

双鹭药业 (002038.SZ) 医药生物

主导产品放量，产业投资利丰

公司研究简报

◆医保因素拉动公司业绩显著增长：

公司 2011-2013 年发展形势比较好，主要是贝科能新进入多省医保，放量从 2010 年下半年逐步开始，2011-2012 年保持高增长确定。二线品种三氧化二砷、胸腺五肽、阿德福韦酯这三个品种在 2011 年医保因素拉动下，高增长可期。下半年招标效果显现，收入增速加快。

◆贝科能受益医保执行，增长迅猛：

贝科能北京销售占全国 10%，原来主要集中在部队医院使用，北京地方医院都是空白区。而贝科能已增补入北京医保，并在去年 10 月中标，11 年 7 月北京开始执行新医保。贝科能是独家品种，市场开拓会比较顺利，预计今年北京市场有望翻番。贝科能一季度增长 60-70%，为各地新医保开始执行、以及去年同期基数低造成。我们预计 2011 年贝科能销售 3.4 亿，增长超过 65%。

◆二线品种同样受益医保及基药，大品种仍需等待：

公司第二大产品胸腺五肽 1 季度增长 50% 左右。该产品在很多省进入了基药和新农合，而且公司能同时提供水针粉针等多种剂型，因此销售情况良好。2010 年销售约 3800 万，2011 年销售估计增长 40% 以上。公司第三大品种三氧化二砷也在医保之内，目前国内 2 家生产，公司拥有独家剂型。同时该药将增加难治性白血病等新适应症。预计 2011 年销售增长 50% 左右。我们看好三氧化二砷市场前景。该产品将继续成为公司未来的主打品种之一。阿德福韦酯新入选 09 版医保，预计 2011 年增长也在 50% 左右。公司原有的一些基因药物增长趋缓，基本有去年持平。

◆公司善于产业投资，布局大健康产业：

公司向华润北药转让普仁鸿 25% 的股份，扣去长期股权投资成本，获得 1.93 亿投资收益。此次转让的 pe 为 23.5 倍，较之其成本和新股 IPO 估值，可谓获利颇丰，并且开启了和华润系未来进一步合作的序幕。近日公司公告，拟于新乡市中心医院合资成立一所大型综合医院，公司出资 1.6 亿，占 80%，并在未来 3 年投入 5 亿元以上资金。这是公司所倡导的大健康产业的一环。医院作为医药行业最为强势部门可有多种盈利模式。

◆投资建议：预计公司 2011-13 年收入 6.48、8.55、10.7 亿元，同比增长 42%、32%、25%，实现摊薄 eps1.02、1.34、1.70 元（不考虑投资收益）。以 2011 年 40x 估值，目标价格 41 元，给予“增持”评级。

◆风险提示：各地医保执行时间变化、药品降价风险、新产品研发风险。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	390	458	648	855	1,070
营业收入增长率	8.94%	17.39%	41.62%	31.91%	25.12%
净利润（百万元）	244	273	389	509	648
净利润增长率	12.05%	11.72%	42.49%	30.92%	27.28%
EPS（元）	0.64	0.72	1.02	1.34	1.70
ROE（归属母公司） （摊薄）	25.28%	22.90%	25.63%	26.23%	26.16%
P/E	59	52	37	28	22

增持（首次给予）

当前价/目标价：37.50/41.00 元

目标期限：6 个月

分析师

姚杰 (执业证书编号：S0930510120006)

