

生物制品 II

双鹭药业 (002038.SZ) / 35.67 元

以普仁鸿北京市场换取北医股份全国市场合作机会

事项

公司将持有的普仁鸿25%股权以24955万元的价格转让给北医股份，普仁鸿的其他四名股东将其持有的普仁鸿30.65%的股权转让给北医股份，至此北京医药成为普仁鸿第一大股东，双鹭药业以20%的股权成为第二大股东。本次股权转让完成后普仁鸿公司拟更名为“华润北京普仁鸿医药有限公司”。公司将派出董事、监事参加其董事会和监事会，参与普仁鸿公司未来规划与发展。

主要观点

一、以普仁鸿的北京市场换取北医股份全国市场合作机会。北医股份是华润北药集团控股的大型国有医药流通企业，2010年销售总额达166亿元，经营规模位居北京市第一、全国医药商业企业百强前列。公司建有以北京为中心覆盖全国28个省市的营销网络，在山东、辽宁、吉林、黑龙江、内蒙古、河南、河北、江苏、浙江等省、市、自治区设有18个控股子公司。拥有1200余家零售连锁药店和销售网点，拥有医院、社区卫生中心（站）等医疗终端客户13000余家。

而北京普仁鸿的营销网络覆盖北京所有的二级以上医院，成为华润“跑马圈地”的必争之地，我们分析认为普仁鸿被北京医药收购之后有望借助北京医药强大的物流、政府背景、产品支持，强化北京优势以及扩大北方市场的力量，利于双鹭产品北京以外的区域销售。而且此次转让意味着公司放弃了以普仁鸿加强终端控制的机会，所以公司手中剩余的20%的股权不排除以后会通过其他方式转让给北京医药，加大公司和北京医药的合作，强化公司销售全国布局。

二、预计产生投资收益2.28亿元，大幅提升2011年的业绩。由于本次交易总价2.50亿元，扣除成本5650万元，将产生1.93亿元投资收益；普仁鸿将对2010年未分配利润近期实施分配，双鹭药业将分得5676万元，公司将产生投资收益3480万元，二项投资共产生投资收益约2.28亿元，占2010年净利润的83%，大幅提升2011年的业绩。

三、投资建议：推荐（维持）。鉴于本次转让收益提高公司业绩预测，我们调高2011年公司每股收益，预计2011-2013年EPS为元1.59/1.35/1.71元（原为1.11/1.36/1.72），对应PE分别为22X/26X/21X。近期股权激励期权行权完毕，股价压抑因素释放，下半年贝科能有望加速放量，二线产品发展势头良好，未来具备高成长性，维持“推荐”评级。

四、风险提示：医保的实施进度低于预期，新产品研发进度具有不确定性。

证券分析师：廖万国
执业编号：S0360210100002

联系人：胡朝凤
Tel: 010-59370816
Email: huchaofeng@hczq.com

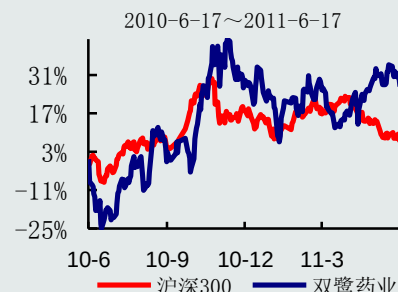
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	38070
流通A股/B股(万股)	31252/0
资产负债率(%)	3.79
每股净资产(元)	4.96
市盈率(倍)	180.68
市净率(倍)	7.19
12个月内最高/最低价	65.5/31.03

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《贝科能下半年有望增长加速》	2011-06-08
《股权激励行权完毕，看好公司长期发展》	2011-05-18
《增长加速，看好公司长期发展》	2011-04-19
《业绩增长放缓，未来具备高成长性》	2011-02-28
《投资长风医药，布局呼吸系统药物》	2010-12-16
《股权激励第五期行权，股价压制作用部分释放》	2010-10-21

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	765	1343	1676	2182
现金	446	1052	1358	1872
应收账款	139	108	121	122
其它应收款	1	2	3	2
预付账款	59	95	91	82
存货	30	21	25	25
其他	91	66	78	79
非流动资产	483	351	379	385
长期投资	134	74	93	100
固定资产	181	167	154	140
无形资产	37	41	45	48
其他	132	68	86	97
资产总计	1249	1694	2055	2567
流动负债	37	32	34	36
短期借款	0	0	0	0
应付账款	8	10	10	9
其他	29	22	24	26
非流动负债	0	2	2	1
长期借款	0	0	0	0
其他	0	2	2	1
负债合计	37	34	36	37
少数股东权益	21	22	23	26
股本	253	381	381	381
资本公积金	39	-7	-7	-7
留存收益	899	1313	1670	2179
归属母公司股东权益	1191	1687	2044	2553
负债和股东权益	1249	1743	2103	2616

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	238	376	465	622
净利润	276	607	516	652
折旧摊销	14	17	17	17
财务费用	-7	-21	-34	-46
投资损失	-26	-228	-11	-15
营运资金变动	-35	7	-20	10
其它	16	-6	-3	4
投资活动现金流	-164	367	-34	-14
资本支出	43	0	0	0
长期投资	-128	-120	30	20
其他	-250	247	-5	6
筹资活动现金流	-46	-136	-124	-94
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	2	128	0	0
资本公积增加	1	-46	0	0
其他	-49	-219	-124	-94
现金净增加额	28	606	307	514

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	458	723	901	1122
营业成本	107	124	154	191
营业税金及附加	6	8	11	12
营业费用	19	29	38	45
管理费用	69	109	144	180
财务费用	-7	-21	-34	-46
资产减值损失	1	2	3	2
公允价值变动收益	-9	0	0	0
投资净收益	26	228	11	15
营业利润	282	702	597	754
营业外收入	38	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	320	702	597	754
所得税	43	95	81	102
净利润	276	607	516	652
少数股东损益	4	1	2	2
归属母公司净利润	273	606	515	650
EBITDA	288	698	580	725
EPS（元）	0.72	1.59	1.35	1.71

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	17.4%	58.0%	24.5%	24.6%
营业利润	7.1%	149.2%	-15.0%	26.3%
归属母公司净利润	11.7%	122.1%	-15.1%	26.3%
获利能力				
毛利率	76.7%	82.9%	82.9%	82.9%
净利率	59.6%	83.7%	57.1%	57.9%
ROE	22.9%	35.9%	25.2%	25.4%
ROIC	47.7%	125.4%	100.5%	131.3%
偿债能力				
资产负债率	3.0%	1.9%	1.7%	1.4%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	20.56	41.97	49.09	61.35
速动比率	19.77	41.31	48.36	60.65
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.49	0.48	0.49
应收账款周转率	4	6	8	9
应付账款周转率	10.78	13.59	15.29	19.76
每股指标(元)				
每股收益	0.72	1.59	1.35	1.71
每股经营现金	0.63	0.99	1.22	1.63
每股净资产	3.13	4.43	5.37	6.71
估值比率				
P/E	33.09	22.42	26.39	20.90
P/B	7.58	8.05	6.64	5.32
EV/EBITDA	45	19	22	18

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

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:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801