

双鹭药业：内外并举，期待重拾高增长

2010 年报点评

报告摘要：

- **2010年公司处于调整过渡期。**2010年公司实现营业收入4.58亿元，同比增长17.39%；实现净利润2.72亿元，同比增长11.72%，每股收益1.08元。扣除非经常性损益后的净利润2.43亿元，同比增长8.36%，每股收益0.96元。经营活动产生的现金流量净额为2.38亿元，同比增长36.54%，每股经营活动现金流量净额0.94元。2010年利润分配预案：以未分配利润向全体股东每10股送红股3.8股、派发现金红利2.50元（含税）；以资本公积向全体股东每10股转增1.2股。
- **医保逐步实施，贝科能有望销售放量。**2009、2010年公司整体而言是处于调整过渡阶段，主打产品贝科能争取进入全国医保、到调整策略主攻北京等省市地方医保，策略的转变使该产品近两年增速明显放缓。预期后续随着北京等地方医保的逐步实施，且在公司从主要依赖代理制、向代理和自主销售相结合的模式转换下，贝科能销售有望重拾高增长。
- **二、三线产品销售梯队已逐步形成。**2008年底上市的阿德福韦酯、利塞膦酸钠、氨酚曲马多、三氧化二砷冻干粉针均进入了2009年版国家医保目录乙类，而且都是国内生产厂家为数不多的品种。阿德福韦酯是一线肝病治疗药，2010年公司的阿德福韦酯片获批，公司是唯一拥有阿德福韦酯胶囊和片剂两种剂型的生产厂家，产品的价格和剂型优势明显。三氧化二砷主要用于治疗原发性肝癌，公司是独家剂型。利塞膦酸钠主要治疗骨质疏松症，未来也有好的销售预期。2010年醋酸奥曲肽及注射液获批，替莫唑胺及胶囊顺利通过生产现场检查，扶济复凝胶剂通过注册审核即将进入生产阶段。
- **产业布局初见成效。**公司近年来一直围绕大健康产业不断地外延式扩张，目前进入收获期：投资600万元参股12%股权的研发型企业星昊医药2010年利润达3,969万元，同比增长54.54%，年内可能将在创业板上市，如上市成功，公司该项投资将获得较高的投资增值。公司参股33%股权的普仁鸿销售公司实现净利润4,393万元，同比增长28.06%。2010年下半年公司控股子公司辽宁迈迪实现盈利。参股的研发公司卡文迪许在产品立项及申报上均取得了可喜的业绩。随着这些公司产业地位的提升，公司在研发、生产、商业和医疗板块的布局已初见成效，未来新的盈利增长点将不断涌现。
- **维持“增持-A”的投资评级，调高12个月目标价至68元。**我们对公司2011、2012年的业绩预测分别为EPS 1.80元、2.45元，以2011年业绩为计算基础，给予35-40倍的PE，则调高12个月目标价至68元，维持“增持-A”的投资评级。
- **风险提示：**药品审批难度加大，研发投入攀升，新医保目录调整后实施较缓，业绩增长不达预期的风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	390.0	457.8	687.8	919.3	1,213.5
Growth(%)	8.9%	17.4%	50.2%	33.7%	32.0%
净利润	243.7	276.4	462.8	629.9	807.7
Growth(%)	12.0%	11.7%	66.8%	36.1%	28.2%
毛利率(%)	82.8%	76.7%	84.5%	84.1%	83.9%
净利润率(%)	62.6%	59.6%	66.1%	67.4%	65.4%
每股收益(元)	0.98	1.08	1.80	2.45	3.14
每股净资产(元)	3.89	4.79	5.62	6.52	7.66
市盈率	56.4	51.1	30.8	22.6	17.6
市净率	14.2	11.6	9.8	8.5	7.2
净资产收益率(%)	24.8%	22.8%	32.5%	38.2%	41.7%
ROIC(%)	66.4%	49.6%	67.9%	81.6%	89.2%
EV/EBITDA	50.8	49.1	25.9	19.0	14.3
股息收益率	0.4%	0.0%	1.6%	2.7%	3.4%

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：

68.00 元

期限： 12个月 上次预测： 55.00元

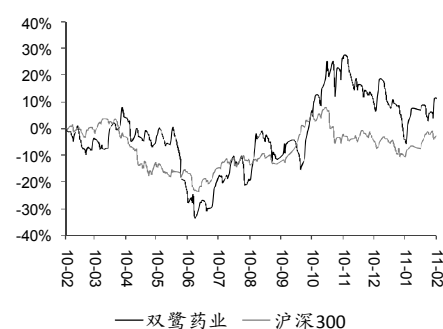
现价（2011年02月25日）： 55.36元

报告日期：

2011-02-27

总市值(百万元)	14,004.97
流通市值(百万元)	11,471.37
总股本(百万股)	252.98
流通股本(百万股)	207.21
12个月最低/最高	31.03/65.50元
十大流通股东(%)	48.87%
股东户数	

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	7.24	(11.05)	14.03
绝对收益	16.05	(11.85)	11.16

 洪露
 021-68766073
 执业证书编号

 首席行业分析师
 honglu@essence.com.cn
 S1450511020023

前期研究成果

- 双鹭药业：股权激励顺利第五次行权
2010-10-21
- 双鹭药业：医保逐步实施，销售放量可期
2010-08-27
- 双鹭药业：逐步渡过调整期，蓄势待发
2010-04-22

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-2-25		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	8.9%	17.4%	50.2%	33.7%	32.0%
减: 营业成本	390.0	457.8	687.8	919.3	1,213.5	营业利润增长率	14.8%	7.1%	81.1%	36.0%	31.5%
营业税费	67.0	106.7	106.6	145.9	195.4	净利润增长率	12.0%	11.7%	66.8%	36.1%	28.2%
销售费用	4.7	5.5	8.3	11.1	14.6	EBITDA 增长率	13.8%	3.3%	88.0%	35.6%	31.1%
管理费用	14.4	19.0	24.8	30.8	40.0	EBIT 增长率	14.2%	7.1%	82.2%	36.3%	31.6%
财务费用	63.9	68.9	77.7	84.6	111.0	NOPLAT 增长率	11.1%	13.6%	68.1%	36.4%	28.3%
资产减值损失	-6.8	-7.2	-10.0	-12.0	-15.0	投资资本增长率	52.1%	22.8%	13.4%	17.4%	16.0%
加: 公允价值变动收益	6.1	0.5	0.5	0.5	0.5	净资产增长率	28.9%	23.2%	17.5%	15.9%	17.6%
投资和汇兑收益	11.4	-9.1	-	-	-						
营业利润	10.7	26.3	30.0	35.0	45.0						
加: 营业外净收支	262.9	281.6	509.9	693.5	911.9	利润率					
利润总额	10.2	38.0	19.0	24.0	24.0	毛利率	82.8%	76.7%	84.5%	84.1%	83.9%
减: 所得税	273.0	319.6	528.9	717.5	935.9	营业利润率	67.4%	61.5%	74.1%	75.4%	75.1%
净利润	29.3	43.2	66.1	87.5	128.2	净利润率	62.6%	59.6%	66.1%	67.4%	65.4%
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBITDA/营业收入	68.1%	59.9%	75.0%	76.1%	75.6%
货币资金	418.1	445.9	612.2	724.8	895.6	EBIT/营业收入	65.7%	59.9%	72.7%	74.1%	73.9%
交易性金融资产	21.9	11.6	11.0	11.0	11.0	运营效率					
应收账款	120.8	139.9	179.5	240.0	316.8	固定资产周转天数	91	110	98	79	64
应收票据	0.8	1.1	1.7	2.3	3.0	流动营业资本周转天数	242	236	161	147	139
预付帐款	118.6	58.7	62.4	67.5	74.4	流动资产周转天数	644	599	453	417	389
存货	24.4	29.5	28.9	39.5	52.9	应收帐款周转天数	85	100	88	91	91
其他流动资产	54.3	78.6	68.0	83.1	102.2	存货周转天数	15	21	15	14	14
可供出售金融资产	-	92.9	92.9	92.9	92.9	总资产周转天数	835	892	715	630	563
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	417	477	374	323	285
长期股权投资	72.3	133.7	150.0	180.0	200.0	投资回报率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROE	24.8%	22.8%	32.5%	38.2%	41.7%
固定资产	98.7	180.8	193.7	209.9	224.2	ROA	23.9%	22.1%	31.2%	36.3%	39.2%
在建工程	3.1	1.4	1.5	1.5	1.5	ROIC	66.4%	49.6%	67.9%	81.6%	89.2%
无形资产	34.2	37.3	37.4	37.5	37.6	费用率					
其他非流动资产	33.3	6.7	11.8	12.0	12.0	销售费用率	3.7%	4.1%	3.6%	3.4%	3.3%
资产总额	1,019.8	1,248.6	1,483.0	1,736.9	2,062.0	管理费用率	16.4%	15.0%	11.3%	9.2%	9.2%
短期债务	-	-	-	-	-	财务费用率	-1.7%	-1.6%	-1.5%	-1.3%	-1.2%
应付帐款	15.0	12.0	11.7	16.0	21.4	三费/营业收入	18.3%	17.6%	13.4%	11.2%	11.2%
应付票据	-	-	-	-	-	偿债能力					
其他流动负债	17.3	25.2	48.6	72.3	102.4	资产负债率	3.6%	3.0%	4.1%	5.1%	6.0%
长期借款	-	-	-	-	-	负债权益比	3.7%	3.1%	4.2%	5.4%	6.4%
其他非流动负债	4.5	-	-	-	-	流动比率	23.56	20.56	15.99	13.23	11.75
负债总额	36.8	37.2	60.3	88.3	123.9	速动比率	22.81	19.77	15.50	12.78	11.32
少数股东权益	17.5	20.6	27.3	36.4	48.1	利息保障倍数	-37.79	-38.02	-49.99	-56.79	-59.80
股本	251.4	253.0	253.0	253.0	253.0	分红指标					
留存收益	714.1	937.8	1,142.5	1,359.2	1,637.1	DPS(元)	0.20	-	0.90	1.47	1.88
股东权益	983.1	1,211.4	1,422.7	1,648.6	1,938.1	分红比率	20.4%	0.0%	50.0%	60.0%	60.0%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	股息收益率	0.4%	0.0%	1.6%	2.7%	3.4%
净利润	243.7	-	462.8	629.9	807.7	业绩和估值指标					
加: 折旧和摊销	12.5	-	15.9	17.9	20.0	EPS(元)	0.98	1.08	1.80	2.45	3.14
资产减值准备	6.1	-	0.5	0.5	0.5	BVPS(元)	3.89	4.79	5.62	6.52	7.66
公允价值变动损失	-11.4	-	-	-	-	PE(X)	56.4	51.1	30.8	22.6	17.6
财务费用	-6.8	-7.2	-10.0	-12.0	-15.0	PB(X)	14.2	11.6	9.8	8.5	7.2
投资收益	-10.7	26.3	-30.0	-35.0	-45.0	P/FCF	-	94.4	38.4	28.7	21.5
少数股东损益	-0.4	3.7	7.9	10.7	13.7	P/S	35.9	30.6	20.4	15.2	11.5
营运资金的变动	-125.2	32.8	-55.0	-70.4	-89.8	EV/EBITDA	50.8	49.1	25.9	19.0	14.3
经营活动产生现金流量	174.4	238.1	392.1	541.6	692.1	CAGR(%)	37.2%	43.0%	30.1%	-100.0%	-100.0%
投资活动产生现金流量	-136.2	-164.4	7.7	-27.1	-7.1	PEG	1.5	1.2	1.0	-0.2	-0.2
融资活动产生现金流量	-40.9	-45.9	-217.5	-359.5	-461.4	ROIC/WACC					
						REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。2010 年《新财富》最佳分析师第三名。

分析师声明

洪露声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034