021-22169153

yaoj@ebsecn.com

联系人

姜恩铸

021-22169319

jiangez@ebsecn.com

市场数据

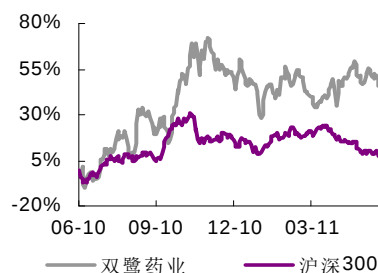
总股本(亿股)：3.81

总市值(亿元)：142.88

一年最低/最高(元)：31.03/65.50

近 3 月换手率：28.87%

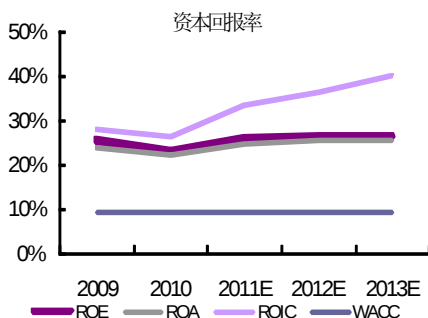
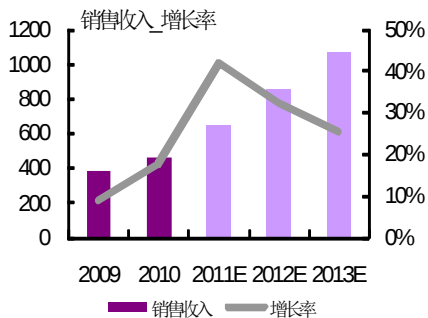
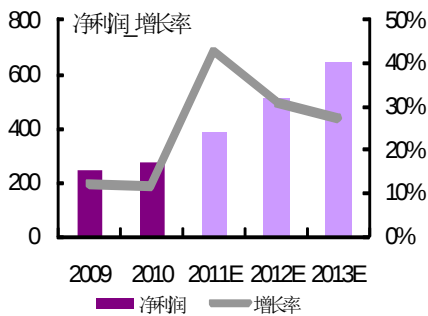
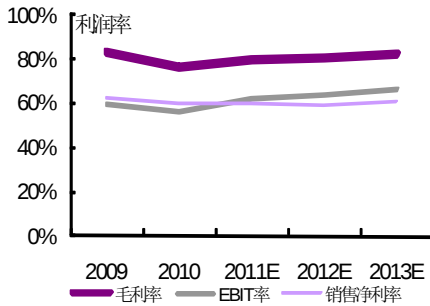
股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.16	16.64	46.57
绝对	4.63	8.81	57.54

相关研报



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	390	458	648	855	1,070
营业成本	67	107	130	163	193
折旧和摊销	12	14	15	17	19
营业税费	5	6	8	10	13
销售费用	14	19	23	28	32
管理费用	64	69	84	107	123
财务费用	-7	-7	-1	-15	-23
公允价值变动损益	11	-9	0	0	0
投资收益	11	26	5	5	5
营业利润	263	282	417	565	734
利润总额	273	320	447	585	744
少数股东损益	0	4	0	0	0
归属母公司净利润	244.10	272.71	388.58	508.75	647.52

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,020	1,249	1,578	2,007	2,548
流动资产	759	765	1,090	1,485	2,014
货币资金	418	446	716	1,031	1,481
交易型金融资产	22	12	0	0	0
应收账款	116	139	195	255	317
应收票据	1	1	1	2	2
其他应收款	5	1	1	2	2
存货	24	30	30	36	41
可供出售投资	0	93	93	93	93
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	72	134	134	135	135
固定资产	99	181	216	250	262
无形资产	34	37	35	34	2
总负债	37	37	41	47	52
无息负债	37	37	41	47	52
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	983	1,211	1,537	1,960	2,496
股本	251	253	381	381	381
公积金	112	134	143	194	199
未分配利润	602	804	992	1,365	1,895
少数股东权益	18	21	21	21	21

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	174	238	36	431	566
净利润	244	273	389	509	648
折旧摊销	12	14	15	17	19
净营运资金增加	132	31	195	220	224
其他	-214	-80	-273	-315	-325
投资活动产生现金流	-136	-164	-3	-46	-26
净资本支出	30	43	19	50	30
长期投资变化	72	134	-1	-1	-1
其他资产变化	-239	-341	-22	-95	-55
融资活动现金流	-41	-46	-53	-70	-89
股本变化	2	128	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	11	0	4	6	5
净现金流	-3	28	270	315	451

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	8.94%	17.39%	41.62%	31.91%	25.12%
净利润增长率	12.05%	11.72%	42.49%	30.92%	27.28%
EBITDA 增长率	0.59%	10.05%	53.31%	35.04%	29.24%
EBIT 增长率	0.35%	9.94%	55.90%	35.75%	29.81%
估值指标					
PE	59	52	37	28	22
PB	15	12	9	7	6
EV/EBITDA	37	34	33	24	18
EV/EBIT	39	36	35	25	19
EV/NOPLAT	44	41	40	29	22
EV/Sales	24	20	21	16	13
EV/IC	12	11	13	11	9
盈利能力 (%)					
毛利率	82.83%	76.69%	79.92%	80.94%	81.95%
EBITDA 率	63.18%	59.23%	64.12%	65.65%	67.81%
EBIT 率	59.99%	56.18%	61.84%	63.65%	66.03%
税前净利润率	70.01%	69.80%	68.89%	68.37%	69.55%
税后净利润率 (归属母公	62.59%	59.57%	59.93%	59.48%	60.51%
ROA	23.90%	22.14%	24.63%	25.35%	25.42%
ROE (归属母公司) (摊	25.28%	22.90%	25.63%	26.23%	26.16%
经营性 ROIC	28.08%	26.24%	33.29%	36.42%	40.05%
偿债能力					
流动比率	23.56	20.56	26.38	31.44	38.69
速动比率	22.81	19.77	25.65	30.68	37.91
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.64	0.72	1.02	1.34	1.70
每股红利	0.13	0.17	0.22	0.29	0.37
每股经营现金流	0.46	0.63	0.85	1.13	1.48
每股自由现金流(FCFF)	0.17	0.43	0.40	0.59	1.00
每股净资产	2.53	3.13	3.98	5.09	6.50
每股销售收入	1.02	1.20	1.70	2.24	2.81

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

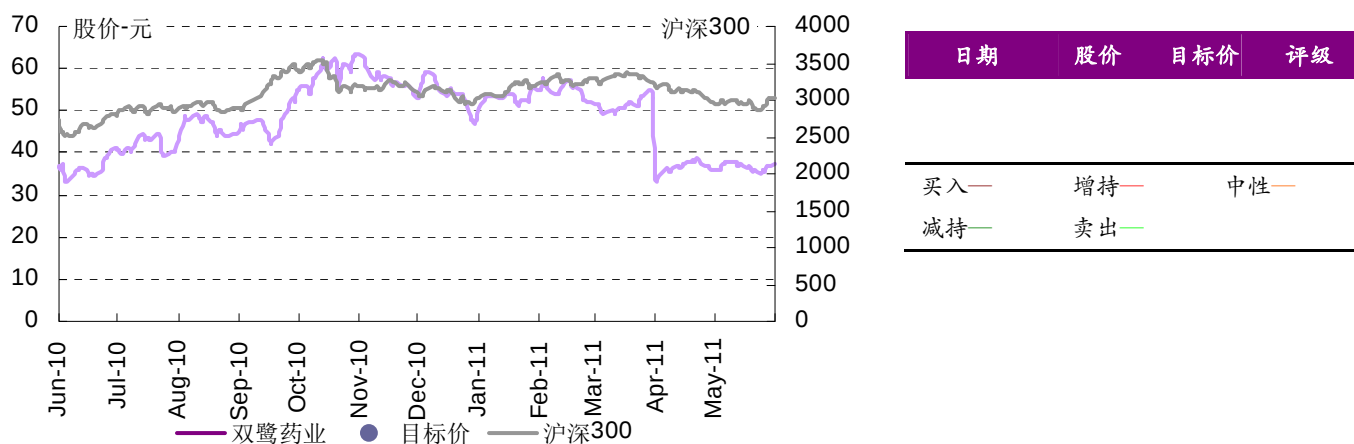
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

姚杰，澳大利亚 VICTORIA UNIVERSITY 金融学硕士。2005 年 9 月加盟光大证券研究所，医药行业研究员，曾在多家医药企业从事过市场营销方面的工作。

投资建议历史表现图

双鹭药业 (002038)



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com