

## 双鹭药业 (002038.SZ)

### 研发实力强, PnuVax SL 项目推进

 评级: **增持**

 前次: **增持**

目标价(元):

**41.56-44.24**

联系人

分析师

**袁倩倩 CFA**
**谢刚**

生物医药小组

S0740510120005

021-20315202

021-20315178

qiuqq@r.qlzq.com.cn

xiegang@r.qlzq.com.cn

2011年11月17日

#### 基本状况

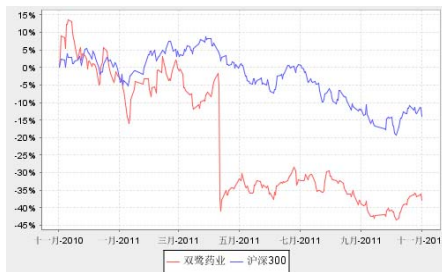
总股本(百万股)	380.70
流通股本(百万股)	372.60
市价(元)	35.70
市值(百万元)	13590.99
流通市值(百万元)	13301.82

#### 业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	390.02	457.84	642.85	964.20	1,331.9
营业收入增速	8.94%	17.39%	40.41%	49.99%	38.14%
净利润增长率	12.05%	11.72%	102.2%	-9.95%	30.36%
摊薄每股收益(元)	0.97	1.08	1.45	1.30	1.70
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	45.73	54.73	22.67	25.18	19.31
PEG	3.80	4.67	0.22	—	0.64
每股净资产(元)	3.84	4.71	4.66	5.97	7.67
每股现金流量(元)	0.69	0.94	0.63	0.91	1.25
净资产收益率	25.28%	22.90%	31.07%	21.86%	22.18%
市净率	11.56	12.53	7.04	5.50	4.28
总股本(百万元)	251.40	252.98	380.70	380.70	380.70

