

生物制品III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

双鹭药业

002038

推荐

业绩增长暂时放缓, 增长基础依旧坚实

双鹭药业公布 2010 年三季报, 7-9 月归属于上市公司净利 0.61 亿, 同比减少 13.94%, 1-9 月归属于上市公司净利 1.96 亿, 同比增长 3.39%, 低于我们的预期。公司预计 2010 年净利同比增幅-10%-20%, 约 2.2-2.93 亿元(合 EPS0.87-1.17 元)。

投资要点:

- **营业收入增速下降, 净利润增长低于预期:** 2010 年 1-9 月公司实现营业收入 3.17 亿元, 同比增长 11.83%; 营业利润 2.19 亿元, 同比增长 3.68%; 归属于上市公司净利润 1.96 亿元, 同比增长 3.39%。
- **销售费用率上升、所得税率上升、毛利率下降影响公司净利润增长率:** 公司 1-9 月销售费同比增长 26.67%, 销售费用率 3.78%, 高于去年同期的 3.33%; 所得税费同比增长 15.1%, 实际所得税率 13.55%, 高于去年同期 12.31%; 营业成本同比增长 32.22%, 毛利率 80.23%, 比去年同期的 83.28%降低了 3.05%, 公司净利润低于预期。
- **拳头产品贝科能进入地方医保预期依旧, 给 11 年业绩带来新增长可期。** 贝科能进入北京市医保概率依然较大, 有望促进 11 年业绩的新增长。该产品今年新进广东、江苏两大省医保, 未来有望陆续进入四川、上海等地医保。
- **多个新产品处于推广期, 未来有望促进业绩新增长。** 新产品欣复诺、立强、立生通、立迈等均处于推广期, 业绩将在明年陆续体现。
- **公司正加强销售团队的建立和管理, 随着销售状况的改善, 业绩有望提升:** 公司正在调整销售模式, 增加覆盖的地区。目前公司存货较多, 新产品较多, 随着销售状况的改善, 业绩快速增长可期。
- **公司研发能力强, 基本面基础坚实, 有长期投资潜力, 虽然 10 年业绩低于预期, 我们维持推荐评级。** 我们下调公司 10 年 EPS 至 1.13 元, 维持 11、12 年 EPS 分别为 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。

主要财务指标

| 单位: 百万元       | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 390   | 444   | 643   | 832   |
| 同比(%)         | 9%    | 14%   | 45%   | 29%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 244   | 284   | 429   | 535   |
| 同比(%)         | 12%   | 16%   | 51%   | 25%   |
| 毛利率(%)        | 82.8% | 85.0% | 87.2% | 84.7% |
| ROE(%)        | 25.3% | 23.4% | 26.0% | 24.3% |
| 每股收益(元)       | 0.97  | 1.13  | 1.71  | 2.13  |
| P/E           | 46.45 | 39.96 | 26.42 | 21.21 |
| P/B           | 11.74 | 9.37  | 6.87  | 5.16  |
| EV/EBITDA     | 40    | 35    | 24    | 19    |

资料来源: 中投证券研究所

6-12 个月目标价: 54.7 元

当前股价: 45.10 元

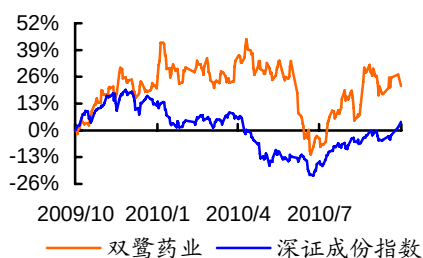
评级调整: 维持

基本资料

|           |          |
|-----------|----------|
| 深证成份指数    | 12373.28 |
| 总股本(百万)   | 252      |
| 流通股本(百万)  | 207      |
| 流通市值(亿)   | 93       |
| EPS (TTM) | 0.99     |
| 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   | -7.11 | 25.73 | -11.04 |
| 深证成份指数 | 7.30  | 24.24 | -0.21  |



