

生物制品 II
双鹭药业 (002038.SZ) / 39.40 元
预计扣除出售普仁鸿股权收益上半年业绩增长 28%-48%
事 项

公司发布业绩预告修正公告：预计2011年1-6月份公司实现净利润33,684—36,378 万元，同比增长150-170%，一季报中公司曾预告利润增长50-80%；二者差异主要是由于公司近期出售普仁鸿股权导致净利润增加16,409.25万元。

主要观点

一、剔除出售普仁鸿股权收益，预计公司1-6月份净利润同比增28%-48%。由于公司以24,955万元的价格转让普仁鸿25%股权给北医股份，扣除该部分出让长期股权投资成本5,650万元，产生19,305万元投资收益，增加净利润16,409.25万元，大幅增加公司今年1-6月份的净利润，致业绩同比增长150-170%。

但由于今年一季报中公司预测上半年的净利润增幅在50.00%~80.00%，但是如果剔除普仁鸿股权出让收益，公司修正后的1-6月份的净利润同比增长28-48%，低于市场的预期。

二、贝科能下半年有望放量，公司长期发展值得期待。公司主导产品贝科能虽然新进多个省医保，但很多省上半年医保并未正式执行，影响了公司贝科能的放量销售。未来随着各省医保的执行尤其是北京是医保7月1日开始正式执行有望带动销售的快速增长。而且今年公司胸腺五肽、阿德福韦酯等二线产品增长较快。并且公司有多个2004年之后产生的新药，此次医保调整之后，很多省开始重新启动招标，为公司多个新药参与招标提供机遇，有望实现快速发展。

三、积极布局大健康产业。公司自2007 年报中公司明确提出“加快并购步伐和资源整合，尽快实现公司集团化发展目标”以来，发展和扩张势头强劲，公司已经完成对瑞康医药、卡文迪许、江阴长风、新乡原料药等收购和产业投资项目，实现了对优势品种的收购以及完成对产业链向上的延伸。通过普仁鸿的增资加强对销售终端的控制，今年合资在新乡设立私立医院，进一步实现了向下游的延伸，大健康产业布局又下一城，将为深度挖掘公司众多产品的市场潜力打下了良好基础。

四、投资建议：推荐（维持）。不考虑普仁鸿股权出让收益，我们预测公司2011-2013 年 EPS 为 1.11/1.36/1.72；对应 PE 分别为 36X/29X/23X。下半年贝科能有望加速放量，二线产品发展势头良好，看好公司的长期发展，维持“推荐”评级。

五、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
Tel: 0755-82027735
Email: liaowanguo@hczq.com

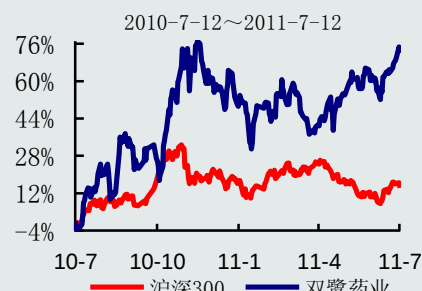
联系人： 胡朝凤
Tel: 010-59370816
Email: huchaofeng@hczq.com

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)	199.57
市净率(倍)	7.94
12 个月内最高/最低价	65.5/33.03

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

《向下游延伸投资新建医院, 打造大健康产业平台》	2011-06-27
《以普仁鸿北京市场换取北医股份全国市场合作机会》	2011-06-17
《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

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	1159	1541	2050
现金	446	867	1224	1741
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	1510	1920	2436
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	1129	1535	2048
归属母公司股东权益	1191	1503	1909	2422
负债和股东权益	1249	1558	1969	2484

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	238	404	465	621
净利润	276	423	518	655
折旧摊销	14	17	17	17
财务费用	-7	-20	-32	-46
投资损失	-26	-16	-15	-19
营运资金变动	-35	7	-20	10
其它	16	-6	-3	4
投资活动现金流	-164	155	-30	-10
资本支出	43	0	0	0
长期投资	-128	-120	30	20
其他	-250	35	-1	10
筹资活动现金流	-46	-137	-78	-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	-78	-94
现金净增加额	28	421	357	517

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	-20	-32	-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	16	15	19
营业利润	282	489	599	758
营业外收入	38	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	320	489	599	758
所得税	43	66	81	102
净利润	276	423	518	655
少数股东损益	4	1	2	2
归属母公司净利润	273	422	516	653
EBITDA	288	486	584	729
EPS（元）	0.72	1.11	1.36	1.72

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%	73.6%	22.5%	26.5%
归属母公司净利润	11.7%	54.6%	22.5%	26.5%
获利能力				
毛利率	76.7%	82.9%	82.9%	82.9%
净利率	59.6%	58.3%	57.3%	58.2%
ROE	22.9%	28.0%	27.0%	27.0%
ROIC	47.7%	86.3%	101.2%	132.0%
偿债能力				
资产负债率	3.0%	2.2%	1.8%	1.5%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	20.56	36.21	45.16	57.66
速动比率	19.77	35.56	44.43	56.95
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.52	0.53	0.52
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	1.11	1.36	1.72
每股经营现金	0.63	1.06	1.22	1.63
每股净资产	3.13	3.95	5.02	6.36
估值比率				
P/E	36.55	35.59	29.05	22.97
P/B	8.37	9.98	7.86	6.19
EV/EBITDA	50	30	25	20

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