动态报告

医药保健

制药与生物

双鹭药业(002038)

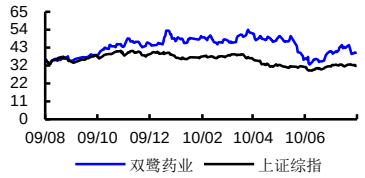
谨慎推荐

2010 中报点评

（维持评级）

2010 年 8 月 27 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据	
昨收盘（元）	40.28
总股本/流通 A 股(百万股)	251.88/207.12
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	10,145.73/8,342.96
上证综指/深圳成指	2,603.48/11,009.49
12 个月最高/最低（元）	53.90/33.00

财务数据	
净资产值(百万元)	1,050.25
每股净资产(元)	4.17
市净率	9.66
资产负债率	5.09%
息率	0.50%

相关研究报告:

《双鹭药业 2009 年报点评：业绩低于预期，期待下半年》——2010-4-22

《双鹭药业：Q4 单季收入恢复两位数增长》——2010-2-9

《双鹭药业：参股卡文迪许》——2009-12-21

分析师：丁丹
电话： 0755-82139908
E-mail: dingdan@guosen.com.cn
SAC 执业证书编号：S0980209080405
分析师：贺平鸽
电话： 0755-82133396
E-mail: hepg@guosen.com.cn
SAC 执业证书编号：S0980207050195

财报点评

制药业务收入快速增长是亮点

- **业绩低于预期**

2010 年 1-6 月，公司累计完成营业总收入 2.16 亿元，同比增长 27.44%；实现利润总额 1.56 元，同比增长 16.52%；实现归属母公司股东净利润 1.35 亿元，同比增长 13.82%。EPS0.54 元/股，低于我们之前 0.59 元/股的预期。经营性现金流 0.40 元/股，盈利质量正常。

- **制药业务较快增长 37%是亮点**

09 年公司主要产品贝科能在部分大医院发货停滞，导致 09H1 收入仅增长 6.7%。今年以来逐季恢复，10H1 收入增长 27%，其中，10Q1 收入增 18.6%，10Q2 则提升至 34.6%。其中主要是制药业务上半年快速增长 37%，但技术性收入下降 64%，拉低了整体收入增长。制药业务快速增长主要因贝科能恢复性增长及在广东等用药大省新进医保目录、以及二线产品阿德福韦酯新中标解放军总后等因素拉动。

- **低于预期因素：技术性收入下降较多&公允价值亏损**

1）技术性收入下降 64%，同时毛利率下降 7.54%个百分点。虽然技术性收入占比较小，但去年同期收入超过 1 千万，且毛利率高达 88%，基数较高而降幅较大，对业绩也有影响。技术性收入的确认不确定性较大，还需观察下半年实际情况。2）公允价值亏损 565 万元，影响业绩 0.02 元/股。3）北京星昊投资收益未并表。

- **估值较安全，维持“谨慎推荐”评级**

小幅下调 10-12 年 EPS 至 1.28、1.64、1.99 元/股。公司产品线比较丰富，产品梯队中不乏阿德福韦酯、氨酚曲马多酯等潜力品种，后续还有望开发单抗等新领域品种，对普仁鸿的股权增持也如期进行。但过去一年公司因股权激励行权在业绩释放上比较保留， 加之进行了几项非医药主业的财务投资，成为压抑股价因素。目前 2010PE25X，估值不贵，且目前股价仍低于公司高管股权激励二期行权价（43.5 元），仍维持“谨慎推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	358.00	390.02	499	634	780
(+/-%)	*50.72%*	*8.94%*	*28.0%*	*27.0%*	*23.0%*
净利润(百万元)	217.86	244.10	321	411	502
(+/-%)	*61.62%*	*12.05%*	*31.5%*	*28.1%*	*22.1%*
每股收益（元）	0.88	0.97	1.28	1.64	1.99
EBIT Margin			65.8%	67.3%	69.5%
净资产收益率（ROE）	28.65%	25.28%	26.3%	26.5%	25.7%
市盈率（PE）	45.93	41.48	31.5	24.6	20.2
EV/EBITDA			29.9	23.0	18.1
市净率（PB）	13.16	10.49	8.3	6.5	5.2

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	418	560	786	1056
应收款项	122	109	139	171
存货净额	24	18	22	26
其他流动资产	173	225	285	351
流动资产合计	**759**	**933**	**1232**	**1604**
固定资产	102	142	171	199
无形资产及其他	34	33	32	31
投资性房地产	53	53	53	53
长期股权投资	72	120	130	140
资产总计	**1020**	**1282**	**1618**	**2027**
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	12	15	19	23
其他流动负债	20	22	27	31
流动负债合计	**32**	**38**	**46**	**54**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	5	5	5	5
长期负债合计	**5**	**5**	**5**	**5**
负债合计	**37**	**42**	**50**	**58**
少数股东权益	18	17	17	16
股东权益	966	1222	1551	1953
负债和股东权益总计	**1020**	**1282**	**1618**	**2027**

