的担忧。
- 业绩良好兑现股改承诺，股权激励正式实施。**公司 006 年-2008 年复合增长率为 86.06%，高于股改承诺 25% 的复合增长率，同时达到公司股权激励条款要求。公司将于 2009 年 6 月 13 日（20%）和 9 月 13 日（80%）分两批实施 540 万股权激励计划，行权价为 3.28 元，由此产生约 154 万费用计入当期损益，不对利润构成较大的影响。由于公司业绩表现良好，即使存在行权获利可能，不会对公司经营层面产生重大影响。
- 对外投资。**公司继前三季度参股亿事达制冷设备公司，瑞康医药公司和参股成都融路信通科技有限公司后，投资 1020 万

（持股比例51%）成立辽宁迈迪生物科技有限公司，主要从事诊断试剂研究，方向为肿瘤诊断试剂，是公司围绕抗肿瘤产品相基因诊断领域的探索。

- **重视研发，产品线不断丰富。**公司2008年研发投入5367万元同比增长21%，占销售收入的15%。报告期内公司的重组人生长激素、长效立生素等获准进入临床试验研究，阿德福韦酯、利塞磷酸钠、氨酚曲马多、吗替麦考酚酯、注射用三氧化二砷等新药获得新药证书、生产批件。充足的研发投入和新产品的投放为公司利润的持续增长提供了保障。
- **风险提示。**公司多元化经营管理风险，产品销售不达预期风险。
- **盈利预测及评级。**我们预计公司2009-2011年EPS为1.24元，1.65元和2.08元，相对昨日收盘价34.80元PE为21倍，16倍和13倍，维持“增持”评级。

图表 双鹭药业盈利预测（万元）

单位：万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	35,800	50,516	66,820	83,597
增长率(%)	50.72	41.10	32.28	25.11
减：营业成本	4,904	7,152	9,549	12,193
营业税金及附加	450	556	735	1,003
减：营业费用	1,126	1,036	1,336	1,672
管理费用	5,992	7,577	9,355	10,868
财务费用	-480	-400	-500	-600
影响利润的其他项目	(211)	440	440	440
营业利润	22,900	34,545	46,295	58,411
增长率(%)	64.21	50.85	34.01	26.17
期间费用率(%)	18.54	16.26	15.25	14.28
利润总额	23,598	35,035	46,785	58,901
增长率(%)	58.29	48.46	33.54	25.90
减：所得税	1,756	4,204	5,614	7,068
实际税负比率	7	12	12	12
净利润	21,843	30,831	41,170	51,833
少数股东损益	57	75	87	95
属于母公司的净利润	21,786	30,756	41,083	51,738
增长率(%)	62.01	41.15	33.54	25.90
每股收益（元）	0.88	1.24	1.65	2.08
市盈率（倍）	30	21	16	13

资料来源：天相投资顾问有限公司



天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014