

双鹭药业(002038): 主打产品覆盖范围扩大, 未来放量可期

增持(维持)

医药行业/生物制品

当前股价: 55.36 元

报告日期: 2011 年 2 月 28 日

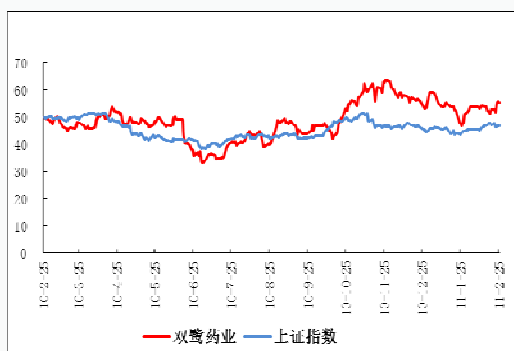
主要财务指标(单位: 百万元)

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	390	458	577	722
(+/-)	8.94%	17.39%	25.92%	25.22%
营业利润	263	282	352	429
(+/-)	14.79%	7.12%	24.86%	22.02%
归属于母公司 的净利润	244	273	295	360
(+/-)	12.05%	11.72%	8.29%	22.02%
每股收益(元)	0.96	1.08	1.17	1.42
市盈率(倍)	57	51	47	39

公司基本情况(2010 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股(万股)	25298/20721
流通市值(亿元)	122.26
每股净资产(元)	4.71
资产负债率(%)	2.98

股价表现(最近一年)



证券分析师 彭晓

执业证书编号: A0140511010008

010-66045453 pengx@txsec.com

联系人: 吴春莉(执笔)

010-66045615 wucl@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2010 年, 公司实现主营业务收入 4.58 亿元, 同比增长 17.39%; 主营业务利润 2.82 亿元, 同比增长 7.12%; 净利润 2.73 亿元, 同比增长 11.72%; 摊薄每股收益 1.08 元; 分配预案为每 10 股送红股 3.8 股、转增 1.2 股派发现金红利 2.5 元(含税)。
- 业绩基本符合预期, 利润增速放缓。**公司营业收入保持增长, 同比增长 17.39%, 但毛利率有较大幅度的下滑, 同比减少了近六个百分点至 76.69%, 毛利率下滑主要是因为原材料成本上升所致, 成本同比增长了 59.35%, 远远高于收入的增速。另外营业利润增长 7.12%, 增速有所放缓, 除了成本增长这一因素之外, 与公司销售费用增长过快及税收优惠到期也有很大的关系。其中销售费用同比增长了 31.82%, 主要是公司新产品欣复诺、立强、立生通、立迈等产品正处于市场推广期, 推广费用等刚性支出加大了公司销售费用, 另外所得税优惠比例也由 7.5% 调至 15%。
- 主打产品布局范围扩大, 未来放量可期。**复合辅酶(贝科能)是公司的主打产品, 占公司销售额 50% 以上, 对心脏衰竭等病具有治疗作用, 同时对肿瘤化疗和肝病治疗有辅助性治疗, 因此在临床上应用广泛且均为大病种用药。该产品为公司独家品种且保护期为 20 年, 仿制费用高昂, 进入门槛高, 在短期之内, 竞争压力较小。虽然复合辅酶未能进入国家医保, 但从现在进入地方医保的范围来看, 基本上已覆盖了全国大部分地区, 在原来 13 个省市的基础上, 2010 年又新进了江苏、吉林、黑龙江、陕西、云南、福建、河南、安徽、广西、广东等 10 个省的地方医保, 医保范围的扩大将会极大地增加复合辅酶的使用量, 我们初步估计明年销售收入有望突破 3.3 亿元。
- 研发能力强, 产品线丰富。**公司是研发型企业, 历年研发费用均高于行业平均值, 2010 年研发费用营业收入占比高达 13%, 其中阿德福韦酯片获新药证书和生产批件, 其它部分研发项目也已申报生产批件。此外公司还储备了众多具有国际先进水平或国内领先的品种, 如 SL105 抗体、SL103 抗体、新型 CHO 乙肝疫苗、宫颈癌疫苗等。二线产品中, 立生素与欣吉尔的销量已经突破 3 千万, 迈格尔、长春瑞滨、胸腺五肽、紫杉醇和三氧化二砷等产品也均已经达到千万级别且均为市场前景广阔的产品。

- **盈利预测与投资。**公司资金充裕，近期进行大量的对外投资，其中投资收益及非经营性收入利润总额占比高达20%，因此暂不考虑公司对外投资的投资收益对利润的贡献，我们预计公司2011年-2012年EPS为1.17元、1.42元，根据25日收盘价55.36元计算，对应动态市盈率为47倍、39倍，针对公司主打产品市场范围扩大，二线产品市场拓展逐渐进入佳境，尤其是丰富的后备产品为企业持续的发展动力，我们维持公司“增持”的投资评级。
- **风险提示。**1) 新产品市场推广受阻的风险；2) 贝科能地方医保使用受限的风险。

图表 双鹭药业盈利预测（万元）

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	39,002	45,784	57,652	72,192
增长率(%)	8.94%	17.39%	25.92%	25.22%
减：营业成本	6,698	10,674	12,284	14,702
毛利率(%)	82.83%	76.69%	78.69%	79.64%
减：营业税金及附加	474	552	698	874
销售费用	1,440	1,898	2,306	2,888
管理费用	6,387	6,889	8,071	10,107
财务费用	-678	-722	-865	722
期间费用率	18%	18%	17%	19%
资产减值损失	608	51	0	0
加：公允价值变动净收益	1,073	2,628	0	0
投资净收益	1,139	-913	0	0
营业利润	26,286	28,158	35,158	42,900
增长率(%)	14.79%	7.12%	24.86%	22.02%
加：营业外收入	1,022	3,799	0	0
减：营业外支出	3	1	0	0
利润总额	27,304	31,955	35,158	42,900
增长率(%)	15.70%	17.03%	10.02%	22.02%
利润率(%)	70.01%	69.80%	60.98%	59.43%
减：所得税	2,930	4,317	5,274	6,435
实际税负比率(%)	10.73%	13.51%	15.00%	15.00%
净利润	24,375	27,639	29,884	36,465
归属于母公司所有者净利	24,410	27,271	29,533	36,036
增长率(%)	12.05%	11.72%	8.29%	22.02%
净利润率(%)	62.59%	59.57%	51.23%	49.92%
少数股东损益	-36	367	352	429
总股本（万股）	25,298	25,298	25,298	25,298
每股收益（元）	0.96	1.08	1.17	1.42

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518040