

产业布局保障公司可持续发展

2011 年报与 2012 一季报点评

报告关键点:

- 2011 年与 2012 年一季度业绩都符合预期。
- 公司不断深化产业布局, 可持续发展能力强。

报告摘要:

- 2011 年与 2012 年一季度业绩都符合预期。** 2011 年全年公司实现营业收入 6.23 亿元, 比去年同期增长 36.02%, 利润总额 6.04 亿元, 比去年同期增长 89.16%, 实现净利润 5.23 亿元, 比去年同期增长 91.90%。扣除非经常性损益公司净利润 3.31 亿元, 比去年同期增长 36.06%。2012 年一季度, 营业收入与净利润分别为 1.66、0.98 亿元, 同比分别增长 30.65% 与 30.73%。2011 年度与 2012 年一季度业绩都符合我们的预期。公司拟按照 2011 年末股本为基数, 每 10 股派发现金红利人民币 2 元 (含税)。同时半年度业绩预增 30%-60%。
- 老品种在现有体系中具有比较优势。** 虽然医药行业政策频发具有一定的不确定性, 但是公司复合辅酶、胸腺五肽、氯雷他定、阿德福韦酯等品种已经陆续进入多个地方医保、国家医保目录或者基药目录, 这些或者是独家品种, 或者通过剂型、规格等区别于同类品种, 具有一定的比较优势, 在现有政策体系内都可以获得较大的市场空间, 短期内增长有保证。
- 深化产业布局, 可持续发展能力强。** 2011 年度公司在研发领域成功布局单抗、高端疫苗和特色化药领域, 使得未来产品储备日益丰富, 拥有了来那度胺、Diapin、23 价肺炎球菌多糖疫苗、SL801 等多个具有国内外市场良好潜力的高端优势品种, 公司在加拿大设立 PnuVax SL 获得单抗与疫苗的研发平台, 在美国设立了 DIAPIN THERAPEUTICS, LLC., 共同开发新型抗糖尿病化合物 Diapin, 并获得该项目中国市场 80% 权益, 海外市场 20% 权益, 这些布局也有力地推进了公司的国际化进程。2011 年度, 公司与新乡中心医院合建大型综合医疗机构, 进入医疗服务领域。参股福尔生物, 进入预防性疫苗领域。在医药领域的广泛布局, 使得公司未来可持续发展能力较强。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2012-2014 年营业收入同比增长 37.2%、24.3% 与 20.5%, 净利润同比增长 -10.8%、21.4% 与 21.3%, 我们调整公司 2012-2014 年 EPS 为 1.23、1.49 与 1.81 元 (原盈利预测 2012-2013 年 EPS 为 1.35、1.75 元), 对照盈利预测我们下调 12 个月目标价至 35 元, 维持“增持-A”的投资评级。
- 风险提示:** 医疗费用控制升温, 导致公司某些重点品种销售可能受到影响; 研发产品报批过程的不确定性。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	457.8	622.8	854.7	1,062.1	1,280.1
Growth(%)	17.4%	36.0%	37.2%	24.3%	20.5%
净利润	272.7	523.3	466.8	566.8	687.7
Growth(%)	11.7%	91.9%	-10.8%	21.4%	21.3%
毛利率(%)	76.7%	75.4%	75.0%	75.0%	75.0%
净利润率(%)	59.6%	84.0%	54.6%	53.4%	53.7%
每股收益(元)	0.72	1.37	1.23	1.49	1.81
每股净资产(元)	3.13	4.27	5.01	6.30	7.86
市盈率	37.5	19.6	21.9	18.1	14.9
市净率	8.6	6.3	5.4	4.3	3.4
净资产收益率(%)	22.8%	31.1%	23.7%	23.1%	22.5%
ROIC(%)	52.4%	81.6%	45.0%	36.8%	34.6%
EV/EBITDA	49.9	19.7	18.3	14.5	11.7

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

35.00 元

期限: 12 个月 上次预测: 40.00 元

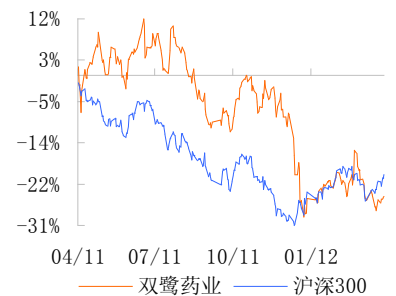
现价 (2012 年 04 月 20 日): 26.88 元

报告日期:

2012-04-23

总市值(百万元)	10,233.22
流通市值(百万元)	8,400.64
总股本(百万股)	380.70
流通股本(百万股)	312.52
12 个月最低/最高	25.01/55.83 元
十大流通股东 (%)	47.46%
股东户数	19,752

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(8.37)	(4.08)	(4.49)
绝对收益	(6.70)	0.82	(24.89)

邹敏

021-68766073
执业证书编号

首席行业分析师

zoumin@essence.com.cn
S1450511080003

报告联系人

吴永强

010-66581629
wuyq@essence.com.cn

前期研究成果

双鹭药业: 业绩符合预期, 未来持续增长

2012-02-21

双鹭药业: 主要品种医保推动, 产业布局初见成效

2012-02-15

双鹭药业: 国内外双管齐下, 战略性切入疫苗血制品领域

2011-12-01

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-04-21
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	457.8	622.8	854.7	1,062.1	1,280.1	成长性					
减: 营业成本	106.7	153.1	213.5	265.8	319.8	营业收入增长率	17.4%	36.0%	37.2%	24.3%	20.5%
营业税费	5.5	7.0	9.6	11.9	14.4	营业利润增长率	7.1%	110.6%	-10.3%	23.1%	21.0%
销售费用	19.0	18.0	25.6	31.9	38.4	净利润增长率	11.7%	91.9%	-10.8%	21.4%	21.3%
管理费用	68.9	78.6	106.8	131.7	157.5	EBITDA 增长率	7.3%	109.0%	-10.7%	25.7%	21.4%
财务费用	-7.2	-8.5	-15.0	-12.8	-16.6	EBIT 增长率	7.1%	113.0%	-11.5%	24.2%	20.8%
资产减值损失	0.5	2.0	-	-	-	NOPLAT 增长率	13.6%	91.6%	-12.3%	22.7%	21.1%
加: 公允价值变动收益	-9.1	-2.8	-	-	-	投资资本增长率	23.1%	59.0%	50.2%	28.8%	20.2%
投资和汇兑收益	26.3	223.3	18.0	21.6	25.9	净资产增长率	23.2%	39.2%	16.9%	25.0%	24.2%
营业利润	281.6	593.0	532.2	655.2	792.7	利润率					
加: 营业外净收支	38.0	11.4	18.0	13.0	18.0	毛利率	76.7%	75.4%	75.0%	75.0%	75.0%
利润总额	319.6	604.5	550.2	668.2	810.7	营业利润率	61.5%	95.2%	62.3%	61.7%	61.9%
减: 所得税	43.2	80.1	82.5	100.2	121.6	净利润率	59.6%	84.0%	54.6%	53.4%	53.7%
净利润	272.7	523.3	466.8	566.8	687.7	EBITDA/营业收入	62.9%	96.7%	62.9%	63.7%	64.1%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	59.9%	93.9%	60.5%	60.5%	60.6%
货币资金	445.9	572.8	367.6	430.2	606.9	运营效率					
交易性金融资产	11.6	8.8	8.8	8.8	8.8	固定资产周转天数	110	104	102	130	145
应收帐款	139.9	211.4	306.8	384.1	466.5	流动营业资本周转天数	209	233	311	350	365
应收票据	1.1	3.6	4.7	8.7	14.0	流动资产周转天数	599	565	519	481	505
预付帐款	58.7	105.9	108.0	110.7	113.9	应收帐款周转天数	100	101	108	116	119
存货	29.5	64.6	87.7	110.0	133.2	存货周转天数	21	27	32	34	34
其他流动资产	78.6	222.2	391.6	511.8	681.5	总资产周转天数	892	863	794	775	798
可供出售金融资产	92.9	58.9	60.0	70.0	80.0	投资资本周转天数	451	473	530	586	602
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	133.7	161.4	161.4	159.6	160.8	ROE	22.8%	31.1%	23.7%	23.1%	22.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	22.1%	30.2%	23.0%	22.4%	21.9%
固定资产	180.8	179.6	303.1	461.2	571.4	ROIC	52.4%	81.6%	45.0%	36.8%	34.6%
在建工程	1.4	18.2	71.3	92.5	77.0	费用率					
无形资产	37.3	34.8	46.5	62.0	81.2	销售费用率	4.1%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	6.7	49.9	117.4	126.0	146.6	管理费用率	15.0%	12.6%	12.5%	12.4%	12.3%
资产总额	1,248.6	1,736.1	2,034.9	2,535.5	3,141.8	财务费用率	-1.6%	-1.4%	-1.8%	-1.2%	-1.3%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	17.6%	14.2%	13.7%	14.2%	14.0%
应付帐款	12.0	13.4	20.5	26.1	30.6	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	3.0%	2.9%	3.2%	2.9%	2.6%
其他流动负债	25.2	30.4	30.6	31.9	33.1	负债权益比	3.1%	3.0%	3.3%	2.9%	2.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	20.56	26.30	24.28	26.31	31.08
其他非流动负债	-	5.3	12.3	13.0	17.8	速动比率	19.77	24.87	22.61	24.46	29.03
负债总额	37.2	50.5	64.8	72.5	82.9	利息保障倍数	38.02	68.38	34.37	50.33	46.77
少数股东权益	20.6	61.6	62.5	63.6	64.9	分红指标					
股本	253.0	380.7	380.7	380.7	380.7	DPS(元)	0.13	-	0.18	0.22	0.27
留存收益	937.8	1,243.3	1,526.9	2,018.7	2,613.2	分红比率	18.4%	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股东权益	1,211.4	1,685.6	1,970.1	2,463.0	3,058.9	股息收益率	0.5%	0.0%	0.7%	0.8%	1.0%
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	276.4	524.4	466.8	566.8	687.7	EPS(元)	0.72	1.37	1.23	1.49	1.81
加: 折旧和摊销	14.0	18.3	20.8	33.8	44.6	BVPS(元)	3.13	4.27	5.01	6.30	7.86
资产减值准备	0.5	2.0	-	-	-	PE(X)	37.5	19.6	21.9	18.1	14.9
公允价值变动损失	9.1	2.8	-	-	-	PB(X)	8.6	6.3	5.4	4.3	3.4
财务费用	-	0.3	-15.0	-12.8	-16.6	P/FCF	66.5	68.1	-266.7	77.5	34.7
投资收益	-26.3	-223.3	-18.0	-21.6	-25.9	P/S	22.4	16.4	12.0	9.6	8.0
少数股东损益	3.7	1.0	0.9	1.1	1.4	EV/EBITDA	49.9	19.7	18.3	14.5	11.7
营运资金的变动	-10.3	-295.3	-328.4	-221.0	-307.4	CAGR(%)	27.1%	9.5%	20.5%	20.1%	18.8%
经营活动产生现金流量	238.1	228.6	127.0	346.4	383.7	PEG	1.4	2.1	1.1	0.9	0.8
投资活动产生现金流量	-164.4	-82.5	-208.1	-223.4	-129.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-45.9	-19.2	-53.9	-62.3	-76.6	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

邹敏，首席行业分析师。毕业于南京大学生物工程系，上海交通大学 MBA。4 年医药行业工作经历和 6 年证券研究经历。2011 年 6 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

邹敏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A— 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034