

中报净利润预增 50%-80%

事件

双鹭药业公布 2011 年一季报，今年 1-3 月份公司实现营业收入 1.27 亿元、比去年同期增长 41.62%，营业利润为 0.87 亿元、比去年同期增长 33.9%，利润总额为 0.87 亿元、比去年同期增长 33.9%，归属于上市公司股东的净利润为 0.75 亿元、比去年同期增长 33.8%，摊薄后每股收益 0.297 元。同时公司预增中报业绩，预计 2011 年 1-6 月归属上市公司股东的净利润比上年同期增长 50%到 80%之间。

研究结论

- **公司 1-3 月份销售收入实现快速增长。**2011 年 1-3 月份销售收入增速实现近两年内新高，主要原因在于公司多个新产品新进入医保目录，经销商开始大面积进货。以贝科能为例，随着今年 7 月 1 号北京医保的实施，贝科能的销量可能增长超过 2-3 倍，现在医院和各级渠道已经开始大量储备产品，做提前准备。
- **期间费用控制良好。**由于公司为减少政策风险，一直在会计政策允许的范围内降低毛利率。2011 年 1-3 月份综合毛利率为 77%，同比下降 9.5 个百分点，但环比 2010 年第四季度上升 8.3 个百分点，1-3 月份管理费用率为 10.7%，同比下降 1.8 个百分点，销售费用率为 1.9%，同比下降 0.9 个百分点，期间费用控制良好。我们预计随着品种线的调整和高毛利率品种贝科能增速的加快，未来毛利率会环比逐渐上升、拓宽利润空间。
- **投资收益大幅增加。**公司 2011 年 1-3 月份投资收益为 517 万元，比上年同期增长 148.05%，主要系按权益法核算投资北京普仁鸿、南京卡文迪许等公司的投资收益增加所致。
- **北京市场成为 2011 年战略重点。**公司年报中表示，2011 年增长动力来自于众多优势品种进入国家和地方医保目录，而北京市场药品消费额占全国市场的 10%以上，如果公司能够按计划实现北京市场销售额翻番，对全年业绩的推动将非常明显。另外公司有意扩充营销队伍，以便适应未来《药品价格管理办法》实施后行业新的监管要求。
- **投资建议：**我们预计公司业绩将进入新一轮的快速增长期，即 2011-2013 年净利润同比增长 72%、40%、28%，2011-2013 年每股收益为 1.86 元，2.61 元、3.34 元，维持公司买入的投资评级，给予 2011 年 39 倍市盈率，对应目标价 73 元。



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

联系人

田加强

8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 4 月 14 日) 51.60 元

目标价格 73.00 元

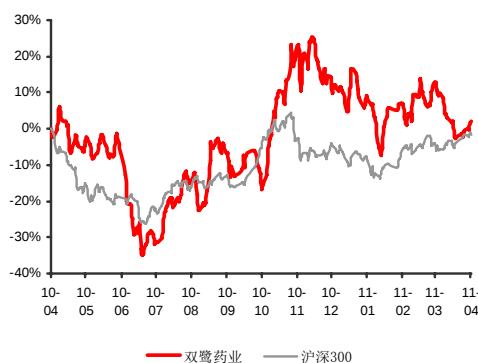
总股本/A 股 (万股) 25298/25298

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 4 月 15 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	458	733	1062	1381	
同比(%)	17%	60%	45%	30%	
归属母公司净利润	273	470	660	845	
同比(%)	12%	72%	40%	28%	
毛利率(%)	76.7%	83.0%	83.0%	83.0%	
ROE(%)	22.9%	32.0%	31.0%	28.6%	
每股收益(元)	1.08	1.86	2.61	3.34	
P/E (倍)	47.87	27.76	19.79	15.46	
P/B (倍)	10.96	8.87	6.13	4.42	

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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，不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表：双鹭药业报表分析

百万元	1Q2009	1-2Q2009	1-3Q2009	1-4Q2009	1Q2010	1-2Q2010	1-3Q2010	1-4Q2010	1Q2011	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1
营业总收入	75.7	169.8	283.2	390.0	89.7	216.4	316.7	457.8	127.0	75.7	94.1	113.4	106.9	89.7	126.7	100.3	141.2	127.0
营业收入	75.7	169.8	283.2	390.0	89.7	216.4	316.7	457.8	127.0	75.7	94.1	113.4	106.9	89.7	126.7	100.3	141.2	127.0
同比增长率	20.2%	6.8%	5.2%	8.9%	18.5%	27.4%	11.8%	17.4%	41.6%	20.2%	-2.0%	2.8%	20.5%	18.5%	34.6%	-11.5%	32.1%	41.6%
营业总成本	27.2	50.9	88.0	149.3	26.3	67.2	108.0	193.4	45.9	27.2	23.7	37.1	61.3	26.3	40.8	40.8	85.4	45.9
营业成本	14.5	25.8	47.4	67.0	12.1	39.0	62.6	106.7	29.2	14.5	11.3	21.6	19.6	12.1	26.9	23.6	44.1	29.2
成本率	19.1%	15.2%	16.7%	17.2%	13.5%	18.0%	19.8%	23.3%	23.0%	19.1%	12.0%	19.1%	18.4%	13.5%	21.2%	23.5%	31.3%	23.0%
主营业务利润	60.3	142.0	232.3	318.3	76.4	174.8	250.4	345.6	96.5	60.3	81.7	90.3	86.0	76.4	98.3	75.6	95.2	96.5
毛利率	80.9%	84.8%	83.3%	82.8%	86.5%	82.0%	80.2%	76.7%	77.0%	80.9%	88.0%	80.9%	81.6%	86.5%	78.8%	76.5%	68.7%	77.0%
同比增长率	15.0%	5.6%	0.6%	4.5%	26.8%	23.1%	7.8%	8.6%	26.2%	15.0%	-0.4%	-6.4%	16.9%	26.8%	20.4%	-16.3%	10.7%	26.2%
营业税金及附加	0.9	2.1	3.5	4.7	1.1	2.6	3.7	5.5	1.4	0.9	1.2	1.5	1.2	1.1	1.5	1.1	1.8	1.4
销售费用	2.0	5.2	9.5	14.4	2.5	6.8	12.0	19.0	2.4	2.0	3.2	4.2	4.9	2.5	4.3	5.2	7.0	2.4
营业费用率	2.7%	3.1%	3.3%	3.7%	2.8%	3.1%	3.8%	4.1%	1.9%	2.7%	3.4%	3.7%	4.6%	2.8%	3.4%	5.2%	5.0%	1.9%
管理费用	10.8	21.7	32.2	63.9	11.3	22.5	34.3	68.9	13.6	10.8	10.9	10.5	31.6	11.3	11.3	11.8	34.6	13.6
管理费用率	14.3%	12.8%	11.4%	16.4%	12.5%	10.4%	10.8%	15.0%	10.7%	14.3%	11.6%	9.3%	29.6%	12.5%	8.9%	11.8%	24.5%	10.7%
财务费用	-1.5	-4.1	-5.1	-6.8	-1.0	-3.8	-5.4	-7.2	-1.5	-1.5	-2.6	-1.0	-1.7	-1.0	-2.9	-1.6	-1.8	-1.5
期间费用率	14.9%	13.4%	12.9%	18.3%	14.3%	11.8%	12.9%	17.6%	11.4%	14.9%	12.2%	12.2%	32.6%	14.3%	10.0%	15.4%	28.1%	11.4%
资产减值损失	0.5	0.3	0.6	6.1	0.3	0.0	0.8	0.5	0.8	0.5	-0.2	0.3	5.5	0.3	-0.2	0.8	-0.3	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	-9.1	0.6	3.7	2.4	1.2	4.2	-1.3	-4.4	-2.5	-1.0	0.6
投资净收益	-0.4	4.7	9.0	10.7	2.1	7.4	18.5	26.3	5.2	-0.4	5.1	4.3	1.8	2.1	5.3	11.1	7.8	5.2
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.0	0.0	0.0	8.1	0.0	0.0	0.0	15.7	0.0	0.0	0.0	0.0	8.1	0.0	0.0	0.0	15.7	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	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	281.6	86.8	51.7	77.9	81.7	51.6	64.2	86.7	68.2	62.5	86.8
营业利润率	68.4%	76.3%	74.6%	67.4%	71.6%	0.7	69.2%	61.5%	68.4%	68.4%	82.8%	72.0%	48.3%	71.6%	68.5%	67.9%	44.3%	68.4%
同比增长率	36.0%	26.0%	15.7%	14.8%	24.1%	0.2	3.7%	7.1%	35.3%	36.0%	20.1%	2.4%	11.3%	24.1%	11.3%	-16.5%	21.2%	35.3%
加：营业外收入	2.5	4.1	4.6	10.2	0.7	4.9	6.8	38.0	0.0	2.5	1.6	0.5	5.6	0.7	4.2	1.9	31.2	0.0
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	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	319.6	86.8	54.2	79.5	82.1	57.2	64.9	90.9	70.1	93.7	86.8
税前利润率	71.6%	78.8%	76.2%	70.0%	72.3%	0.7	71.3%	69.8%	68.4%	71.6%	84.5%	72.4%	53.5%	72.3%	71.8%	69.8%	66.4%	68.4%
同比增长率	34.2%	25.8%	15.5%	15.7%	19.6%	0.2	4.6%	17.0%	33.9%	34.2%	20.7%	2.0%	16.3%	19.6%	14.4%	-14.7%	63.8%	33.9%
减：所得税	7.5	15.6	26.6	29.3	9.0	21.5	30.6	43.2	11.8	7.5	8.1	11.0	2.7	9.0	12.5	9.1	12.6	11.8
有效税率	13.8%	11.7%	12.3%	10.7%	13.8%	0.1	13.5%	13.5%	13.5%	13.8%	10.2%	13.4%	4.7%	13.8%	13.8%	13.0%	13.4%	13.5%
净利润	46.7	118.1	189.3	243.8	55.9	134.3	195.3	276.4	75.1	46.7	71.4	71.2	54.5	55.9	78.4	61.0	81.1	75.1
减：少数股东损益	0.0	-0.3	-0.3	-0.4	-0.3	-0.4	-0.8	3.7	-0.1	0.0	-0.2	-0.1	0.0	-0.3	-0.2	-0.3	4.4	-0.1
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	272.7	75.2	46.7	71.7	71.2	54.5	56.2	78.6	61.3	76.7	75.2
净利率	61.7%	69.7%	67.0%	62.6%	62.6%	0.6	61.9%	59.6%	59.2%	61.7%	76.1%	62.8%	51.0%	62.6%	62.0%	61.1%	54.3%	59.2%
同比增长率	36.0%	23.0%	18.2%	12.0%	20.2%	0.1	3.4%	11.7%	33.8%	36.0%	15.8%	11.1%	-5.2%	20.2%	9.7%	-13.9%	40.7%	33.8%
每股收益	0.185	0.468	0.749	0.965	0.222	0.533	0.775	1.078	0.297	0.185	0.283	0.282	0.215	0.222	0.311	0.242	0.303	0.297

