

布局大健康产业链

投资要点:

1. 事件

近日，我们对双鹭药业的情况进行了跟踪。

2. 我们的分析与判断

(一)、布局医疗服务领域，短期看点还在药品配送

上周公司发布公告称拟与新乡中心医院合资设立新乡市中心亿元（东区医院），新建医院拟注册资本2亿元。

由于医院建设周期较长，我们预计未来两年都不会对公司业绩有实质贡献。但根据双方协议，公司在遵守当地集中采购制度的前提下参与新乡中原医院管理有限公司所属医院的药品配送，确保在同等条件下，医院优先考虑公司的优先份额，原则上不低于总份额的三分之一。由此，公司可以积极介入新乡中原医院管理公司下属5家医院的药品配送业务，以及未来建成后的东区医院的药品配送业务。我们认为公司参与大型医院的药品配送体系中，有望带动上游制药业务的发展，可以为公司带来较好的回报。

(二)、转让普仁鸿股权加强与北医合作

公司近日发布公告将与普仁鸿四名股东向北京医药集团股份有限公司合计转让普仁鸿公司55.65%股权，本次股权转让完成后北医股份将成为普仁鸿第一大股东，公司成为第二大股东。

我们认为除去丰厚的投资收益外（2.28亿元），此次股权转让将使公司与北医股份、普仁鸿两家企业形成战略合作关系，有力的补充了公司在营销方面的短板，促进公司在北京市场及京外市场的发展。此外，此次转让协议还划定了普仁鸿未来三年的增长率底线为18%，否则相关股东将以个人资金或股权收益向普仁鸿公司抵补差额。此举相当于确保了公司的投资收益。

(三)、新进医保助贝科能恢复增长，全年预计增速50%

贝科能在原来13个省市的基础上，2010年新进了江苏、吉林、黑龙江、陕西、云南、福建、河南、安徽、广西等10个省市的地方医保，2011进入北京医保。目前多个省份新医保未正式执行，尤其是北京今年7月份才开始执行新医保，贝科能在北京的用药量较大，约占销量的20%。新进医保地区的执行将对贝科能有极大的拉动作用，预计贝科能全年增速可以达到50%。

此外，我们预计胸腺五肽、阿德福韦酯等也将有不错的增长。

双鹭药业（002038.SZ）

推荐 首次评级

分析师

王国平

✉: wangguoping@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130200010339

联系人

黄国珍

☎: (8621) 20252609

✉: huangguozhen@chinastock.com.cn

郭思捷

☎: (8610) 8357 4110

✉: guosijie@chinastock.com.cn

市场数据

时间 2011.06.29

A股收盘价(元)	37.37
A股一年内最高价(元)	59.80
A股一年内最低价(元)	33.03
上证指数	2728.48
市净率	11.95
总股本(万股)	38070.00
实际流通A股(万股)	31252.39
限售的流通A股(万股)	6817.61
流通A股市值(亿元)	116.79

相关研究

3. 投资建议

公司未来三年的增长较为确定，在股权激励行权之后，管理层与市场利益一致。公司目前手握现金充足，未来将继续围绕大健康概念逐步拓展公司主营业务范围、向上下游业务进行战略延伸。我们预计公司全年净利润增速为 52%，粗略预测 2011、2012、2013 年每股盈利 1.09 元（不加普仁鸿股权交易收益）、1.44 元和 1.90 元，对应动态市盈率为 34 倍、26 倍和 20 倍，首次给予推荐评级。

表 1:双鹭药业 (002038.SZ)财务报表预测

资产负债表						利润表					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	418	446	708	994	1436	营业收入	390	458	708	968	1303
应收票据	1	1	3	5	6	营业成本	67	107	133	184	250
应收账款	116	139	414	566	761	营业税金及附加	5	6	9	12	16
预付款项	119	59	73	101	138	销售费用	14	19	29	40	54
其他应收款	5	1	2	2	3	管理费用	64	69	107	146	196
存货	24	30	37	51	69	财务费用	(7)	(7)	(2)	(3)	(4)
长期股权投资	72	134	134	134	134	资产减值损失	6	1	1	1	1
固定资产净额	99	181	172	162	200	公允价值变动收益	11	(9)	0	0	0
在建工程	3	1	0	50	0	投资收益	11	26	35	35	35
无形资产净值	34	37	39	40	42	营业利润	263	282	467	624	826
递延所得税资产	4	4	4	4	4	营业外净收入	10	38	20	20	20
资产总计	1020	1249	1668	2190	2875	税前利润	273	320	487	644	846
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	29	43	66	87	114
应付票据	0	0	0	0	0	净利润	244	276	421	557	731
应付账款	12	8	13	18	25	归属母公司净利润	244	273	416	549	722
预收款项	1	2	4	5	7	少数股东损益	(0)	4	6	7	10
应付职工薪酬	2	2	2	3	3	基本每股收益	0.97	1.08	1.09	1.44	1.90
应交税费	14	21	21	21	21	摊薄每股收益	0.97	1.08	1.09	1.44	1.90
其他应付款	3	4	4	4	4						
一年内到期的非	0	0	0	0	0						
长期借款	0	0	0	0	0						
长期应付款	0	0	0	0	0						
专项应付款	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	4	0	0	0	0						
负债合计	37	37	63	51	59						
所有者权益合计	983	1211	1701	2217	2893						
现金流量表						财务指标					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	244	276	421	557	731	成长性					
折旧与摊销	0	0	14	14	15	营业收入增长率	9%	17%	55%	37%	35%
经营活动现金流	222	259	109	344	463	EBIT 增长率	3%	7%	67%	36%	34%
投资活动现金流	0	0	160	(20)	30	净利润增长率	12%	12%	52%	32%	31%
融资活动现金流	0	0	(26)	(39)	(51)	盈利能力					
净现金流	222	259	243	285	443	毛利率	83%	77%	81%	81%	81%
期初现金余额	421	418	446	708	994	净利率	63%	60%	59%	57%	55%
期末现金余额	642	677	689	994	1436	EBITDA/营业收入	65%	59%	63%	62%	62%
						ROE	25%	23%	25%	25%	25%
						ROIC	22%	18%	22%	23%	24%
						估值指标					
						PE	58	52	34	26	20
						P/S	24	21	20	15	11
						P/B	10	8	8	6	5
						EV/EBITDA	36	33	30	22	16
						股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王国平，证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。

医药生物团队覆盖股票范围：

康恩贝(600572.SH)、永安药业(002365.SZ)、千红制药(002550.SZ)、天士力(600535.SH)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区联系： 010-66568849
上海地区联系： 010-66568281
深圳广州地区联系： 010-66568908