

## 双鹭药业 (002038)

## 贝科能有望延续高增长，期待新品种不断叠加

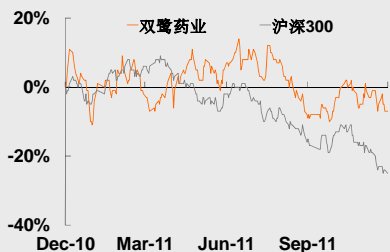
## 推荐 (首次)

现价：28.42 元

## 主要数据

|               |                    |
|---------------|--------------------|
| 行业            | 医药生物               |
| 公司网址          | www.slpharm.com.cn |
| 大股东/持股        | 徐明波/22.51%         |
| 实际控制人/持股      | 徐明波/22.51%         |
| 总股本(百万股)      | 381                |
| 流通 A 股(百万股)   | 313                |
| 流通 B/H 股(百万股) | 0                  |
| 总市值(亿元)       | 122.20             |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 100.32             |
| 每股净资产(元)      | 4.06               |
| 资产负债率(%)      | 4.6                |

## 行情走势图



## 联系人

郝淼 一般证券从业资格编号  
S1060111060113  
0755-22625829  
haomiao562@pingan.com.cn

## 证券分析师

凌军 投资咨询资格编号  
S1060511010016  
电话 0755-22624694  
邮箱 lingjun004@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 投资要点

## ■ 贝科能快速增长有望延续

注射用复合辅酶（贝科能）是公司独家产品，由于 2010 年新进入 10 省地方医保，2011 年前三季度放量增长超过 40%。北京地区目前主要依靠 301 等医院贡献增长。随着地方招标重启及公司销售策略调整，预计今年北京地区有望快速增长。我们预计贝科能未来 3-5 年内有望保持 20~30% 的增长。

## ■ 部分二线品种发力，未来新品种不断叠加

公司研发实力雄厚，产品线丰富。主要二线品种中，注射用重组人白介素 11（迈格尔）同比增长 40%；胸腺五肽受益于新进 7 省地方医保，有望增长 60% 以上；乙肝治疗药物阿德福韦酯有望增长 50% 以上；注射用重组人白介素 2（欣吉尔）由于竞争激烈，预计增长 5~10%。替莫唑胺胶囊、依诺肝素钠注射液、扶济复凝胶剂等品种即将拿到批件或投产，有望很快贡献业绩。公司另有长效立生素、来那度胺等多个重量级在研品种顺利推进中。

## ■ 布局疫苗等新领域，投资新乡医院剑指大健康战略

公司通过自主研发和外延式投资方式积极布局肺炎、宫颈癌疫苗、单抗等生物药领域。公司决定投资新乡医院是实践大健康战略的重要一步，不仅利于公司了解终端需求、分享相关医院的药品配送市场，对于公司推进新药和诊断产品临床研究也大有裨益。

## ■ 首次给予“推荐”评级

预计公司 11-13 年 EPS 分别为 1.47、1.33 和 1.67 元（11 年转让普仁鸿股权增厚 EPS 0.44 元），对应 1 月 6 日收盘价 28.42 元的 PE 分别为 28、21 和 17 倍（扣除普仁鸿因素）。公司作为基因工程药物行业龙头，产品线丰富、研发实力不俗，未来新产品有望不断叠加；公司积极布局疫苗、单抗等新领域、稳步推进大健康战略，长期前景看好，因此首次给予“推荐”评级。

## ■ 风险提示

已有产品竞争加剧、销售低于预期；新产品上市放缓。

|           | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 390   | 458   | 632   | 842   | 1,090 |
| YoY(%)    | 8.9   | 17.4  | 38.1  | 33.1  | 29.5  |
| 净利润(百万元)  | 244   | 273   | 565   | 513   | 642   |
| YoY(%)    | 12.0  | 11.7  | 104.5 | -9.3  | 25.1  |
| 毛利率(%)    | 82.8  | 76.7  | 77.0  | 76.0  | 75.0  |
| 净利率(%)    | 62.6  | 59.6  | 88.2  | 60.1  | 58.1  |
| ROE(%)    | 25.3  | 22.9  | 33.1  | 24.5  | 24.4  |
| EPS(摊薄/元) | 0.64  | 0.72  | 1.47  | 1.33  | 1.67  |
| P/E(倍)    | 50.1  | 44.8  | 19.3  | 21.3  | 17.0  |
| P/B(倍)    | 12.7  | 10.3  | 6.4   | 5.2   | 4.2   |

## 正文目录

|                                  |   |
|----------------------------------|---|
| 一、公司近况 .....                     | 4 |
| 1.1 贝科能快速增长有望延续 .....            | 4 |
| 1.2 部分二线品种发力，未来新品种不断叠加 .....     | 4 |
| 1.3 布局疫苗等新领域，投资新乡医院剑指大健康战略 ..... | 4 |
| 1.4 分产品收入预测 .....                | 5 |
| 二、核心信息附录 .....                   | 6 |
| 3.1 业务概要 .....                   | 6 |
| 3.2 股权结构 .....                   | 7 |
| 3.3 历史业绩概要 .....                 | 7 |

