

双鹭药业 (002038)

掘金医疗服务行业

贺菊颖 分析师

电话: 010-59136691

eMail: hjy@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511050002

公告与河南新乡中心医院联合投资建设东区医院

今天公司发布公告称: 拟与新乡中心医院合资设立新乡市中心医院(东区医院)。新建医院拟注册资本 2 亿元, 双方各占 80% 和 20% 的股权, 计划 3-5 年内建成三级甲等综合医院(非营利性股份制医院)。公司初始投资 1.6 亿元, 并承诺未来三年内陆续投资款最终累计将不少于 5 亿元(项目投资额 1.6 亿之外的投资额出资前公司尚须履行相应审批程序)。

借助中心医院团队, 积极介入医疗服务行业

新乡市中心医院历史悠久, 在河南省有一定影响力。该院始建于 1949 年 11 月, 为三级甲等医院, 开放床位 2116 张, 去年收入和净利润分别为 5.1 亿元和 3918 万元, 其中肿瘤和心血管学科系河南省医学临床特色专科。我们认为公司与新乡市中心医院合作, 主要是借助中心医院的专业人才和管理团队、积极介入医疗服务行业; 而中心医院目前床位已比较紧张但资金并不充裕, 引入民营资本投资医院也符合公立医院改革发展趋势。

短期对利润贡献不明显, 长期看具备积极意义

考虑医院的建设周期及团队配备, 我们预计东区医院最快也将在两年后正式营业、产生盈利的时间会更长, 因此该项投资短期内对公司的业绩贡献不明显。但长期看, 我们认为该投资具备以下几项积极意义: (1) 药品配送方面: 根据协议, 公司可以积极介入新乡中原医院管理公司下属 5 家医院的药品配送业务(预计年规模在 5-6 亿元), 以及未来建成后的东区医院的药品配送业务; (2) 医疗服务方面: 新乡市总人口近 600 万, 在河南省综合实力排名前三, 具备一定的辐射能力, 目前拥有 3 个综合性三级甲等医院; 以金陵药业与南京鼓楼医院合作投资的宿迁人民医院为例, 如果未来东区医院管理得当、可能给公司带来较好的回报。

盈利预测与投资评级

维持对公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.69/1.75/2.35 元(其中 2011 年主业 EPS 为 1.18 元), 主业增长 65%/48%/34%。公司未来三年增长确定, 管理层与市场利益一致。考虑到公司未来三年主业复合增速超过 40%, 我们以 2011 年 40 倍 PE 给公司定价, 目标价 47 元(相当于 2012 年 27 倍 PE), 维持“买入”评级。

风险提示

二线品种销售低于预期。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	390.02	457.84	710.36	1007.22	1361.21
增长率	8.94%	17.39%	55.15%	41.79%	35.15%
EBITDA(百万元)	252.51	271.70	510.57	723.25	977.37
净利润(百万元)	244.10	272.71	642.61	668.08	894.45
增长率	12.05%	11.72%	135.63%	3.96%	33.88%
每股收益(元)	0.64	0.72	1.69	1.75	2.35
市盈率	57.77	51.71	21.94	21.11	15.77
市净率	9.29	7.58	7.40	5.43	4.00
EV/EBITDA	33.86	31.57	24.38	16.47	11.41

数据来源: 北京双鹭药业股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	37.04
目标价格(元)	47.20
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-6.38%	-2.80%	21.75%
沪深 300	-6.37%	-8.74%	6.37%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	380.70/312.52
主要股东:	徐明波
主要股东持股比例	22.51%

财务比率

ROE	22.90%
ROA	27.54%
资产负债率	2.98%
每股净资产(元)	3.14

2010 年报数据

资产负債简表

单位：百万元

报表项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	418	446	1132	1667	2428
应收账款	116	139	158	247	338
预付款项	119	59	189	216	246
应收利息	1	3			
应收股利	0	0			
其他应收款	5	1	3	6	8
存货	24	30	27	40	52
流动资产合计	759	765	1514	2188	3089
长期股权投资	72	134	77	77	77
固定资产	99	181	189	205	231
在建工程	3	1	1	0	-1
无形资产	34	37	39	43	44
长期待摊费用	0	3			
递延所得税资产	4	4	0	0	0
非流动资产合计	261	483	400	419	445
资产总计	1020	1249	1914	2607	3534
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	1	0	1
应付账款	12	8	21	24	30
预收款项	1	2	3	3	6
应付职工薪酬	2	2	3	4	5
应交税费	14	21	23	38	52
应付利息	0	0			
应付股利	0	0	0	0	0
其他应付款	3	3	4	7	4
流动负债合计	32	37	54	76	101
长期借款	0	0	1	1	1
应付债券	0	0	0	0	0
长期应付款	0	0			
预计负债	0	0			
递延所得税负债	1	0	0	0	0
非流动负债合计	5	0	1	1	1
负债合计	37	37	56	77	102
股本	251	253	381	381	381
资本公积	38	39	9	9	9
盈余公积	74	95	191	292	426
未分配利润	602	804	1254	1822	2582
少数股东权益	18	21	24	27	35
负债股东权益总计	1020	1249	1914	2607	3534
每股净资产（元）	3.84	4.71	4.82	6.57	4.82

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表

单位：百万元

报表项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	390	458	710	1007	1361
营业成本	67	107	125	169	221
营业税金及附加	5	6	9	12	17
销售费用	14	19	15	19	32
管理费用	64	69	71	107	141
财务费用	-7	-7	-9	-23	-34
资产减值损失	6	1	0	0	0
公允价值变动收益	11	-9	-9	7	3
投资收益	11	26	219	26	26
营业利润	263	282	709	756	1015
营业外收入	10	7	38	23	29
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	273	320	747	779	1043
所得税费用	29	43	101	107	142
净利润	244	276	646	672	902
归属于母公司净利润	244	273	643	668	894
少数股东损益	0	4	3	4	7
EPS（元）	0.64	0.72	1.69	1.75	2.35

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表

单位：百万元

报表项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	174	238	367	529	759
投资活动现金流量	-136	-164	316	6	3
筹资活动现金流量	-41	-46	2	0	0
现金及现金等价物净增加额	-3	28	686	535	761
期末现金余额	418	446	1132	1667	2428
每股经营活动现金流（元）	0.69	0.94	0.96	1.39	1.99

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标

单位：百万元

指标项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入增长率	8.9%	17.4%	55.2%	41.8%	35.1%
营业利润增长率	14.8%	7.1%	151.7%	6.7%	34.3%
毛利率	82.8%	76.7%	82.3%	83.2%	83.8%
营业利润率	67.4%	61.5%	99.8%	75.0%	74.5%
净利率	62.6%	59.6%	90.5%	66.3%	65.7%
净资产收益率	25.3%	22.9%	35.0%	26.7%	26.3%
总资产收益率	23.9%	21.8%	33.6%	25.6%	25.3%
流动比率	23.6	20.6	27.9	29.0	30.6
资产负债率	3.6%	3.0%	2.9%	2.9%	2.9%
所得税税率	10.7%	13.5%	13.6%	13.7%	13.6%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发医药行业研究小组

贺菊颖，首席分析师，复旦大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。

葛峥，分析师，广州中医药大学方剂学硕士，2006 年进入广发证券发展研究中心。

杨挺，分析师，天津大学制药工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

吴雅春，研究助理，浙江大学内科学博士，2011 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。