价值分析

证券研究报告

双鹭药业（002038）年报及一季报点评

独家品种的成长之路

分析师：刘苗

执业证书编号： S0300512080001

Email: liumiao@lxzq.com.cn

日期：2013 年 04 月 22 日

www.lxzq.com.cn

要点：

1、2012 年高增长，2013 年 Q1 有所放缓

2012年，公司实现营业总收入10亿元，比去年同期增长61；扣非后归属于上市公司股东的净利润为4.67亿元，同比增长41.4%。2013年一季度，实现营业收入2.3亿，同比增长39%，扣非后净利润1.22亿，同比增长28%。毛利率大幅下滑，主要原因是低毛利率的二线产品的高增长拉低了整体毛利水平；由于收入增长幅度较大，期间费用率持续小幅下滑。

2、产品线全线发力

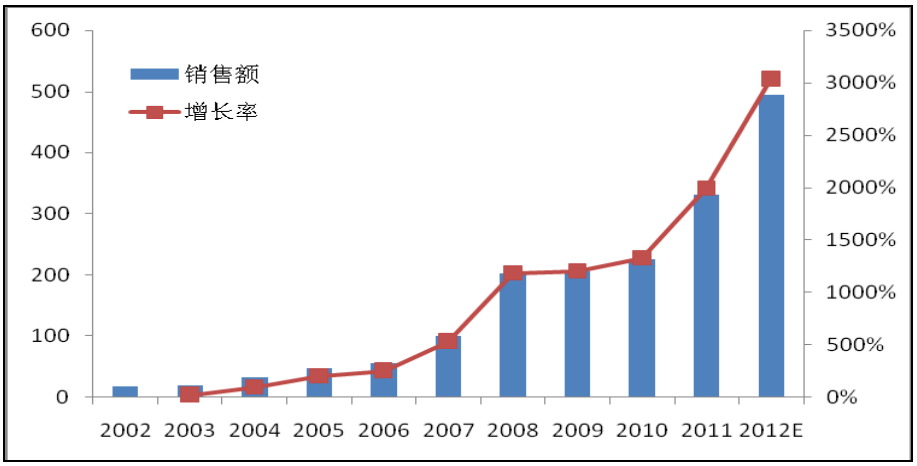
分产品看，贝科能中期增速40左右%，预计全年增速超过60%。二线品种如氯雷他定、胸腺五肽、扶济复增速应超过70%，公司收入保持较高增速，一方面与销售策略调整有关，另一方面在于产品线的全面爆发。由于低毛利水平的品种销量猛增，从而拉低了整体毛利率。对于二线品种，由于多为比较成熟的产品，除个别独家品种外，大多产品未来增长空间有限。

公司今年最大的看点仍然是贝科能。2013年将是各省二级以上医院招标重启之年，贝科能作为独家品种竞争力较强，且已进入大部分省的医保目录，因此我们认为贝科能的增长潜力非常大。

贝科能2002年上市销售，2005年进入13省医保目录，07年开始放量，销售额突破1亿元销售大关；08年贝科能突破2亿元，公司也在2006-2008年经历了一波快速成长期。2010年，贝科能再次进入约11省医保目录（尤其是北京和广东是公司重要市场），从2011及2012年的销售情况分析，贝科能已经进入了第二波快速增长期。

图表1　贝科能二次放量趋势形成

联讯证券



资料来源：公司公告、联讯证券投研整理

对于许多机构预期的“下半年贝科能代理价格有望提高”，我们并不认同。查看近三年代理商的销售收入贡献，2010/2011/2012三年分别为57%/56%/61%，我们不难发现：代理商是非常强势的，公司的价格谈判能力是很差的，因此我们认为公司提高代理价格的可能性非常小。

3、盈利预测

我们预计公司2013/2014年净利润增速分别为30%/25%，EPS分别为1.65/2.05元，目前股价对应13/14年PE分别为36/29，预计未来12个月合理估值为60元，我们认为公司目前股价基本合理，调整对其评级至“持有”。

4、风险提示

1）贝科能中标情况低于预期，中标省数量下降的风险；以及多省招标中大范围被动降价的风险。

2）二线产品增速放缓，将拉低业绩增速

3）系统性风险

图表1 盈利预测表

单位：百万元	2010 年	2011 年	2012 年	2013E	2014E
营业收入	457.8	622.8	1007.0	1327.0	1648.2
增速%	17.39%	36.02%	61.70%	31.77%	24.21%
营业成本	106.7	153.1	330.3	410.7	509.9
毛利率%	76.69%	75.41%	67.20%	69.05%	69.07%
销售费用	19.0	18.0	34.8	45.8	56.9
管理费用	68.9	78.6	111.6	159.2	197.8
财务费用	-7.2	-8.5	-11.4	-26.5	-33.0
营业利润	281.6	593.0	555.1	722.8	898.4
利润总额	319.6	604.5	560.3	730.1	905.1
归属于母公司的净利润	272.7	523.3	481.0	627.1	779.3
增速%	11.72%	91.90%	-8.09%	30.37%	24.27%

基本每股收益（元）	1.08	1.38	1.26	1.65	2.05

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，旨为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。