

生物制品III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

双鹭药业

002038

推荐

医保促主营业务新增长，投资收益有望兑现

双鹭药业公布 2010 年半年报，归属于上市公司净利 1.35 亿，同比上涨 13.82%，实现每股收益 0.53 元，符合市场预期。公司预计 1-9 月净利同比增幅小于 30%，约 2.46 亿元(合 EPS0.98 元)。

投资要点:

- **营业收入增速大幅回升，毛利率稍有降低。**2010 年上半年公司实现营业收入 2.16 亿元，同比增长 27.44%；营业利润 1.51 亿元，同比增长 16.42%；归属于上市公司净利润 1.35 亿元，同比增长 13.82%。毛利率 81.97%，降低 2.87%，但总体维持较高水平。
- **贝科能进入地方医保效应将逐步显现，主营业务收入新增长可期。**主打产品贝科能占公司销售收入约 50%，之前已进入 13 个省市医保，今年新进广东、江苏两大省医保，对销售收入的贡献今年将逐步体现。预计贝科能今年进入北京市医保概率较大，未来有望陆续进入四川、上海等地医保，营业收入出现新增长动力。
- **投资北京星昊医药收益有望兑现。**公司投资星昊医药发行前 12%的股权，以成本法计价，目前账面价值 692 万元。星昊已向证监会创业板递交上市申请材料，有望年内或 11 年初过会，11 年实现上市，投资收益兑现将大幅增厚公司利润。
- **研发投入维持高位，未来持续不断新品推出可期。**公司研发投入占营业收入比重 13.79%，接近国际大型制药企业水平。公司注重研发，未来持续推出新品可期。目前在研的长效立生素，已处于推广期的欣复诺、立强、立生通、立迈等产品有望推动业绩进一步增长。
- **公司坚持研发的道路，保持核心竞争力，有长期投资潜力，维持推荐评级。**我们预计公司 10、11、12 年 EPS 分别为 1.36、1.71、2.13 元，维持推荐评级。

风险提示:

进入医保需跟随政策的变化，有一定政策风险。

6-12 个月目标价: 54 元

当前股价: 40.28 元

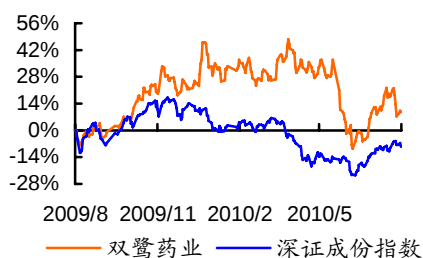
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	11009.49
总股本(百万)	252
流通股本(百万)	207
流通市值(亿)	83
EPS (TTM)	1.01
每股净资产(元)	3.90
资产负债率	3.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
双鹭药业	-1.66	-17.16	-18.08
深证成份指数	3.95	6.25	-11.48



相关报告

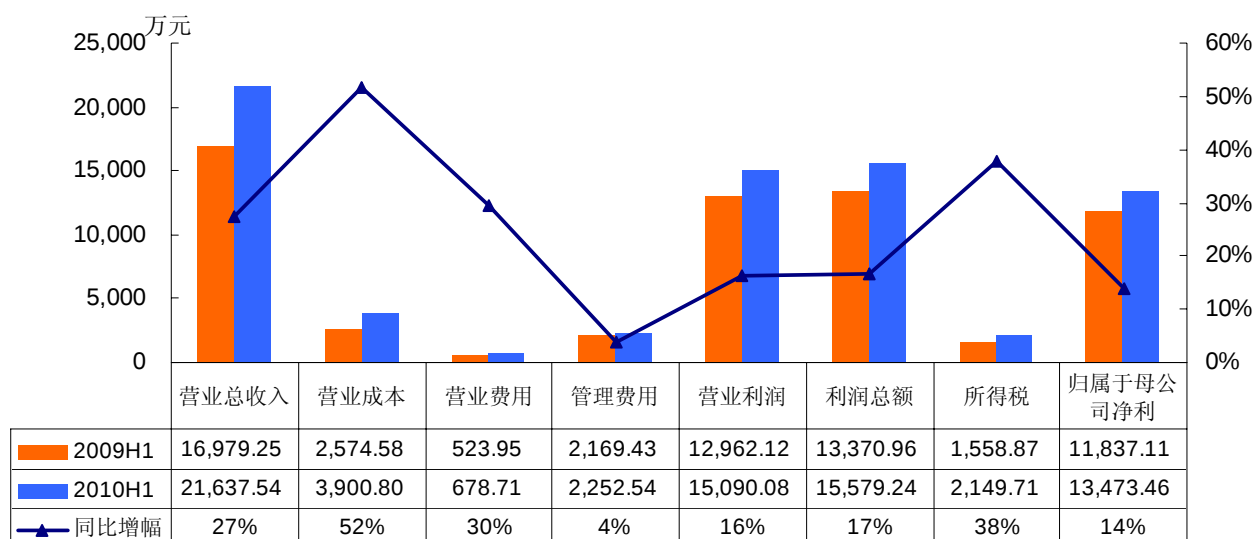
《双鹭药业-贝科能重新进入高速增长轨道》2010-1-22
《双鹭药业-贝科能持续增长 二线产品形成梯队》2009-12-14
《双鹭药业-高速增长、盈利能力极强的生物制药龙头》2009-3-25

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	390	497	622	775
同比(%)	9%	28%	25%	25%
归属母公司净利润(百万元)	244	341	430	536
同比(%)	12%	40%	26%	25%
毛利率(%)	82.8%	87.9%	88.4%	88.3%
ROE(%)	25.3%	26.9%	25.2%	23.8%
每股收益(元)	0.97	1.36	1.71	2.13
P/E	41.48	29.72	23.57	18.88
P/B	10.49	7.99	5.93	4.49
EV/EBITDA	36	27	21	17

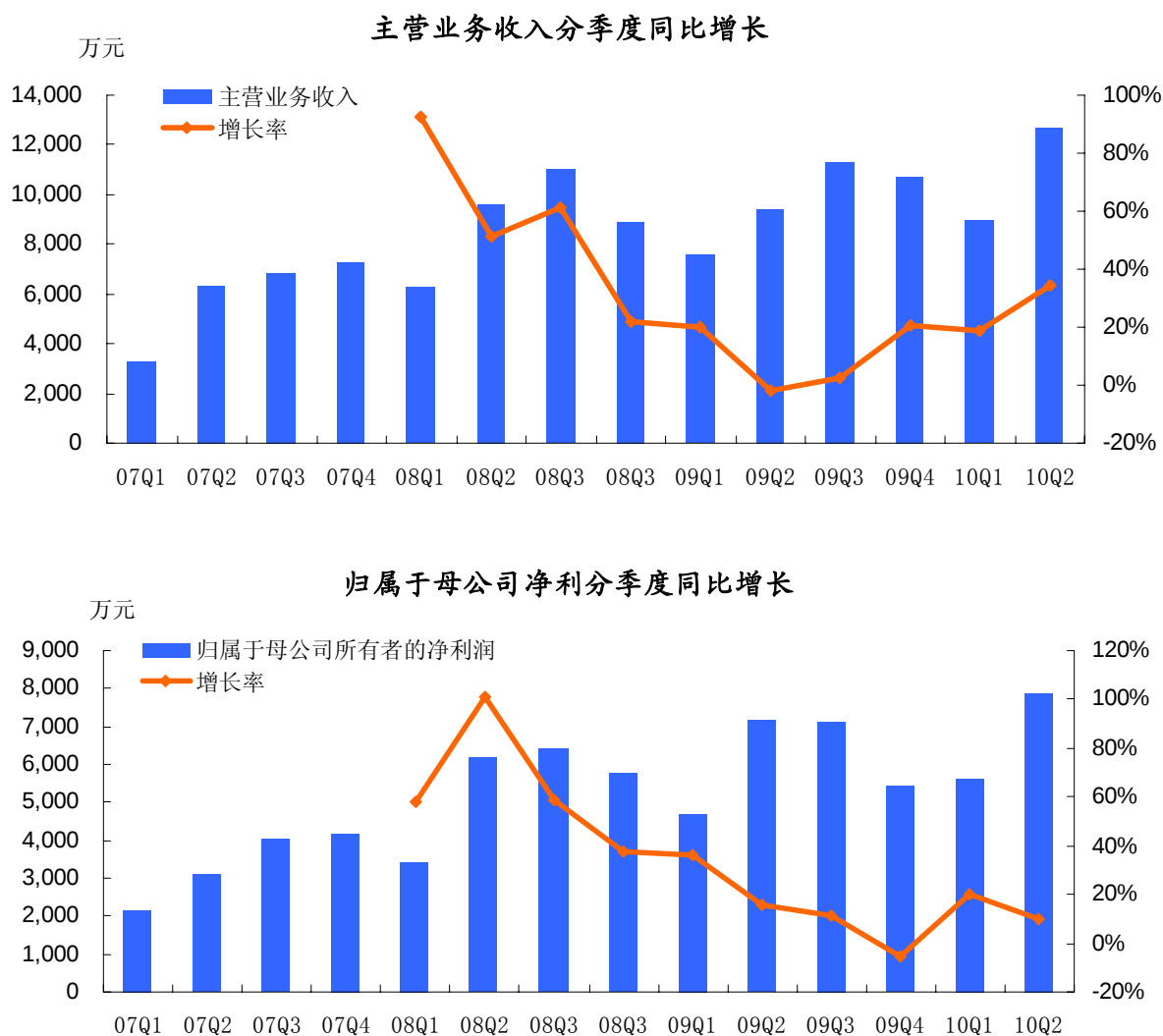
资料来源: 中投证券研究所

图 1：双鹭药业 10 年中期主要盈利性指标变化



资料来源：双鹭药业 10 年半年报、中投证券研究所

图 2：双鹭药业分季度数据



资料来源：双鹭药业历年报表、中投证券研究所

表 1: 双鹭药业的季度盈利性数据

财务指标(万)	09 年 1Q	09 年 2Q	09 年 3Q	09 年 4Q	10 年 1Q	10 年 2Q	2Q 同比	2Q 环比
营业总收入	7,567.7	9,411.5	11,337.9	10,685.3	8,970.0	12,667.5	34.6%	41.2%
营业成本	1,445.7	1,128.8	2,161.1	1,962.8	1,213.8	2,687.0	138.0%	121.4%
营业费用	202.4	321.6	421.8	494.0	252.2	426.5	32.6%	69.1%
管理费用	1,080.5	1,088.9	1,053.3	3,164.4	1,125.4	1,127.1	3.5%	0.2%
财务费用	-152.7	-258.9	-95.4	-170.6	-94.8	-285.6	10.3%	201.3%
营业利润	5,172.8	7,789.3	8,166.0	5,157.8	6,418.6	8,671.5	11.3%	35.1%
利润总额	5,421.0	7,949.9	8,214.5	5,718.9	6,485.8	9,093.4	14.4%	40.2%
所得税	749.5	809.4	1,099.2	271.4	897.4	1,252.3	54.7%	39.6%
归属于母公司净利润	4,672.4	7,164.7	7,122.9	5,450.5	5,616.2	7,857.2	9.7%	39.9%
EPS	0.18	0.28	0.28	0.22	0.22	0.31	9.6%	40.4%
毛利率	80.9%	88.0%	80.9%	81.6%	86.5%	78.8%	-10.5%	-8.9%
营业费用率	2.7%	3.4%	3.7%	4.6%	2.8%	3.4%	-1.5%	19.7%
管理费用率	14.3%	11.6%	9.3%	29.6%	12.5%	8.9%	-23.1%	-29.1%
营业利润率	68.4%	82.8%	72.0%	48.3%	71.6%	68.5%	-17.3%	-4.3%
实际所得税率	13.8%	10.2%	13.4%	4.7%	13.8%	13.8%	35.3%	-0.5%

资料来源：双鹭药业历年报表、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	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	759	1043	1470	2007	营业收入	390	497	622	775
现金	418	688	1049	1500	营业成本	67	60	72	91
应收账款	116	147	184	230	营业税金及附加	5	6	8	9
其它应收款	5	7	8	11	营业费用	14	15	19	23
预付账款	119	106	128	160	管理费用	64	81	102	127
存货	24	22	26	33	财务费用	-7	-23	-36	-53
其他	77	73	73	73	资产减值损失	6	6	6	6
非流动资产	261	252	269	283	公允价值变动收益	11	11	11	11
长期投资	72	77	77	77	投资净收益	11	10	10	10
固定资产	99	120	137	151	营业利润	263	373	473	593
无形资产	34	34	34	34	营业外收入	10	10	10	10
其他	56	21	20	20	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1020	1296	1739	2289	利润总额	273	383	483	603
流动负债	32	11	14	17	所得税	29	42	53	66
短期借款	0	0	0	0	净利润	244	341	430	536
应付账款	12	11	13	16	少数股东损益	-0	0	0	0
其他	20	1	1	1	归属母公司净利润	244	341	430	536
非流动负债	5	0	0	0	EBITDA	269	361	451	557
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.97	1.36	1.71	2.13
其他	5	0	0	0					
负债合计	37	11	14	17	主要财务比率				
少数股东权益	18	18	18	18	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	251	251	251	251	成长能力				
资本公积	38	38	38	38	营业收入	8.9%	27.5%	25.1%	24.5%
留存收益	676	967	1396	1933	营业利润	14.8%	41.8%	26.8%	25.4%
归属母公司股东权益	966	1267	1708	2255	归属于母公司净利润	12.0%	39.6%	26.1%	24.8%
负债和股东权益	1020	1296	1739	2289	获利能力				
					毛利率	82.8%	87.9%	88.4%	88.3%
					净利率	62.6%	68.5%	69.0%	69.2%
					ROE	25.3%	26.9%	25.2%	23.8%
					ROIC	58.6%	70.3%	75.6%	80.1%
					偿债能力				
					资产负债率	3.6%	0.9%	0.8%	0.7%
					净负债比率				
					流动比率	23.56	92.71	108.15	118.07
					速动比率	22.80	90.77	106.20	116.12
					营运能力				
					总资产周转率	0.43	0.43	0.41	0.38
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	6.00	5.39	6.22	6.33
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.97	1.36	1.71	2.13
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	1.26	1.37	1.66
					每股净资产(最新摊薄)	3.84	5.04	6.79	8.97
					估值比率				
					P/E	41.48	29.72	23.57	18.88
					P/B	10.49	7.99	5.93	4.49
					EV/EBITDA	36	27	21	17

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

研究团队简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3年医药行业从业经验, 5年证券行业从业经验, 2006年和2007年《新财富》最佳分析师评选中入围; “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。

主要研究覆盖化学药&医药商业&现代中药: 海正药业、华海药业、新和成、浙江医药、恒瑞医药、华东医药、国药股份、一致药业、康缘药业、天士力等

免责条款

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

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

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

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