



证券研究报告·上市公司调研

生物制品

深度调研：来那度胺专利价值今年确定能部

分体现，核心产品提价幅度可能超预期

报告原因：双鹭药业是我们今年推荐组合中首推的3只股票之一，我们3月13日下午组织了70多位机构投资者与双鹭董事长深入交流，6月18日我们再次拜访了公司董事长和董秘。

- ❖ **符合我们预期——Celgene 公司近期认可了公司来那度胺的3项专利，其专利价值今年确定能体现一部分，我们判断公司今年将可能在欧洲、日本和中国3大市场中的1个与专利买家达成商业合作，明年将继续出售另两大市场的专利权。**我们早在20130408《双鹭药业深度研究：研发渐入收获期，独家代理经销模式，推动业绩持续较快增长》中指出：公司研发的来那度胺拥有与原研 Celgene 公司不同的生产工艺专利、组合物专利和晶型专利，因此，按照欧洲、日本和中国的专利法，公司可以把这些专利通过授权许可给跨国药企生产并以专利药销售，公司在合作前端收取专利授权费、在合作后端参与销售分成。我们认为：专利价值体现不仅提升今年、明年业绩预期，而且提升公司估值水平。
 - ❖ **超出我们预期——核心产品贝科能提价幅度可能超出我们此前深度报告中的20%的预测，我们初步判断：公司可能采取分2次、共提价50%的策略，提价时间也可能提前到第3季度。**公司已经收回了海南康永过去几年销售不够好的市场代理权并交给了几家新代理商，公司将在近期与康永及这几家新代理商签定代销合作协议。贝科能新产能将在近期通过新版 GMP 现场验收，我们预测将在7~8月取得 GMP 证书并投产。
 - ❖ **市场需要高度重视——在2017年之前，全球来那度胺专利药只有 Celgene 和双鹭两家垄断市场，两公司专利相加组成一个完整专利。**我国虽然有正大天晴等公司获批临床实验，但这些公司没有专利、一旦上市立即构成对 Celgene 侵权，所以这些公司至今并未开始临床实验，只有双鹭已经完成临床病例入组，预计在明年中期获批上市，来那度胺是治疗骨髓瘤的金标准药，属于治疗骨髓瘤的孤儿药，我们判断 CFDA 将批准其绿色审批通道、较快获批上市。
 - ❖ **中长期来看，加拿大子公司成熟的抗体技术正在运用于北京研发长效生长激素、重组人促卵泡激素等新产品，目前正在动物实验阶段，预计2~3年后将完成临床实验并获批上市。**
 - ❖ **我们维持业绩预测 2013~2015 年净利润同比增长 52%/45% 和 41%，EPS 1.60/2.32/3.28 元。**考虑到公司来那度胺专利价值下半年即将体现、贝科能提价幅度可能超出我们此前谨慎预期，公司明年业绩预测上调的可能性较大，我们上调投资评级至买入，年底目标价 80 元（2013PE 50 倍），未来1年目标价 110 元（按 2014 年净利润增长 40%、给予 PE 50 倍）。
- 风险提示：**我们预测公司今年中报净利润增速在 30% 左右、略好于 1 季度，虽然增速已不低、但市场对公司业绩预期较高。

预测和比率

	2012A	2013F	2014F	2015F
营业收入（百万）	1007	1458	2065	2882
营业收入增长率	62%	45%	42%	40%
净利润（百万）	481	730	1060	1500
净利润增长率	-8%	52%	45%	41%
EPS（元）	1.05	1.60	2.32	3.28
P/E	44	35	24	17

请参阅最后一页的重要声明

双鹭药业 (002038)

上调

买入

张明芳

zhangmingfang@csc.com.cn

010-85130410

执业证书编号：S1440513020001

当前股价：55.36 元

调研日期：2013 年 6 月 17 日

发布日期：2013 年 6 月 24 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-6.98/2.98	7.53/18.49	125.88/134.19
12 月最高/最低价（元）			73.0/29.51
总股本（万股）			45684.00
流通 A 股（万股）			37502.89
总市值（亿元）			252.91
流通市值（亿元）			207.62
近 3 月日均成交量（万）			268.37
主要股东			
徐明波			22.66%

股价表现



相关研究报告

13.05.17	增长亮点集中在下半年，预计来那度胺专利价值今年将有部分体现
13.04.18	2013 年业绩增长亮点集中在下半年，业绩增速前低后高
13.04.08	研发渐入收获期，独家代理经销模式，推动业绩持续较快增长

