



医保深化，高增长持续

——双鹭药业（002038）三季度财报点评

2011年10月21日

推荐/维持

双鹭药业

财报点评

陈恒	医药行业分析师	执业证书编号: S1480510120015
	010-6655 4018	
联系人: 苏进进	010-66554020	

事件:

双鹭药业发布 2011 年三季报, 1-9 月实现营业收入 4.36 亿元, 归属于上市公司股东的净利润 4.39 亿元 (含 1.64 亿元的投资收益), 分别同比增长 37.7%、124.3%, EPS 1.16 元。7-9 月实现营业收入 1.56 亿元, 归属于上市公司股东的净利润 0.90 亿元, 分别同比增长 56.2%、47.3%。

公司分季度财务指标

指标	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入 (百万元)	89.70	126.68	100.31	141.16	127.03	152.51	156.63
增长率 (%)	18.53%	34.60%	-11.53%	32.11%	41.62%	20.39%	56.15%
毛利率 (%)	86.47%	78.79%	76.47%	68.74%	77.01%	76.61%	76.21%
期间费用率 (%)	14.30%	10.01%	15.36%	28.15%	11.43%	16.08%	9.19%
营业利润率 (%)	71.56%	68.45%	67.94%	44.29%	68.36%	206.67%	66.90%
净利润 (百万元)	55.88	78.41	60.96	81.13	75.07	274.84	89.74
增长率 (%)	19.63%	9.81%	-14.32%	48.92%	34.32%	250.51%	47.19%
每股盈利 (季度, 元)	0.223	0.312	0.243	0.303	0.297	0.721	0.237
资产负债率 (%)	4.56%	5.09%	4.95%	2.98%	3.79%	4.71%	4.64%
净资产收益率 (%)	5.38%	7.35%	5.40%	6.70%	5.88%	18.51%	5.59%
总资产收益率 (%)	5.13%	6.97%	5.13%	6.50%	5.66%	17.64%	5.33%

评论:

积极因素:

- 随着各省医保的逐步执行, 三季度营业收入增长加快。二季度营业收入增长20.6%, 随着湖北、浙江等地开始招标, 三季度营业收入增长56.15%。公司的阿德福韦酯、氯雷他定进入地方基本药物, 胸腺五肽、复合辅酶新进多省医保目录, 这些都是医保受益品种, 复合辅酶增速有可能超过50%, 胸腺五肽、氯雷他定未来有可能过亿。

- 公司通过投资方式快速进入疫苗（肺炎23价多糖疫苗）和医疗服务领域（新乡市中心医院东区），为公司不断培育了新的利润增长点。

消极因素：

- 鉴于目前的医保招标政策，公司的产品有降价风险。

业务展望：

医保是一个逐渐放量的过程，随着医保招标的持续深化，预计公司今年明年、两年的业绩可以保持40%左右的增长速度。可以预见：1，一线品种复合辅酶未来两年可能实现翻倍达到4亿，二线品种胸腺五肽、氯雷他定、三氧化二砷有可能过亿，立生素、欣吉尔、阿德福韦酯的销售额在5000万以上。2，公司的研发在未来两年内会有所建树，长效立生素、替莫唑胺、复合干扰素、泰思胶囊、月馨胶囊等新产品有可能上市。3，公司通过投资进入医疗服务领域和疫苗、单抗领域，为公司培育了新的增长点。

盈利预测与投资建议：

预计公司11-13年EPS分别为1.46元、1.35元、1.73元，对应PE22倍、23倍、19倍，未来6个月目标价40.5元，维持对公司“推荐”评级。

风险提示：

产品降价风险；投资不能达到预期收益风险

公司财务指标预测

指标	09A	10A	11E	12E	13E
营业收入（百万元）	390.02	457.84	670.64	914.33	1,219.62
增长率（%）	8.94	17.39	46.48	36.34	33.39
净利润（百万元）	244.10	272.71	391.12	513.31	657.47
增长率（%）	12.05	11.72	43.42	31.24	28.08
每股收益(元)	0.98	1.08	1.46	1.35	1.73
PE	37	34	22	23	19
ROE（%）	25.28	22.90	23.14	23.57	23.46

分析师简介

陈恒

先后毕业于南昌大学生物工程系、北京工商大学金融工程系，从事医药行业研究2年。曾任职于汇源果汁集团研发中心、汇鑫期货经纪有限公司、天相投资顾问有限公司。2010年加盟东兴证券研究所。近期发表的研究报告有《医药行业2010年下半年投资策略：物以稀为贵》、《医药行业点评：深谷能容水 空箱好纳物》、《九安医疗：小荷才露尖尖角》、《天方药业：寒冬过会再逢春》、《科伦药业：最大的价值在于管理》、《仁和药业：外延式扩张为公司增长添动力》等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。