

业绩增长较为平淡

事件

- 双鹭药业公布 2010 年三季报，今年1—9月份公司实现销售收入3.17亿元，同比增长11.83%，实现主营业务利润2.50亿元，同比增长7.79%，实现营业利润2.19亿元，同比增长3.68%，实现归属于母公司所有者的净利润1.96亿元，同比增长3.39%，每股收益0.78元。同时公司预计2010年度归属于上市公司股东的净利润比上年同期减少10%到增长20%以间。

研究结论

- 公司三季度业绩并不理想，2010年3季度实现销售收入1.00亿元，同比下降11.53%，主营业务利润0.76亿元，同比下降16.26%，营业利润0.68亿元，同比下降16.54%，归属于母公司所有者的净利润0.61亿元，同比下降13.94%。
- 公司2010年1—9月份应收帐款为1.28亿元，比年初上升10.34%，预付款项为1.66亿元，比年初上升39.50%。长期股权投资比年初增长194.46%，主要为增加对北京普仁鸿医药销售有限公司、上海复星医药股份有限公司的投资所致。
- 公司2010年1—9月份综合毛利率为80.23%，同比下降3.05个百分点，其中三季度毛利率为76.46%，同比下降4.48个百分点，同时保持环比持续下降的态势。1—9月份管理费用率为10.83%，同比下降0.55个百分点，销售费用率为3.78%，同比上升0.44个百分点。
- 投资建议。维持原盈利预测，即2010—2012年净利润同比增长40%，2010—2012年每股收益为1.33元、1.87元、2.62元，随着主导品种贝科能新进多省地方医保，我们继续看好公司未来两到三年内的高成长性，维持该股买入的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

田加强

联系人

8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 10 月 11 日)

45.43 元

目标价格

73 元

总股本/A 股 (万股)

25140/25140

国家/地区

中国

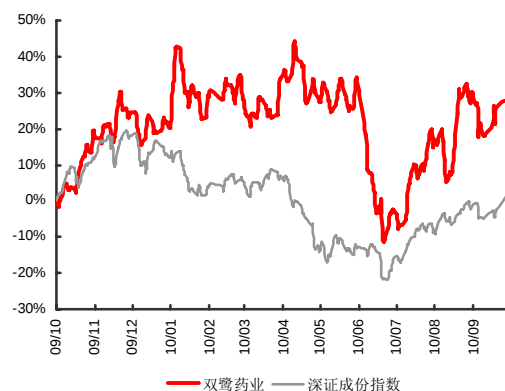
行业

医药

报告日期

2010 年 10 月 12 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

重要财务指标				
单位:百万元				
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	390	541	778	1124
同比(%)	9%	39%	44%	44%
归属母公司净利润	244	335	470	660
同比(%)	12%	37%	40%	40%
毛利率(%)	82.8%	83.0%	83.2%	83.4%
ROE(%)	25.3%	26.6%	27.0%	27.6%
每股收益(元)	0.97	1.33	1.87	2.62
P/E (X)	46.79	34.07	24.32	17.31
P/B(X)	11.83	9.06	6.56	4.78

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

表 1：双鹭药业利润表分析

	累计数据比较							单季度数据比较						
百万元	1Q2009	1-2Q2009	1-3Q2009	1-4Q2009	1Q2010	1-2Q2010	1-3Q2010	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3
营业收入	75.7	169.8	283.2	390.0	89.7	216.4	316.7	75.7	94.1	113.4	106.9	89.7	126.7	100.3
同比增长率	20.17%	6.79%	5.15%	8.94%	18.53%	27.44%	11.83%	20.17%	-1.98%	2.79%	20.46%	18.53%	34.59%	-11.53%
营业总成本	27.2	50.9	88.0	149.3	26.3	67.2	108.0	27.2	23.7	37.1	61.3	26.3	40.8	40.9
营业成本	14.5	25.8	47.4	67.0	12.1	39.0	62.6	14.5	11.3	21.6	19.6	12.1	26.9	23.6
成本率	19.11%	15.17%	16.72%	17.17%	13.53%	18.03%	19.77%	19.11%	12.00%	19.06%	18.37%	13.53%	21.21%	23.54%
主营业务利润	60.3	142.0	232.3	318.3	76.4	174.8	250.4	60.3	81.7	90.3	86.0	76.4	98.3	75.6
毛利率	80.89%	84.83%	83.28%	82.83%	86.47%	81.97%	80.23%	80.89%	88.00%	80.94%	81.63%	86.47%	78.79%	76.46%
同比增长率	14.97%	5.60%	0.61%	4.55%	26.77%	23.10%	7.79%	14.97%	-0.37%	-6.36%	16.88%	26.77%	20.37%	-16.26%
营业税金及附加	0.9	2.1	3.5	4.7	1.1	2.6	3.7	0.9	1.2	1.5	1.2	1.1	1.5	1.1
销售费用	2.0	5.2	9.5	14.4	2.5	6.8	12.0	2.0	3.2	4.2	4.9	2.5	4.3	5.2
营业费用率	2.67%	3.09%	3.34%	3.69%	2.81%	3.14%	3.78%	2.67%	3.42%	3.72%	4.62%	2.81%	3.37%	5.17%
管理费用	10.8	21.7	32.2	63.9	11.3	22.5	34.3	10.8	10.9	10.5	31.6	11.3	11.3	11.8
管理费用率	14.28%	12.77%	11.38%	16.38%	12.54%	10.41%	10.83%	14.28%	11.57%	9.29%	29.61%	12.54%	8.90%	11.75%
财务费用	(1.5)	(4.1)	(5.1)	(6.8)	(1.0)	(3.8)	(5.4)	(1.5)	(2.6)	(1.0)	(1.7)	(1.0)	(2.9)	(1.6)
期间费用率	14.93%	13.43%	12.93%	18.33%	14.29%	11.79%	12.92%	14.93%	12.24%	12.17%	32.63%	14.29%	10.01%	15.36%
资产减值损失	0.5	0.3	0.6	6.1	0.3	0.0	0.8	0.5	(0.2)	0.3	5.5	0.3	(0.2)	0.8
公允价值变动净收益	3.7	6.1	7.2	11.4	(1.3)	(5.7)	(8.1)	3.7	2.4	1.2	4.2	(1.3)	(4.4)	(2.5)
投资净收益	(0.4)	4.7	9.0	10.7	2.1	7.4	18.5	(0.4)	5.1	4.3	1.8	2.1	5.3	11.2
其中：对联营企业和合营企业的投资净收益	0.0	0.0	0.0	8.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.1	0.0	0.0	0.0
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	51.7	129.6	211.3	262.9	64.2	150.9	219.1	51.7	77.9	81.7	51.6	64.2	86.7	68.2
营业利润率	68.35%	76.34%	74.61%	67.40%	71.56%	69.74%	69.17%	68.35%	82.76%	72.02%	48.27%	71.56%	68.45%	67.94%
同比增长率	35.95%	25.95%	15.68%	14.79%	24.09%	16.42%	3.68%	35.95%	20.09%	2.42%	11.26%	24.09%	11.32%	-16.54%
加：营业外收入	2.5	4.1	4.6	10.2	0.7	4.9	6.8	2.5	1.6	0.5	5.6	0.7	4.2	1.9
减：营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	54.2	133.7	215.9	273.0	64.9	155.8	225.9	54.2	79.5	82.1	57.2	64.9	90.9	70.1
税前利润率	71.63%	78.75%	76.23%	70.01%	72.31%	72.00%	71.32%	71.63%	84.47%	72.45%	53.52%	72.31%	71.78%	69.84%
同比增长率	34.25%	25.83%	15.54%	15.70%	19.65%	16.51%	4.63%	34.25%	20.67%	1.96%	16.33%	19.65%	14.38%	-14.71%
减：所得税	7.5	15.6	26.6	29.3	9.0	21.5	30.6	7.5	8.1	11.0	2.7	9.0	12.5	9.1
有效税率	13.82%	11.66%	12.31%	10.73%	13.83%	13.80%	13.54%	13.82%	10.18%	13.38%	4.74%	13.83%	13.77%	12.99%
净利润	46.7	118.1	189.3	243.8	55.9	134.3	195.3	46.7	71.4	71.2	54.5	55.9	78.4	61.0
减：少数股东损益	-0.01	-0.25	-0.33	-0.36	-0.28	-0.44	-0.77	-0.01	-0.24	-0.08	-0.03	-0.28	-0.16	-0.33
归属于母公司所有者的净利润	46.7	118.4	189.6	244.1	56.2	134.7	196.0	46.7	71.7	71.2	54.5	56.2	78.6	61.3
净利润率	61.73%	69.72%	66.96%	62.59%	62.61%	62.27%	61.90%	61.73%	76.13%	62.82%	51.02%	62.61%	62.02%	61.11%
同比增长率	35.97%	23.01%	18.23%	12.04%	20.21%	13.82%	3.39%	35.97%	15.81%	11.07%	-5.20%	20.21%	9.66%	-13.94%
每股收益(元)	0.186	0.471	0.754	0.971	0.223	0.536	0.780	0.186	0.285	0.283	0.217	0.223	0.313	0.244

