

分析师 王晞

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

SAC:S0190200010075

推荐 (维持)

双鹭药业 (002038)

转让普仁鸿股权，一石三鸟之举

2011年6月16日

投资要点

事件：

- 双鹭药业发布公告，公司与普仁鸿四名股东拟向北京医药集团股份有限公司合计转让普仁鸿公司 55.65% 股权，其中公司将以 24,955 万元的价格转让普仁鸿 25% 股权给北医股份。本次股权转让完成后北医股份成为普仁鸿第一大股东，共持有 55.65% 股权，公司成为普仁鸿第二大股东，持有 20% 股权。本次交易尚需提交公司临时股东大会批准。

点评：

我们认为此次股权转让对公司有多重利好，可谓‘一石三鸟’之举。

- **一重利好——股权转让出价优厚，将大幅增加公司 2011 年投资收益：**本次股权交易总价为 24,955 万元，扣除长期股权投资成本 5,650 万元，公司将获得 19,305 万元投资收益；同时根据普仁鸿 2011 年 6 月份股东大会决议，2010 年 12 月 31 日的未分配利润 12,615.26 万元由本次转让前老股东分享，公司获得对应投资收益 3,480.75 万元，二项合并将产生投资收益 22,785.75 万元，约占公司 2010 年全年净利润的 83%，对公司 2011 年业绩将有显著增厚作用。值得一提的是，根据普仁鸿审计报告，其 2010 年净利润为 4,248 万元，此次股权交易价格对应 PE 为 23.5 倍，考虑到近期相关医药商业企业 IPO 的发行价格，此次对非上市公司股权的出价可谓相当优厚，也显示了华润系在医药商业领域迅速扩张，追赶国药和上药集团的决心。
- **二重利好——此次股权转让将拉开公司与华润系合作的帷幕：**公司此次股权转让的意义不仅在于获取投资收益，更是以普仁鸿为纽带带来了公司与华润系深度合作的大幕。股权的转让无论对于双鹭还是华润都有着重大的意义，作为北京地区医药商业的区域龙头，普仁鸿 2010 年销售收入超过 14 亿元，覆盖北京市所有二级以上医院，对终端（医院）市场有良好控制力，和罗氏、赛诺菲、丽珠集团等国内外大型药企有着稳定合作关系，华润此次以北医为平台的收购无疑将进一步巩固其在北京市场的既有地位，并将带动北医原有的北方各省医药商业网络的整合。而双鹭药业则可以在医药流通领域加强与北医股份甚至整个华润系的合作，使公司与北医股份、普仁鸿两家企业形成战略合作关系，有利地促进公司在北京市场及京外市场的发展，将为公司培养下一个（以致下一批）贝科能式的产品提供有力支持。
- **三重利好——转让协议划定普仁鸿业绩底线，剩余股权未来‘进可攻，退可守’：**此次转让协议规定普仁鸿公司在 2011-2013 年的净利润年均复合增长率须不低于 18%，否则相关股东将以个人资金或股权收

益向普仁鸿公司抵补差额。这事实上为普仁鸿公司勾画出了未来 3 年的业绩增长底线，公司持有的剩余 20% 股权未来的投资收益仍将保持较快增长。同时如果未来公司因资金需求需要继续出让普仁鸿股权时，北医股份还同意以不低于 23.5 倍 PE 的价格予以现金收购，这就确保了公司剩余的普仁鸿股权未来处于‘进可攻，退可守’的有利位置，不仅确保了未来 3 年内较好的投资收益，还为公司保留了一笔随时可以动用的现金储备。

- 此外，我们认为此次股权转让所带来的充沛现金将很好的支持公司在年报中提及的医疗服务业发展战略，有利于公司形成‘研发——生产——销售——医疗服务’一条龙的大健康产业链。由于此次股权转让尚需股东大会批准，我们暂时不考虑此次股权转让收益，微调公司 2011-2013 年 EPS 至 1.14、1.55 和 1.89 元（如考虑股权转让 EPS 分别为 1.63、1.54、1.87 元），我们认为 2011 年以来公司贝科能、胸腺五肽产品等增长迅速，投资收益进入高增长期，大健康产业链布局初见成效，股权激励计划行权完毕也将有利于业绩的释放，继续维持对公司‘推荐’的评级。
- 股价刺激因素：各省医保药物招标情况超预期；星昊医药等参股企业上市
- 风险因素：药品降价力度超预期

附表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	765	1059	1595	2279
货币资金	446	631	1020	1603
交易性金融资产	12	12	12	12
应收账款	139	213	305	370
其他应收款	1	6	5	8
存货	30	44	67	74
非流动资产	483	599	635	674
可供出售金融资产	93	93	93	93
长期股权投资	134	136	135	135
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	181	230	275	316
在建工程	1	51	50	50
油气资产	0	0	0	0
无形资产	37	34	30	27
资产总计	1249	1658	2229	2952
流动负债	37	78	59	67
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	8	12	16	20
其他	29	66	43	47
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	37	78	59	67
股本	253	379	379	379
资本公积	39	9	9	9
未分配利润	804	1033	1564	2208
少数股东权益	21	21	21	21
股东权益合计	1211	1580	2170	2885
负债及权益合计	1249	1658	2229	2952

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	273	432	590	716
折旧和摊销	14	20	24	28
资产减值准备	0	-2	1	-1
无形资产摊销	4	4	4	4
公允价值变动损失	-9	0	0	0
财务费用	-7	-5	-8	-13
投资损失	-26	-50	-60	-75
少数股东损益	4	0	0	0
营运资金的变动	-41	94	165	93
经营活动产生现金流量	313	286	391	560
投资活动产生现金流量	-244	-43	-11	9
融资活动产生现金流量	-40	-58	8	13
现金净变动	30	185	389	583
现金的期初余额	418	446	631	1020
现金的期末余额	448	631	1020	1603

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	458	695	981	1187
营业成本	107	163	219	260
营业税金及附加	6	9	12	14
销售费用	19	24	34	42
管理费用	69	90	137	166
财务费用	-7	-5	-8	-13
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动	-9	0	0	0
投资收益	26	50	60	75
营业利润	282	464	647	792
营业外收入	38	35	35	35
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	320	499	682	827
所得税	43	67	92	112
净利润	276	432	590	716
少数股东损益	4	0	0	0
归属母公司净利润	273	432	590	716
EPS（元）	0.72	1.14	1.55	1.89

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	17.4%	51.8%	41.2%	20.9%
营业利润增长率	7.1%	64.9%	39.3%	22.4%
净利润增长率	11.7%	58.4%	36.6%	21.3%
盈利能力(%)				
毛利率	76.7%	76.6%	77.7%	78.1%
净利率	59.6%	62.1%	60.1%	60.3%
ROE	22.9%	27.7%	27.4%	25.0%

偿债能力(%)

资产负债率	3.0%	4.7%	2.7%	2.3%
流动比率	20.56	13.55	26.83	33.99
速动比率	19.77	12.98	25.71	32.88

营运能力(次)

资产周转率	0.40	0.48	0.50	0.46
应收帐款周转率	3.41	3.79	3.69	3.45

每股资料(元)

每股收益	0.72	1.14	1.55	1.89
每股经营现金	0.63	0.75	1.03	1.48
每股净资产	3.14	4.11	5.66	7.55

估值比率(倍)

PE	49.63	31.34	22.95	18.92
PB	11.37	8.68	6.30	4.72

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。