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.97	1.28	1.64	1.99
每股红利	0.20	0.26	0.33	0.40
每股净资产	3.84	4.86	6.17	7.77
ROS	63%	64%	65%	64%
ROE	25%	26%	27%	26%
毛利率	83%	83%	83%	83%
EBIT Margin	62%	66%	67%	70%
EBITDA Margin	65%	68%	70%	72%
收入增长	9%	28%	27%	23%
净利润增长率	12%	32%	28%	22%
资产负债率	5%	5%	4%	4%
息率	0.5%	0.6%	0.8%	1.0%
P/E	41.5	31.5	24.6	20.2
P/B	10.5	8.3	6.5	5.2
EV/EBITDA	40.3	29.9	23.0	18.1

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	**390**	**499**	**634**	**780**
营业成本	67	86	106	131
营业税金及附加	5	5	6	8
销售费用	14	15	18	19
管理费用	64	65	77	79
财务费用	(7)	(6)	(8)	(11)
投资收益	11	15	22	26
资产减值及公允价值变动	5	5	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	263	354	457	580
营业外净收支	10	10	10	10
利润总额	**273**	**364**	**467**	**590**
所得税费用	29	44	56	88
少数股东损益	(0)	(0)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	**244**	**321**	**411**	**502**

现金流量表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	**244**	**321**	**411**	**502**
资产减值准备	6	(6)	0	0
折旧摊销	12	12	15	19
公允价值变动损失	(5)	(5)	0	0
财务费用	(7)	(6)	(8)	(11)
营运资本变动	(139)	(33)	(86)	(95)
其它	(6)	6	(0)	(1)
经营活动现金流	**112**	**294**	**340**	**426**
资本开支	(19)	(40)	(43)	(46)
其它投资现金流	(10)	0	22	0
投资活动现金流	**(84)**	**(88)**	**(31)**	**(56)**
权益性融资	9	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(50)	(64)	(82)	(100)
其它融资现金流	60	0	0	0
融资活动现金流	**(30)**	**(64)**	**(82)**	**(100)**
现金净变动	**(3)**	**142**	**226**	**270**
货币资金的期初余额	421	418	560	786
货币资金的期末余额	418	560	786	1056
企业自由现金流	91	227	261	340
权益自由现金流	151	232	269	349

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10％之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责条款

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观
周炳林 0755-82130638
林松立 010-66026312

策略
黄学军 021-60933142
崔 嵘 021-60933159
廖 喆 021-60933162

交通运输
郑 武 0755- 82130422
陈建生 0755- 82133766
岳 鑫 0755- 82130432
高 健 0755-82130678

银行
邱志承 021- 60875167
黄 飙 0755-82133476
谈 煊 010- 66025229

房地产
方 焱 0755-82130648
区瑞明 0755-82130678
黄道立 0755- 82133397

机械
余爱斌 0755-82133400
黄海培 021-60933150
陈 玲 0755-82130646
杨 森 0755-82133343
李筱筠 010-66026326

汽车及零配件
李 君 021-60933156
左 涛 021-60933164

钢铁
郑 东 010- 66026308
秦 波 010-66026317

商业贸易
孙菲菲 0755-82130722
吴美玉 010-66026319
祝 彬 0755-82131528

基础化工
张栋梁 0755-82130532
陈爱华 0755-82133397
邱 斌 0755-82130532

医药
贺平鸽 0755-82133396
丁 丹 0755- 82139908
陈 栋 021-60933147

石油与石化
李 晨 021-60875160
严蓓娜 021-60933165

电力设备与新能源
皮家银 021-60933160

传媒
陈财茂 021-60933163

有色金属
彭 波 0755-82133909
谢鸿鹤 0755-82130646

电力与公用事业
徐颖真 021-60875162
谢达成 021-60933161

非银行金融
邵子钦 0755- 82130468
田 良 0755-82130513
童成敦 0755-82130513

通信
严 平 021-60875165
程 峰 021-60933167

造纸
李世新 0755-82130565
邵 达 0755-82130706

家电
王念春 0755-82130407

计算机
段迎晟 0755- 82130761

电子元器件
段迎晟 0755- 82130761
高耀华 0755-82130771

纺织服装
方军平 021-60933158

农业
张 如 021-60933151

旅游
廖绪发 021-60875168
刘智景 021-60933148

食品饮料
黄 茂 0755-82138922

建材
杨 昕 021-60933168

煤炭
李 然 010-66026322
陈 健 010-66215566
苏绍许 021-60933144

建筑
邱 波 0755-82133390
李遵庆 0755-82133055

固定收益
李怀定 021-60933152
高 宇 0755- 82133538
侯慧娣 021-60875161
张 旭 010-66026340
蔺晓熠 021-60933146
刘子宁 021-60933145

指数与产品设计
焦 健 0755-82133928
王军清 0755-82133297
彭甘霖 0755-82133259
阳 璀 0755-82133538
周 琦 0755-82133568
赵学昂 0755-66025232

投资基金
杨 涛 0755-82133339
彭怡萍 0755-82133528
刘舒宇 0755-82133568
康 亢 010-66026337
刘 洋

数量化投资
葛新元 0755-82133332
董艺婷 021-60933155
林晓明 0755-25472656
赵斯尘 021-60875174
程景佳 021-60933166
郑 云 021-60875163
毛 甜 021-60933154

交易策略
戴 军 0755-82133129
秦国文 0755-82133528
徐左乾 0755-82133090
黄志文 0755-82133928

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	魏　宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
焦　戬	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑　毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李　锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	林　莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	刘　塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘　墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@ guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
				黎　敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
				徐　冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn