



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

研究报告

2010 年 4 月 22 日

医疗保健

研究部

孙亮

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208030080

sunl@cicc.com.cn

周峰

联系人

zhoupeak@cicc.com.cn

审慎推荐

双鹭药业(002038.CH)

经营逐步趋好

主要财务信息

百万元	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	358	390	514	673
(+/-)	50.7%	8.9%	31.8%	30.8%
主营业务利润	304	318	435	569
(+/-)	98.5%	4.5%	36.6%	30.8%
营业利润	238	241	372	495
(+/-)	146.4%	1.2%	54.6%	33.0%
归属于母公司的净利润	218	244	357	473
(+/-)	61.6%	12.0%	46.1%	32.5%
每股收益(元)	0.87	0.97	1.42	1.88
市盈率	62.2	55.5	38.0	28.7
净资产收益率	28.7%	25.3%	28.3%	28.7%
现金分红收益率	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%

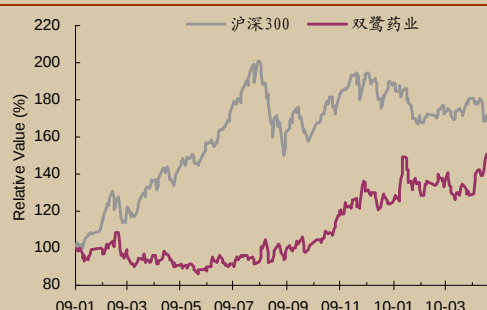
股票信息

	A股
当前股价	人民币 53.9 元
股票代码	002038.SZ
日成交量(百万股)	1.4
52周最高价/最低价	人民币 55.18/30.53
总市值(百万元)	13,550
发行股数(百万股)	251.4
其中:流通股(百万股)	138.6
主要股东(持股比例)	新乡白鹭化纤集团(23.36%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[双鹭药业]	+5.67	+16.21	+5.77	+20.69
[沪深300指数]	-4.57	-1.74	-4.65	-9.05
[沪深300医药指数]	+4.22	+14.88	+12.96	+15.67

最近估值走势



资料来源:、公司信息、中金公司研究部

近来事件

业绩低于预期:

2009 年收入同比增长 9%至 3.9 亿元,利润同比增长 12%至 2.44 亿元 (EPS0.98 元), 低于业绩快报数字, 主要由于毛利率下降和资产减值计提增加所致。2010 年一季度公司收入增长 19%至 0.90 亿元, 净利润同比增长 20%至 5616 万元 (EPS0.22 元)。

正面:

- 剔除公允价值变动和二级市场投资收益影响, 2009 年度经营性利润总额增速只有 5%, 而 2010 年一季度经营性利润总额增速达到 31%, 经营趋势向好。
- 一季度末整体负债率只有 4.6%, 账面现金 4.38 亿元, 保持了良好的资产状况。
- 持续推进研发和产品储备, 2009 年研发投入达到近 6000 万元, 占销售收入 15%比例。报告期内环孢素软胶囊、阿德福韦酯片剂等获得生产文号, PEG 化 G-CSF、氟达拉滨注射剂、谷胱甘肽等获准进入临床实验, 同时公司还受让了吉西他滨、来那度胺等抗肿瘤产品, 进一步丰富了品种储备。

负面:

- 公司应收账款和存货增长较快, 影响了营运效率, 同时导致经营性现金流同比下降 10%至 1.74 亿元。

发展趋势:

公司正介入治疗性抗体和基因工程疫苗领域, 计划 3-5 年推出 3 个以上产品。海外市场也处在快速增长阶段, 力争在 2-3 年实现销售突破。另外公司将积极利用并购拓展产业链, 介入高端医疗器械等前沿领域。通过强化技术优势, 完善销售体系, 未来几年有望再上新台阶。

盈利预测调整:

我们微调 2010、2011 年业绩预期至 1.42 和 1.88 元。

估值与建议:

目前股价对应 2010、2011 年动态市盈率 38x、28x。公司坚持创新, 研发储备丰富, 未来几年将逐步介入单抗抗体、基因工程疫苗和生物医药前沿领域, 把发展推入新阶段, 维持“审慎推荐”评级。

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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供予符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。

图表 1：2009 年度和 2010 年 1 季度利润表分析

	1Q2008	1-2Q2008	1-3Q2008	2008A	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	2009A	1Q2010	CICC Comments
(百万元)											
主营业务收入	63	159	269	358	76	94	113	107	390	90	
同比增长率	92.4%	65.1%	63.4%	50.7%	20.2%	-2.0%	2.8%	20.5%	8.9%	18.5%	季度销售增速有所恢复
环比增长率					-14.7%	24.4%	20.5%	-5.8%		-16.1%	
主营业务成本	10	23	35	49	14	11	22	20	67	12	
成本率	15.6%	14.2%	12.9%	13.7%	19.1%	12.0%	19.1%	18.4%	17.2%	13.5%	
主营业务税金及附加	0.7	2.0	3.7	4.5	0.9	1.1	1.4	1.2	4.7	1.1	
主营业务利润	52	134	231	304	60	82	90	86	318	76	
毛利率	83.3%	84.5%	85.7%	85.0%	79.7%	86.8%	79.7%	80.5%	81.6%	85.2%	主营业务利润率下降3.4个百分点
同比增长率	35.0%	40.6%	37.5%	98.5%	15.0%	-0.4%	-6.4%	16.9%	4.5%	26.8%	
环比增长率					-18.1%	35.5%	10.6%	-4.8%		-11.1%	
其他业务利润	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
营业费用	2.8	5.5	7.8	11.3	2.0	3.2	4.2	4.9	14.4	2.5	
营业费用率	4.5%	3.4%	2.9%	3.1%	2.7%	3.4%	3.7%	4.6%	3.7%	2.8%	营业费率同比上升0.6个百分点
管理费用	6	20	35	60	11	11	11	32	64	11	
管理费用率	9.9%	12.8%	12.8%	16.7%	14.3%	11.6%	9.3%	29.6%	16.4%	12.5%	管理费用率同比下降0.3个百分点
财务费用	-0.4	-1.4	-2.6	-4.8	-1.5	-2.6	-1.0	-1.7	-6.8	-0.9	
营业利润	44	103	183	238	49	70	92	29	241	63	
营业利润率	69.7%	64.7%	67.8%	66.5%	64.1%	74.8%	81.5%	27.6%	61.7%	70.6%	
同比增长率	155.9%	162.2%	163.0%	146.4%	10.4%	19.3%	56.6%	-63.1%	1.2%	30.6%	
环比增长率					-12.3%	45.1%	31.3%	-68.1%		115.1%	
资产减值损失	0.0	0.1	0.5	0.2	0.5	-0.2	0	6	6.1	0.3	主要系长期股权投资减值损失和坏账损失
投资收益	-6	6.86	8	10	-0.4	5.1	4	2	10.7	2.1	2009年包含长期股权投资收益809万元
公允价值变动收益	0	-13.96	-16	-19	3.7	2.4	1	4	11.4	-1.3	公允价值变动1139万元，2008年-1867万元
营业外收入	2	3	4	7	2.5	1.6	1	6	10.2	0.7	
营业外支出	0	0	0	0	0.0	0.0	0	0	0.0	0.0	
税前利润	40	106	187	236	54	79	82	57	273	65	
税前利润率	64.1%	66.8%	69.4%	65.9%	71.6%	84.5%	72.5%	53.5%	70.0%	72.3%	剔除投资收益和公允价值变动收益经营性税前
同比增长率	57.5%	93.3%	82.4%	58.3%	34.3%	20.7%	2.0%	16.3%	15.7%	19.6%	利润，年度数据增长5%，一季度增长31%
所得税	5.9	9.7	25.9	17.6	7.5	8.1	11.0	2.7	29.3	9.0	
有效税率	14.6%	9.1%	13.9%	7.4%	13.8%	10.2%	13.4%	4.7%	10.7%	13.8%	年度有效税率上升3.3个百分点
少数股东权益	0.13	0.32	0.51	0.57	-0.01	-0.24	-0.08	-0.03	-0.36	-0.28	
净利润	34	96	160	218	47	72	71	55	244	56	
净利润率	54.6%	60.5%	59.5%	60.9%	61.7%	76.1%	62.8%	51.0%	62.6%	62.6%	
同比增长率	57.9%	11.0%	5.5%	61.6%	36.0%	15.8%	11.1%	-5.2%	12.0%	20.2%	
环比增长率					-18.7%	53.3%	-0.6%	-23.5%		3.0%	
每股收益 (元)	0.14	0.39	0.65	0.88	0.19	0.29	0.29	0.22	0.98	0.23	

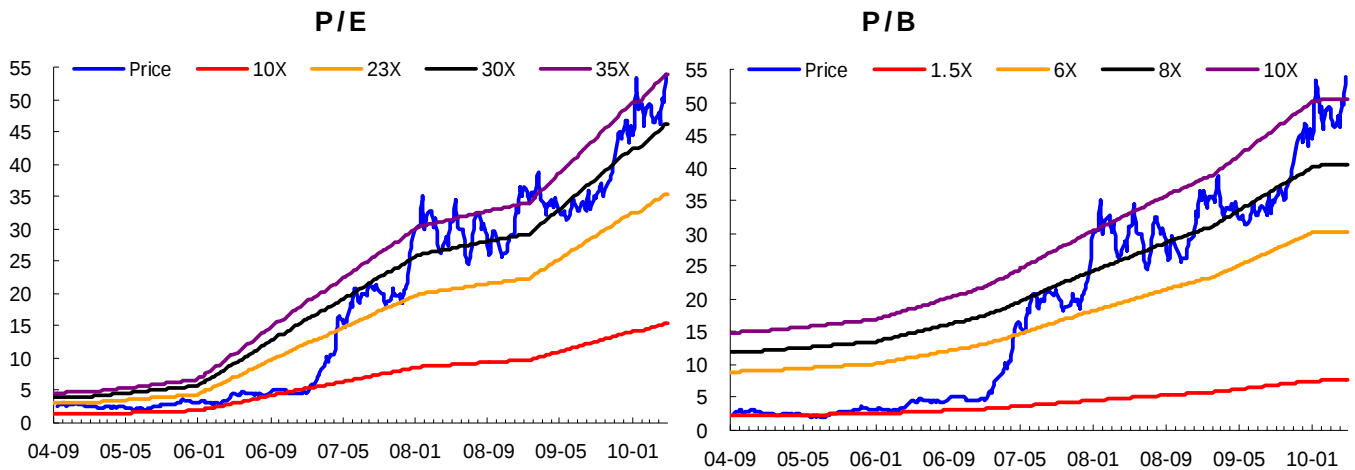
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2: 历史和预测的财务指标

单位: 人民币百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E		2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
损益表						财务指标					
主营业务收入	238	358	390	514	673	成长性指标					
主营业务成本	-82	-49	-67	-74	-97	主营业务收入增长率	65%	51%	9%	31.8%	30.8%
主营业务利润	153	304	318	435	569	主营业务利润增长率	71%	99%	5%	36.6%	30.8%
营业费用	-11	-11	-14	-19	-24	净利润增长率	168%	62%	12%	46.1%	32.5%
管理费用	-49	-60	-64	-51	-64	盈利性指标					
财务费用	2	5	7	7	15	毛利率	66%	86%	83%	85.6%	85.6%
营业利润	97	238	241	372	495	三项费用	24%	19%	18%	12.2%	10.9%
税前利润	149	236	273	405	537	税前利润率	63%	66%	70%	78.8%	79.9%
净利润	135	218	244	357	473	净利润率	57%	61%	63%	69.4%	70.3%
现金流量表						收益率指标					
经营活动现金流	88	194	183	448	415	资产收益率	23%	28%	24%	27.1%	27.5%
营运资本的增加	-17	22	-66	-105	30	净资产收益率	24%	29%	25%	28.3%	28.7%
投资活动现金流	81	-19	-136	90	-4	营运效率性指标					
资本支出	28	10	63	3	31	应收帐款回收期(天)	63	71	113	54	47
自由现金流	170	175	47	539	411	存货周转期(天)	20	63	131	162	174
融资活动现金流	-13	-11	-41	-2	-59	负债指标					
货币资金增加额	156	164	6	536	353	资产负债率	5.9%	3.3%	3.6%	6.6%	6.2%
资产负债表						流动比率	14	25	24	13.82	15.09
货币资金	262	421	418	955	1,307	速动比例	14	25	24	13.82	15.09
应收款项	42	71	123	0	0	估值指标					
存货	6	9	24	33	47	摊薄每股收益(元)	0.54	0.87	0.97	1.42	1.88
固定资产	107	99	99	97	107	每股经营现金流(元)	0.71	0.78	0.73	1.78	1.65
短期借款	0	0	0	51	67	市盈率	101	62	56	38.0	28.7
应付款项	14	26	31	31	34	市净率	24.6	22.8	21.0	10.7	8.2
股东权益	551	760	966	1,261	1,645	EV/EBITDA	64	57	58	37.2	28.2
总资产	587	789	1,020	1,314	1,716	现金分红收益率	0.2%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%

资料来源: 中金公司研究部

图表 3: 历史 P/E 和 P/B 区间



资料来源: 中金公司研究部

图表 4：可比公司估值(其中绿色背景公司为中金覆盖公司)

公司名称	代码	收盘价(元)	总市值	每股收益(元)			P/E			EV/EBITDA			股息收益率	净资产收益率		P/B(x)	
		10-4-21	(百万元)	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2009E	2010E
大宗原料药																	
海正药业	600267	28.04	13,565	0.56	0.73	0.94	50	38	30	23.8	20.2	17.2	0.4%	11%	13%	5.6	5.0
华海药业	600521	31.09	9,303	0.55	0.69	0.91	56	45	34	56.1	33.5	25.3	0.6%	14%	15%	7.8	6.8
华北制药	600812	14.11	14,513	-0.37	0.45	0.63		31	22	89.8	24.9	19.0	0.0%	-2%	37%	12.5	10.0
浙江医药	600216	39.92	17,966	2.70	3.10	3.46	15	13	12	11.6	9.8	8.9	0.1%	46%	40%	7.0	4.7
新和成	002001	51.98	19,351	2.74	3.66	3.85	19	14	13	14.2	11.6	10.5	0.2%	39%	32%	6.3	4.5
天药股份	600488	10.49	5,695	0.12	0.30	0.46	87	35	23	40.5			0.2%	4%	9%	3.7	3.3
仙琚制药	002332	16.59	5,664	0.26	0.29	0.36	64	57	46	33.3	37.6	31.5	0.0%	13%	14%	5.2	4.6
东北制药	000597	23.45	7,828	1.43	1.80	1.95	16	13	12	13.2			0.3%	34%	0%	4.0	
中间值			5,679				69	42	30	33	23	17	0.2%	2%	13%	6.3	4.7
品牌中药																	
云南白药	000538	63.50	33,912	1.16	1.55	2.03	55	41	31	44.1	33.4	25.5	0.5%	17%	19%	9.4	7.8
同仁堂	600085	24.63	12,828	0.55	0.65	0.78	45	38	32	24.0	20.9	17.9	0.8%	9%	11%	4.2	4.1
广州药业	600332	13.75	8,126	0.26	0.37	0.43	53	37	32	61.6	61.6	61.6	0.3%	6%	9%	3.4	3.3
东阿阿胶	000423	34.21	22,374	0.60	0.88	1.17	57	39	29	44.3	31.0	23.5	0.5%	23%	30%	13.2	11.6
片仔癀	600436	41.51	5,811	0.93	1.18	1.47	45	35	28	34.9	28.5	23.2	1.3%	15%	20%	6.8	7.1
中新药业	600329	29.53	7,963	0.70	0.90	1.10	42	33	27	22.9			0.0%	18%	18%	7.3	5.9
中恒集团	600252	38.63	10,080	0.47	0.98	1.36	81	39	28		28.5	22.0	0.0%	37%	41%	20.8	19.0
众生药业	002317	75.20	6,016	1.25	1.61	2.09	60	47	36	45.7	35.6	28.6	0.0%	17%	17%	6.5	6.5
马应龙	600993	42.97	7,124	1.09	1.12	1.47	40	38	29	30.7	33.7	25.6	0.2%	17%	17%	8.0	6.5
金陵药业	000919	13.79	6,950	0.44	0.47	0.51	31	30	27	19.8	19.2	17.3	1.1%	12%	12%	3.6	3.2
中间值			7,543				52	38	29	33	31	24	0.3%	15%	17%	6.8	6.5
现代中药																	
天士力	600535	29.55	14,420	0.65	0.84	1.03	46	35	29	30.1	23.7	20.2	1.4%	16%	20%	7.1	6.9
康缘药业	600557	25.60	8,185	0.50	0.72	0.95	51	35	27	32.9	26.7	21.6	0.6%	15%	18%	7.6	6.3
上海凯宝	300039	54.37	5,959	0.63	0.94	1.29	87	58	42	67.1	50.1	36.4	0.0%	20%	16%	7.8	5.0
桂林三金	002275	29.69	13,479	0.68	0.89	1.08	44	34	28	33.5			0.0%	23%	20%	9.2	6.2
福瑞股份	300049	36.30	2,686	0.47	0.77	1.03	78	47	35	50.4	31.7	23.3	0.0%	11%	13%	5.6	4.8
亚宝药业	600351	21.82	6,906	0.41	0.63	0.85	53	35	26	33.9	22.0	16.9	0.9%	17%	22%	7.8	7.2
仁和药业	000650	27.06	7,580	0.59	0.68	0.83	46	40	32	32.3	27.5	22.6	0.0%	13%	17%		
江中药业	600750	32.95	9,749	0.68	0.85	1.10	48	39	30	30.5	28.0	22.7	1.2%	17%	19%	9.8	7.9
千金药业	600479	31.02	6,754	0.62	0.83	1.06	50	37	29		30.8	23.7	1.0%	14%	16%	7.0	6.0
中间值			6,356				52	38	31	33	28	23	0.0%	15%	17%	7.7	6.2
化学制剂药																	
恒瑞医药	600276	46.91	34,943	0.89	1.14	1.43	52	41	33	50.9	32.5	27.1	0.2%	25%	25%	13.1	10.3
康美药业	600518	14.45	24,484	0.29	0.41	0.55	49	35	26		32.1	25.2	0.4%	11%	14%	5.6	4.9
亚太药业	002370	26.68	3,202	0.40	0.48	0.61	66	56	44	42.2	36.6	27.8	0.0%	0%	12%	13.9	4.5
恩华药业	002262	26.12	4,702	0.30	0.45	0.63	86	58	42	54.9	42.2	30.0	0.4%	14%	17%	11.4	10.7
华邦制药	002004	59.39	7,839	0.97	1.08	1.25	61	55	47	40.3			0.6%	14%	15%	9.0	8.1
信立泰	002294	81.25	18,444	0.95	1.34	1.80	85	61	45	70.0	45.4	31.9	0.0%	15%	17%	7.1	4.9
华东医药	000963	26.30	11,416	0.87	0.80	0.99	30	33	27	18.1	19.7	16.5	0.0%	29%	25%	11.1	8.1
莱美药业	300006	29.18	2,670	0.44	0.57	0.69	66	51	42	45.8	44.9	36.8	0.0%	10%	11%	5.7	5.1
中间值			7,114				64	54	41	42	37	28	0.0%	14%	17%	9.0	6.9
生物制药																	
双鹭药业	002038	53.90	13,556	0.97	1.42	1.88	56	38	29	48.8	32.8	24.7	0.4%	25%	28%	14.0	10.7
天坛生物	600161	25.99	12,690	0.43	0.51	0.58	60	51	45	30.0	26.0	23.5	0.0%	17%	23%	11.0	10.2
华兰生物	002007	74.09	26,682	1.10	1.92	2.29	67	39	32	32.1	29.4	27.2	0.3%	27%	30%	18.4	11.7
科华生物	002022	26.62	10,920	0.52	0.68	0.85	52	39	31		35.3	27.8	0.8%	28%	30%	14.5	11.9
安科生物	300009	41.02	3,446	0.53	0.66	0.81	77	62	51	56.5	62.7	51.4	0.0%	11%	10%	6.5	6.0
通化东宝	600867	16.01	7,671	0.15	0.30	0.44	104	53	37	40.5	35.3	26.7	0.0%	7%	8%	5.1	4.4
中牧股份	600195	25.26	9,851	0.58	0.87	1.03	43	29	25	25.8			0.5%	23%	22%	7.7	6.9
中间值			7,671				56	39	32	39	31	26	0.3%	16%	22%	9.5	8.1

资料来源：wind 资讯，中金公司研究部

北京

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

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

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

香港

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

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。