

双鹭药业 (002038): 高增长持续

分析师: 刘苗

执业证书编号: S0300512080001

Email: liumiao@lxzq.com.cn

日期: 2012年10月25日

www.lxzq.com.cn

要点:

1、持续快速增长

2012年1-9月, 公司实现主营业务收入6.36亿元, 同比增长45.76%, 实现归属于母公司的净利润3.49亿元, 同比下滑20%。但是扣除2011年转让普仁鸿股权等非经常性损益后, 2012年1-9月份净利润同比增长42.72%。

2、毛利率稳定 二线品种增长较快

三季度期间费用率持续下滑, 毛利率环比稳定, 同比大幅下滑, 原因主要是材料与人工成本增加, 以及部分品种价格下降所致。贝科能作为独家品种, 价格仍比较稳定。贝科能新进多省医保目录效应将持续, 我们维持贝科能将迎来第二个快速增长期的判断, 预计整体增速超过40%。

受限抗影响, 公司白介素-2等免疫增强类药物增长明显。另外一些老品种如扶济复、雷宁也保持了较快的增长势头。新产品替莫唑胺即将上市, 销售额有望过亿; 重磅产品——来那度胺即将开展临床试验, 长效立生素已经完成II期临床, 目前正在申报III期临床, 23价肺炎疫苗、Diapin (新型糖尿病化合物)、SL801等多个品种值得期待。

3、盈利预测

我们仍然维持之前的盈利预测, 预计公司2012/2013/2014年净利润增速分别为-12%/25%/27%, EPS分别为1.21/1.51/1.92元, 目前股价对应12/13/14年PE分别为30/24/19, 维持对公司的“增持”评级。

4、风险提示

- 1) 对单一客户依赖度较高
- 2) 二线品种增速下滑



联讯证券

图表1 盈利预测表

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E		2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
流动资产	765	1,189	1,778	2,200	2,713	营业收入	458	623	914	1,194	1,520
现金	446	573	1,164	1,472	1,892	营业成本	107	153	283	370	486
应收账款	139	210	210	210	210	营业税金及附加	6	7	10	13	17
其它应收款	1	1	1	1	1	营业费用	19	18	31	41	52
预付账款	59	106	182	244	318	管理费用	69	79	91	119	152
存货	30	65	78	119	141	财务费用	(7)	(9)	(4)	(6)	(14)
其他	91	235	142	153	149	资产减值损失	1	2	2	2	2
非流动资产	483	547	486	518	528	公允价值变动收益	(9)	(3)	(3)	(4)	(3)
长期投资	134	161	107	116	122	投资净收益	26	223	14	-	7
固定资产	181	180	204	223	237	营业利润	282	593	512	651	829
无形资产	37	35	30	26	21	营业外收入	38	11	20	17	18
其他	132	171	144	154	149	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	1,249	1,736	2,263	2,718	3,241	利润总额	320	604	532	668	847
流动负债	37	45	192	155	50	所得税	43	80	71	89	113
短期借款	-	-	147	107	-	净利润	276	524	461	579	734
应付账款	8	10	10	10	10	少数股东损益	4	1	2	3	4
其他	29	36	35	38	41	归属母公司净利润	273	523	459	576	731
非流动负债	-	5	3	3	4	EBITDA	288	603	540	684	861
长期借款	-	-	-	-	-	EPS (元)	1.08	1.37	1.21	1.51	1.92
其他	-	5	3	3	4						
负债合计	37	51	195	159	54	主要财务比率	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	21	62	64	67	71	成长能力					
股本	253	381	381	381	381	营业收入	17.4%	36.0%	46.7%	30.7%	27.3%
资本公积	39	(20)	(20)	(20)	(20)	营业利润	7.1%	110.6%	-13.7%	27.1%	27.3%
留存收益	899	1,263	1,646	2,137	2,764	归属于母公司净利润	11.7%	91.9%	-12.3%	25.5%	26.8%
归属母公司股东权益	1,191	1,624	2,004	2,492	3,116	盈利能力					
负债和股东权益	1,249	1,736	2,263	2,718	3,241	毛利率	76.7%	75.4%	69.0%	69.0%	68.0%
						期间费用率	17.6%	14.2%	12.9%	12.9%	12.5%
						净利率	59.6%	84.0%	50.2%	48.2%	48.1%
						ROE	22.9%	32.2%	22.9%	23.1%	23.4%
						ROIC	55.1%	74.7%	60.2%	66.7%	76.5%
						偿债能力					
						资产负债率	3.0%	2.9%	8.6%	5.8%	1.7%
						净负债比率	0.0%	0.0%	75.6%	67.6%	0.0%
						流动比率	20.56	26.30	9.28	14.18	53.76
						速动比率	19.77	24.87	8.87	13.42	50.96
						营运能力					
						总资产周转率	0.40	0.42	0.46	0.48	0.51
						应收账款周转率	3.60	3.57	4.35	5.68	7.24
						应付账款周转率	10.78	17.35	29.50	38.55	50.66
						每股指标(元)					
						EPS	0.72	1.37	1.21	1.51	1.92
						每股经营现金流	0.63	0.60	1.13	1.30	1.76
						每股净资产	3.13	4.27	5.26	6.55	8.19
						估值比率					
						P/E	28.3	22.2	25.3	20.2	15.9
						P/B	6.49	7.16	5.80	4.67	3.73

现金流量表(百万元)					
	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	238	229	430	494	669
净利润	276	524	461	579	734
折旧摊销	14	18	32	39	46
财务费用	(7)	(9)	(4)	(6)	(14)
投资损失	(26)	(223)	(14)	-	(7)
营运资金变动	(35)	(94)	(55)	(110)	(90)
其它	16	12	10	(8)	(1)
投资活动现金流	(164)	(82)	85	(66)	(52)
资本支出	43	73	47	51	55
长期投资	(128)	(14)	(53)	14	3
其他	(250)	(23)	79	(1)	7
筹资活动现金流	(46)	(19)	76	(119)	(197)
短期借款	-	-	147	(40)	(107)
长期借款	-	-	-	-	-
普通股增加	2	128	-	-	-
资本公积增加	1	(58)	-	-	-
其他	(49)	(88)	(72)	(79)	(90)
现金净增加额	-	2	591	309	420

资料来源：联讯证券投资研究中心

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。