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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	765	1236	1395	1853	营业收入	458	733	1062	1381
现金	446	792	774	1065	营业成本	107	125	181	235
应收账款	139	219	327	423	营业税金及附加	6	9	13	17
其它应收款	1	11	16	21	营业费用	19	29	45	61
预付账款	59	153	198	246	管理费用	69	81	127	166
存货	30	41	59	77	财务费用	-7	-16	-18	-23
其他	91	20	20	20	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	483	260	770	1143	公允价值变动收益	-9	0	0	0
长期投资	134	0	0	0	投资净收益	26	35	43	45
固定资产	181	207	700	1064	营业利润	282	541	758	971
无形资产	37	37	37	37	营业外收入	38	0	0	0
其他	132	15	33	42	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1249	1496	2165	2996	利润总额	320	541	758	971
流动负债	37	122	132	144	所得税	43	70	99	126
短期借款	0	80	80	80	净利润	276	470	660	845
应付账款	8	12	18	23	少数股东损益	4	0	0	0
其他	29	30	34	40	归属于母公司净利润	273	470	660	845
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	288	541	779	1026
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.08	1.86	2.61	3.34
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	37	122	132	144	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	21	21	21	21	成长能力				
股本	253	253	253	253	营业收入	17.4%	60.0%	45.0%	30.0%
资本公积	39	9	9	9	营业利润	7.1%	92.0%	40.3%	28.0%
留存收益	899	1210	1869	2689	归属于母公司净利润	11.7%	72.4%	40.3%	28.0%
归属母公司股东权益合计	1191	1471	2131	2950	获利能力				
负债和股东权益	1249	1614	2284	3115	毛利率	76.7%	83.0%	83.0%	83.0%
现金流量表					净利率	59.6%	64.2%	62.1%	61.2%
单位:百万元					ROE	22.9%	32.0%	31.0%	28.6%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	55.6%	81.6%	56.1%	51.3%
经营活动现金流	238	295	472	699	偿债能力				
净利润	276	470	660	845	资产负债率	3.0%	7.6%	5.8%	4.6%
折旧摊销	14	17	39	78	净负债比率				
财务费用	-7	-16	-18	-23	流动比率	20.56	10.11	10.56	12.90
投资损失	-26	-35	-43	-45	速动比率	19.77	9.77	10.11	12.36
营运资金变动	-35	-134	-166	-156	营运能力				
其它	16	-7	1	1	总资产周转率	0.40	0.53	0.58	0.54
投资活动现金流	-164	145	-508	-406	应收账款周转率	3	4	4	4
资本支出	43	53	550	450	应付账款周转率	10.78	12.15	11.84	11.30
长期投资	-128	-138	0	0	每股指标 (元)				
其他	-250	59	42	44	每股收益	1.08	1.86	2.61	3.34
筹资活动现金流	-46	-94	18	-3	每股经营现金流	0.94	1.17	1.87	2.76
短期借款	0	80	0	0	每股净资产	4.71	5.82	8.42	11.66
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	2	0	0	0	P/E	47.87	27.76	19.79	15.46
资本公积增加	1	-30	0	0	P/B	10.96	8.87	6.13	4.42
其他	-49	-143	18	-3	EV/EBITDA	43	23	16	12
现金净增加额	28	346	-17	290					

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

分析师声明

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