

双鹭药业 (002038.SZ)

主导产品潜力大，新品种预期强

 评级: **增持** 前次: **增持**

 目标价(元): **72.24-77.22**

联系人

分析师

袁倩倩 CFA

胡德军

生物医药小组

S0740511070005

021-20315202

生物医药小组

qiuqq@r.qlzq.com.cn

2013年5月16日

基本状况

总股本(百万股)	380.70
流通股本(百万股)	372.60
市价(元)	64.64
市值(百万元)	24608.45
流通市值(百万元)	24084.86

业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	622.77	1,007.0	1,393.4	1,941.5	2,545.9
营业收入增速	36.02%	61.70%	38.37%	39.33%	31.13%
净利润增长率	91.90%	-8.09%	36.73%	36.12%	27.35%
摊薄每股收益(元)	1.37	1.26	1.72	2.34	2.99
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	23.90	31.31	39.13	28.75	22.57
PEG	0.26	—	1.07	0.80	0.83
每股净资产(元)	4.27	5.36	6.98	9.32	12.31
每股现金流量(元)	0.60	1.05	2.10	0.63	2.22
净资产收益率	32.23%	23.58%	24.68%	25.15%	24.26%
市净率	7.70	7.38	9.66	7.23	5.48
总股本(百万元)	380.70	380.70	381.93	381.93	381.93

备注: 市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- 通过对双鹭药业的持续跟踪，我们继续看好：1、公司主导产品贝科能未来快速增长的潜力；2、公司对代理商有较强的议价能力，未来有望分享更大比例的利益；3、公司新品种预期强，近期的看点是达沙替尼、来那度胺、长效立生素、泰思胶囊研发的推进。
- 贝科能未来快速增长的潜力：贝科能的细胞赋活剂功效、全科用药地位、以及独家品种的定价优势使其具备放量的基础；贝科能2010年新进10个省市地方医保，新目录下的省级药品集中采购陆续展开是贝科能放量的有利条件。

图表 1: 新进 10 个省市 2010 版目录执行时间和新版目录下的招标情况

	2010版省级医保目录执行时间	2010版目录下的招标执行周期
福建(限肝病用药)	2010年7月1日起执行	2011.1.1-2013.6.30
云南	2010年7月1日起执行	2012.4.10-2013.4.9
黑龙江	2010年8月1日起执行	2010.9.1-2011.8.31
江苏	2010年10月1日起执行	新版目录尚未招标
陕西	2010年10月1日起执行	结果公示
河南	2010年10月1日起执行	2011.1.1-2011.12.31
吉林	2010年10月1日起执行	新版目录尚未招标
安徽	2010年11月1日起执行	2011.2.18-2011.9.20(卫生院增配目录), 省级目录待招
广西壮族自治区	2010年12月1日起执行	2011.4.1-2012.3.31
北京([适]1.急、慢性肝炎; 2.原发性血小板减少性紫癜。限二级以上医院使用。)	2011年7月1日起执行	新版目录尚未招标

来源: 齐鲁证券研究所

- 公司未来有望分享贝科能更大比例的利益：公司的销售模式以代理为主，主导产品贝科能的主要代理商为海南康永。随着贝科能在终端成长为销售超过20亿的大品种，以及今年9月新一轮5年代理合约开始，我们估计公司分享更高比例的利益较为明确。

- **研发驱动，新品种预期强：**去年公司的新品种替莫唑胺胶囊、扶济复凝胶上市，其中扶济复凝胶今年1季度已经迅速成长为公司的前10大品种之一。公司的研发储备长短期结合，有多个产品已经申报生产或处于临床阶段，近期的主要看点有：达沙替尼（生物等效性有望于今年6月完成，经绿色通道今年底有可能获批）、来那度胺（有望年内完成临床试验）、长效立生素（有望于年内完成三期临床）、抗老年性痴呆新药泰思胶囊（临床三期）研发持续推进。
- **投资建议：**我们继续看好贝科能的增长潜力以及公司产品梯队不断丰富和壮大，考虑到公司今年4季度起有望开始分享贝科能更大比例的利益，我们小幅上调2014、2015年的盈利预测，预计2013-2015年净利润分别为6.58、8.95、11.40亿元（前次：6.58、8.36、10.43亿元），同比增长36.73%，36.12%，27.35%（前次：36.73%，27.06%，24.83%），对应EPS为1.72、2.34、2.99元（前次：1.72、2.19、2.73元），上调目标价至72.24-77.22（前次：58.48-59.13元），维持“增持”评级。
- **风险因素：**
 - 医药行业宏观政策的不确定性。
 - 研发进展和药品评审行政审批的不确定性。

图表 2：双鹭药业财务报表摘要

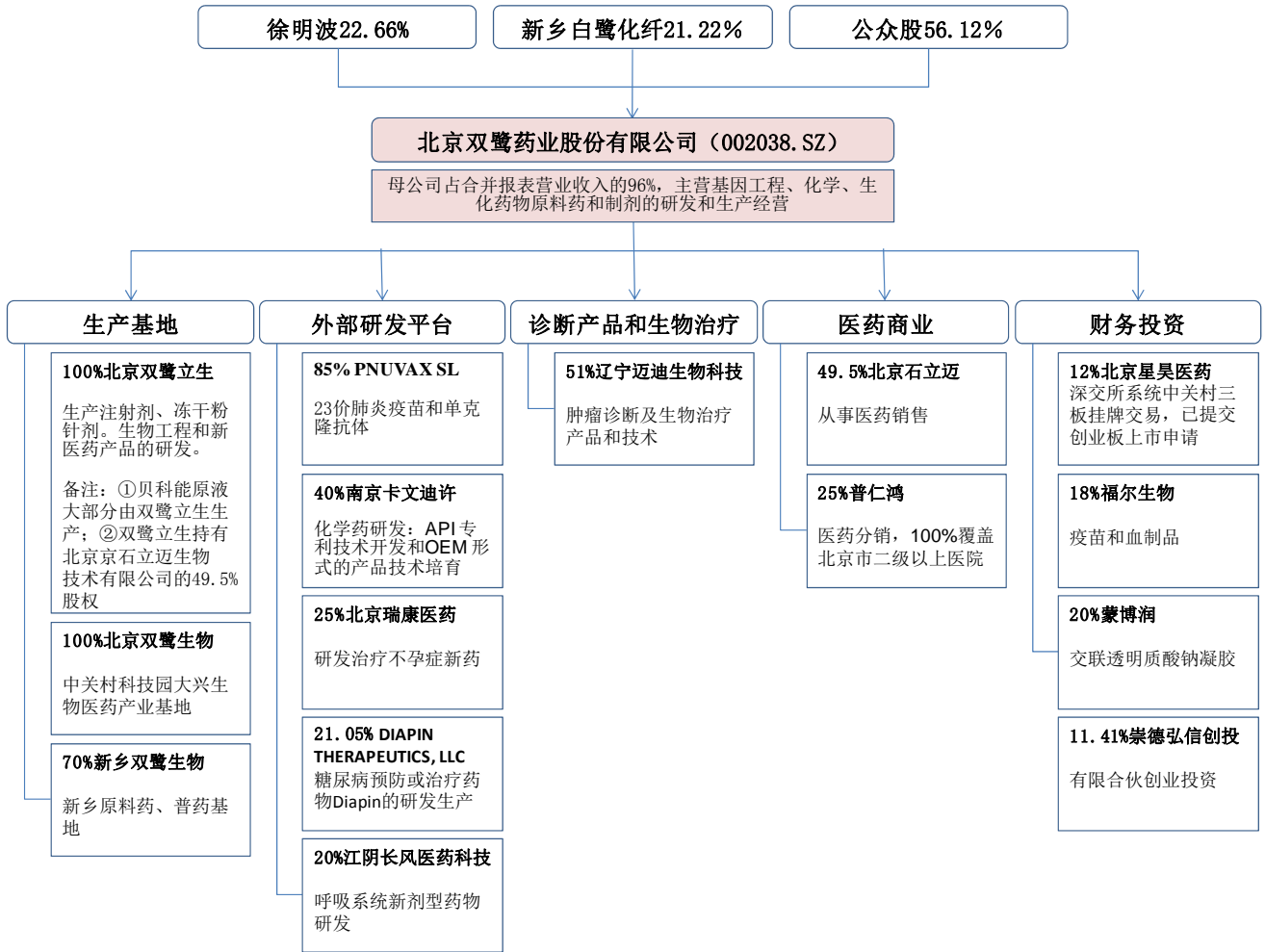
损益表 (人民币百万元)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	623	1,007	1,393	1,941	2,546
增长率	36.0%	61.7%	38.4%	39.3%	31.1%
营业成本	-153	-330	-450	-634	-835
% 销售收入	24.6%	32.8%	32.3%	32.6%	32.8%
毛利	470	677	943	1,308	1,711
% 销售收入	75.4%	67.2%	67.7%	67.4%	67.2%
营业税金及附加	-7	-12	-17	-24	-32
% 销售收入	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-18	-35	-49	-72	-89
% 销售收入	2.9%	3.5%	3.5%	3.7%	3.5%
管理费用	-79	-112	-155	-216	-282
% 销售收入	12.6%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%
息税前利润 (EBIT)	366	518	723	996	1,308
% 销售收入	58.8%	51.4%	51.9%	51.3%	51.4%
财务费用	9	11	7	14	14
% 销售收入	-1.4%	-1.1%	-0.5%	-0.7%	-0.6%
资产减值损失	-2	-1	4	2	0
公允价值变动收益	-3	0	0	2	0
投资收益	223	26	27	20	20
% 税前利润	36.9%	4.7%	3.5%	1.9%	1.5%
营业利润	593	555	760	1,033	1,342
营业利润率	95.2%	55.1%	54.6%	53.2%	52.7%
营业外收支	11	5	5	10	10
税前利润	604	560	765	1,043	1,352
利润率	97.1%	55.6%	54.9%	53.7%	53.1%
所得税	-80	-80	-109	-143	-185
所得税率	13.2%	14.3%	14.3%	13.7%	13.7%
净利润	524	480	656	900	1,167
少数股东损益	1	-1	-1	5	27
归属于母公司的净利润	523	481	658	895	1,140
净利率	84.0%	47.8%	47.2%	46.1%	44.8%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	573	661	1,290	1,321	1,905
应收款项	215	350	215	520	682
存货	65	57	58	191	252
其他流动资产	337	428	366	673	804
流动资产	1,189	1,496	1,929	2,706	3,642
% 总资产	68.5%	67.5%	68.7%	71.0%	72.5%
长期投资	220	274	466	662	897
固定资产	198	332	335	369	413
% 总资产	11.4%	15.0%	11.9%	9.7%	8.2%
无形资产	81	108	72	68	66
非流动资产	547	721	881	1,107	1,382
% 总资产	31.5%	32.5%	31.3%	29.0%	27.5%
资产总计	1,736	2,217	2,810	3,812	5,025
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	19	34	19	77	101
其他流动负债	26	58	37	82	103
流动负债	45	92	56	158	203
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	5	13	13	13	13
负债	51	105	69	171	216
普通股股东权益	1,624	2,040	2,665	3,559	4,700
少数股东权益	62	71	77	82	109
负债股东权益合计	1,736	2,217	2,810	3,812	5,025

比率分析					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标					
每股收益 (元)	1.375	1.263	1.722	2.344	2.985
每股净资产 (元)	4.266	5.359	6.977	9.318	12.306
每股经营现金流 (元)	0.600	1.047	2.099	0.627	2.216
每股股利 (元)	0.000	0.250	0.000	0.000	0.000
回报率					
净资产收益率	32.23%	23.58%	24.68%	25.15%	24.26%
总资产收益率	30.14%	21.70%	23.40%	23.48%	22.69%
投入资本收益率	35.93%	37.98%	63.48%	52.21%	56.55%
增长率					
营业总收入增长率	36.02%	61.70%	38.37%	39.33%	31.13%
EBIT增长率	42.02%	41.50%	39.53%	37.90%	31.32%
净利润增长率	91.90%	-8.09%	36.73%	36.12%	27.35%
总资产增长率	39.05%	27.68%	26.75%	35.69%	31.80%
资产管理能力					
应收账款周转天数	105.9	90.4	120.0	95.0	95.0
存货周转天数	112.2	67.2	130.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	21.0	20.3	25.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	105.6	71.7	54.8	36.8	26.1
偿债能力					
净负债/股东权益	-34.50%	-31.72%	-47.39%	-36.59%	-39.83%
EBIT利息保障倍数	-42.8	-45.3	-103.1	-72.9	-93.4
资产负债率	2.91%	4.74%	2.45%	4.49%	4.30%

来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 双鹭药业股权结构图



来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。