

生物制品 II

双鹭药业 (002038.SZ) / 45.43 元**今年增速趋稳，未来具备高成长性****事 项**

2010 前三季度公司实现营业收入 3.17 亿元，同比增长 11.83%；净利润 1.96 亿元，同比增长 3.39%，EPS 0.78 元，符合我们的预期。公司预告 2010 年净利润同比增长-10%至 20%。

主要观点

一、前三季度业绩稳定增长，三季度增速有所放缓。2010 前三季度公司实现营业收入 3.17 亿元，同比增长 11.83%；净利润 1.96 亿元，同比增长 3.39%，EPS 0.78 元，符合我们的预期。公司主要产品中四个基因工程产品及复合辅酶继续保持一定增长，欧宁、雷宁等连续三年保持增长，新产品欣复诺、立强、立生通、立迈等正处于市场推广期，未对公司业绩产生较大影响。三季度单季实现营业收入 1 亿元，同比减少 11.53%；净利润 6130 万元，同比减少 13.94%，EPS 0.24 元。前三季度毛利率 80.23%，同比下降 3.05 个百分点，主要是原材料价格上涨；期间费用 4092 万，同比增长 11.76%，控制良好。

二、贝科能终端需求有望充分释放。贝科能为公司独家品种，今年新进入广东、江苏等省医保目录；公司作为重点企业入选“北京生物医药产业跨越发展工程”（G20 工程），政府对 G20 企业的支持措施包括推动京产药品进入医保目录。我们认为，贝科能进入北京市医保是大概率事件，在医院终端的需求将得到充分释放，带来业绩的爆发式增长。

三、新药研发能力突出，产品储备丰富。上半年研发投入接近 3000 万，占营业收入 14%，远超同业，接近国际药企水平，产品储备丰富，替莫唑胺预计四季度可获得生产批文，PEG 化立升素即将进入临床 II 期；投资卡文迪许，吸纳其强大的研发能力，计划 3-5 年内推出治疗性抗体和基因工程疫苗。

四、营销模式改善，直销+分销双轨推进。公司认识到单纯的代理销售模式已不能适应公司的发展阶段，自身销售队伍薄弱、终端控制力缺位可能成为未来发展的瓶颈，目前公司正积极改善营销模式，逐步在经销商无法覆盖的区域依靠自建销售队伍进行销售。上半年公司增持普仁鸿股份，加强北京区域终端的控制力，为未来向掌握终端的成熟药企过渡布局。

五、投资建议：推荐（维持）。我们维持对公司 2010-2012 年 EPS 1.28、1.67 和 2.07 元的盈利预测，对应 PE 分别为 36X、27X 和 22X。我们认为，公司作为我国肿瘤和肝病领域的生物制药龙头，将受益于生物医药产业振兴规划，公司新药研发能力突出，产品储备丰富，具备高成长性，维持“推荐”评级。

研究员：廖万国

联系人：陈海刚

Tel: 0755-82027735

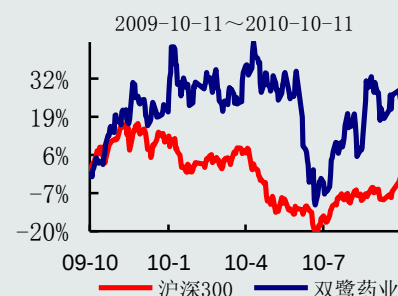
Email: liaowanguo@hczq.com

投资评级

投资评级：	推荐
评级变动：	维持

公司基本数据

总股本(万股)	25150
流通 A 股/B 股(万股)	15074/0
资产负债率(%)	3.60
每股净资产(元)	3.84
市盈率(倍)	46.81
市净率(倍)	11.83
12 个月内最高/最低价	55.18/31.03

市场表现对比图(近 12 个月)

资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《业绩稳定增长，期待营销改善》	2010-08-27
《专注于肝病和肿瘤治疗的生物制药龙头》	2010-06-08

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	759	1100	1450	1874
现金	418	853	1183	1589
应收账款	116	75	86	92
其它应收款	5	2	2	3
预付账款	119	111	112	114
存货	24	13	15	18
其他	77	46	51	58
非流动资产	261	185	195	206
长期投资	72	32	41	48
固定资产	99	91	83	75
无形资产	34	36	40	45
其他	56	26	32	37
资产总计	1020	1284	1646	2080
流动负债	32	28	26	25
短期借款	0	0	0	0
应付账款	12	12	11	12
其他	20	16	14	13
非流动负债	5	2	2	3
长期借款	0	0	0	0
其他	5	2	2	3
负债合计	37	30	28	28
少数股东权益	18	18	18	18
股本	251	251	251	251
资本公积金	38	38	38	38
留存收益	676	948	1311	1745
归属母公司股东权益	966	1237	1600	2034
负债和股东权益	1020	1284	1646	2080

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	174	409	372	475
净利润	244	321	420	520
折旧摊销	12	11	11	11
财务费用	-7	-11	-17	-24
投资损失	-11	-16	-12	-13
营运资金变动	-66	89	-26	-16
其它	1	16	-3	-3
投资活动现金流	-136	65	-3	-7
资本支出	30	0	0	0
长期投资	-103	-43	9	9
其他	-208	21	6	1
筹资活动现金流	-41	-39	-39	-62
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	3	0	0	0
资本公积增加	8	0	0	0
其他	-52	-39	-39	-62
现金净增加额	-3	435	330	406

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	390	498	636	794
营业成本	67	75	95	119
营业税金及附加	5	4	4	4
营业费用	14	17	22	28
管理费用	64	82	88	110
财务费用	-7	-11	-17	-24
资产减值损失	6	2	3	4
公允价值变动收益	11	0	0	0
投资净收益	11	16	12	13
营业利润	263	345	453	566
营业外收入	10	9	9	9
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	273	354	462	575
所得税	29	33	42	56
净利润	244	321	420	520
少数股东损益	-0	0	0	-0
归属母公司净利润	244	321	420	520
EBITDA	269	345	447	554
EPS（元）	0.97	1.28	1.67	2.07

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	8.9%	27.7%	27.7%	24.8%
营业利润	14.8%	31.3%	31.3%	24.9%
归属母公司净利润	12.0%	31.6%	30.6%	23.8%
获利能力				
毛利率	82.8%	85.0%	85.0%	85.0%
净利率	62.6%	64.5%	66.0%	65.5%
ROE	25.3%	26.0%	26.2%	25.5%
ROIC	52.3%	90.2%	109.9%	130.8%
偿债能力				
资产负债率	3.6%	2.4%	1.7%	1.4%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	23.56	39.40	56.25	74.86
速动比率	22.80	38.93	55.66	74.16
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.43	0.43	0.43
应收帐款周转率	4	5	8	9
应付帐款周转率	6.00	6.27	8.10	10.24
每股指标(元)				
每股收益	0.97	1.28	1.67	2.07
每股经营现金	0.69	1.63	1.48	1.89
每股净资产	3.84	4.92	6.36	8.09
估值比率				
P/E	46.79	35.54	27.22	21.98
P/B	11.83	9.24	7.14	5.61
EV/EBITDA	41	32	24	20

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801