备注: 市场预测取 聚源一致预期

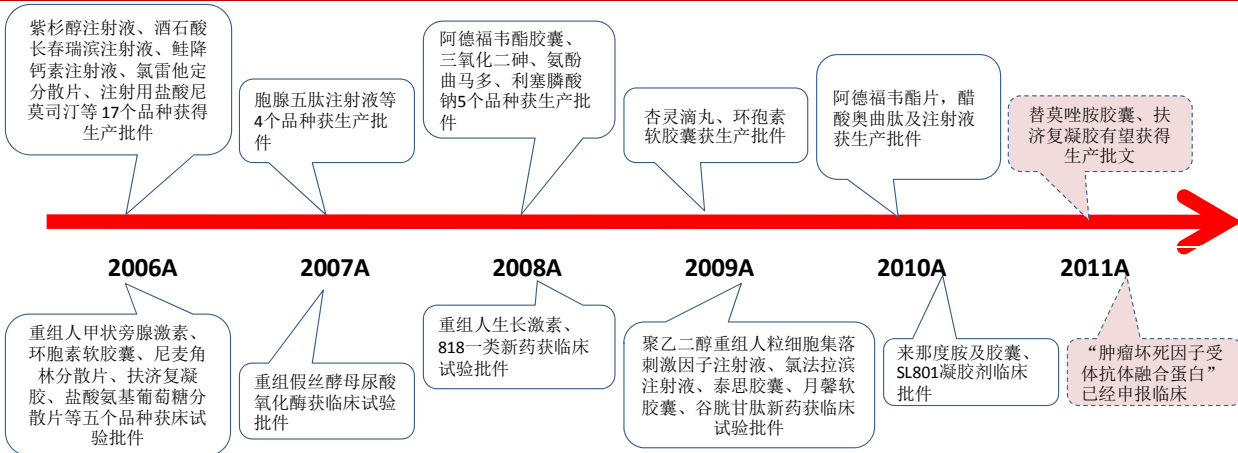
#### 股价与行业-市场走势对比



#### 投资要点

- 11月17日, 双鹭药业发布“关于公司技术中心被认定为国家级企业(集团)技术中心以及重大事项进展”的公告:
  - 一、公司技术中心被认定为国家级企业(集团)技术中心, 经此认定, 公司将可以享受科技开发用品进口税收优惠政策, 公司将在所在地直属海关申请办理减免税备案、审批等相关手续。公司还可根据有关规定争取企业技术中心科技专项计划给予的资金支持和地方政府的财政补贴和配套经费。公司技术中心获国家认定企业(集团)技术中心将进一步提升公司研发实力及综合竞争力, 该优惠政策不会对公司2011年度经营业绩产生大的影响。
  - 二、公司的加拿大 PNUVAX SL 项目获得发改委、商务委批准, 获得企业境外投资证书, 并办理完毕境外直接投资外汇登记, 首批投资资金已于近日汇出。
- 我们认为双鹭药业的技术中心被认定为国家级企业(集团)技术中心是情理之中的事情, 继续看好公司强大的研发能力, 尤其是公司多年来在基因工程药物研发方面积累的技术, 包括高表达菌种筛选技术、大规模发酵培养技术、大规模分离纯化技术、多肽药物纯化和制剂技术等。
- 我们看好 PnuVax SL 的 23 价肺炎疫苗项目, PnuVax SL 已经积累了 23 价肺炎疫苗的临床前数据资料, 我们预计公司将积极推进该项目, 尽快开始国内的临床申报工作。
- 我们预测双鹭药业 2011-2013 年分别实现净利润 5.51、4.96 和 6.47 亿元, 同比增长 102.16%、-9.95% 和 30.36%, 对应 EPS 为 1.45、1.30 和 1.70 元。考虑到公司主导产品贝科能的增长潜力、二线产品多点开花、在研产品储备丰富, 维持“增持”评级, 目标价 41.56-44.24 元。

图1: 双鹭药业过去5年获得临床批件、生产批件的情况



来源: 齐鲁证券研究所

图2: 双鹭药业销售收入预测表 (单位: 百万元)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>注射用复合辅酶 (贝科能)</b>					
销售收入	205.01	209.01	302.41	444.39	599.93
增长率 (YOY)	1.48%	1.95%	44.69%	46.95%	35.00%
<b>注射用胸腺五肽 (欧宁)</b>					
销售收入	22.00	40.02	68.04	101.02	141.43
增长率 (YOY)	9.90%	81.91%	70.00%	48.48%	40.00%
<b>阿德福韦酯胶囊/片 (欣复诺)</b>					
销售收入	10.00	17.50	27.13	38.83	52.43
增长率 (YOY)	—	75.03%	55.00%	43.14%	35.00%
<b>重组人粒细胞集落刺激因子注射液 (立生素)</b>					
销售收入	30.01	33.60	38.01	43.71	48.96
增长率 (YOY)	7.16%	11.99%	13.11%	15.00%	12.00%
<b>注射用重组人新型白介素-2 (欣吉尔)</b>					
销售收入	30.00	38.40	49.92	62.40	77.46
增长率 (YOY)	3.45%	28.00%	30.00%	25.00%	24.13%
<b>注射用重组人白介素-11 (迈格尔)</b>					
销售收入	12.00	12.60	13.86	19.29	24.11
增长率 (YOY)	9.06%	5.00%	10.00%	39.18%	25.00%
<b>注射用三氧化二砷</b>					
销售收入	10.00	30.01	36.01	44.77	55.97
增长率 (YOY)	—	200.08%	20.00%	24.32%	25.00%
<b>酒石酸长春瑞滨注射液 (欣瑞金)</b>					
销售收入	10.00	14.00	18.90	24.32	30.40
增长率 (YOY)	0.00%	40.01%	35.00%	28.66%	25.00%
<b>紫杉醇注射液</b>					
销售收入	11.50	15.00	16.34	18.79	21.28
增长率 (YOY)	14.99%	30.43%	8.90%	15.00%	13.26%
<b>其他</b>					
销售收入	49.51	47.69	72.22	166.67	280.00
增长率 (YOY)	3.24%	-3.68%	51.46%	130.77%	68.00%
<b>销售收入小计</b>	<b>390.02</b>	<b>457.84</b>	<b>642.85</b>	<b>964.20</b>	<b>1331.96</b>
<b>销售成本小计</b>	<b>66.98</b>	<b>106.74</b>	<b>149.98</b>	<b>244.31</b>	<b>362.40</b>
<b>毛利</b>	<b>323.04</b>	<b>351.10</b>	<b>492.87</b>	<b>719.89</b>	<b>969.56</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>82.83%</b>	<b>76.69%</b>	<b>76.67%</b>	<b>74.66%</b>	<b>72.79%</b>

