



2009年4月20日

医药行业

业绩回顾

孙亮

分析员

sunl@cicc.com.cn

周峰

联系人

zhoupeak@cicc.com.cn

审慎推荐

双鹭药业(002038.CH)

一季度业绩回顾

主要财务信息

百万元	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	238	358	467	573
(+/-)	65.0%	50.7%	30.6%	22.7%
主营业务利润	153	304	392	485
(+/-)	71.3%	98.5%	28.8%	23.6%
营业利润	97	238	335	427
(+/-)	79.0%	146.4%	40.9%	27.4%
归属于母公司的净利润	135	218	310	393
(+/-)	167.9%	61.6%	42.5%	26.7%
每股收益(元)	0.54	0.88	1.25	1.58
市盈率	64.3	39.8	27.9	22.0
净资产收益率	24.5%	28.7%	30.5%	29.5%
投入资本回报率	24.4%	28.6%	29.8%	28.3%
每股分红(元)	0.10	0.20	0.03	0.03
现金分红收益率	0.3%	0.6%	0.1%	0.1%

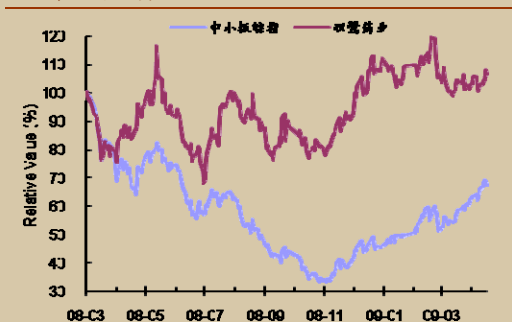
股票信息

	A股
当前股价	人民币34.91元
股票代码	002038.sz
日成交量(百万股)	3.0
52周最高价/最低价	人民币40.10/22.35
总市值(百万元)	8,672
发行股数(百万股)	248
主要股东(持股比例)	新乡白鹭化纤集团(25.19%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[双鹭药业]	+3.93	+7.42	+4.24	-4.83
[中金A股指数]	+2.80	+19.32	+36.80	+51.20
[中金医疗保健指数]	+3.50	+12.08	+25.44	+32.97

52周股价走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

2009.4.24-2008 年度股东大会

一季度稳定增长

- 2009年一季度实现收入0.76亿元，同比增长20%，实现净利润0.47亿元，同比增长36%，每股收益0.19元。公司预计中期业绩同比增长幅度在20%-40%之间。

正面：

- 一季度在主导品种推动下，公司主营业务收入保持稳定增长。尽管受到了主营业务利润率下降和管理费率上升双重挤压，得益于良好的销售费用控制和公允价值变动收益，净利润仍维持较高增长。
- 公司走自主和外部合作相结合的研发模式，前期公司投资辽宁迈迪生物，介入到单克隆抗体体外诊断试剂盒开发及基因治疗的研究。另外公司也积极在海外寻找相关的合作，以高起点进入到相关生物科技领域的研究开发。公司重组人生长激素和长效立生素进入临床期，后面将会以恩替卡韦、腺苷蛋氨酸、谷胱甘肽等产品构筑肝病产品线，替莫唑胺、门冬酰胺酶等将丰富抗肿瘤产品线。
- 代理销售模式下公司应收账款和存货控制非常到位，一季度每股经营性现金流0.21元，经营质量不错。公司资产负债率不到5%，没有长短期借款，账面现金充足，财务状况健康。

负面：

- 一季度主营业务利润率下降3.6个百分点，而管理费用同比上升4.4个百分点，对利润形成了一定挤压。

改革营销，稳固发展

公司在营销领域积极寻求变革，一方面积极引进人才，打造自身队伍，另外加强与下游企业的合作。公司前期以股权方式介入北京普仁鸿药业，该公司销售规模超过10亿元，在北京医院领域具有良好的销售网络和开拓经验。通过与普仁鸿的合作，有助于强化对区域医院市场的控制力。

维持“审慎推荐”

公司一季度销售收入略有放缓，我们对2009、2010年业绩预期略调降3%，每股收益分别为1.25元和1.58元，目前股价对应动态市盈率为28x、22x。公司资产质量优良，经营效率较高，维持“审慎推荐”。

图表 1: 09 年一季度业绩分析

	2007A	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	2008A	1Q2009	CICC Comments
(百万元)								
主营业务收入	238	63	96	110	89	358	76	
同比增长率	65.0%	92.4%	51.0%	61.1%	22.0%	50.7%	20.2%	
环比增长率		-13.4%	52.5%	14.9%	-19.6%		-14.7%	
主营业务成本	82	10	13	12	14	49	14	
成本率	34.4%	15.6%	13.3%	11.1%	16.1%	13.7%	19.1%	
主营业务税金及附加	3	1	1	2	1	4	1	
主营业务利润	153	52	82	96	74	304	60	
毛利率	64.6%	83.3%	85.4%	87.4%	83.0%	85.0%	79.7%	主营业务利润率下降3.6个百分点
同比增长率	71.3%	35.0%	117.3%	115.0%	45.5%	98.5%	15.0%	
环比增长率		3.7%	56.3%	17.7%	-23.7%		-18.1%	
其他业务利润	0	0	0	0	0	0	0	
营业费用	11	3	3	2	3	11	2	
营业费用率	4.5%	4.5%	2.8%	2.1%	3.9%	3.1%	2.7%	营业费率同比下降1.8个百分点
管理费用	49	6	14	14	25	60	11	
管理费用率	20.5%	9.9%	14.6%	13.0%	28.5%	16.7%	14.3%	管理费用率同比上升4.4个百分点
财务费用	-2	0	-1	-1	-2	-5	-2	
营业利润	97	44	59	80	55	238	49	
营业利润率	40.7%	69.7%	61.4%	72.3%	62.3%	66.5%	64.1%	
同比增长率	79.0%	155.9%	167.1%	164.1%	103.8%	146.4%	10.4%	
环比增长率		61.8%	34.3%	35.2%	-30.6%		-12.3%	
投资收益	29	-6	13	1	2	10	0	公允价值变动和投资收益合计约313万元
公允价值变动收益	0	0	-14	-2	-3	-19	4	
营业外收入	10	2	1	1	3	7	2	
营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	
税前利润	149	40	66	81	49	236	54	
税前利润率	62.8%	64.1%	68.6%	73.0%	55.4%	65.9%	71.6%	
同比增长率	156.2%	57.5%	124.7%	69.8%	5.3%	58.3%	34.3%	剔除投资收益经营性税前利润增长15%
所得税	14	6	4	16	-8	18	7	
有效税率	9.6%	14.6%	5.8%	20.2%	-17.1%	7.4%	13.8%	享受15%优惠税率
少数股东权益	0	0	0	0	0	1	0	
净利润	135	34	62	64	57	218	47	
净利润率	56.8%	54.6%	64.4%	58.1%	64.8%	60.9%	61.7%	
同比增长率	167.9%	57.9%	101.0%	58.5%	37.5%	61.6%	36.0%	
环比增长率		-18%	80%	3.6%	-10.3%		-18.7%	
每股收益 (元)	0.54	0.14	0.25	0.26	0.23	0.88	0.19	

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2: 公司主要资产项目变动情况

	期末余额	期初余额	变动金额	变动幅度		期末余额	期初余额	变动金额	变动幅度
货币资金	457	421	36	9%	短期借款	0	0	0	-
交易性金融资产	15	12	2	20%	应付账款	13	11	3	26%
应收账款	80	68	12	17%	其它预收应付项目	20	10	10	103%
预付款项	112	108	4	4%	流动负债合计	38	26	12	47%
其它应收项目	3	3	1	20%	长期借款	0	0	0	-
存货	8	9	0	-1%	非流动负债合计	0	0	0	-
流动资产合计	685	637	48	8%	负债合计	38	26	12	47%
固定资产	98	99	-1	-1%	所有者权益合计	810	763	48	6%
非流动资产合计	164	152	12	8%	负债和所有者权益总计	848	789	60	8%

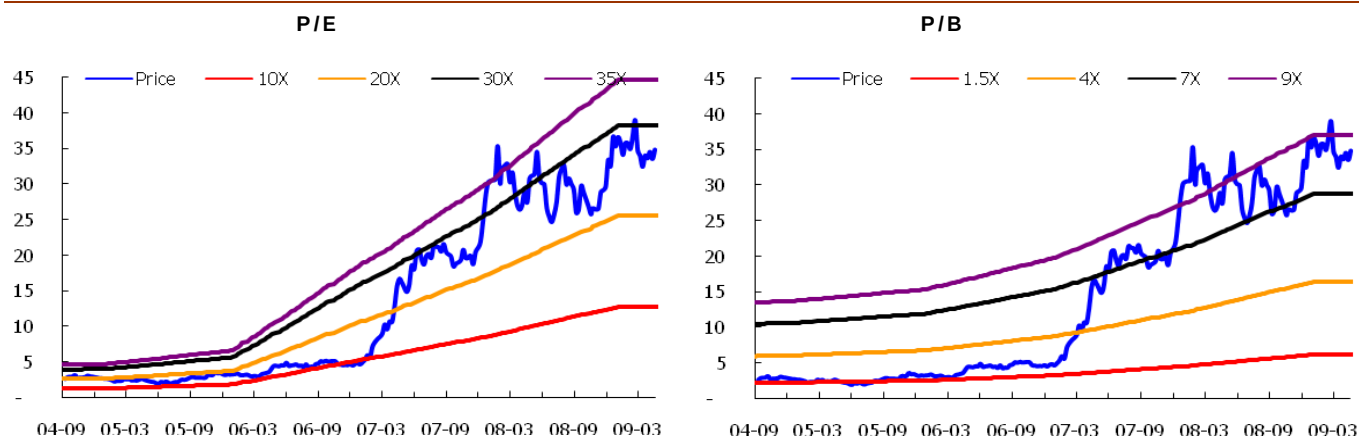
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 3: 公司主要财务数据和预测

单位: 人民币百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E		2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
损益表						财务指标					
主营业务收入	144	238	358	467	573	成长性指标					
主营业务成本	-53	-82	-49	-71	-83	主营业务收入增长率	21%	65%	51%	31%	22.7%
主营业务利润	90	153	304	392	485	主营业务利润增长率	25%	71%	99%	29%	23.6%
营业费用	-10	-11	-11	-14	-14	净利润增长率	49%	168%	62%	42%	26.7%
管理费用	-31	-49	-60	-65	-69	盈利性指标					
财务费用	4	2	5	8	10	毛利率	63%	66%	86%	85%	85.5%
营业利润	54	97	238	335	427	三项费用	26%	24%	19%	15%	12.7%
税前利润	58	149	236	345	437	税前利润率	40%	63%	66%	74%	76.2%
净利润	50	135	218	310	393	净利率	35%	57%	61%	66%	68.6%
现金流量表						收益率指标					
经营活动现金流	58	88	194	323	381	资产收益率	11%	23%	28%	29%	27.9%
营运资本的增减	4	-17	22	-15	10	净资产收益率	12%	24%	29%	31%	29.5%
投资活动现金流	21	81	-19	-74	-18	营运效率性指标					
资本支出	11	28	10	96	23	应收帐款回收期(天)	74	63	71	72	54
自由现金流	79	170	175	249	364	存货周转期(天)	51	20	63	143	162
融资活动现金流	-4	-13	-11	-24	-33	负债指标					
货币资金增加额	75	156	164	226	330	资产负债率	7.7%	5.9%	3.3%	5.8%	6.9%
资产负债表						流动比率	13	14	25	15	12.86
货币资金	206	262	421	646	977	速动比例	13	14	25	15	12.86
应收款项	30	42	71	93	0	估值指标					
存货	8	6	9	28	37	摊薄每股收益(元)	0.20	0.54	0.88	1.25	1.58
固定资产	50	107	99	175	180	每股经营现金流(元)	0.70	0.71	0.78	1.30	1.53
短期借款	0	0	0	23	57	市盈率	172	64	40	28	22.0
应付款项	14	14	26	33	34	市净率	20.4	15.7	14.8	13.6	4.2
股东权益	426	551	760	1,016	1,332	EV/EBITDA	50	42	37	26	20.8
总资产	462	587	789	1,059	1,410	现金分红收益率	0.5%	0.3%	0.6%	0.1%	0.1%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4: 历史市盈率、市净率区间