## 图表目录

|      |                                     |   |
|------|-------------------------------------|---|
| 图表 1 | 2006-2011 年复合辅酶（贝科能）终端市场规模及增速 ..... | 4 |
| 图表 2 | 福尔生物产品线.....                        | 5 |
| 图表 3 | 新乡医院股权结构 .....                      | 5 |
| 图表 4 | 公司分产品收入预测 .....                     | 6 |
| 图表 5 | 公司营业收入按营销模式和地区分布 .....              | 7 |
| 图表 6 | 公司股权结构 .....                        | 7 |
| 图表 7 | 公司年度业绩增长情况.....                     | 8 |
| 图表 8 | 公司分季度净利润 .....                      | 8 |

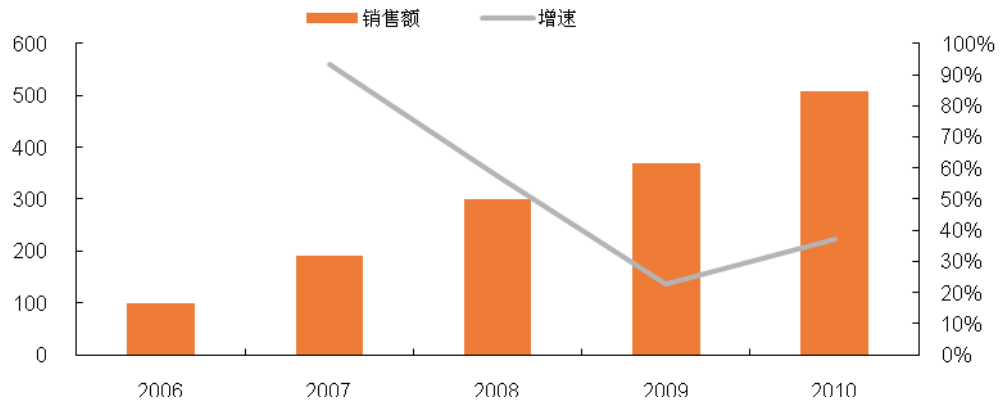
## 一、公司近况

### 1.1 贝科能快速增长有望延续

注射用复合辅酶（贝科能）是公司独家产品，由于 2010 年新进入 10 省地方医保，2011 年前三季度放量增长超过 40%。销量约占全国十分之一的北京地区进入医保较晚且地方招标停滞，目前主要依靠 301 等军队医院贡献增长。随着地方招标重启以及公司销售策略的调整，预计今年北京地区有望大幅增长。我们预计贝科能未来 3-5 年内有望保持 20~30% 的增长。

图表1 2006-2011年复合辅酶（贝科能）终端市场规模及增速

单位：百万元



资料来源：南方所，平安证券研究所整理

### 1.2 部分二线品种发力，未来新品种不断叠加

公司拥有超过 50 个品种，涵盖肿瘤、肝病、心脑血管、抗感染、抗病毒等多个治疗领域，其中收入过千万的产品有 8 种。基因工程药物等生物药始终是公司的发展重点和主要利润来源之一。预计 2011 年注射用重组人白介素 11（迈格爾）同比增长 40%；注射用重组人白介素 2（欣吉尔）由于竞争激烈，预计增长 5~10%。胸腺五肽受益于 10 年新进 7 省地方医保，有望增长 60% 以上。

化药方面，乙肝治疗药物阿德福韦酯有望增长 50% 以上；急性早幼粒细胞白血病治疗药物三氧化二砷由于代理协议变动，导致今年销售或将持平，12 年有望恢复高增长。紫杉醇尽管不是公司重点发展方向，但也取得较快增长。

公司即将拿到批件或生产的品种有：替莫唑胺胶囊、依诺肝素钠注射液、扶济复凝胶剂。其中扶济复凝胶剂（外用重组人碱性成纤维细胞生长因子）是公司独家品种，改变了过去冻干剂型使用不便的问题，未来有望做大做强。新乡原料药和基药生产基地仍在等待新版 GMP 证书，未来有望进行原料和制剂注册认证和出口。另外，治疗肝病的还原型谷胱甘肽也已完成临床实验。聚乙二醇重组人粒细胞集落刺激因子注射液（长效立生素）即将进入 III 期临床，市场前景看好。长效干扰素的研发仍在稳步推进，来那度胺即将拿到临床批件。

### 1.3 布局疫苗等新领域，投资新乡医院剑指大健康战略

公司积极布局疫苗、单抗等领域，自主研发的三组分新型乙肝疫苗、宫颈癌疫苗等处于临床前研发阶段。公司还利用资金等优势有针对性地进行产业投资，通过参股福尔生物（目前股权占 18%）涉

足疫苗和血制品领域；在加拿大合资设立 Pnuvax SL Biopharmaceuticals Inc.公司，Pnuvax 拥有肺炎、龋齿疫苗专利以及完备的生产设施，创始人曾在 Celltrion 等公司长期工作，疫苗和单抗开发经验丰富，未来有望大大增强公司生物药领域的产品线和技术实力。

