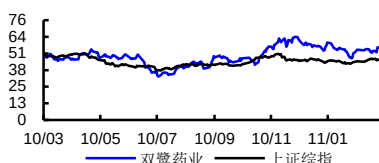


证券研究报告—动态报告
医药保健
制药与生物
双鹭药业(002038)
2010 年报点评
谨慎推荐

(维持评级)

2011 年 2 月 28 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	253.0/207.2
总市值 (百万元)	14,005.0/11,471.4
沪深 300/深圳成指	2,878.57/12,633.88
12 个月最高/最低 (元)	63.50/33.00

相关研究报告:

《双鹭药业-002038-2010 中报点评: 制药业务收入快速增长是亮点》——2010-8-27

《双鹭药业 2009 年报点评: 业绩低于预期, 期待下半年》——2010-4-22

《双鹭药业: Q4 单季收入恢复两位数增长》——2010-2-9

证券分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120006

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

公司年报/半年报点评

2011 是发展趋势变化关键年

● 整体业绩基本符合预期

2010 年公司实现收入 4.58 亿元、归属上市公司股东净利润 2.73 亿元, 同比分别增长 17.39%、11.72%。实现 EPS1.08 元/股, 基本接近我们净利润增长 15%、EPS1.11 元/股的预期。分红预案为 10 送 3.8 转增 1.2 派现金 2.5 元 (含税)。扣非 EPS0.96 元/股。每股经营性现金流 0.94 元, 盈利质量正常。

● 政府补贴贡献近 12% 业绩

公司收入虽然保持了 2 位数增长, 但毛利率下降了 6.11 个百分点, 因此毛利润只增长了 8.7%, 我们估计可能是二线毛利率较低的一些产品收入增长更快所致。2010 年业绩中非经常性损益贡献较大, 主要是 3175 万元政府补贴, 约占净利润的 11.6%。其他非经营性业绩影响因素主要是金融投资。扣除上述非经常性因素影响后经营性净利润增长 13%。

● 主导产品贝科能有望恢复性快速增长, 二线产品继续快速增长

走过 09-10 年业绩低迷期, 未来两年公司的主要增长点来自: 1) 公司主打产品贝科能在 2010 年新进入包括广东等用药大省在内的约 10 个省地方医保目录, 但因已错过去年招标未能有明显增长, 预计 2011 年会加速增长并带动整体毛利率的上升。2) 其他二线产品包括阿德福韦酯等通过一年多的推广也有望继续快速增长。公司新产品研发梯队储备也较为丰富, 目前在研产品中有 13 个已经处于生产批件审批阶段, 有望在 1 年内上市。3) 以普仁鸿为主的医药产业股权投资的几家公司预计整体也将保持较快增速。

● 下调 11-12 年业绩预测, 维持“谨慎推荐”投资评级

公司已完成 5 期股权激励行权, 在很大程度上消除了股价抑制因素。从公司自身发展阶段而言, 2011 年贝科能一枝独秀的阶段将仍然存在, 但二线产品和股权投资的边际贡献也正在提升, 我们认为 2011 年公司的经营是判断后续发展趋势的关键年, 能否真正沿着研发产品线驱动增长的方向前进我们拭目以待。小幅下调 11-12 年盈利预测至 1.40、1.74 元/股 (原 1.46、1.85 元/股), 首次给予 13 年 EPS2.08 元/股预测, 目前 12PE32X 估值合理, 维持谨慎推荐评级。

盈利预测和财务指标

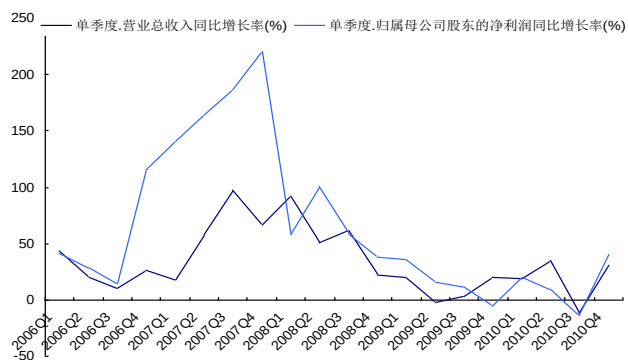
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	390.02	457.84	581	721	872
(+/-%)	8.94%	17.39%	27.0%	24.0%	21.0%
净利润(百万元)	244.10	272.71	353	441	527
(+/-%)	12.05%	11.72%	29.6%	24.7%	19.5%
每股收益 (元)	0.97	1.08	1.40	1.74	2.08
EBIT Margin			62.5%	63.7%	64.4%
净资产收益率 (ROE)	25.28%	22.90%	24.0%	24.1%	23.4%
市盈率 (PE)	57.01	51.35	39.6	31.8	26.6
EV/EBITDA			37.4	29.6	24.3
市净率 (PB)	14.41	11.76	9.5	7.7	6.2

2011 是发展趋势变化关键年

09-10 年公司进入股权激励行权期，因税收问题，市场普遍认为公司对业绩释放有所保留的动机，我们在过去一年的报告中也一直强调公司 2010 年上半年注重防御，下半年才有进攻机会。从全年表现看，股价演绎和我们的判断一致。而从实际业绩来看 09-10 年公司净利润增长从 08 年前 50%以上的增速明显跌至 15%以下（图 1）。不论是否有直接联系，贝科能在过去 2 年已经处于中国医院处方药用药金额前 20 位，已经是一个终端大品种，再如前几年一般高速增长比较难，但借助去年进入多省地方医保，2011 年恢复性快速增长还是值得期待的。2010 年 Q4 公司整体收入和净利同比增速已提升至 32%、40%。

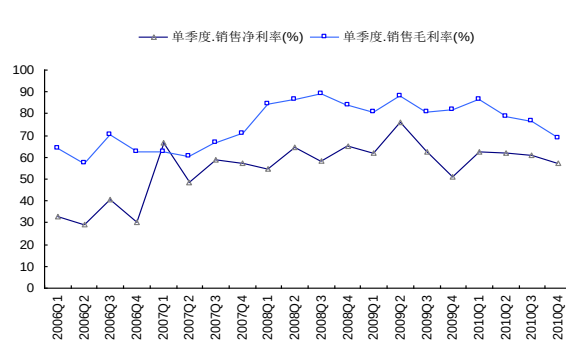
2011 年预测的下调是因为 2010 年实际经营性业绩低于预期，而毛利率下降程度较明显，我们对 11-12 年的毛利率预测都做了下调。业绩预测中我们仍考虑了 2000 万元的政府补贴等其他营业外收入。

图 1：双鹭药业单季度收入利润增速



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 2：双鹭药业单季度盈利水平



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

新产品梯队储备丰富

公司上市以来注重研发，已经形成肝病用药、肿瘤治疗药、肿瘤辅助治疗药、心血管用药、器官移植用药等几大专科药系列。目前公司的产品研发管线也主要围绕上述几个专科领域（见下表），其中已经处于生产批件评审状态的达 13 个，有望在未来 1 年内上市。

表 1：双鹭药业主要研发产品梯队一览

项目名称	适应症	进度
醋酸奥曲肽注射液	缓解与胃、肠、胰等与肿瘤有关的症状和体征；预防胰腺术后并发症；肝硬化所致食道、胃静脉曲张出血的紧急治疗；经手术、放射治疗或多巴胺受体激动剂治疗失败的肢端肥大症患者。	在审批（生产）
扶济复凝胶剂	促进创面愈合。	在审评（生产）
盐酸曲马多口崩片	癌症疼痛，骨折或术后疼痛等各种急、慢性疼痛。	在审批（生产）
注射用帕米膦酸二钠	恶性肿瘤并发的高钙血症和溶骨性癌转移引起的骨痛。	在审评（生产）
替莫唑胺胶囊	多形性胶质母细胞瘤或间变性星形细胞瘤	在审评（生产）
盐酸氨基葡萄糖分散片	用于治疗 and 预防全身各种关节的骨性关节炎	在审评（生产）

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

注射用奥沙利铂	治疗晚期卵巢癌、结直肠癌。	在审评（生产）
重组人新型复合 α 干扰素	慢性乙型、丙型病毒性肝炎的治疗。	在审评（生产）
依诺肝素钠水针及粉针	抗血栓。	在审评（生产）
果糖二磷酸钠注射液	用于心肌缺血、休克、缺氧、组织损伤的辅助治疗。	在审评（生产）
注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸	妊娠期以及肝硬化前和肝硬化所致肝内胆汁淤积。	在审评（生产）
胸腺肽 $\alpha 1$ 注射液	慢性乙型肝炎。	在审评（生产）
尼麦角林分散片	改善脑动脉硬化及脑中风后遗症引起的意欲低下和情感障碍（反应迟钝、注意力不集中、记忆力衰退、缺乏意念、忧郁、不安等）。	在审评（生产）
注射用庚铂	治疗胃癌和小细胞肺癌。	临床研究 阶段
PEG-立生素	放化疗后白细胞减少症，免疫调节。	临床研究 阶段
泰思胶囊	老年痴呆症、认知障碍。	临床研究 阶段
818 项目	治疗男性不育症。	临床研究 阶段
注射用重组人生长激素	矮小，烧伤。	临床研究 阶段
金苓消脂胶囊	治疗肝硬化、肝腹水。	临床研究 阶段
月蓉胶囊、滴丸	女性痛经，偏头痛。	临床研究 阶段
注射用重组人甲状旁腺激素	骨质疏松症。	临床研究 阶段
注射用假丝酵母尿酸氧化酶	高尿酸血症。	临床研究 阶段
氟达拉滨注射液	治疗难治性白血病（儿童用药）。	临床研究 阶段
谷胱甘肽肠溶胶囊	护肝。	临床研究 阶段