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

相关报告

- 20130408 《双鹭药业深度报告：研发渐入收获期，独家代理经销模式，推动业绩持续较快增长》
- 20130418 《双鹭药业年报和1季报点评：2013年业绩增长亮点集中在下半年，业绩增速前低后高》
- 20130222 《中信建投2013年医药行业投资策略：强者愈强，药企、品种和品牌剧烈分化中孕育中长期牛股》；
- 20130318 《新版基药目录带来巨大政策红利，独家品种和既有医院终端销售强的品种将显著受益》
- 20130408 《4月报&二季度投资策略：个股剧烈分化、建议降低板块整体配置比例、继续持有一线高成长龙头》
- 20130503 《5月投资策略&医药上市公司2012年业绩回顾》

报表预测

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1496	2189	3137	4437	经营活动现金流	399	444	594	929
现金	661	1080	1548	2293	净利润	481	730	1060	1500
应收账款	275	396	525	760	折旧摊销	17	22	22	22
其它应收款	14	8	23	21	财务费用	-11	-16	-21	-28
预付账款	169	197	302	371	投资损失	-27	-19	-20	-20
存货	57	105	116	182	营运资金变动	-185	-286	-460	-565
其他	320	404	622	810	其它	125	13	12	21
非流动资产	721	719	717	716	投资活动现金流	-248	-20	-20	-20
长期投资	184	184	184	184	资本支出	-150	-20	-20	-20
固定资产	216	217	218	219	长期投资	-53	0	0	0
无形资产	31	28	25	23	其他	-452	-40	-40	-40
其他	290	290	290	290	筹资活动现金流	-63	-5	-105	-165
资产总计	2217	2908	3854	5153	短期借款	0	0	0	0
流动负债	92	90	120	130	长期借款	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-63	-5	-105	-165
应付账款	27	22	45	45	现金净增加额	88	419	468	745
其他	65	68	75	85					
非流动负债	13	13	13	13	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
其他	13	13	13	13	YOY				
负债合计	105	103	133	143	营业收入	62%	45%	42%	40%
少数股东权益	71	75	76	78	EBIT	-7%	52%	45%	42%
归属母公司股东权益	2040	2731	3645	4932	净利润	-8%	52%	45%	41%
负债和股东权益	2217	2908	3854	5153	获利能力				
					毛利率	67%	70%	71%	72%
利润表 (百万元)					净利率	48%	50%	51%	52%
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	ROE	23%	26%	28%	30%
营业收入	1007	1458	2065	2882	ROIC	50%	60%	66%	72%
营业成本	330	439	600	810	偿债能力				
营业税金及附加	12	18	26	36	资产负债率	5%	4%	3%	3%
营业费用	35	47	64	88	流动比率	16.2	24.3	26.1	34.2
管理费用	112	142	193	258	速动比率	15.6	23.2	25.1	32.8
财务费用	-11	-16	-21	-28	营运能力				
资产减值损失	1	3	3	5	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6
公允价值变动收益	0	-1	-1	-1	应收账款周转率	4.2	4.3	4.5	4.5
投资净收益	26	20	20	20	应付账款周转率	18.0	18.0	18.0	18.0
营业利润	555	844	1221	1734	每股指标 (元)				
营业外收入	5	5	10	10	每股收益 (最新摊薄)	1.05	1.60	2.32	3.28
营业外支出	0	0	0	0	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.87	0.97	1.30	2.03
利润总额	560	849	1231	1744	每股净资产 (最新摊薄)	4.47	5.98	7.98	10.80
所得税	80	116	169	243	估值比率				
净利润	480	733	1062	1501	P/E	44	35	24	17
少数股东损益	-1	3	1	2	P/B	10.3	9.3	6.9	5.1
归属母公司净利润	481	730	1060	1500	EV/EBITDA	91	60	42	29
EPS (摊薄)	1.05	1.60	2.32	3.28					

分析师介绍

张明芳：武汉大学生物化学硕士，曾先后在 SFDA 直属的中国药品生物制品检定研究院从事药品注册监管工作 6 年、招商证券医药行业首席分析师 6 年、长盛基金首席研究员 3 年，2013 年加入中信建投证券，现任医药行业首席分析师。2006~2008 年获得新财富最佳分析师第三名、第一名和第四名。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

张迪 010-85130464 zhangdi@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68821618 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

王磊 021-68821613 wangleish@csc.com.cn

深广地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

王方群 020-38381087 wangfangqun@csc.com.cn

程海艳 0755-82789812 chenghaiyan@csc.com.cn

徐一丁 0755-22663051 xuyiding@csc.com.cn

机构销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

何嘉 010-85156427 hejia@csc.com.cn

刘嫒 010-85130780 liulei@csc.com.cn

刘亮 010-85130323 liuliang@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622