

双鹭药业 (002038.SZ)

未来增长看多种因素的共同驱动

 评级: **增持**

 前次: **增持**

目标价(元):

35.83-36.00

联系人

分析师

袁倩倩 CFA
谢刚

生物医药小组

S0740510120005

021-20315202

021-20315178

qiuqq@r.qlzq.com.cn

xiegang@r.qlzq.com.cn

2012年2月21日

基本状况

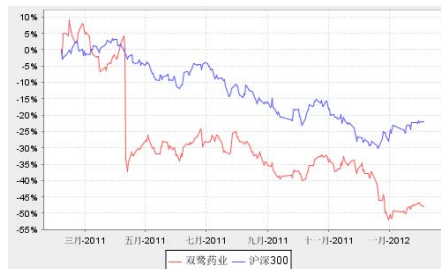
总股本(百万股)	380.70
流通股本(百万股)	372.60
市价(元)	27.62
市值(百万元)	10514.93
流通市值(百万元)	10291.21

业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	390.02	457.84	622.75	848.46	1,136.6
营业收入增速	8.94%	17.39%	36.02%	36.24%	33.97%
净利润增长率	12.05%	11.72%	89.89%	-9.84%	26.97%
摊薄每股收益(元)	0.97	1.08	1.36	1.23	1.56
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	45.73	54.73	24.15	26.79	21.10
PEG	3.80	4.67	0.27	—	0.78
每股净资产(元)	3.84	4.71	4.16	5.38	6.94
每股现金流量(元)	0.69	0.94	0.40	1.02	1.13
净资产收益率	25.28%	22.90%	32.73%	22.78%	22.44%
市净率	11.56	12.53	7.90	6.10	4.73
总股本(百万元)	251.40	252.98	380.70	380.70	380.70

备注: 市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比



投资要点

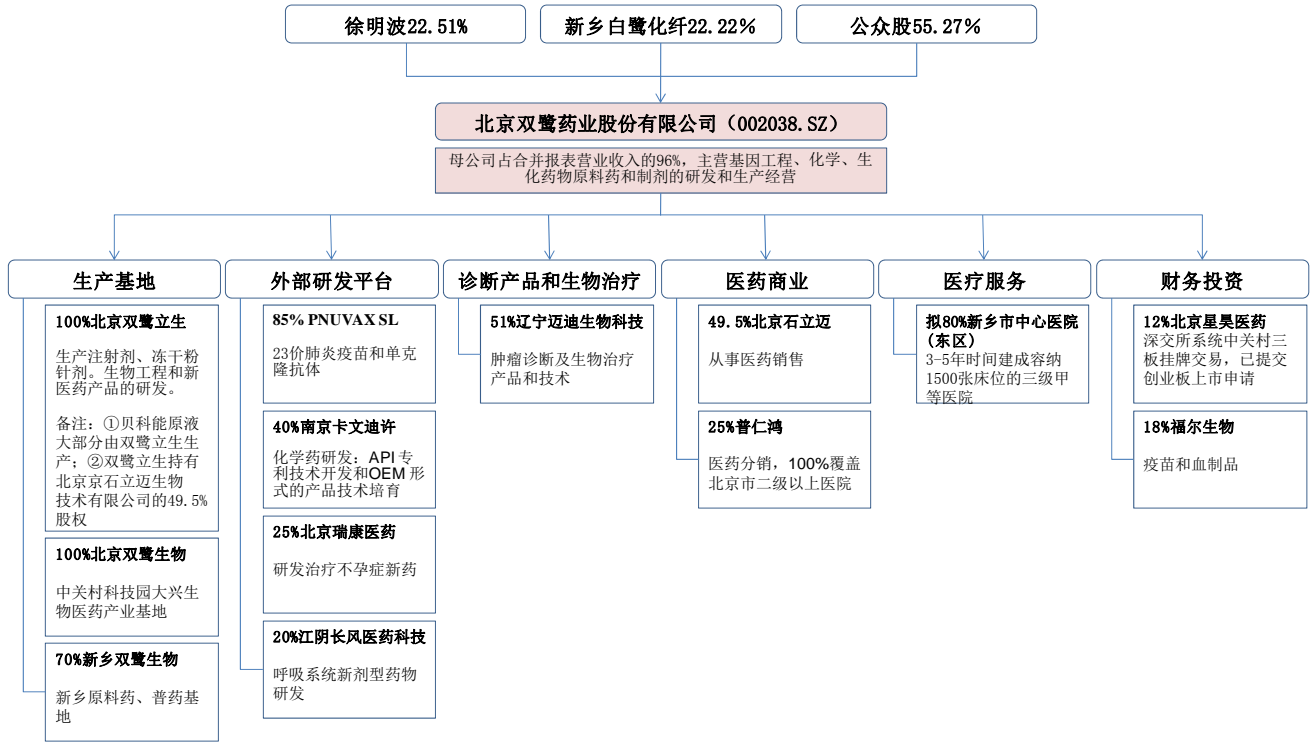
- **事件:** 2月21日, 双鹭药业发布年度业绩快报, 11年实现营业收入6.23亿元, 同比增长**36.02%**, 实现归属于上市公司股东的净利润5.18亿元, 同比增长**89.89%**, 对应EPS为1.36元。
- **解析:**
 - 双鹭11年1.36元的EPS略低于我们之前1.45元的预期, 主要原因: (1) 计提可供出售金融资产减值准备减少利润约16百万元, 另外, 交易性金融资产公允价值变动带来损失近3百万元; (2) 计入本期的政府补贴收入比上年同期减少约26百万元。这两个因素使11年EPS减少0.12元。
 - 我们估计公司的主导产品贝科能11年增长40-42%, 二线产品中胸腺五肽增长约70%, 阿德福韦酯、氯雷他定分散片增长超过50%。
- **点评:** 公司未来的增长看多种因素的共同驱动。
 - 驱动因素一: 现有产品的成长, 包括主导产品贝科能和不断壮大的二线产品梯队。
 - 驱动因素二: 研发推出新产品, 带来新的增长点, 例如公司近期获得批文的替莫唑胺胶囊、扶济复凝胶。公司的研发储备长短期结合, 有多个产品已经申报生产或处于临床阶段, 疫苗和单抗平台通过PnuVax SL项目得以加强。
 - 驱动因素三: 公司的外延布局, 包括: 福尔生物、新乡市中心医院(东区), 将在中长期增厚公司的业绩。

■ **投资建议：**在11年的基础上，我们修正12、13年的盈利预测，预计双鹭药业12-13年分别实现净利润4.67和5.93亿元，对应EPS为1.23和1.56元，保持“增持”评级，目标价35.83-36.00元。

■ **风险因素：**

- A股市场的估值水平下移。
- 医药行业宏观政策的不确定性。
- 研发进展的不确定性。

图表 1：双鹭药业股权结构



来源：齐鲁证券研究所

图表 2：双鹭药业 PE 相对估值结果：35.83-36.00 元

公司名称	股票代码	收盘价	总市值	11EPS	12EPS	13EPS	11PE	12PE	13PE
可比公司平均							37.81	29.13	23.07
双鹭药业	002038.SZ	27.44	104.46	1.36	1.23	1.56	20.18	22.31	17.59
华兰生物	002007.SZ	24.93	143.65	0.80	0.97	1.14	31.02	25.73	21.81
天坛生物	600161.SH	15.15	78.09	0.49	0.54	0.62	30.97	28.06	24.44
上海莱士	002252.SZ	24.28	66.04	0.76	0.89	1.06	32.10	27.19	22.91
智飞生物	300122.SZ	23.60	94.40	0.52	0.78	1.11	45.25	30.44	21.31
沃森生物	300142.SZ	42.65	63.98	1.37	1.81	2.32	31.25	23.51	18.41
长春高新	000661.SZ	35.02	45.99	0.80	1.15	1.48	43.99	30.35	23.62
舒泰神	300204.SZ	63.80	42.55	1.28	1.86	2.65	49.78	34.31	24.10
安科生物	300009.SZ	11.17	21.11	0.32	0.32	0.37	34.91	34.55	30.60
翰宇药业	300199.SZ	32.94	32.94	0.80	1.18	1.61	41.05	28.03	20.46

来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 双鹭药业销售收入预测表 (单位: 百万元)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
注射用复合辅酶 (贝科能)					
销售收入	205.01	209.00	294.07	382.16	477.70
增长率 (YOY)	1.48%	1.95%	40.70%	29.95%	25.00%
占总销售额比重	52.56%	45.65%	47.22%	45.04%	42.03%
占主营业务利润比重	52.99%	45.54%	47.72%	46.16%	43.64%
注射用胸腺五肽 (欧宁)					
销售收入	22.00	40.02	68.04	101.02	141.43
增长率 (YOY)	9.90%	81.91%	70.00%	48.48%	40.00%
占总销售额比重	5.64%	8.74%	10.92%	11.91%	12.44%
占主营业务利润比重	5.92%	9.92%	12.06%	13.34%	14.13%
阿德福韦酯胶囊/片 (欣复诺)					
销售收入	10.00	17.50	27.13	38.83	52.43
增长率 (YOY)	—	75.03%	55.00%	43.14%	35.00%
占总销售额比重	2.56%	3.82%	4.36%	4.58%	4.61%
占主营业务利润比重	1.70%	2.74%	3.17%	3.38%	3.45%
重组人粒细胞集落刺激因子注射液 (立生素)					
销售收入	30.01	33.60	38.01	43.71	48.96
增长率 (YOY)	7.16%	11.99%	13.11%	15.00%	12.00%
占总销售额比重	7.69%	7.34%	6.10%	5.15%	4.31%
占主营业务利润比重	8.87%	8.81%	7.40%	6.34%	5.25%
注射用重组人新型白介素-2 (欣吉尔)					
销售收入	30.00	38.40	46.08	55.30	65.90
增长率 (YOY)	3.45%	28.00%	20.00%	20.00%	19.16%
占总销售额比重	7.69%	8.39%	7.40%	6.52%	5.80%
占主营业务利润比重	8.82%	10.39%	9.16%	8.19%	7.38%
注射用重组人白介素-11 (迈格爾)					
销售收入	12.00	12.60	13.86	16.54	19.84
增长率 (YOY)	9.06%	5.00%	10.00%	19.29%	20.00%
占总销售额比重	3.08%	2.75%	2.23%	1.95%	1.75%
占主营业务利润比重	3.34%	3.16%	2.55%	2.26%	2.05%
注射用三氧化二砷					
销售收入	10.00	30.01	31.51	36.04	41.45
增长率 (YOY)	—	200.08%	5.00%	14.37%	15.00%
占总销售额比重	2.56%	6.56%	5.06%	4.25%	3.65%
占主营业务利润比重	1.70%	5.13%	4.02%	3.42%	2.98%
酒石酸长春瑞滨注射液 (欣瑞金)					
销售收入	10.00	14.00	18.90	24.32	30.40
增长率 (YOY)	0.00%	40.01%	35.00%	28.66%	25.00%
占总销售额比重	2.56%	3.06%	3.04%	2.87%	2.67%
占主营业务利润比重	1.95%	2.51%	2.45%	2.35%	2.22%
紫杉醇注射液					
销售收入	11.50	15.00	16.34	17.97	19.47
增长率 (YOY)	14.99%	30.43%	8.90%	10.00%	8.33%
占总销售额比重	2.95%	3.28%	2.62%	2.12%	1.71%
占主营业务利润比重	2.32%	2.78%	2.12%	1.74%	1.42%
其他					
销售收入	49.51	47.69	68.81	132.57	239.09
增长率 (YOY)	3.24%	-3.68%	44.30%	92.66%	80.35%
占总销售额比重	12.69%	10.42%	11.05%	15.62%	21.03%
占主营业务利润比重	12.38%	9.03%	9.36%	12.81%	17.47%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 双鹭药业财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	390	458	623	848	1,137	货币资金	418	446	627	712	881
增长率	8.9%	17.4%	36.0%	36.2%	34.0%	应收款项	122	141	215	227	305
营业成本	-67	-107	-160	-228	-316	存货	24	30	58	69	95
% 销售收入	17.2%	23.3%	25.7%	26.8%	27.8%	其他流动资产	195	149	195	237	295
毛利	323	351	463	621	821	流动资产	759	765	1,094	1,245	1,576
% 销售收入	82.8%	76.7%	74.3%	73.2%	72.2%	% 总资产	74.4%	61.3%	62.7%	58.3%	57.2%
营业税金及附加	-5	-6	-7	-10	-13	长期投资	72	227	369	564	799
% 销售收入	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	102	182	198	243	298