资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表5：全部A股医药公司估值对比

公司名称	代码	收盘价(元) 2009-4-17	总市值 (百万元)	流通市值 (百万元)	摊薄后每股收益(元)			P/E			股息收益率	净资产收益率			市净率		
					2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	2007	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E
大宗原料药																	
海正药业	600267	15.84	7,117	7,117	0.31	0.44	0.58	51	36	27	0.6%	10%	13%	16%	5.2	4.7	4.4
华海药业	600521	14.00	4,189	4,189	0.44	0.50	0.63	32	28	22	0.7%	14%	14%	16%	4.4	3.8	3.2
华北制药	600812	9.24	9,504	7,805	0.06	0.26	0.41	154	35	22	0.0%	4.9%	19.9%	21.6%	7.6	6.5	5.0
浙江医药	600216	18.30	8,236	8,235	0.13	2.16	2.39	141	8.5	7.7	0.2%	6.8%	72.9%	37%	9.5	4.6	3.3
新和成	002001	28.99	9,916	3,817	0.23	4.02	3.45	126	7.2	8.4	0.3%	9.6%	103.2%	43%	11.9	5.4	3.3
普洛股份	000739	6.77	1,738	1,417	0.12	0.11	0.00	54	59.8		0.0%	5.5%	4.0%		2.4	2.3	
新华制药	000756	5.62	2,570	672	0.07	0.07	0.12	80	80.3	46.7	0.5%	2.2%	2.2%		1.5	1.8	
天药股份	600488	7.68	4,169	2,777	0.05	0.09	0.31	160	83	25	0.3%	2.1%	3.5%	10.4%	2.9	2.8	2.6
鲁抗医药	600789	4.93	2,867	1,719	0.04	0.06	0.00	123	82.2		0.0%	1.8%	2.4%		2.0	1.9	
东北制药	000597	21.79	7,274	6,533	0.16	1.16	1.32	140	19	16	0.3%	5.1%	29.1%	23%	8.2	4.6	3.8
中间值			5,653	4,003	0.13	0.35	0.50	125	36	22	0.3%	5.3%	13.4%	21.6%	4.8	4.2	3.3
品牌中药																	
云南白药	000538	37.91	20,246	9,282	0.63	0.87	1.14	60	44	33	0.3%	25%	14%	16%	15.0	6.4	5.4
同仁堂	600085	16.69	8,693	8,693	0.45	0.50	0.57	37	34	30	0.6%	9%	9%	10%	3.3	3.0	3.0
广州药业	600332	7.90	6,406	1,608	0.41	0.23	0.19	19	35	41	1.6%	11%	6%	5%	2.1	2.1	2.2
东阿阿胶	000423	17.48	9,155	7,035	0.39	0.44	0.68	44	40	26	1.1%	17%	21%	23%	7.5	6.8	6.2
片仔癀	600436	24.11	3,375	1,534	0.68	1.01	0.85	35	24	28	2.1%	13%	18%	15%	4.7	4.6	4.5
九芝堂	000989	11.12	3,309	2,305	0.52	0.67	0.49	22	17	23	2.7%	11.8%	16.6%		2.8	2.7	
独一味	002219	19.90	1,859	466	0.48	0.50	0.66	41	40	30	0.0%	26.9%	19.6%	17%	13.0	6.0	5.0
+ST中新	600329	16.13	5,963	1,429	-0.20	0.49	0.57		33	28	0.0%	-6.2%	15.6%	13%	5.4	4.8	3.9
马应龙	600993	33.34	3,071	2,269	2.19	0.94	1.14	15	36	29	0.9%	20.2%	0.0%	12%	4.3	4.1	4.0
中间值			5,963	2,269	0.48	0.50	0.66	36	35	29	0.9%	13.2%	15.6%	14.0%	4.7	4.6	4.2
现代中药																	
天士力	600535	15.11	7,374	7,374	0.36	0.52	0.64	41	29	24	2.0%	10%	13%	14%	4.1	3.9	3.5
