医药生物

2011 年 02 月 28 日

国都证券 GUODU SECURITIES

公司研究 | 公司点评 | 首次评级：短期_推荐，长期_A

贝科能和新产品将共同推动业绩增长

——双鹭药业(002038)2010 年年报点评

核心观点

1、公司公布 2010 年年报，业绩实现稳定增长。2010 年，公司实现营业总收入 4.58 亿元，同比增长 17.39%；利润总额 3.20 亿元，同比增长 17.03%；归属上市公司股东净利润 2.73 亿元，同比增长 11.72%；每股收益 1.08 元，略低于市场预期。

2、销售毛利率下滑影响业绩。2010 年，公司销售毛利率 76.69%，较 2009 年下降了 6.14 个百分点。我们认为主要原材料及能源价格上涨，以及二线毛利率较低的产品增速加快，高毛利产品贝科能占比下降，是公司毛利率降低的主要原因。

3、进入医保，主导产品贝科能有望加速增长。公司主导品种贝科能 2010 年新进约 10 个省地方医保，产品放量将在 2011 年体现。同时，部分地区医保取消了对复合辅酶的使用限制，也将推动贝科能销量增长。公司入选北京生物医药产业跨越发展工程”（G20 工程），将受到北京市政策支持，其产品贝科能有望进入北京市医保，并在招标过程中获得合理价格，这也将推动产品销量加速增长。贝科能的加速增长将推动公司业绩大幅增长，并带动公司整体毛利率提升。

4、二线产品持续快速增长。公司拥有丰富的产品梯队，包括阿德福韦酯在内的二线产品，经过一年左右的市场培育，2011 年将有较快增长。公司产品储备丰富，注射用盐酸吉西他滨、盐酸氨基葡萄糖片、依诺肝素钠及注射液等产品已于 2010 年申报生产；处于临床研究阶段的 PEG-GCSF、注射用重组人甲状旁腺激素、注射用重组假丝酵母尿酸氧化酶、注射用重组人生长激素、氯法拉宾注射液、还原型谷胱甘肽、泰思胶囊、月馨软胶囊及滴丸等品种进展顺利，也将陆续进入申报生产阶段。新产品陆续推出，将带动公司业绩持续增长。

5、给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。公司股权激励第五次行权已结束，税金压制股价的因素将基本解除。贝科能进入医保和新产品陆续推出将推动公司业绩快速增长，预计公司 2011-13 年每股收益分别为 1.40 元、1.77 元、2.10 元，按照 2 月 25 日的收盘价 55.36 元计算，对应 2011-13 年动态市盈率分别为 40 倍、31 倍和 26 倍。我们首次给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

风险提示： 主要原材料及能源价格上涨

股价走势图

基础数据

总股本(万股)	25298.00
流通A股(万股)	15082.65
52周内股价区间(元)	31.03-65.5
总市值(亿元)	140.05
总资产(亿元)	12.49
每股净资产(元)	4.71
目标价 6个月	
12个月	

相关报告

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	457.84	608.75	775.59	924.20
同比增速(%)	17.39%	32.96%	27.41%	19.16%
净利润(百万)	272.71	354.48	448.01	531.45
同比增速(%)	11.72%	29.98%	26.39%	18.62%
EPS(元)	1.08	1.40	1.77	2.10
P/E	51.12	39.51	31.26	26.35

研究员：徐昊
电 话： 010-84183293
Email： xuhao@guodu.com
执业证书编号： S0940510120004

联系人：潘蕾
电 话： 010- 84183157
Email： panlei@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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。

表 1 盈利预测表

单位：万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	**45,784**	**60,875**	**77,559**	**92,420**
营业收入	45,784	60,875	77,559	92,420
营业总成本	**19,342**	**23,469**	**29,130**	**34,241**
营业成本	10,674	14,064	19,125	23,242
营业税金及附加	552	639	698	832
销售费用	1,898	2,191	2,482	2,773
管理费用	6,889	7,183	7,523	8,318
财务费用	-722	-609	-698	-924
资产减值损失	51	0	0	0
其他经营收益				
公允价值变动净收益	-913	0	0	0
投资净收益	2,628	2,497	2,621	2,753
营业利润	**28,158**	**39,902**	**51,051**	**60,932**
加：营业外收入	3,799	2,000	2,000	2,000
减：营业外支出	1	2	2	2
利润总额	**31,955**	**41,900**	**53,049**	**62,930**
减：所得税	4,317	5,985	7,658	9,140
净利润	**27,639**	**35,915**	**45,391**	**53,791**
减：少数股东损益	367	467	590	645
归属于母公司的净利润	**27,271**	**35,448**	**44,801**	**53,145**
每股收益	1.08	1.40	1.77	2.10

数据来源：国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好，未来 6 个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来 6 个月内，行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 ±5%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			