

进军下游产业，参与医疗体制改革

事件

双鹭药业拟与新乡市中心医院合资设立一所大型综合性医院。新建医院拟注册资本人民币 20000 万元，公司拟以自有现金 16000 万元人民币出资，占新建医院注册资本的 80%；新乡市中心医院拟以现金 4000 万元出资，占新建医院注册资本的 20%。本次投资金额较大，同时构成实质关联交易，尚需提交公司临时股东大会批准。

研究结论

- **当地招标优先考虑双鹭药业。**新建东区医院建设周期相对较长，预计二年内不能全面开展业务，为弥补双鹭药业支出巨额现金后短期无法获得收益的损失，双方协议规定，公司在遵守当地集中招标采购制度的前提下参与新乡中原医院管理有限公司所属医院的药品配送，确保在同等条件下优先考虑双鹭药业的优先份额，原则上不低于总份额的三分之一。

新乡中原医院管理有限公司下辖市属五家医院，分别是新乡市中心医院、新乡市第二人民医院、新乡市妇幼保健院、新乡市中医院、新乡市第三人民医院，2008 年实现销售收入 5 个亿，我们按药品收入占总收入 50% 的比重计算，同时扣掉 15% 的药品加成，则全年采购金额在 2 个亿以上，双方协议原则上不低于总份额的三分之一，则未来每年为双鹭药业贡献的终端销售额有望在 1 个亿以上。

- **进军下游产业，参与医疗体制改革。**公司积极利用自身资金和地域优势，围绕上、下游拓展业务链积极进行投资，这使公司不断充实自身的产业链，进一步增强公司的竞争力，使公司盈利渠道形式多元化，进一步增强公司抵御风险的能力，同时还有效促进公司产品在该区域的销售以及公司控股子公司新乡双鹭生物技术有限公司的发展。此次在 3 年至 5 年内建成占地不低于 120 余亩、容纳 1500 张床位的三级甲等大专科大综合性质的花园式现代化医院，也为公司提供契机充分参与医疗体制改革，更加及时准确地把握下游客户的需求。

- **投资建议：**不考虑出售普仁鸿带来的一次性投资收益，我们预计 2011-2013 年扣非后的净利润同比增长 73%、40%、28%，分别实现每股收益为 1.24 元、1.74 元、2.23 元，维持公司买入的投资评级，给予 2011 年 40 倍市盈率，对应目标价 49.6 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 6 月 24 日) 37.04 元

目标价格 49.60 元

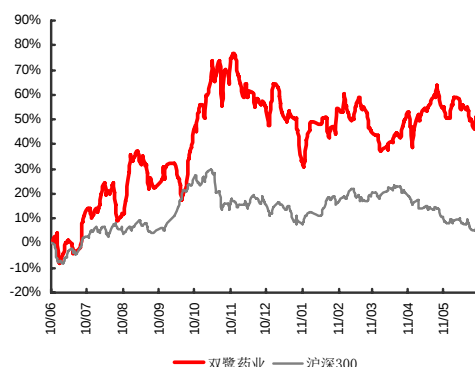
总股本/A 股 (万股) 38070/38070

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 6 月 27 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	725	1023	1290	
同比(%)	17%	58%	41%	26%	
归属母公司净利润	273	473	664	849	
同比(%)	12%	73%	40%	28%	
毛利率(%)	76.7%	83.0%	83.0%	83.0%	
ROE(%)	22.9%	29.5%	29.3%	27.6%	
每股收益(元)	0.72	1.24	1.74	2.23	
P/E (倍)	51.71	29.84	21.25	16.60	
P/B (倍)	11.84	8.81	6.23	4.58	

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。

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	1366	1528	1977	营业收入	458	725	1023	1290
现金	446	926	930	1239	营业成本	107	123	174	219
应收账款	139	217	315	395	营业税金及附加	6	9	12	15
其它应收款	1	11	16	20	营业费用	19	23	31	39
预付账款	59	152	190	230	管理费用	69	105	141	168
存货	30	41	57	72	财务费用	-7	-18	-23	-28
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	50	75
固定资产	181	207	700	1064	营业利润	282	518	738	951
无形资产	37	37	37	37	营业外收入	38	25	25	25
其他	132	15	33	42	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1249	1626	2298	3120	利润总额	320	543	763	976
流动负债	37	122	131	141	所得税	43	71	99	127
短期借款	0	80	80	80	净利润	276	473	664	849
应付账款	8	12	17	22	少数股东损益	4	0	0	0
其他	29	30	34	39	归属于母公司净利润	273	473	664	849
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	288	517	755	1001
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.72	1.24	1.74	2.23
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	37	122	131	141	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	381	381	381	营业收入	17.4%	58.4%	41.1%	26.1%
资本公积	39	9	9	9	营业利润	7.1%	84.0%	42.4%	28.9%
留存收益	899	1212	1876	2687	归属于母公司净利润	11.7%	73.3%	40.4%	28.0%
归属母公司股东权益合计	1191	1601	2265	3076	获利能力				
负债和股东权益	1249	1744	2417	3238	毛利率	76.7%	83.0%	83.0%	83.0%
现金流量表					净利率	59.6%	65.2%	64.9%	65.9%
单位:百万元					ROE	22.9%	29.5%	29.3%	27.6%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	55.6%	78.3%	55.1%	51.4%
经营活动现金流	238	299	482	696	偿债能力				
净利润	276	473	664	849	资产负债率	3.0%	7.0%	5.4%	4.4%
折旧摊销	14	17	39	78	净负债比率				
财务费用	-7	-18	-23	-28	流动比率	20.56	11.19	11.66	14.00
投资损失	-26	-35	-50	-75	速动比率	19.77	10.86	11.22	13.48
营运资金变动	-35	-130	-149	-129	营运能力				
其它	16	-7	1	1	总资产周转率	0.40	0.50	0.52	0.48
投资活动现金流	-164	145	-501	-376	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	12.10	11.70	11.15
长期投资	-128	-138	0	0	每股指标（元）				
其他	-250	59	49	74	每股收益	0.72	1.24	1.74	2.23
筹资活动现金流	-46	36	23	-10	每股经营现金流	0.63	0.79	1.27	1.83
短期借款	0	80	0	0	每股净资产	3.13	4.21	5.95	8.08
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	2	128	0	0	P/E	51.71	29.84	21.25	16.60
资本公积增加	1	-30	0	0	P/B	11.84	8.81	6.23	4.58
其他	-49	-141	23	-10	EV/EBITDA	31	17	12	9
现金净增加额	28	480	4	310					

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