营业费用	-14	-19	-18	-25	-33	% 总资产	10.0%	14.6%	11.3%	11.4%	10.8%
% 销售收入	3.7%	4.1%	2.9%	2.9%	2.9%	无形资产	54	71	81	78	76
管理费用	-64	-69	-78	-105	-139	非流动资产	261	483	652	890	1,177
% 销售收入	16.4%	15.0%	12.5%	12.4%	12.2%	% 总资产	25.6%	38.7%	37.3%	41.7%	42.8%
息税前利润 (EBIT)	240	258	360	481	637	资产总计	1,020	1,249	1,746	2,135	2,752
% 销售收入	61.5%	56.3%	57.8%	56.7%	56.0%	短期借款	0	0	0	0	0
财务费用	7	7	8	12	13	应付款项	16	14	19	29	40
% 销售收入	-1.7%	-1.6%	-1.3%	-1.4%	-1.2%	其他流动负债	17	23	118	29	39
资产减值损失	-6	-1	-19	10	0	流动负债	32	37	137	58	79
公允价值变动收益	11	-9	-3	2	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	11	26	239	17	20	其他长期负债	5	0	0	0	0
% 税前利润	3.9%	8.2%	40.1%	3.1%	2.8%	负债	37	37	137	58	79
营业利润	263	282	586	522	669	普通股股东权益	966	1,191	1,582	2,049	2,642
营业利润率	67.4%	61.5%	94.0%	61.5%	58.9%	少数股东权益	18	21	26	28	31
营业外收支	10	38	12	20	20	负债股东权益合计	1,020	1,249	1,746	2,135	2,752
税前利润	273	320	597	542	689	比率分析					
利润率	70.0%	69.8%	95.9%	63.8%	60.6%		2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-29	-43	-78	-73	-93	每股指标					
所得税率	10.7%	13.5%	13.1%	13.5%	13.5%	每股收益 (元)	0.971	1.078	1.360	1.226	1.557
净利润	244	276	519	469	596	每股净资产 (元)	3.841	4.707	4.156	5.383	6.940
少数股东损益	0	4	1	2	3	每股经营现金净流 (元)	0.694	0.941	0.405	1.022	1.129
归属于母公司的净利润	244	273	518	467	593	每股股利 (元)	0.000	0.250	0.250	0.000	0.000
净利率	62.6%	59.6%	83.2%	55.0%	52.2%	回报率					
						净资产收益率	25.28%	22.90%	32.73%	22.78%	22.44%
现金流量表 (人民币百万元)						总资产收益率	23.94%	21.84%	29.67%	21.87%	21.54%
	2009	2010	2011E	2012E	2013E	投入资本收益率	45.42%	42.27%	51.85%	52.73%	56.08%
净利润	244	276	519	469	596	增长率					
少数股东损益	0	0	1	2	3	营业总收入增长率	8.94%	17.39%	36.02%	36.24%	33.97%
非现金支出	19	14	37	8	19	EBIT增长率	2.89%	7.37%	39.69%	33.71%	32.24%
非经营收益	-23	-18	-248	-39	-40	净利润增长率	12.05%	11.72%	89.89%	-9.84%	26.97%
营运资金变动	-64	-35	-153	-49	-145	总资产增长率	29.33%	22.43%	39.81%	22.31%	28.90%
经营活动现金净流	174	238	155	391	433	资产管理能力					
资本开支	30	43	32	40	50	应收账款周转天数	91.9	106.8	120.0	95.0	95.0
投资	-103	-128	-151	-187	-230	存货周转天数	90.1	92.3	130.0	110.0	110.0
其他	-3	7	237	19	20	应付账款周转天数	60.9	33.9	25.0	25.0	25.0
投资活动现金净流	-136	-164	54	-209	-261	固定资产周转天数	92.5	111.4	105.6	76.8	56.5
股权募资	9	4	-27	0	0	偿债能力					
债权募资	0	0	0	0	0	净负债/股东权益	-44.76%	-37.76%	-39.52%	-34.81%	-33.37%
其他	-50	-50	0	-95	0	EBIT利息保障倍数	-35.4	-35.7	-43.1	-41.0	-47.7
筹资活动现金净流	-41	-46	-27	-95	0	资产负债率	3.60%	2.98%	7.87%	2.73%	2.88%
现金净流量	-3	28	182	87	173						

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%--+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:阴红星
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308