

双鹭药业 (002038.SZ)

主业稳健增长，转让普仁鸿贡献投资收益

 评级: **增持**

 前次: **增持**

目标价(元):

38.47-44.24

联系人

分析师

袁倩倩 CFA
谢刚

生物医药小组

S0740510120005

021-20315202

021-20315178

qqianqian@hotmail.com xiegang@qlzq.com.cn

2011年7月30日

基本状况

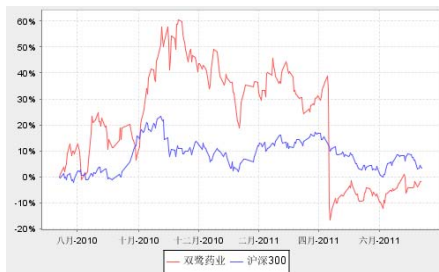
总股本(百万股)	380.70
流通股本(百万股)	372.60
市价(元)	38.60
市值(百万元)	14695.02
流通市值(百万元)	14382.36

业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	390.02	457.84	672.90	1,019.2	1,392.5
营业收入增速	8.94%	17.39%	46.97%	51.47%	36.62%
净利润增长率	12.05%	11.72%	109.59	-5.45%	30.63%
摊薄每股收益(元)	0.97	1.08	1.50	1.42	1.85
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	24.99	26.43	20.23
PEG	3.80	4.67	0.23	—	0.66
每股净资产(元)	3.84	4.71	4.96	6.38	8.24
每股现金流量(元)	0.69	0.94	0.67	1.02	1.43
净资产收益率	25.28%	22.90%	30.24%	22.24%	22.51%
市净率	11.56	12.53	7.56	5.88	4.55
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

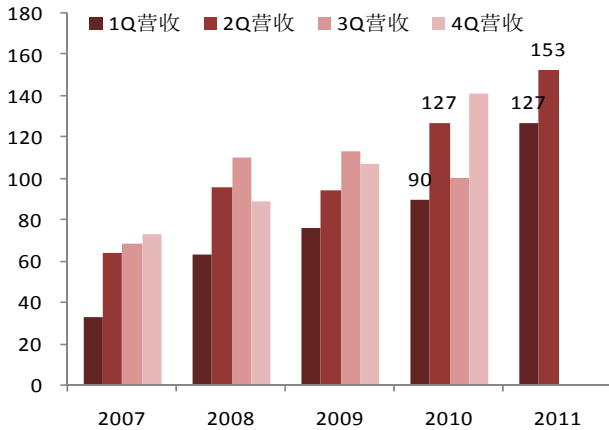
股价与行业-市场走势对比



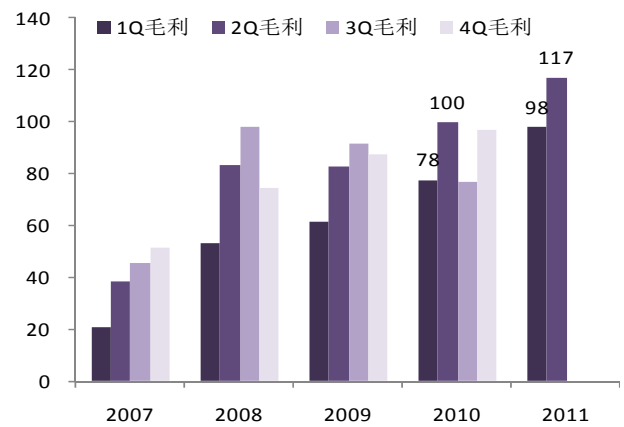
投资要点

- 双鹭药业发布中期业绩，实现销售收入 2.80 亿元，同比增长 29%，实现归属于母公司净利润 3.50 亿元，同比增长 159%，扣除转让普仁鸿 20% 股权和普仁鸿分红因素，实现净利润 1.51 亿元，同比增长 12%，对应 EPS 为 0.40 元 (0.92 元，含转让普仁鸿和普仁鸿的分红)，主营业务增长稳健，略低于我们的预期。
- 转让普仁鸿 20% 股权和普仁鸿分红的因素贡献一次性投资收益税后 198.90 百万元，对 EPS 贡献 0.52 元。这个数字包括两部分：一、交易总价 249.55 百万元，扣除投资成本 56.50 百万元，产生投资收益税后 164.09 百万元；二、2010 年底的未分配利润 126.15 百万元由转让前老股东分享，双鹭药业分得 56.77 百万元，调整按权益法核算长期股权投资，产生投资收益 34.81 百万元。
- 主导产品贝科能销售收入上半年增长 41%，二线产品和其他产品整体平均增长 18%。二线产品中胸腺五肽、阿福德韦酯、氯雷他定增长超过 60%，是上半年二线产品的增长亮点。紫杉醇等老品种由于市场上已经有多个批文，招投标中竞争激烈，对销售有影响。
- 第 2 季度销售收入同比增长 20%，低于第 1 季度的同比增速 42%，主要是由于去年第 2 季度的基数较高。建议重点关注 3 季度的业绩和新产品上市情况，因为：一、贝科能新进的 2010 版北京地方医保目录 7 月 1 日开始执行，尽管有“[适]1.急、慢性肝炎；2.原发性血小板减少性紫癜。限二级以上医院使用。费用需个人部分负担。”的限制，能进目录对销售还是有帮助；二、去年第 3 季度基数较低；三、替莫唑胺及胶囊通过生产现场检查，扶济复凝胶剂通过注册审核即将进入生产阶段。
- 上半年毛利率 76.79% 比去年同期的 81.97% 下降 5.18%，我们估计有两个原因：一、毛利率较低的阿福德韦酯、氯雷他定等化学药产品的增长较快；二、贝科能的毛利率有下降。

- 考虑到普仁鸿分红产生投资收益 34.81 百万元的 因素，我们预计 2011-13 年净利润为 5.72、5.40、7.06 亿元，扣除转让普仁鸿 20% 股权和普仁鸿分红的因素 198.90 百万元，我们预计双鹭药业 2011-13 年净利润增速为 36.65%、45.02%、30.63%，2011-13 年对应 EPS 为 1.50、1.42、1.85 元，2011 年扣除转让普仁鸿 20% 股权和普仁鸿分红后的 EPS 为 **0.98 元**。
- 基于双鹭药业核心产品贝科能的确定性增长，以及二线产品的多点开花可期，目标价 38.47-44.24 元。

图表 1: 双鹭药业分季度收入 (单位: 百万元)


来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 双鹭药业分季度毛利 (单位: 百万元)


来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 双鹭药业销售预测表

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
注射用复合辅酶 (贝科能)					
销售收入	205.01	209.01	333.49	500.04	686.31
增长率 (YOY)	1.48%	1.95%	59.56%	49.94%	37.25%
占总销售额比重	52.56%	45.65%	49.56%	49.06%	49.29%
占主营业务利润比重	52.99%	45.54%	50.28%	51.71%	52.99%
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%	5.65%	4.29%	3.52%
占主营业务利润比重	8.87%	8.81%	6.67%	5.02%	4.11%
注射用重组人新型白介素-2 (欣吉尔)					
销售收入	30.00	38.40	49.92	62.40	77.46
增长率 (YOY)	3.45%	28.00%	30.00%	25.00%	24.13%
占总销售额比重	7.69%	8.39%	7.42%	6.12%	5.56%
占主营业务利润比重	8.82%	10.39%	9.05%	7.41%	6.87%
注射用重组人白介素-11 (迈格乐)					
销售收入	12.00	12.60	13.86	19.29	24.11
增长率 (YOY)	9.06%	5.00%	10.00%	39.18%	25.00%
占总销售额比重	3.08%	2.75%	2.06%	1.89%	1.73%
占主营业务利润比重	3.34%	3.16%	2.33%	2.14%	2.00%
注射用三氧化二砷					
销售收入	10.00	30.01	36.01	44.77	55.97
增长率 (YOY)	-	200.08%	20.00%	24.32%	25.00%
占总销售额比重	2.56%	6.56%	5.35%	4.39%	4.02%
占主营业务利润比重	1.70%	5.13%	4.26%	3.72%	3.41%
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%	2.81%	2.39%	2.18%
占主营业务利润比重	1.95%	2.51%	2.27%	1.92%	1.80%
紫杉醇注射液					
销售收入	11.50	15.00	19.31	24.13	28.52
增长率 (YOY)	14.99%	30.43%	28.70%	25.00%	18.18%
占总销售额比重	2.95%	3.28%	2.87%	2.37%	2.05%
占主营业务利润比重	2.32%	2.78%	2.39%	2.00%	1.77%
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%	4.03%	3.81%	3.76%
占主营业务利润比重	1.70%	2.74%	3.00%	2.88%	2.90%
注射用胸腺五肽 (欧宁)					
销售收入	22.00	40.02	64.03	95.08	128.36
增长率 (YOY)	9.90%	81.91%	60.00%	48.48%	35.00%
占总销售额比重	5.64%	8.74%	9.52%	9.33%	9.22%
占主营业务利润比重	5.92%	9.92%	10.63%	10.44%	10.52%
其他					
销售收入	49.51	47.69	72.22	166.67	260.00
增长率 (YOY)	3.24%	-3.68%	51.46%	130.77%	56.00%
占总销售额比重	12.69%	10.42%	10.73%	16.35%	18.67%
占主营业务利润比重	12.38%	9.03%	9.10%	12.77%	13.63%
销售收入小计	390.02	457.84	672.90	1,019.25	1,392.51
毛利	323.04	351.10	523.95	783.35	1,049.01
平均毛利率	82.83%	76.69%	77.87%	76.86%	75.33%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 三张报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	358	390	458	673	1,019	1,393
增长率	50.72%	8.9%	17.4%	47.0%	51.5%	36.6%
营业成本	-49	-67	-107	-149	-236	-344
% 销售收入	13.7%	17.2%	23.3%	22.1%	23.1%	24.7%
毛利	309	323	351	524	783	1,049
% 销售收入	86.3%	82.8%	76.7%	77.9%	76.9%	75.3%
营业税金及附加	-4	-5	-6	-8	-12	-17
% 销售收入	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-11	-14	-19	-28	-44	-61
% 销售收入	3.1%	3.7%	4.1%	4.2%	4.3%	4.4%
管理费用	-60	-64	-69	-98	-145	-195
% 销售收入	16.7%	16.4%	15.0%	14.5%	14.2%	14.0%
息税前利润 (EBIT)	233	240	258	390	582	776
% 销售收入	65.2%	61.5%	56.3%	58.0%	57.1%	55.7%
财务费用	5	7	7	7	13	15
% 销售收入	-1.3%	-1.7%	-1.6%	-1.1%	-1.3%	-1.1%
资产减值损失	0	-6	-1	-11	-9	-10
公允价值变动收益	-19	11	-9	0	0	0
投资收益	10	11	26	253	17	20
% 税前利润	4.1%	3.9%	8.2%	37.6%	2.6%	2.4%
营业利润	229	263	282	640	603	800
营业利润率	64.0%	67.4%	61.5%	95.1%	59.2%	57.5%
营业外收支	7	10	38	35	35	35
税前利润	236	273	320	675	638	835
利润率	65.9%	70.0%	69.8%	100.3%	62.6%	60.0%
所得税	-18	-29	-43	-98	-89	-117
所得税率	7.4%	10.7%	13.5%	14.5%	14.0%	14.0%
净利润	218	244	276	577	549	718
少数股东损益	1	0	4	5	8	13
归属于母公司的净利润	218	244	273	572	540	706
净利率	60.9%	62.6%	59.6%	84.9%	53.0%	50.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	218	244	276	577	549	718
少数股东损益	0	0	0	5	8	13
非现金支出	12	19	14	31	35	42
非经营收益	6	-23	-18	-288	-52	-55
营运资金变动	-42	-64	-35	-63	-142	-162
经营活动现金净流	194	174	238	261	398	556
资本开支	24	30	43	96	98	107
投资	5	-103	-128	-190	-190	-230
其他	0	-3	7	253	17	20
投资活动现金净流	-19	-136	-164	-33	-271	-318
股权募资	1	9	4	128	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-12	-50	-50	0	0	0
筹资活动现金净流	-11	-41	-46	128	0	0
现金净流量	164	-3	28	356	127	238

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	421	418	446	797	915	1,141
应收款项	70	122	141	181	275	376
存货	9	24	30	38	60	87
其他流动资产	137	195	149	172	220	279
流动资产	637	759	765	1,188	1,469	1,882
% 总资产	80.7%	74.4%	61.3%	60.2%	57.6%	57.0%
长期投资	17	72	227	417	607	837
固定资产	103	102	182	295	403	514
% 总资产	13.1%	10.0%	14.6%	15.0%	15.8%	15.6%
无形资产	30	54	71	69	69	68
非流动资产	152	261	483	785	1,082	1,422
% 总资产	19.3%	25.6%	38.7%	39.8%	42.4%	43.0%
资产总计	789	1,020	1,249	1,972	2,551	3,304
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	14	16	14	23	36	51
其他流动负债	12	17	23	33	51	70
流动负债	26	32	37	56	87	121
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	5	0	0	0	0
负债	26	37	37	56	87	121
普通股股东权益	760	966	1,191	1,890	2,430	3,136
少数股东权益	2	18	21	26	34	47
负债股东权益合计	789	1,020	1,249	1,972	2,551	3,304

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.877	0.971	1.078	1.501	1.420	1.854
每股净资产 (元)	3.061	3.841	4.707	4.965	6.384	8.239
每股经营现金净流 (元)	0.782	0.694	0.941	0.672	1.024	1.427
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	28.65%	25.28%	22.90%	30.24%	22.24%	22.51%
总资产收益率	27.63%	23.94%	21.84%	28.98%	21.18%	21.36%
投入资本收益率	69.11%	45.42%	42.27%	48.23%	53.78%	55.87%
增长率						
营业总收入增长率	50.72%	8.94%	17.39%	46.97%	51.47%	36.62%
EBIT 增长率	148.49%	2.89%	7.37%	51.32%	49.36%	33.22%
净利润增长率	61.62%	12.05%	11.72%	109.59%	-5.45%	30.63%
总资产增长率	34.41%	29.33%	22.43%	57.97%	29.36%	29.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	61.8	91.9	106.8	95.0	95.0	95.0
存货周转天数	55.4	90.1	92.3	92.3	92.3	92.3
应付账款周转天数	91.0	60.9	33.9	33.9	33.9	33.9
固定资产周转天数	105.1	92.5	111.4	115.9	99.0	87.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-56.78%	-44.76%	-37.76%	-42.18%	-37.60%	-36.20%
EBIT 利息保障倍数	-48.6	-35.4	-35.7	-53.8	-45.0	-52.2
资产负债率	3.29%	3.60%	2.98%	2.86%	3.39%	3.67%

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:韩丽萍
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