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 3: 双鹭药业财务报表摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业总收入</b>	<b>358</b>	<b>390</b>	<b>458</b>	<b>643</b>	<b>964</b>	<b>1,332</b>	货币资金	421	418	446	782	761	921
增长率	50.72%	8.9%	17.4%	40.4%	50.0%	38.1%	应收账款	70	122	141	173	260	359
营业成本	-49	-67	-107	-150	-244	-362	存货	9	24	30	38	62	92
% 销售收入	13.7%	17.2%	23.3%	23.3%	25.3%	27.2%	其他流动资产	137	195	149	173	224	289
毛利	309	323	351	493	720	970	流动资产	637	759	765	1,166	1,307	1,661
% 销售收入	86.3%	82.8%	76.7%	76.7%	74.7%	72.8%	% 总资产	80.7%	74.4%	61.3%	59.8%	54.7%	53.9%
营业税金及附加	-4	-5	-6	-8	-12	-16	长期投资	17	72	227	417	607	837
% 销售收入	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	103	102	182	295	403	514
营业费用	-11	-14	-19	-27	-41	-59	% 总资产	13.1%	10.0%	14.6%	15.1%	16.9%	16.7%
% 销售收入	3.1%	3.7%	4.1%	4.2%	4.3%	4.4%	无形资产	30	54	71	69	69	68
管理费用	-60	-64	-69	-93	-137	-186	非流动资产	152	261	483	785	1,082	1,422
% 销售收入	16.7%	16.4%	15.0%	14.5%	14.2%	14.0%	% 总资产	19.3%	25.6%	38.7%	40.2%	45.3%	46.1%
息税前利润 (EBIT)	233	240	258	365	530	708	<b>资产总计</b>	<b>789</b>	<b>1,020</b>	<b>1,249</b>	<b>1,950</b>	<b>2,389</b>	<b>3,083</b>
% 销售收入	65.2%	61.5%	56.3%	56.8%	55.0%	53.2%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	5	7	7	7	13	12	应付款项	14	16	14	23	36	53
% 销售收入	-1.3%	-1.7%	-1.6%	-1.1%	-1.3%	-0.9%	其他流动负债	12	17	23	127	48	67
资产减值损失	0	-6	-1	-10	-8	-10	流动负债	26	32	37	150	85	120
公允价值变动收益	-19	11	-9	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	11	26	253	17	20	其他长期负债	0	5	0	0	0	0
% 税前利润	4.1%	3.9%	8.2%	38.9%	2.9%	2.6%	<b>负债</b>	<b>26</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>150</b>	<b>85</b>	<b>120</b>
营业利润	229	263	282	616	551	731	<b>普通股股东权益</b>	<b>760</b>	<b>966</b>	<b>1,191</b>	<b>1,775</b>	<b>2,271</b>	<b>2,918</b>
营业利润率	64.0%	67.4%	61.5%	95.8%	57.2%	54.9%	少数股东权益	2	18	21	26	33	45
营业外收支	7	10	38	35	35	35	<b>负债股东权益合计</b>	<b>789</b>	<b>1,020</b>	<b>1,249</b>	<b>1,950</b>	<b>2,389</b>	<b>3,083</b>
税前利润	236	273	320	651	586	766	<b>比率分析</b>						
利润率	65.9%	70.0%	69.8%	101.3%	60.8%	57.5%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-18	-29	-43	-94	-82	-107	<b>每股指标</b>						
所得税率	7.4%	10.7%	13.5%	14.5%	14.0%	14.0%	每股收益 (元)	0.877	0.971	1.078	1.448	1.304	1.700
净利润	218	244	276	557	504	659	每股净资产 (元)	3.061	3.841	4.707	4.661	5.965	7.665
少数股东损益	1	0	4	5	8	11	每股经营现金净流 (元)	0.782	0.694	0.941	0.634	0.908	1.254
归属于母公司的净利润	218	244	273	551.31	496.44	647.15	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.250	0.250	0.000	0.000
净利率	60.9%	62.6%	59.6%	85.8%	51.5%	48.6%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	28.65%	25.28%	22.90%	31.07%	21.86%	22.18%
净利润	218	244	276	557	504	659	总资产收益率	27.63%	23.94%	21.84%	28.27%	20.78%	20.99%
少数股东损益	0	0	0	5	8	11	投入资本收益率	69.11%	45.42%	42.27%	52.84%	49.25%	51.03%
非现金支出	12	19	14	30	34	42	<b>增长率</b>						
非经营收益	6	-23	-18	-288	-52	-55	营业总收入增长率	50.72%	8.94%	17.39%	40.41%	49.99%	38.14%
营运资金变动	-42	-64	-35	-57	-141	-168	EBIT增长率	148.49%	2.89%	7.37%	41.59%	45.22%	33.69%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>194</b>	<b>174</b>	<b>238</b>	<b>246</b>	<b>353</b>	<b>489</b>	净利润增长率	61.62%	12.05%	11.72%	102.16%	-9.95%	30.36%
资本开支	24	30	43	96	98	107	总资产增长率	34.41%	29.33%	22.43%	56.21%	22.50%	29.06%
投资	5	-103	-128	-190	-190	-230	<b>资产管理能力</b>						
其他	0	-3	7	253	17	20	应收账款周转天数	61.8	91.9	106.8	95.0	95.0	95.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-19</b>	<b>-136</b>	<b>-164</b>	<b>-33</b>	<b>-271</b>	<b>-318</b>	存货周转天数	55.4	90.1	92.3	92.3	92.3	92.3
股权募资	1	9	4	128	0	0	应付账款周转天数	91.0	60.9	33.9	33.9	33.9	33.9
债权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	105.1	92.5	111.4	121.3	104.6	91.3
其他	-12	-50	-50	0	-95	0	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-11</b>	<b>-41</b>	<b>-46</b>	<b>128</b>	<b>-95</b>	<b>0</b>	净负债/股东权益	-56.78%	-44.76%	-37.76%	-44.07%	-33.53%	-31.47%
<b>现金净流量</b>	<b>164</b>	<b>-3</b>	<b>28</b>	<b>341</b>	<b>-13</b>	<b>171</b>	EBIT 利息保障倍数	-48.6	-35.4	-35.7	-50.4	-41.7	-57.3
							资产负债率	3.29%	3.60%	2.98%	7.69%	3.55%	3.90%

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 4: 2011 年齐鲁证券对双鹭药业的系列报告**

序号	日期	报告标题
01	2011 年 7 月 26 日	投资价值分析报告《回归快速增长, 布局大健康产业》
02	2011 年 7 月 30 日	中报点评《主业稳健增长, 转让普仁鸿贡献投资收益》
03	2011 年 8 月 14 日	事件点评《打造疫苗和抗体平台》
04	2011 年 10 月 20 日	季报点评《主业快速增长, 投研项目稳步推进》
05	2011 年 11 月 17 日	事件点评《研发实力强, PnuVax SL 项目推进》

来源: 齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**买入:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持:** 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海  
联系人:王莉本  
电话: 021-20315181  
手机: 18616512309  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳  
联系人:李霖  
电话:0755-23819303  
手机:15816898448  
传真:0755-82717806  
邮编:518048  
地址:深圳市福田区深南大道  
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京  
联系人:张哲  
电话: 021-20315112  
手机:18621368050  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

济南  
联系人:韩丽萍  
电话:0531-68889516  
手机:15806668226  
传真:0531-68889536  
邮编:250001  
地址:山东济南经七路 86 号  
证券大厦 2308