数据来源：公司官网、国信证券经济研究所

医药产业投资成效明显

过去 2 年公司进行了多项医药产业股权投资。09-10 年北京星昊、南京卡文迪许高速增长，辽宁迈迪扭亏为盈，贡献最大的普仁鸿也较快增长了 28%。其中，参股 12% 的北京星昊已向证监会提交创业板上市申请材料。2010 年公司对联营企业和合营企业的投资收益达 1567 万元，同比增长 144%。股权投资收益增量占营业利润增长的 40%，已经成为公司重要的利润增长点。

表 2：09-10 年双鹭药业医药产业投资收益

公司	参股比例		2009	2010	2010 净利增速
北京星昊	12%	净利润	2568	3969	55%
		贡献收益	308	476	
北京瑞康	25%	净利润	-11	-60	-445%
		贡献收益	0	0	
北京普仁鸿	09 年 20%， 10 年 33%	净利润	3431	4393	28%
		贡献收益	686	1450	
辽宁迈迪生物	51% (合并报表)	净利润	-15	441	3104%
		贡献收益	0	0	
南京卡文迪许	40%	净利润	23	122	428%
		贡献收益	0	0	
江阴长风	20%	净利润		-147	
		贡献收益		-29	

数据来源：公司报表。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	446	477	724	996	营业收入	458	581	721	872
应收款项	141	175	217	263	营业成本	107	110	135	161
存货净额	30	29	35	42	营业税金及附加	6	6	7	9
其他流动资产	112	262	324	393	销售费用	19	22	23	26
流动资产合计	765	979	1301	1693	管理费用	69	80	96	115
固定资产	182	219	257	294	财务费用	(7)	(6)	(7)	(10)
无形资产及其他	37	36	35	34	投资收益	26	25	30	36
投资性房地产	130	130	130	130	资产减值及公允价值变动	(10)	0	0	0
长期股权投资	134	182	192	202	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1249	1547	1914	2353	营业利润	282	394	496	608
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	38	20	20	20
应付款项	8	20	25	29	利润总额	320	414	516	628
其他流动负债	29	29	35	41	所得税费用	43	56	70	94
流动负债合计	37	49	59	70	少数股东损益	4	5	6	7
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	273	353	441	527
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0					
负债合计	37	49	59	70					
少数股东权益	21	24	29	35					
股东权益	1191	1473	1826	2248					
负债和股东权益总计	1249	1547	1914	2353					

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	273	353	441	527
资产减值准备	(6)	(1)	0	0
折旧摊销	14	13	15	18
公允价值变动损失	10	0	0	0
财务费用	(7)	(6)	(7)	(10)
营运资本变动	(46)	(172)	(101)	(109)
其它	9	4	5	6
经营活动现金流	253	198	360	441
资本开支	(76)	(48)	(51)	(54)
其它投资现金流	(15)	0	37	0
投资活动现金流	(152)	(96)	(24)	(64)
权益性融资	4	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(50)	(71)	(88)	(105)
其它融资现金流	23	0	0	0
融资活动现金流	(73)	(71)	(88)	(105)
现金净变动	28	31	248	272
货币资金的期初余额	418	446	477	724
货币资金的期末余额	446	477	724	996
企业自由现金流	147	107	260	332
权益自由现金流	170	112	267	341

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.08	1.40	1.74	2.08
每股红利	0.20	0.28	0.35	0.42
每股净资产	4.71	5.82	7.22	8.88
ROS	60%	61%	61%	60%
ROE	23%	24%	24%	23%
毛利率	77%	81%	81%	82%
EBIT Margin	56%	63%	64%	64%
EBITDA Margin	59%	65%	66%	67%
收入增长	17%	27%	24%	21%
净利润增长率	12%	30%	25%	20%
资产负债率	5%	5%	5%	4%
息率	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%
P/E	51.4	39.6	31.8	26.6
P/B	11.8	9.5	7.7	6.2
EV/EBITDA	51.7	37.4	29.6	24.3

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	闫 莉	010-88005316
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	吴土金	0755-82130833-1332
		刘子宁	021-60933145		
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343				
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	邱 斌	0755-82130532	杜佐远	0755-82130473
		罗 洋	0755-82150633		
		吴琳琳	0755-82130833-1867		
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
				邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528
康 亢	010-66026337	程景佳	010-88005326	林晓明	0755-25472656
刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
彭甘霖	0755-82133259	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
李 腾	0755-82130833-6223				
刘 洋	0755-82150566				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	