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	759	1226	1140	1833	营业收入	390	541	778	1124
现金	418	859	610	1082	营业成本	67	92	131	187
应收账款	116	140	209	307	营业税金及附加	5	6	9	13
其它应收款	5	10	14	20	营业费用	14	24	37	67
预付账款	119	169	245	344	管理费用	64	87	124	180
存货	24	29	41	59	财务费用	-7	-17	-17	-20
其他	77	20	20	20	资产减值损失	6	0	0	0
非流动资产	261	178	757	730	公允价值变动收益	11	10	12	14
长期投资	72	0	0	0	投资净收益	11	12	14	18
固定资产	99	130	706	680	营业利润	263	370	519	729
无形资产	34	34	34	34	营业外收入	10	0	0	0
其他	56	14	18	17	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1020	1404	1897	2563	利润总额	273	370	519	729
流动负债	32	126	137	155	所得税	29	35	49	69
短期借款	0	80	80	80	净利润	244	335	470	660
应付账款	12	18	26	37	少数股东损益	-0	0	0	0
其他	20	28	31	38	归属于母公司净利润	244	335	470	660
非流动负债	5	0	0	0	EBITDA	269	366	546	784
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.97	1.33	1.87	2.62
其他	5	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	37	126	137	155	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	18	18	18	18	成长能力				
股本	251	251	251	251	营业收入	8.9%	38.6%	43.9%	44.5%
资本公积	38	38	38	38	营业利润	14.8%	40.8%	40.2%	40.4%
留存收益	676	961	1431	2066	归属于母公司净利润	12.0%	37.3%	40.1%	40.4%
归属母公司股东权益合计	966	1260	1742	2391	获利能力				
负债和股东权益	1020	1404	1897	2563	毛利率	82.8%	83.0%	83.2%	83.4%
现金流量表					净利率	62.6%	62.0%	60.4%	58.7%
单位:百万元					ROE	25.3%	26.6%	27.0%	27.6%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	58.6%	73.9%	41.6%	51.2%
经营活动现金流	174	337	344	508	偿债能力				
净利润	244	335	470	660	资产负债率	3.6%	9.0%	7.2%	6.0%
折旧摊销	12	13	44	75	净负债比率				
财务费用	-7	-17	-17	-20	流动比率	23.56	9.71	8.30	11.83
投资损失	-11	-12	-14	-18	速动比率	22.80	9.47	7.98	11.43
营运资金变动	-66	-9	-151	-203	营运能力				
其它	1	27	13	15	总资产周转率	0.43	0.45	0.47	0.50
投资活动现金流	-136	57	-610	-31	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	30	53	623	48	应付账款周转率	6.00	6.10	5.87	5.88
长期投资	-103	-77	0	0	每股指标（元）				
其他	-208	33	13	17	每股收益	0.97	1.33	1.87	2.62
筹资活动现金流	-41	47	17	-5	每股经营现金流	0.69	1.34	1.37	2.02
短期借款	0	80	0	0	每股净资产	3.84	5.01	6.93	9.51
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	3	0	0	0	P/E	46.79	34.07	24.32	17.31
资本公积增加	8	0	0	0	P/B	11.83	9.06	6.56	4.78
其他	-52	-33	17	-5	EV/EBITDA	41	30	20	14
现金净增加额	-3	441	-249	472					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn