

双鹭药业：逐步渡过调整期，蓄势待发
2009 年年报及 2010 年一季报点评
评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：
55.00 元

期限：

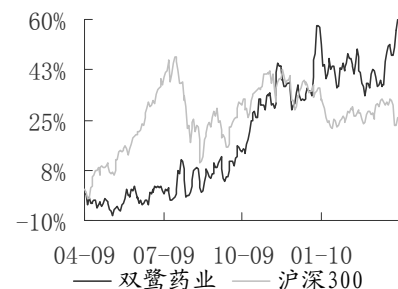
6 个月 上次预测：

55 元

现价： 53.90 元

报告日期：
2010-04-22
市场数据

总市值(百万元)	13,555.63
流通市值(百万元)	11,100.58
总股本(百万股)	251.50
流通股本(百万股)	205.95
12 个月最高/最低	30.73/55.18 元
十大流通股股东(%)	72.65%
股东户数	6,091

12 个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	19.30	14.96	34.21
绝对收益	17.30	11.11	59.84

研究员
洪露
首席行业分析师

021-68766073

honglu@essence.com.cn

执业证书编号

S1450210010306

报告摘要：

- 2009年业绩基本持平。**2009年公司实现营业收入约3.9亿元，同比增长8.94%；实现净利润2.44亿元，同比增长12.05%，每股收益0.98元。扣除非经常性损益后的净利润2.24亿元，同比基本持平，每股收益0.90元。业绩略低于预期。公司2009年利润分配预案为：每10股派发现金红利2元（含税）。
- 2010年一季报业绩平稳增长。**2010年一季度，公司实现营业收入8,970万元，同比增长18.53%；实现净利润5,616万元，同比增长20%，每股收益0.22元。经营活动产生的现金流量净额为5,640万元，同比增长10.34%，每股经营活动产生的现金流量净额0.22元。
- 逐步渡过调整期，2010年增长逐步恢复。**2009年公司整体而言是处于调整过渡阶段。公司的主打产品贝科能从争取进入全国医保、到调整策略主攻广东省等地方医保，策略的迟疑和转变使该产品2009年增速明显放缓。2010年一季度贝科能因新进省市地方医保尚未放量，收入增速有所恢复但仍未充分释放；欧宁、雷宁、欣瑞金、欣尔金、欣复诺增长良好；新产品立强、欣复同、杏灵滴丸、立生平软胶囊正处于市场推广期，目前尚未对公司业绩产生较大影响。上述因素使公司2009年业绩基本持平、2010年一季度业绩平稳增长。
- 外延式扩张，蓄势待发。**公司之前投资600万元参股12%股权的研发型企业星昊医药，年内可能在创业板上市，公司该项投资将获得较高的投资增值。除此之外，公司2009年以来一直围绕大健康产业不断地外延式扩张：出资1,020万元合资设立迈迪公司，介入到体外免疫及生化诊断、生物治疗领域；出资1,680万元，与新乡化纤共同投建原料药基地；出资1,200万元参与南京卡文迪许生物技术公司增资扩股，成为该公司40%股权的股东，使公司在化学药研发领域的实力大幅提升；先后以现金3,887万元、3,571万元累计收购北京普仁鸿医药销售公司33%股权，通过并购方式加强与终端医药商业企业的合作，为实现营销突破进行战略部署。公司还积极加大对未来潜力品种的储备，受让了吉西他滨、来那度胺等抗肿瘤药物，并与国内外企业合作共同开发抗体药物、抗炎镇痛药物。产业链的延伸和优势品种的储备极大地增强了公司的整体实力，并对未来几年业绩的稳定增长奠定了坚实的基础。
- 维持“增持-A”的投资评级，调高6个月目标价至55元。**我们维持对公司2010、2011年的盈利预测，即EPS分别为1.46元、1.88元，以2010年业绩为计算基础，给予35-40倍的PE，调高6个月目标价至55元，维持“增持-A”的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	358.0	390.0	540.6	717.9	933.2
Growth(%)	50.7%	8.9%	38.6%	32.8%	30.0%
净利润	218.4	243.7	366.6	480.0	626.8
Growth(%)	61.6%	12.0%	50.0%	28.9%	30.6%
毛利率(%)	86.3%	82.8%	86.5%	86.6%	86.6%
净利润率(%)	60.9%	62.6%	67.7%	65.7%	66.0%
每股收益(元)	0.87	0.97	1.46	1.88	2.45
每股净资产(元)	3.03	3.91	3.31	3.74	3.87
市盈率	62.2	55.5	37.0	28.7	22.0
市净率	17.8	13.8	16.3	14.4	13.9
净资产收益率(%)	28.6%	24.8%	44.0%	51.0%	64.4%
ROIC(%)	77.0%	66.4%	66.9%	146.1%	143.3%
EV/EBITDA	55.6	49.5	31.7	24.1	18.5
股息收益率	0.1%	0.0%	0.5%	0.7%	0.9%