康缘药业	600557	18.15	4,836	3,573	0.36	0.53	0.70	50	34	26	0.6%	11%	15%	16%	5.5	5.1	4.3
益佰制药	600594	11.22	2,639	2,639	0.51	0.42	0.56	22	27	20	1.3%	19.9%	18.0%	18%	5.2	4.6	3.3
亚宝药业	600351	23.93	3,787	3,787	0.34	0.58	0.76	70	41	32	0.0%	12.9%	14.7%	14%	20.6	9.5	4.3
仁和药业	000650	12.62	2,778	1,082	0.18	0.32	0.78	70	39	16	0.0%	18.1%	25.9%	18%	11.8	9.1	4.2
江中药业	600750	13.55	4,009	2,461	0.33	0.44	0.54	41	31	25	1.3%	12.2%	14.9%	16%	4.8	4.4	3.9
千金药业	600479	21.17	3,841	3,195	1.15	0.72	0.82	18	30	26	2.5%	22.6%	15.1%	16%	4.4	4.5	4.1
沃华医药	002107	38.88	3,188	853	0.51	1.32	0.94	76	30	41	0.7%	14.5%	23%	17%	9.3	7.3	6.4
康恩贝	600572	7.39	2,394	1,244	0.63	0.28	0.39	12	26	19	2.0%	13.8%	10.5%	12%	2.8	2.6	2.3
羚锐股份	600285	7.52	1,509	1,509	0.35	0.00	0.00	22			0.7%	13.3%	0%	0%	2.7		
中间值			3,487	2,550	0.36	0.48	0.67	41	30	25	1.0%	13.6%	14.9%	15.6%	5.0	4.6	4.1
化学制剂药																	
恒瑞医药	600276	40.21	20,800	14,238	0.80	0.82	1.36	50	49	30	0.2%	26%	21%	28%	12.9	10.4	8.5
白云山A	000522	7.94	3,724	2,779	0.27	0.23	0.32	29	35	25	0.4%	19.5%	11%	13%	5.1	4.0	3.6
现代制药	600420	7.96	2,290	2,290	0.36	0.19	0.26	22	42	30	1.3%	19.2%	10.0%	13%	4.4	4.2	3.4
康美药业	600518	15.74	12,032	12,032	0.32	0.39	0.54	49	41	29	0.1%	8.4%	11.3%	13%	10.4	8.3	4.0
恩华药业	002262	19.45	2,334	584	0.30	0.34	0.49	65	56	40	0.0%	20.4%	12%	14%	16.0	6.0	5.9
华邦制药	002004	19.80	2,614	1,154	1.56	0.64	0.74	13	31	27	0.0%	36.5%	12.5%	13%	3.9	3.5	3.0
华东医药	000963	12.29	5,335	3,028	0.40	0.39	0.56	31	32	22	0.0%	32.7%	25.3%	23%	9.2	7.1	4.3
中间值			3,724	2,779	0.36	0.39	0.54	31	41	29	0.1%	20.4%	12.1%	13.1%	9.2	6.0	4.0
生物制药																	
双鹭药业	002038	35.35	8,781	4,899	0.54	0.86	1.28	65	41	28	0.3%	12%	29%	32%	8.0	11.5	8.6
科华生物	002022	21.66	6,835	5,713	0.56	0.53	0.68	39	41	32	0.2%	28.2%	30.9%	29%	14.9	11.1	9.5
天坛生物	600161	19.18	9,365	4,564	0.32	0.27	0.43	60	71	44	1.0%	16.8%	20.3%	20%	14.5	14.1	7.7
通化东宝	600867	17.78	6,553	4,291	0.21	0.13	0.53	85	137	34	0.0%	5.5%	3.2%	11%	4.4	4.1	3.8
华兰生物	002007	41.98	9,449	9,112	0.55	0.85	1.22	76	49	34	0.0%	20.1%	21.5%	20%	14.8	8.6	6.9
上海莱士	002252	29.00	4,640	1,160	0.68	0.75	0.87	43	39	33	0.0%	50.4%	22.8%	20%	27.6	6.2	6.8
达安基因	002030	10.77	2,161	2,065	0.28	0.19	0.28	38	57	39	1.2%	12.0%	12.4%	14%	7.1	6.6	5.7
