安信证券 ESSENCE SECURITIES

公司快报/证券研究报告　　双鹭药业(002038)

维持评级

制药/医疗保健

中报业绩符合预期

公司 2012 年中报点评

评级: 增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格: 35.00 元

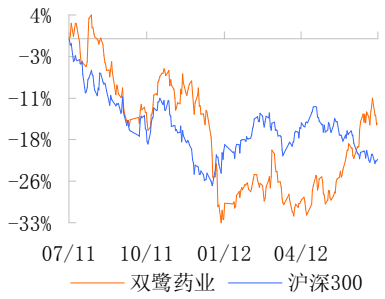
期限: 12 个月　上次预测: 35.00 元

现价（2012 年 07 月 19 日）: 32.09 元

报告日期: 2012-07-20

总市值(百万元)	12,216.66
流通市值(百万元)	10,028.89
总股本(百万股)	380.70
流通股本(百万股)	312.52
12 个月最低/最高	25.01/39.59 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	10.84	26.45	6.43
绝对收益	5.59	19.83	(15.24)

吴永强　　行业分析师

010-66581629　　wuyq@essence.com.cn

执业证书编号　　S1450512060001

报告关键点:

- 中报业绩符合预期。
- 品种格局和产业布局让公司优势凸显。

报告摘要:

- **中报业绩符合预期。**2012年1-6月公司营业收入4.01亿元，实现净利润2.23亿元，营业收入、扣除非经常性损益后的利润与同期相比分别增长43.40%、48.20%（2011年中报净利润1.46亿元是扣除普仁鸿分红0.39亿元后的基数），经营性现金流1.88亿，同比增长76.65%。中报业绩符合我们预期。主要品种复合辅酶（贝科能）、粒细胞集落刺激因子（立生素），白介-2（欣吉尔），白介-11（迈格尔），胸腺五肽（欧宁）等在高基数的基础上，受益于进入国家医保目录或多个地方医保目录，仍然能够保持较高增速，我们预计贝科能、欣吉尔、欧宁等增速在30%以上。二线品种氯雷他定（雷宁）、三氧化二砷保持50%以上的增速，阿德福韦脂（欣复诺）、利塞磷酸钠、碱性成纤维因子（扶济复）等保持15%左右的增速。
- **有竞争力的品种格局是王道。**公司目前拥有生物药品种4个，生化、化学药品种61个，中药品种1个。主要集中在抗肿瘤、肝病与老年病等细分行业，多数需要长期用药。公司2004年上市以来，在药政宽松时期，抓住机遇获取了较多品种，为企业长远发展奠定了坚实的基础。新上市产品替莫唑胺用于顽固性多型性胶质细胞瘤，是20mg/片的规格独家品种。目前该品种国内上市的只有两家，江苏天士力100mg/片规格的产品，年销售额约3-5亿元。替莫唑胺正在参与各省招标，可预见的市场潜力较大。在研产品来那度胺，腺苷蛋氨酸，长效立生素等都是大市值品种，特别是来那度胺用于治疗骨髓增生异常综合征(MDS)与多发性骨髓瘤（MM），2011年全球销售额突破30亿美元。该品种挑战国外原研专利成功，国内市场由公司独占，海外市场归卡文迪许所有(双鹭参股40%)。目前正在进行合并的一二期临床试验，我们预计来那度胺的获批时间不会超过三年，若该药物成功上市，公司未来发展打开想象空间。
- **未雨绸缪的产业布局让公司优势凸显。**参股辽宁迈迪、普仁鸿、南京卡文迪许、江阴长风、福尔生物、星昊医药，对外投资加拿大 PnuVax SL、新乡中心医院，在研发合作中获取新品种，保持对渠道的掌控力和终端的影响力，及时介入有发展潜力的细分领域，获取投资收益等多个方面都处于行业优势地位，公司已经具备一线医药企业的雏形。
- **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%， EPS为1.23、1.49与1.81元，维持公司目标价35元，维持“增持-A”的投资评级。
- **风险提示:** 公司某些重点品种销售可能会受到行业政策影响；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	466.7	566.7	687.6
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	44.8	23.3	26.2	21.6	17.8
市净率	10.3	7.5	6.4	5.1	4.1
净资产收益率(%)	22.8%	31.1%	23.7%	23.1%	22.5%
ROIC(%)	52.4%	81.6%	45.0%	36.6%	34.5%
EV/EBITDA	49.9	19.7	22.0	17.4	14.1
股息收益率	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%

前期研究成果

双鹭药业：产业布局保障公司可持续发展　2012-04-23

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

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2012-07-19

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**457.8**	**622.8**	**854.7**	**1,062.1**	**1,280.1**
减: 营业成本	106.7	153.1	213.5	265.8	319.8
营业税费	5.5	7.0	9.6	11.9	14.4
销售费用	19.0	18.0	25.6	31.9	38.4
管理费用	68.9	78.6	106.8	131.7	157.5
财务费用	-7.2	-8.5	-15.0	-12.6	-16.5
资产减值损失	0.5	2.0	-	-	-
加: 公允价值变动收益	-9.1	-2.8	-	-	-
投资和汇兑收益	26.3	223.3	18.0	21.6	25.9
营业利润	**281.6**	**593.0**	**532.1**	**655.1**	**792.6**
加: 营业外净收支	38.0	11.4	18.0	13.0	18.0
利润总额	**319.6**	**604.5**	**550.1**	**668.1**	**810.6**
减: 所得税	43.2	80.1	82.5	100.2	121.6
净利润	**272.7**	**523.3**	**466.7**	**566.7**	**687.6**

资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	445.9	572.8	362.8	427.0	604.1
交易性金融资产	11.6	8.8	8.8	8.8	8.8
应收帐款	139.9	211.4	306.8	384.1	466.5
应收票据	1.1	3.6	4.7	8.7	14.0
预付帐款	58.7	105.9	108.0	110.7	113.9
存货	29.5	64.6	87.7	109.9	133.1
其他流动资产	78.6	222.2	391.6	511.8	681.5
可供出售金融资产	92.9	58.9	60.0	70.0	80.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	133.7	161.4	166.2	162.7	163.4
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	180.8	179.6	303.1	461.2	571.4
在建工程	1.4	18.2	71.3	92.5	77.0
无形资产	37.3	34.8	46.5	62.0	81.2
其他非流动资产	6.7	49.9	117.4	126.0	146.6
资产总额	**1,248.6**	**1,736.1**	**2,034.9**	**2,535.3**	**3,141.6**
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	12.0	13.4	20.5	26.1	30.6
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	25.2	30.4	30.6	31.9	33.1
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	-	5.3	12.3	13.0	17.8
负债总额	**37.2**	**50.5**	**64.8**	**72.5**	**82.9**
少数股东权益	**20.6**	**61.6**	**62.5**	**63.6**	**64.9**
股本	253.0	380.7	380.7	380.7	380.7
留存收益	937.8	1,243.3	1,526.8	2,018.6	2,613.0
股东权益	**1,211.4**	**1,685.6**	**1,970.1**	**2,462.9**	**3,058.6**

现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	276.4	524.4	466.7	566.7	687.6
加: 折旧和摊销	14.0	18.3	20.8	33.8	44.6
资产减值准备	0.5	2.0	-	-	-
公允价值变动损失	9.1	2.8	-	-	-
财务费用	-	0.3	-15.0	-12.6	-16.5
投资收益	-26.3	-223.3	-18.0	-21.6	-25.9
少数股东损益	3.7	1.0	0.9	1.1	1.4
营运资金的变动	-10.3	-295.3	-328.4	-221.0	-307.4
经营活动产生现金流量	**238.1**	**228.6**	**127.1**	**346.4**	**383.7**
投资活动产生现金流量	**-164.4**	**-82.5**	**-208.1**	**-223.4**	**-129.1**
融资活动产生现金流量	**-45.9**	**-19.2**	**-54.0**	**-62.4**	**-76.6**

财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长性					
营业收入增长率	17.4%	36.0%	37.2%	24.3%	20.5%
营业利润增长率	7.1%	110.6%	-10.3%	23.1%	21.0%
净利润增长率	11.7%	91.9%	-10.8%	21.4%	21.3%
EBITDA 增长率	7.3%	109.0%	-10.7%	25.7%	21.4%
EBIT 增长率	7.1%	113.0%	-11.5%	24.2%	20.8%
NOPLAT 增长率	13.6%	91.6%	-12.2%	22.7%	21.1%
投资资本增长率	23.1%	59.0%	50.7%	28.6%	20.1%
净资产增长率	23.2%	39.2%	16.9%	25.0%	24.2%
利润率					
毛利率	76.7%	75.4%	75.0%	75.0%	75.0%
营业利润率	61.5%	95.2%	62.3%	61.7%	61.9%
净利润率	59.6%	84.0%	54.6%	53.4%	53.7%
EBITDA/营业收入	62.9%	96.7%	62.9%	63.7%	64.1%
EBIT/营业收入	59.9%	93.9%	60.5%	60.5%	60.6%
运营效率					
固定资产周转天数	110	104	102	130	145
流动营业资本周转天数	209	233	311	350	365
流动资产周转天数	599	565	518	480	504
应收帐款周转天数	100	101	108	116	119
存货周转天数	21	27	32	34	34
总资产周转天数	892	863	794	775	798
投资资本周转天数	451	473	531	587	603
投资回报率					
ROE	22.8%	31.1%	23.7%	23.1%	22.5%
ROA	22.1%	30.2%	23.0%	22.4%	21.9%
ROIC	52.4%	81.6%	45.0%	36.6%	34.5%
费用率					
销售费用率	4.1%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用率	15.0%	12.6%	12.5%	12.4%	12.3%
财务费用率	-1.6%	-1.4%	-1.8%	-1.2%	-1.3%
三费/营业收入	17.6%	14.2%	13.7%	14.2%	14.0%
偿债能力					
资产负债率	3.0%	2.9%	3.2%	2.9%	2.6%
负债权益比	3.1%	3.0%	3.3%	2.9%	2.7%
流动比率	20.56	26.30	24.19	26.25	31.03
速动比率	19.77	24.87	22.52	24.40	28.99
利息保障倍数	-38.02	-68.38	-34.55	-50.84	-47.04
分红指标					
DPS(元)	0.13	0.17	0.18	0.22	0.27
分红比率	18.4%	12.1%	15.0%	15.0%	15.0%
股息收益率	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%

业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
EPS(元)	0.72	1.37	1.23	1.49	1.81
BVPS(元)	3.13	4.27	5.01	6.30	7.86
PE(X)	44.8	23.3	26.2	21.6	17.8
PB(X)	10.3	7.5	6.4	5.1	4.1
P/FCF	79.4	81.3	-283.0	91.4	41.3
P/S	26.7	19.6	14.3	11.5	9.5
EV/EBITDA	49.9	19.7	22.0	17.4	14.1
CAGR(%)	27.1%	9.5%	20.5%	20.1%	18.8%
PEG	1.7	2.5	1.3	1.1	0.9
ROIC/WACC					
REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

吴永强,安信证券医药行业分析师。中国药科大学中药制药学士，中国药科大学微生物与生化药学硕士，武汉生物制品研究所医学免疫学博士。1 年证券行业研究经验，9 年医药行业从业经验。2011 年 3 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

吴永强声明，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

梁涛	**上海联系人**	**朱贤**	**上海联系人**
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	**上海联系人**	**凌洁**	**上海联系人**
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	**上海联系人**	**潘冬亮**	**北京联系人**
021-68763879	zhangqin@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