生物制品Ⅲ
署名人：周锐
S0960207090141
0755-82026719
zhourui@cjis.cn

双鹭药业 002038 强烈推荐

股价压制因素解除、医保将促进产品新增长

近期我们调研了双鹭药业，就公司产品、未来的发展方向、研发进展等和管理层进行了沟通。我们认为公司基本面基础坚实，未来的 1 年都不会再行权，行权对股价压制的影响因素基本解除，调高评级至强烈推荐。

投资要点：

- **预计 10 年主打产品将保持 20%-30%的稳定增长，11 年部分产品因新进医保放量和产品需求放量，增长将超预期：**

  贝科能：新进医保将促进 11 年产品销量大幅增长；北京地区四五年一度的药品招标于今年开始，产品有望进入部队医院以外的多家新医院，预计 11 年北京市场增长也将超预期：今年新进河北、贵州、新疆、四川、河南几个人口大省医保，江苏医保处于公示阶段，北京医保进入可能性依旧很大，浙江医保可能半年后进入。**我们认为进入医保尚未对产品今年的销售产生影响，预计明年新进医保几大省市该产品销量可增长 1-3 倍。**

  胸腺五肽产品可迎来新增长：胸腺五肽成为医院肿瘤临床常规用药，促进产品新增长；海南竞争者被吊销 GMP 执照，提高公司市场份额

  其他产品立生素、欣复诺、三氧化二砷、欣尔金、欣瑞金等保持稳定增长、扶济复新剂型凝胶剂喷雾剂上市将促进明年增长超预期

- **投资星昊、普仁鸿投资收益将逐步兑现，未来有望继续实行外延式扩张：**普仁鸿有望单独上市；星昊上市进度符合预期，有望明年初过会，投资收益未来将增厚利润。逐渐熟悉外延式增长的公司，有望继续走这条道路，进入医药业的其他领域。

- **储备产品丰富，未来后劲很足：**公司尚有单抗药物、长效立生素、818 等产品储备，未来坚持研发主线不变，在生物医药领域做大做强

- **我们提高评级至强烈推荐。**维持公司 10、11、12 年 EPS 分别为 1.13、1.71、2.13 元。

风险提示：进入医保、投资收益均需时间，有一定时间风险。

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	390	444	643	832
同比(%)	9%	14%	45%	29%
归属母公司净利润(百万元)	244	284	429	535
同比(%)	12%	16%	51%	25%
毛利率(%)	82.8%	85.0%	87.2%	84.7%
ROE(%)	25.3%	23.4%	26.0%	24.3%
每股收益(元)	0.97	1.13	1.71	2.13
P/E	53.71	46.21	30.55	24.52
P/B	13.58	10.84	7.95	5.97
EV/EBITDA	47	41	28	23

资料来源：中投证券研究所

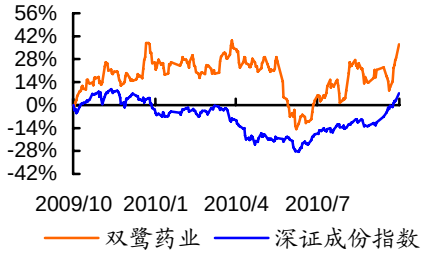
6－12 个月目标价： 68.4 元
当前股价： 52.15 元
评级调整： 提高

基本资料

深证成份指数	13729.96
总股本(百万)	253
流通股本(百万)	207
流通市值(亿)	108
EPS（TTM）	0.99
每股净资产（元）	3.89
资产负债率	3.6%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
双鹭药业	0.00	27.32	1.06
深证成份指数	0.00	29.64	18.33



相关报告

《双鹭药业-业绩增长暂时放缓，增长基础依旧坚实》2010-10-12
《双鹭药业-医保促主营业务新增长，投资收益有望兑现》2010-8-26
《双鹭药业-贝科能重新进入高速增长轨道》2010-1-22

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	759	987	1414	1954
现金	418	635	966	1352
应收账款	116	131	191	246
其它应收款	5	6	9	11
预付账款	119	118	146	225
存货	24	24	30	46
其他	77	73	73	74
非流动资产	261	252	269	283
长期投资	72	77	77	77
固定资产	99	120	137	151
无形资产	34	34	34	34
其他	56	21	20	20
资产总计	1020	1240	1683	2237
流动负债	32	12	15	23
短期借款	0	0	0	0
应付账款	12	12	14	22
其他	20	1	1	1
非流动负债	5	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	5	0	0	0
负债合计	37	12	15	23
少数股东权益	18	18	18	18
股本	251	251	251	251
资本公积	38	38	38	38
留存收益	676	910	1339	1874
归属母公司股东权益	966	1210	1650	2196
负债和股东权益	1020	1240	1683	2237

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	174	265	318	358
净利润	244	284	429	535
折旧摊销	12	11	14	17
财务费用	-7	-22	-33	-48
投资损失	-11	-10	-10	-10
营运资金变动	-66	-34	-96	-150
其它	1	36	15	14
投资活动现金流	-136	-19	-20	-20
资本支出	30	30	30	30
长期投资	-103	0	0	0
其他	-208	11	10	10
筹资活动现金流	-41	-28	33	48
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	3	0	0	0
资本公积增加	8	0	0	0
其他	-52	-28	33	48
现金净增加额	-3	217	331	386

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	390	444	643	832
营业成本	67	67	82	127
营业税金及附加	5	5	8	10
营业费用	14	18	24	31
管理费用	64	73	105	136
财务费用	-7	-22	-33	-48
资产减值损失	6	6	6	6
公允价值变动收益	11	11	11	11
投资净收益	11	10	10	10
营业利润	263	318	472	591
营业外收入	10	10	10	10
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	273	328	482	601
所得税	29	44	53	66
净利润	244	284	429	535
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	244	284	429	535
EBITDA	269	307	453	559
EPS（元）	0.97	1.13	1.71	2.13

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	8.9%	13.8%	44.9%	29.3%
营业利润	14.8%	21.0%	48.4%	25.1%
归属于母公司净利润	12.0%	16.2%	51.3%	24.6%
获利能力				
毛利率	82.8%	85.0%	87.2%	84.7%
净利率	62.6%	63.9%	66.7%	64.3%
ROE	25.3%	23.4%	26.0%	24.3%
ROIC	58.6%	60.0%	72.8%	71.1%
偿债能力				
资产负债率	3.6%	1.0%	0.9%	1.0%
净负债比率				
流动比率	23.56	80.21	92.25	83.36
速动比率	22.80	78.24	90.29	81.39
营运能力				
总资产周转率	0.43	0.39	0.44	0.42
应收账款周转率	4	3	4	4
应付账款周转率	6.00	5.68	6.29	6.91
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.97	1.13	1.71	2.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	1.05	1.27	1.43
每股净资产(最新摊薄)	3.84	4.81	6.56	8.73
估值比率				
P/E	53.71	46.21	30.55	24.52
P/B	13.58	10.84	7.95	5.97
EV/EBITDA	47	41	28	23

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 10%～30％
中 性：预期未来 6～12 个月内股价变动在±10%以内
回 避：预期未来 6～12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6～12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性：预期未来 6～12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡：预期未来 6～12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

周锐，中投证券研究所医药行业首席分析师，理学博士， 3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验， 2006 年、2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围； “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第二名， 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名；

余方升，医药行业研究助理，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，负责中药行业研究；

余文心，医药行业研究助理，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药及医药政策研究；

江琦，医药行业研究助理，上海交大生物工程学士，经济学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药行业研究；

王威，医药行业研究助理，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械行业研究。

訾猛，医药品牌销售经理，复旦大学硕士，2008 年加入中投证券研究所。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，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。

本报告基于中投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。中投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。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。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报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所　公司网站：http://www.cjis.cn

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：（0755）82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：（010）63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：（021）62171434