

双鹭药业 (002038)

业绩单季转好

易镜明
021-38676779
yijingming@gtjas.com
编号 S0880511010019

本报告导读:

医保、基药品种放量提供明年成长动力，毛利率稳定、有望回升。

投资要点:

公司业绩如期好转，前三季度收入 4.4 亿，同比增长 38%；净利润 4.4 亿，同比增长 124%，EPS 0.92 元。扣非后净利润 2.8 亿，同比增长 45%。

第三季度单季收入增长 56%，净利润增长 47%，较上半年明显提速。1、收入增长主要靠贝科能、胸腺五肽等新进医保品种增长提速、以及雷宁地方基药的优势定价品种迅速放量。2、毛利率 76.2%，环比、同比均基本持平，考虑到相对低毛利率的小品种增速更快、行业毛利率整体下降的大背景，产品隐含毛利率水平较去年有所提升，我们预计这一同比提升在 Q4 会更加明显。3、期间费用率 9.2%，为近三年最低水平，我们认为公司的费用（如研发、折旧等）相对稳定，收入高增长的摊薄效应明显。

我们对公司近期成长性总体乐观：医保品种的新地区增量可以支撑今明两年的高速增长，雷宁也能贡献部分增量，毛利率有望随行业境况转好进一步提升。同时，我们认为存在两方面不确定性需要进一步验证：医保整体支付额增速下降，对报销辅助用药品种可能存在制约，但由于贝科能主要靠新增地区增量，估计影响不大；另外，雷宁的定价优势是基层放量的主要因素，但基药未来的执行情况（毕竟大多数基药是没有放量的）、后续政策的延续性存在不确定。

我们预计 11、12 年 EPS 1.45、1.32 元，其中包含出让普仁鸿部分股权贡献的 EPS 0.43 元。以 12 年 30 倍 PE 估值，维持目标价 41 元和增持评级。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	390	458	609	808	1,010
(+/-)%	8.9%	17.4%	33.1%	32.6%	25.1%
经营利润 (EBIT)	256	274	584	525	650
(+/-)%	14.2%	7.1%	112.9%	-10.0%	23.6%
净利润	244	273	551	504	616
(+/-)%	12.0%	11.7%	102.2%	-8.6%	22.3%
每股净收益 (元)	0.64	0.72	1.45	1.32	1.62
每股股利 (元)	0.20	0.25	0.30	0.38	0.51

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	65.7%	59.9%	95.9%	65.0%	64.3%
净资产收益率 (%)	25.3%	22.9%	32.4%	24.0%	24.0%
投入资本回报率 (%)	58.6%	55.6%	69.1%	50.1%	51.5%
EV/EBITDA	44.1	41.0	19.7	21.8	17.7
市盈率	51.2	45.8	22.7	24.8	20.3
股息率 (%)	0.6%	0.8%	0.9%	1.2%	1.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **41.00**

上次预测: 40.54

当前价格: 32.83

2011.10.21

交易数据

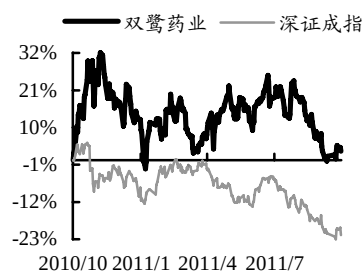
52 周内股价区间 (元)	31.58-65.50
总市值 (百万元)	12,498
总股本/流通 A 股 (百万股)	381/313
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	82%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	59

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,464
每股净资产	3.85
市净率	8.5
净负债率	0%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.15	0.20
Q2	0.21	0.72
Q3	0.16	0.24
Q4	0.20	0.29
全年	0.72	1.45

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-3%	-13%	3%
相对指数	2%	5%	26%

相关报告

《增长提速，拐点初现》	2011.04.15
《11 年走出业绩平台期》	2011.04.06
《新品储备驱动增长》	2011.03.01
《短期难有表现，蓄势以待来年》	2010.10.13
《增速趋稳》	2009.07.29

模型更新时间: 2011.10.21

股票研究

信息科技

计算机

双鹭药业 (002038)
评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **41.00**

上次预测: 40.54

当前价格: 32.83

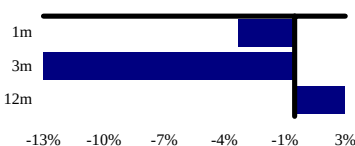
公司网址

www.slpharm.com.cn

公司简介

公司主要从事基因工程药物的研究开发、生产和经营, 研究开发并投放市场具有自主知识产权的 2 个国家一类新药和 8 个国家二类新药。同时, 尚有近 20 个独立承担的国家一、二类新药正处于实验室到临床试验等不同研究开发或申报生产阶段, 未来两年, 公司将有数十个新产品陆续投放市场。一些研究开发项目, 曾多次获得北京市及国家科技进步一、二等奖, 是 4 项国家"863"计划成果的产业化基地。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

31.58-65.50

市值 (百万)

12,498

财务预测 (单位: 百万元)
损益表
营业收入

营业收入

税金及附加

营业费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润
资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

长期负债

股东权益

投入资本(IC)
现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额
财务指标
成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

EV/EBITDA

P/S

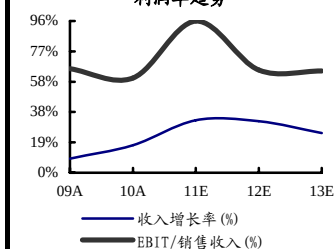
股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	390	458	609	808	1,010
营业收入	67	107	143	177	217
税金及附加	5	6	7	10	12
营业费用	14	19	23	32	40
管理费用	64	69	85	113	141
EBIT	256	274	584	525	650
公允价值变动收益	11	-9	-6	5	5
投资收益	11	26	240	45	45
财务费用	-7	-7	-13	-17	-22
营业利润	263	282	597	542	671
所得税	29	43	82	75	92
少数股东损益	0	4	-2	-2	-2
净利润	244	273	551	504	616
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	440	457	667	829	1,090
其他流动资产	319	308	683	887	1,103
长期投资	72	134	212	240	240
固定资产合计	99	181	189	196	202
无形及其他资产	34	37	38	39	40
资产合计	1,020	1,249	1,795	2,199	2,683
流动负债	32	37	73	83	95
长期负债	5	0	0	0	0
股东权益	983	1,211	1,722	2,115	2,588
投入资本(IC)	437	493	846	1,049	1,261
现金流量表					
NOPLAT	229	237	508	457	565
折旧与摊销	12	14	16	18	20
流动资金增量	106	(43)	364	194	204
资本支出	(1)	80	25	25	25
自由现金流	346	289	913	694	814
经营现金流	119	313	(61)	269	368
投资现金流	(85)	(244)	303	(10)	18
融资现金流	(32)	(40)	(20)	(97)	(125)
现金流净增加额	2	30	221	162	261
财务指标					
成长性					
收入增长率	8.9%	17.4%	33.1%	32.6%	25.1%
EBIT 增长率	14.2%	7.1%	112.9%	-10.0%	23.6%
净利润增长率	12.0%	11.7%	102.2%	-8.6%	22.3%
利润率					
毛利率	82.8%	76.7%	76.5%	78.1%	78.5%
EBIT 率	65.7%	59.9%	95.9%	65.0%	64.3%
净利润率	62.6%	59.6%	90.5%	62.4%	61.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	25.3%	22.9%	32.4%	24.0%	24.0%
总资产收益率(ROA)	23.9%	21.8%	30.7%	22.9%	23.0%
投入资本回报率(ROIC)	58.6%	55.6%	69.1%	50.1%	51.5%
运营能力					
存货周转天数	89	91	73	65	65
应收账款周转天数	91	106	187	253	259
总资产周转天数	835	892	899	890	870
净利润现金含量	0.49	1.13	(0.11)	0.54	0.60
资本支出/收入	-0.38%	17.57%	4.10%	3.09%	2.47%
偿债能力					
资产负债率	3.6%	3.0%	4.1%	3.8%	3.5%
净负债率	-43.3%	-37.4%	-39.2%	-39.5%	-42.4%
估值比率					
PE	51.2	45.8	22.7	24.8	20.3
PB	12.9	10.5	7.3	6.0	4.9
EV/EBITDA	44.1	41.0	19.7	21.8	17.7
P/S	21.16	18.14	20.51	15.47	12.37
股息率	0.6%	0.8%	0.9%	1.2%	1.6%

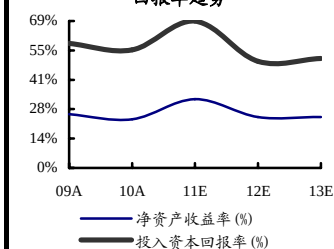
股票绝对涨幅和相对涨幅



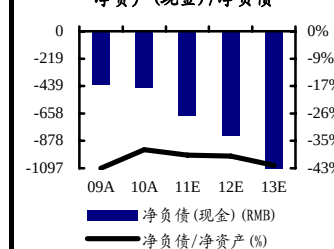
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



作者简介:

易镜明:

执业资格证书编号: S0880511010019

电话: 021-38676779

邮箱: yijingming@gtjas.com

张一甫（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880110090086

电话: 021-38674755

邮箱: zhangyifu008741@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		