

生物制品III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 江琦

S0960110110023

0755-82026817

jiangqi@cjis.cn

6-12个月目标价: 45.00元

当前股价: 38.60元

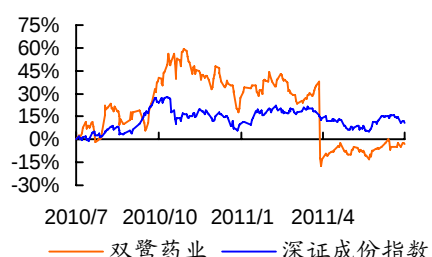
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	11990.43
总股本(百万)	381
流通股本(百万)	313
流通市值(亿)	121
EPS (TTM)	0.77
每股净资产(元)	3.18
资产负债率	3.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
双鹭药业	3.29	11.37	14.51
深证成份指数	0.65	-2.62	0.81



相关报告

《双鹭药业-布局医疗服务领域, 迈入大健康产业链布局第一步》2011-6-27

《双鹭药业-行权终结, 业绩增长重回上升通道》2011-5-17

《双鹭药业-10年业绩符合预期, 11年新老产品有望齐发力》2011-2-27

双鹭药业

002038

强烈推荐

医保促进新老产品齐放量, 普仁鸿出售贡献投资收益

公司公布 2011 年半年报, 实现净利润 3.5 亿, 同比增 159.4%; 扣非后净利 1.85 亿, 同比增 38.38%, EPS0.92 元, 略低于市场预期。公司预计 1-9 月净利润同比增 110%-140%, 合 4.12-4.7 亿, EPS1.08-1.24 元。

投资要点:

- **收入增速保持稳定快速, 净利润增速快于收入, 毛利率小幅降低:** 2011 年上半年公司实现收入 2.8 亿, 同比增 29.2%; 营业利润 4.02 亿, 同比增 166.4%; 净利润 3.5 亿, 同比增 159.5%, 扣非后 1.85 亿, 同比增 38.38%。毛利率 76.8%, 降低 5.12%, 产品结构有变化, 成本稍有上升。
- **新老品种齐放量:** 老品种贝科能、胸腺五肽增速较快超过 30%, 其中贝科能因去年新进医保实施出现放量, 北京医保 7 月 1 日起实施, 预计下半年将继续保持超过 30% 的增速; 胸腺五肽因竞争对手海南中和受影响让公司抓住了不少市场份额; 新产品氯雷他定和阿德福韦酯增长较快超过 30%。白介素和粒细胞集落刺激因子增速放缓。
- **布局医疗服务领域, 明年开始将逐步产生收入和利润:** 公司和新乡市中心医院合作建设新乡市中心医院东院, 有望取得新乡 6 家主要医院不低于 1/3 的药物配送权, 12 年开始将逐步产生收入和利润。
- **出售普仁鸿 25% 股权, 加强与北医的合作, 同时给公司带来一次性收益:** 出售普仁鸿贡献投资收益 1.93 亿, 贡献净利 1.64 亿, EPS0.43 元。
- **产品储备丰富, 未来持续推出新品种可期:** 11 年替莫唑胺、扶济复凝胶有望上市; 12 年盐酸吉西他滨、依诺肝素钠有望上市; 后续还有长效 GCSF、重组人生长激素、氯法拉滨注射液, 抗体药物等产品储备。
- **公司股权激励完成, 激励到位, 业绩重回高增长通道, 品种丰富。** 预计 11-13 年 EPS 分别为 1.51、1.52、1.92 元, 对应 PE26、25、20 倍, 维持强烈推荐评级。

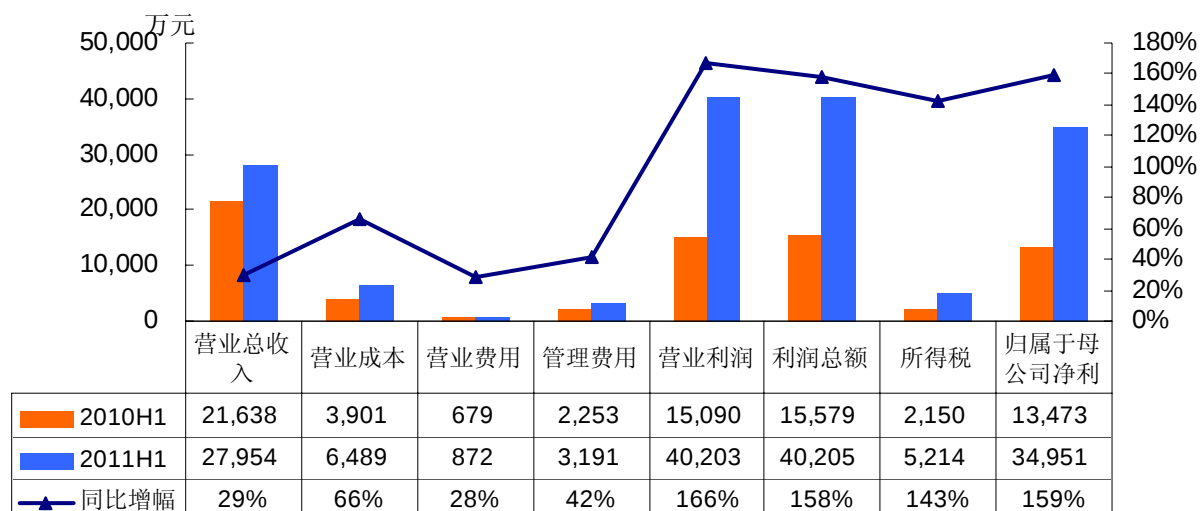
风险提示: 新产品的研发进度和推出时间具有不确定性。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	458	705	1265	1628
同比(%)	17%	54%	79%	29%
归属母公司净利润(百万元)	273	573	575	730
同比(%)	12%	110%	0%	27%
毛利率(%)	76.7%	76.8%	66.6%	67.9%
ROE(%)	22.9%	33.7%	25.3%	24.3%
每股收益(元)	0.72	1.51	1.52	1.92
P/E	53.71	25.55	25.46	20.08
P/B	12.30	8.61	6.44	4.87
EV/EBITDA	49	22	22	17

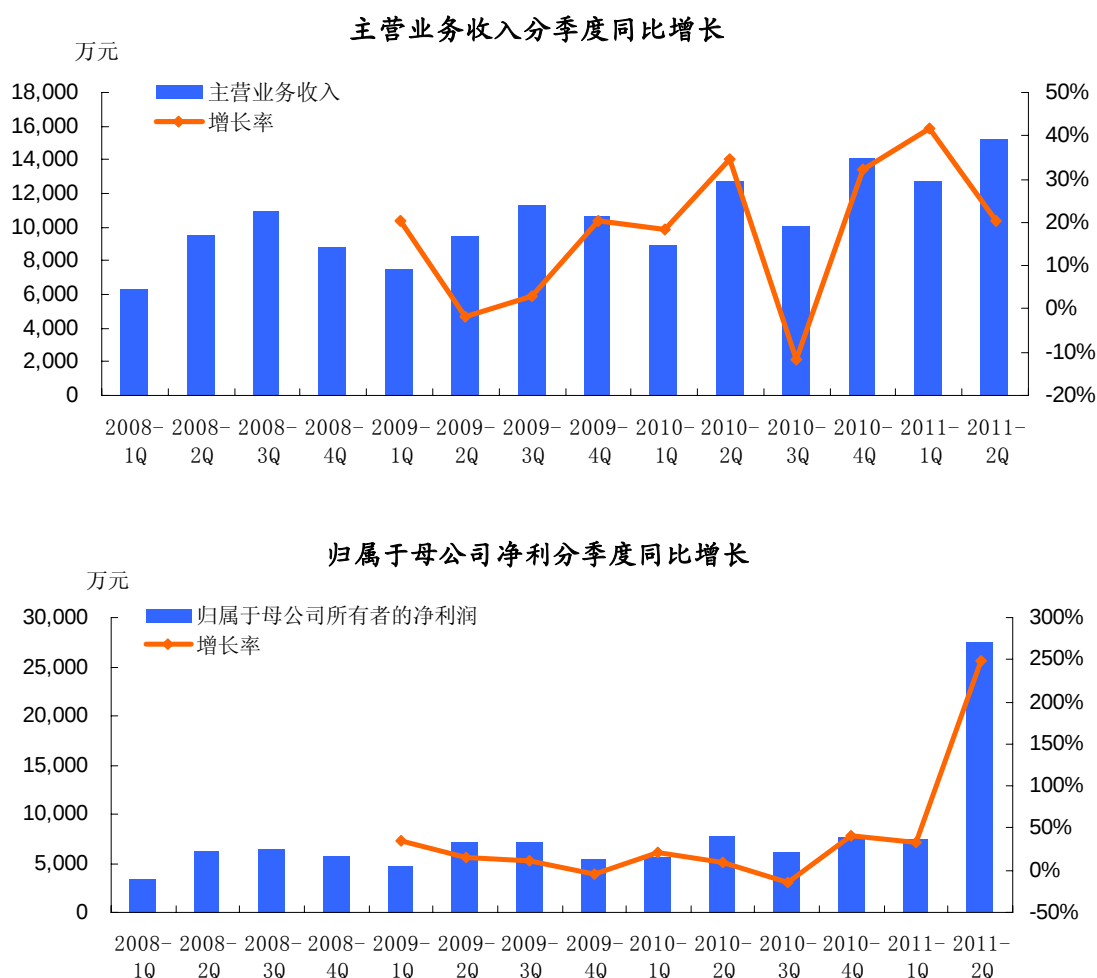
资料来源: 中投证券研究所

图 1：双鹭药业 11 年中期主要盈利性指标变化



资料来源：双鹭药业 11 年半年报、中投证券研究所

图 2：双鹭药业分季度数据



资料来源：双鹭药业历年报表、中投证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表 1: 双鹭药业的季度盈利性数据

财务指标(万)	09 年 1Q	09 年 2Q	09 年 3Q	09 年 4Q	10 年 1Q	10 年 2Q	2Q 同比	2Q 环比
营业总收入	8,970.0	12,668.0	10,031.0	14,116.0	12,703.0	15,251.0	20.4%	20.1%
营业成本	1,214.0	2,687.0	2,361.0	4,413.0	2,921.0	3,568.0	32.8%	22.1%
营业费用	252.0	427.0	519.0	700.0	238.0	634.0	48.5%	166.4%
管理费用	1,125.0	1,127.0	1,179.0	3,458.0	1,360.0	1,831.0	62.5%	34.6%
财务费用	-95.0	-286.0	-157.0	-184.0	-146.0	-13.0	-95.5%	-91.1%
营业利润	6,419.0	8,671.0	6,815.0	6,252.0	8,684.0	31,519.0	263.5%	263.0%
利润总额	6,486.0	9,093.0	7,006.0	9,370.0	8,683.0	31,522.0	246.7%	263.0%
所得税	897.0	1,252.0	910.0	1,257.0	1,176.0	4,038.0	222.5%	243.4%
归属于母公司净利润	5,616.0	7,857.0	6,130.0	7,668.0	7,516.0	27,435.0	249.2%	265.0%
EPS	0.15	0.21	0.16	0.20	0.20	0.72	249.2%	265.0%
毛利率	86.5%	78.8%	76.5%	68.7%	77.0%	76.6%	-2.8%	-0.5%
营业费用率	2.8%	3.4%	5.2%	5.0%	1.9%	4.2%	23.3%	121.9%
管理费用率	12.5%	8.9%	11.8%	24.5%	10.7%	12.0%	35.0%	12.1%
营业利润率	71.6%	68.4%	67.9%	44.3%	68.4%	206.7%	201.9%	202.3%
实际所得税率	13.8%	13.8%	13.0%	13.4%	13.5%	12.8%	-7.0%	-5.4%

资料来源：双鹭药业历年报表、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	765	1327	1908	2637	营业收入	458	705	1265	1628
现金	446	913	1108	1642	营业成本	107	164	423	522
应收账款	139	214	384	494	营业税金及附加	6	9	15	20
其它应收款	1	2	3	4	营业费用	19	28	51	65
预付账款	59	90	232	287	管理费用	69	106	177	244
存货	30	45	117	144	财务费用	-7	-7	-10	-14
其他	91	63	65	66	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	483	419	442	463	公允价值变动收益	-9	0	0	0
长期投资	134	138	138	138	投资净收益	26	228	26	26
固定资产	181	209	233	253	营业利润	282	633	635	816
无形资产	37	37	37	37	营业外收入	38	39	39	39
其他	132	34	34	34	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1249	1745	2351	3099	利润总额	320	672	674	855
流动负债	37	16	38	48	所得税	43	91	91	115
短期借款	0	0	0	0	净利润	276	581	583	739
应付账款	8	12	32	39	少数股东损益	4	8	8	10
其他	29	4	7	8	归属母公司净利润	273	573	575	730
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	288	642	644	825
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.72	1.51	1.52	1.92
其他	0	0	0	0					
负债合计	37	16	38	48	主要财务比率				
少数股东权益	21	28	36	46	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	253	379	379	379	成长能力				
资本公积	39	9	9	9	营业收入	17.4%	54.0%	79.5%	28.7%
留存收益	899	1313	1888	2618	营业利润	7.1%	124.7%	0.4%	28.5%
归属母公司股东权益	1191	1701	2276	3006	归属于母公司净利润	11.7%	110.2%	0.3%	26.8%
负债和股东权益	1249	1745	2351	3099	获利能力				
					毛利率	76.7%	76.8%	66.6%	67.9%
					净利率	59.6%	81.3%	45.5%	44.8%
					ROE	22.9%	33.7%	25.3%	24.3%
					ROIC	55.6%	93.5%	59.1%	63.5%
					偿债能力				
					资产负债率	3.0%	0.9%	1.6%	1.5%
					净负债比率				
					流动比率	20.56	82.85	49.60	55.08
					速动比率	19.77	80.01	46.56	52.05
					营运能力				
					总资产周转率	0.40	0.47	0.62	0.60
					应收账款周转率	3	4	4	4
					应付账款周转率	10.78	16.05	19.12	14.66
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.72	1.51	1.52	1.92
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.57	0.53	1.42
					每股净资产(最新摊薄)	3.14	4.48	6.00	7.92
					估值比率				
					P/E	53.71	25.55	25.46	20.08
					P/B	12.30	8.61	6.44	4.87
					EV/EBITDA	49	22	22	17

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉: 2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第 2 名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名; 2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名; 2010 年财经风云榜最佳证券分析师 (医药行业唯一一个)。

中投医药团队成员:

周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;

余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 金融学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药行业及医药流通研究;

王威, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究;

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434