前期研究成果
双鹭药业：股权激励顺利进入第二次行权实施阶段

2009-12-04

双鹭药业：仍处于调整期，平稳增长

2009-10-23

双鹭药业：股权激励顺利进入首次行权实施阶段

2009-08-18

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-4-21
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	358.0	390.0	540.6	717.9	933.2	成长性					
减: 营业成本	49.0	67.0	73.0	96.6	125.1	营业收入增长率	50.7%	8.9%	38.6%	32.8%	30.0%
营业税费	4.5	4.7	5.9	8.8	10.3	营业利润增长率	64.2%	14.8%	54.3%	31.6%	30.6%
销售费用	11.3	14.4	16.8	25.1	31.7	净利润增长率	61.6%	12.0%	50.0%	28.9%	30.6%
管理费用	59.9	63.9	54.1	75.0	95.2	EBITDA 增长率	61.5%	13.8%	55.2%	31.5%	30.4%
财务费用	-4.8	-6.8	-2.5	-3.0	-3.6	EBIT 增长率	63.3%	14.2%	57.4%	31.7%	30.6%
资产减值损失	0.2	6.1	-0.3	-0.4	-0.4	NOPLAT 增长率	61.0%	11.1%	53.3%	31.0%	30.7%
加: 公允价值变动收益	-18.7	11.4	-	-	-	投资资本增长率	28.9%	52.1%	-40.0%	33.2%	5.3%
投资和汇兑收益	9.7	10.7	12.0	18.0	22.0	净资产增长率	38.2%	28.9%	-15.3%	12.9%	3.5%
营业利润	229.0	262.9	405.6	533.8	697.0	利润率					
加: 营业外净收支	7.0	10.2	4.0	2.5	5.2	毛利率	86.3%	82.8%	86.5%	86.6%	86.6%
利润总额	236.0	273.0	409.6	536.3	702.2	营业利润率	64.0%	67.4%	75.0%	74.4%	74.7%
减: 所得税	17.6	29.3	43.0	56.3	75.3	净利润率	60.9%	62.6%	67.7%	65.7%	66.0%
净利润	218.4	243.7	366.6	480.0	626.8	EBITDA/营业收入	65.2%	68.1%	76.2%	75.5%	75.7%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	62.6%	65.7%	74.6%	73.9%	74.3%
货币资金	420.8	418.1	505.6	518.2	541.7	运营效率					
交易性金融资产	12.2	21.9	-	-	-	固定资产周转天数	104	91	48	22	19
应收帐款	68.5	120.8	87.5	98.5	154.1	流动营业资本周转天数	174	242	184	141	127
应收票据	2.0	0.8	2.0	4.0	5.0	流动资产周转天数	544	644	507	413	346
预付帐款	108.0	118.6	153.1	180.8	180.6	应收帐款周转天数	55	85	73	55	57
存货	8.6	24.4	18.2	24.7	34.6	存货周转天数	7	15	14	11	12
其他流动资产	16.4	54.3	-2.0	55.0	-2.0	总资产周转天数	691	835	637	480	405
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	320	417	290	191	172
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	17.1	72.3	20.0	25.0	30.0	ROE	28.6%	24.8%	44.0%	51.0%	64.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	27.7%	23.9%	41.1%	46.9%	58.1%
固定资产	98.9	98.7	45.0	42.0	58.0	ROIC	77.0%	66.4%	66.9%	146.1%	143.3%
在建工程	4.3	3.1	2.6	2.1	1.9	费用率					
无形资产	19.7	34.2	20.3	22.6	24.0	销售费用率	3.1%	3.7%	3.1%	3.5%	3.4%
其他非流动资产	1.6	33.3	30.2	30.3	31.0	管理费用率	16.7%	16.4%	10.0%	10.5%	10.2%
资产总额	788.5	#####	892.5	1,023.2	1,078.9	财务费用率	-1.3%	-1.7%	-0.5%	-0.4%	-0.4%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	18.5%	18.3%	12.6%	13.5%	13.2%
应付帐款	11.7	15.0	23.1	28.6	33.5	偿债能力					
应付票据	1.0	-	1.6	2.0	2.0	资产负债率	3.3%	3.6%	6.7%	8.1%	9.8%
其他流动负债	13.3	17.3	29.5	46.8	65.0	负债权益比	3.4%	3.7%	7.2%	8.8%	10.9%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	24.57	23.56	14.10	11.39	9.09
其他非流动负债	-	4.5	5.6	5.6	5.6	速动比率	24.23	22.80	13.76	11.07	8.74
负债总额	25.9	36.8	59.8	82.9	106.1	利息保障倍数	-46.73	-37.79	-161.23	-176.94	-192.61
少数股东权益	2.2	17.5	3.5	5.0	2.0	分红指标					
股本	248.4	251.4	251.4	251.4	251.4	DPS(元)	0.05	-	0.29	0.38	0.49
留存收益	512.0	714.1	577.8	683.9	719.4	分红比率	5.7%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	762.6	983.1	832.7	940.3	972.8	股息收益率	0.1%	0.0%	0.5%	0.7%	0.9%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	218.4	243.7	366.6	480.0	626.8	EPS(元)	0.87	0.97	1.46	1.88	2.45
加: 折旧和摊销	11.9	12.5	9.0	11.0	13.1	BVPS(元)	3.03	3.91	3.31	3.74	3.87
资产减值准备	0.2	6.1	-0.3	-0.4	-0.4	PE(X)	62.2	55.5	37.0	28.7	22.0
公允价值变动损失	18.7	-11.4	-	-	-	PB(X)	17.8	13.8	16.3	14.4	13.9
财务费用	-1.5	-	-	-2.5	-3.0	P/FCF	-	235.7	23.2	37.3	22.9
投资收益	-9.7	-10.7	-12.0	-18.0	-22.0	P/S	37.9	34.8	25.1	18.9	14.5
少数股东损益	0.6	-0.4	0.4	8.2	10.7	EV/EBITDA	55.6	49.5	31.7	24.1	18.5
营运资金的变动	-66.9	-125.3	70.6	-83.1	3.2	CAGR(%)	30.0%	37.0%	28.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	194.3	174.4	431.8	394.7	627.8	PEG	2.1	1.5	1.3	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-18.9	-136.2	58.8	-19.1	-15.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-11.4	-40.9	-61.6	-82.0	-111.8	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。2009 年《新财富》上榜第四名，“水晶球奖”第三名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有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

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@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: 200122

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