相关报告

《双鹭药业-医保促主营业务新增长, 投资收益有望兑现》2010-8-26

《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

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        |
| <b>流动资产</b>    | 759  | 987   | 1414  | 1954  | <b>营业收入</b>     | 390         | 444          | 643          | 832          |
| 现金             | 418  | 635   | 966   | 1352  | 营业成本            | 67          | 67           | 82           | 127          |
| 应收账款           | 116  | 131   | 191   | 246   | 营业税金及附加         | 5           | 5            | 8            | 10           |
| 其它应收款          | 5    | 6     | 9     | 11    | 营业费用            | 14          | 18           | 24           | 31           |
| 预付账款           | 119  | 118   | 146   | 225   | 管理费用            | 64          | 73           | 105          | 136          |
| 存货             | 24   | 24    | 30    | 46    | 财务费用            | -7          | -22          | -33          | -48          |
| 其他             | 77   | 73    | 73    | 74    | 资产减值损失          | 6           | 6            | 6            | 6            |
| <b>非流动资产</b>   | 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   | <b>营业利润</b>     | 263         | 318          | 472          | 591          |
| 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            |
| <b>资产总计</b>    | 1020 | 1240  | 1683  | 2237  | <b>利润总额</b>     | 273         | 328          | 482          | 601          |
| <b>流动负债</b>    | 32   | 12    | 15    | 23    | 所得税             | 29          | 44           | 53           | 66           |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>净利润</b>      | 244         | 284          | 429          | 535          |
| 应付账款           | 12   | 12    | 14    | 22    | 少数股东损益          | -0          | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 20   | 1     | 1     | 1     | <b>归属母公司净利润</b> | 244         | 284          | 429          | 535          |
| <b>非流动负债</b>   | 5    | 0     | 0     | 0     | EBITDA          | 269         | 307          | 453          | 559          |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 0.97        | 1.13         | 1.71         | 2.13         |
| 其他             | 5    | 0     | 0     | 0     |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 37   | 12    | 15    | 23    | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 18   | 18    | 18    | 18    | <b>会计年度</b>     | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 股本             | 251  | 251   | 251   | 251   | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 38   | 38    | 38    | 38    | 营业收入            | 8.9%        | 13.8%        | 44.9%        | 29.3%        |
| 留存收益           | 676  | 910   | 1339  | 1874  | 营业利润            | 14.8%       | 21.0%        | 48.4%        | 25.1%        |
| 归属母公司股东权益      | 966  | 1210  | 1650  | 2196  | 归属于母公司净利润       | 12.0%       | 16.2%        | 51.3%        | 24.6%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 1020 | 1240  | 1683  | 2237  | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 毛利率             | 82.8%       | 85.0%        | 87.2%        | 84.7%        |
|                |      |       |       |       | 净利率             | 62.6%       | 63.9%        | 66.7%        | 64.3%        |
|                |      |       |       |       | ROE             | 25.3%       | 23.4%        | 26.0%        | 24.3%        |
|                |      |       |       |       | ROIC            | 58.6%       | 60.0%        | 72.8%        | 71.1%        |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 资产负债率           | 3.6%        | 1.0%         | 0.9%         | 1.0%         |
|                |      |       |       |       | 净负债比率           |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 23.56       | 80.21        | 92.25        | 83.36        |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 22.80       | 78.24        | 90.29        | 81.39        |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 0.43        | 0.39         | 0.44         | 0.42         |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 4           | 3            | 4            | 4            |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 6.00        | 5.68         | 6.29         | 6.91         |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 0.97        | 1.13         | 1.71         | 2.13         |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.69        | 1.05         | 1.27         | 1.43         |
|                |      |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 3.84        | 4.81         | 6.56         | 8.73         |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | P/E             | 46.45       | 39.96        | 26.42        | 21.21        |
|                |      |       |       |       | P/B             | 11.74       | 9.37         | 6.87         | 5.16         |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 40          | 35           | 24           | 19           |

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, 8 年证券行业从业经验, 2006 年、2007 年和 2009 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;

**余方升**, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

**余文心**, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药及医药政策研究;

**江琦**, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药行业研究;

**王威**, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械行业研究。

**管猛**, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

## 免责声明

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