

**评级：审慎推荐（维持）**
**医药**
**公司跟踪报告**
**证券研究报告**

分析师 吕丽华 S1080510120003  
 研究助理 陈继业 S1080111070050  
 电话：0755-83026492  
 邮件：chenjiye@fcsc.cn

## 双鹭药业(002038)

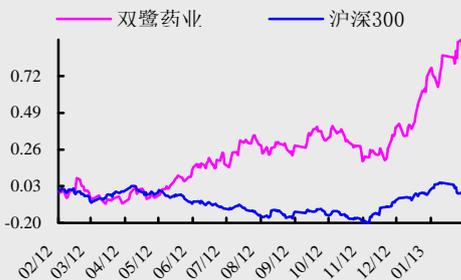
### ——业绩符合预期，贝科能有望持续放量

**交易数据**

上一日交易日股价（元）	52.85
总市值（百万元）	20,120
流通股本（百万股）	312
流通股比率（%）	81.95

**资产负债表摘要（09/12）**

股东权益（百万元）	1,910
每股净资产（元）	5.02
市净率（倍）	10.53
资产负债率（%）	3.61

**公司与沪深300指数比较**

**相关报告**
**事件：**

- 双鹭药业公布业绩快报：2012年实现营业收入10.07亿元，同比增长62%，实现净利润4.89亿元，同比增长-7%，扣除非经常性损益后净利润为4.74亿元，扣非净利润同比增长43%。年度实现EPS=1.28元，扣非EPS=1.24元。

**点评：**

- **拳头产品贝科能持续放量，多因素促高成长。**公司的独家品种贝科能（注射用复合辅酶）作为公司一线独家品种，适应症和科室分布广泛，价格适中且价格维护能力强，安全性好副作用小，代理商强势推动。我们认为贝科能比原来的辅酶A（成分单一）疗效更好，适应症更宽泛，随着医保的扩容，未来2-3年将有望持续放量。贝科能从05年进入13个省的医保乙类后，迎来06-08年高速增长（50%以上），09年后增长进入平稳期（20%左右）。10年新版医保目录调整后，又新增进入10个省市医保乙类，而且新进省份像北京、江苏等发达省份市场规模较大。公司11年在新进医保省份的招标品种、价格是大丰收的，但是这个并没有在11年显现。随着12年地方医院召开药事会，贝科能等新进医保产品进入到医院后，带来未来12年新一轮放量高增长启动，我们预计12年贝科能的增长有50%以上，未来2-3年有望持续40%以上增速。另外，产能瓶颈的释放和大包装鑫贝科占比提升将巩固这一增速的实现。
- **二线品种持续增长，在研品种梯队优良。**胸腺五肽、氯雷他定和基因工程产品维持20%-30%稳定增长。三氧化二砷12年9月出厂价实现提价，预计今年销售恢复性高速增长。新产品替莫唑胺今年将重点招标和推广，进入导入期；来那度胺挑战专利成功，走绿色通道获批有望提前；达沙替尼临床实验稳步推进。公司后续产品想象空间较大，前景乐观。
- **维持“审慎推荐”评级。**我们预计2012-2014年EPS为1.28元，1.73元，2.24元；对应当前PE分别为40倍，30倍，23倍。我们认为，公司成长性较确定，估值具有一定安全边际。
- **风险提示：** 医保政策性风险。



## 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	1189	1472	1835	2251	<b>营业收入</b>	623	1009	1412	1836
现金	573	600	700	800	营业成本	153	323	452	588
应收账款	210	322	455	594	营业税金及附加	7	12	16	21
其他应收款	1	4	4	6	营业费用	18	35	48	61
预付账款	106	266	332	445	管理费用	79	121	180	229
存货	65	117	167	221	财务费用	-9	-18	-20	-23
其他流动资产	235	162	177	185	资产减值损失	2	2	2	2
<b>非流动资产</b>	547	484	483	466	公允价值变动收益	-3	-3	-4	-3
长期投资	161	137	145	145	投资净收益	223	10	10	10
固定资产	180	175	166	154	<b>营业利润</b>	593	541	741	965
无形资产	35	33	31	28	营业外收入	11	20	20	19
其他非流动资产	171	138	142	139	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	1736	1955	2318	2717	<b>利润总额</b>	604	561	761	984
<b>流动负债</b>	45	62	73	87	所得税	80	72	100	129
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	524	489	661	855
应付账款	10	28	35	45	少数股东损益	1	3	4	4
其他流动负债	36	34	38	42	<b>归属母公司净利润</b>	523	486	657	851
<b>非流动负债</b>	5	3	3	4	EBITDA	603	541	739	961
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.37	1.28	1.73	2.24
其他非流动负债	5	3	3	4					
<b>负债合计</b>	51	65	76	91	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	62	64	68	72	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	381	381	381	381	<b>成长能力</b>				
资本公积	-20	-20	-20	-20	营业收入	36.0%	62.0%	40.0%	30.0%
留存收益	1263	1673	2241	2974	营业利润	110.6%	-8.7%	36.8%	30.3%
归属母公司股东权益	1624	2034	2599	3329	归属于母公司净利润	91.9%	-7.1%	35.2%	29.4%
<b>负债和股东权益</b>	1736	2163	2744	3492	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	75.4%	68.0%	68.0%	68.0%
					净利率(%)	84.0%	48.2%	46.5%	46.3%
					ROE(%)	32.2%	23.9%	25.3%	25.6%
					ROIC(%)	65.2%	45.1%	50.3%	53.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	2.9%	3.0%	2.8%	2.6%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	26.30	23.89	25.15	25.79
					速动比率	24.87	21.98	22.87	23.26
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.42	0.55	0.66	0.73
					应收账款周转率	3	4	3	3
					应付账款周转率	17.35	17.32	14.53	14.71
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.37	1.28	1.73	2.24
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.62	1.04	1.41
					每股净资产(最新摊薄)	4.27	5.34	6.83	8.74
					<b>估值比率</b>				
					P/E	37.83	40.70	30.11	23.26
					P/B	12.19	9.73	7.62	5.95
					EV/EBITDA	32	35	26	20

数据来源: 第一创业研究所、公司公告

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其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头寸并进行交易,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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

### 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135