天康生物	002100	18.00	2,268	1,150	0.50	0.56	0.70	36	32	26	0.2%	13.2%	12.6%		5.8	3.6	
中牧股份	600195	20.09	7,835	4,038	0.40	0.42	0.59	50	48	34	1.2%	14.9%	14.7%	19%	7.1	7.1	6.1
金宇集团	600201	8.91	2,502	2,336	0.33	0.26	0.40	27	34	23	2.2%	14.3%	10.2%	16%	3.6	3.5	
中间值			6,694	4,164	0.45	0.47	0.63	46	45	34	0.3%	14.6%	17.5%	19.6%	7.6	6.9	6.9
保健品																	
健康元	600380	7.18	7,883	4,386	1.19	0.45	0.00	6	16		1.4%	28.5%	19%	0%	2.7	1.5	
交大昂立	600530	6.04	1,884	1,884	0.02	-0.45	0.00	302			0.0%	0.5%	-15.6%		1.9	2.4	
人福科技	600079	7.90	3,074	2,569	0.18	0.20	0.25	44	39.5	31.8	0.2%	7.7%	8.1%	9%	3.3	3.1	2.8
中间值			3,074	2,569	0.18	0.20	0.00	44	28		0.2%	7.7%	8.1%	4.4%	2.7	2.4	
医疗器械																	
鱼跃医疗	002223	36.60	3,770	952	0.54	0.66	0.83	68	55	44	0.5%	26.9%	22.8%	13%	41.2	13.9	
万东医疗	600055	9.56	2,069	2,069	0.19	0.13	0.20	50	73	49	0.2%	6.1%	5.9%	8%	4.4	4.2	3.8
新华医疗	600587	11.67	1,568	1,198	0.23	0.22	0.29	51	53	40	0.0%	4.9%	5.0%	6%	2.7	2.5	2.3
山东药玻	600529	12.63	3,251	3,251	0.44	0.55	0.65	29	23	20	0.0%	9.9%	10.3%	11%	2.5	2.2	2.1
中间值			2,660	1,634	0.34	0.39	0.47	51	54	42	0.1%	8.0%	8.1%	9.3%	3.5	3.4	2.3
综合性制药企业																	
丽珠集团	000513	23.70	7,115	3,683	1.66	0.17	0.99	14	139	24	2.1%	26%	2%	15%	3.7	3.5	3.5
哈药股份	600664	12.51	15,537	10,137	0.48	0.64	0.74	26	20	17	0.8%	12.5%	14%	14%	3.1		
复星医药	600196	13.39	16,574	8,447	0.51	0.56	0.61	26	24	22	0.7%	18.1%	17.5%	15%	4.3	4.1	
双鹤药业	600062	26.38	12,568	5,886	0.99	0.86	1.08	27	31	24	0.7%	21.7%	15%	16%	5.7	4.3	3.9
三精制药	600829	16.06	6,209	2,805	0.69	0.70	0.85	23	23	19	0.6%	23.8%	19.6%	0%	4.9	4.2	
S三九	000999	16.58	16,230	5,604	0.29	0.51	0.66	58	33	25	0.0%	10.8%	16.7%	17%	5.8	5.1	4.3
上实医药	600607	16.74	6,157	3,779	0.38	0.54	1.26	45	31	13	0.7%	7.6%	10.2%	22%	3.3	3.1	2.2
中间值			12,568	5,604	0.51	0.56	0.85	26	31	22	0.7%	18.1%	15.1%	14.7%	4.3	4.2	3.6
医药流通企业																	
国药股份	600511	32.10	7,685	4,456	0.55	0.81	1.05	59	40	31	1.1%	19%	23%	27%	11.1	8.9	8.7
上海医药	600849	9.83	5,595	3,654	0.12	0.14	0.25	85	68	39	0.5%	4.1%	4.9%	8%	3.4	3.3	3.1
南京医药	600713	8.21	2,059	1,626	0.19	0.12	0.28	44	68	29	1.0%	9.6%	6.1%	9%	4.1	4.3	2.5
桐																	

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。