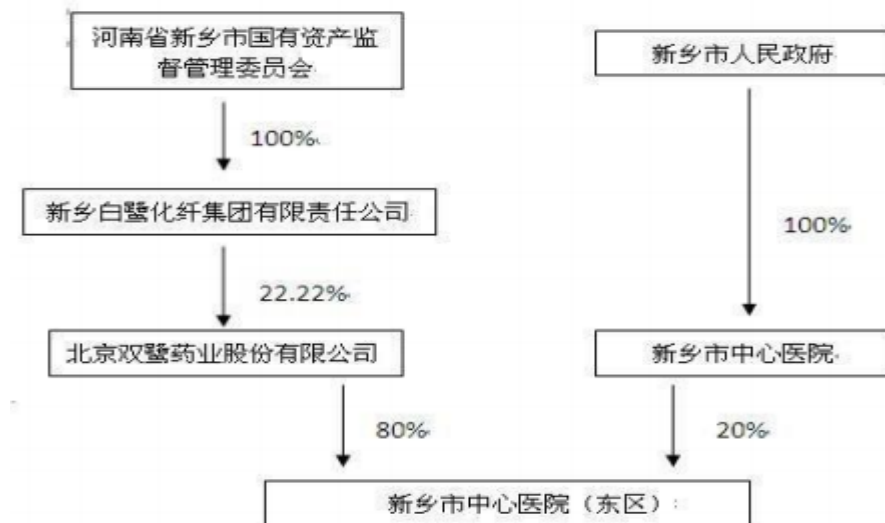
**图表2 福尔生物产品线**

| 状态     | 品种  |
|--------|---|
| 已获生产批件 | 人用狂犬病疫苗(地鼠肾细胞), 人血白蛋白, 人免疫球蛋白, 静脉注射用人免疫球蛋白, |
| 申请生产批件 | ACYW135群四价脑膜炎球菌多糖疫苗, 流感病毒裂解疫苗               |
| 取得临床批件 | 乙脑疫苗  |
| 临床前研究  | 甲肝、Hib、白百破等七个疫苗品种                           |

资料来源：公司公告，平安证券研究所整理

公司决定投资 1.6 亿元成立新乡医院是实践大健康战略的重要一步，不仅利于公司了解终端需求、分享院内制剂市场，对于公司推进新药和诊断产品临床研究也大有裨益。此外，根据协议公司有权参与新乡中原医院管理有限公司所属医院的药品配送（不低于总份额的 1/3），利于公司截留中间环节利润。

**图表3 新乡医院股权结构**



资料来源：公司公告

## 1.4 分产品收入预测

我们对公司分产品收入预测如下：

图表4 公司分产品收入预测

单位：百万元

|                      | 2010A         | 2011E         | 2012E         | 2013E          |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 注射用复合辅酶(贝科能)         | 210.00        | 310.00        | 420.00        | 540.00         |
| YOY                  | 2.4%          | 47.6%         | 35.5%         | 28.6%          |
| 重组人粒细胞集落刺激因子注射液(立生素) | 34.00         | 38.00         | 42.00         | 46.00          |
| YOY                  | 13.3%         | 11.8%         | 10.5%         | 9.5%           |
| 注射用重组人新型白介素-2(欣吉尔)   | 38.00         | 41.00         | 45.00         | 49.00          |
| YOY                  | 26.7%         | 7.9%          | 9.8%          | 8.9%           |
| 注射用重组人白介素-11(迈格尔)    | 13.00         | 17.70         | 23.50         | 29.00          |
| YOY                  | 8.3%          | 36.2%         | 32.8%         | 23.4%          |
| 注射用三氧化二砷             | 30.00         | 30.00         | 45.00         | 60.00          |
| YOY                  | 200.0%        | 0.0%          | 50.0%         | 33.3%          |
| 酒石酸长春瑞滨注射液(欣瑞金)      | 14.00         | 16.00         | 18.00         | 20.00          |
| YOY                  | 40.0%         | 14.3%         | 12.5%         | 11.1%          |
| 紫杉醇注射液               | 15.00         | 21.00         | 25.00         | 29.00          |
| YOY                  | 30.4%         | 40.0%         | 19.0%         | 16.0%          |
| 阿德福韦酯胶囊/片(欣复诺)       | 17.00         | 26.50         | 38.00         | 52.00          |
| YOY                  | 70.0%         | 55.9%         | 43.4%         | 36.8%          |
| 注射用胸腺五肽(欧宁)          | 40.00         | 65.00         | 95.00         | 125.00         |
| YOY                  | 81.8%         | 62.5%         | 46.2%         | 31.6%          |
| 其他                   | 48.00         | 67.00         | 90.00         | 140.00         |
| YOY                  | -3.0%         | 39.6%         | 34.3%         | 55.6%          |
| <b>营业收入合计</b>        | <b>457.84</b> | <b>632.20</b> | <b>841.50</b> | <b>1090.00</b> |
| YOY                  | 17.4%         | 38.1%         | 33.1%         | 29.5%          |

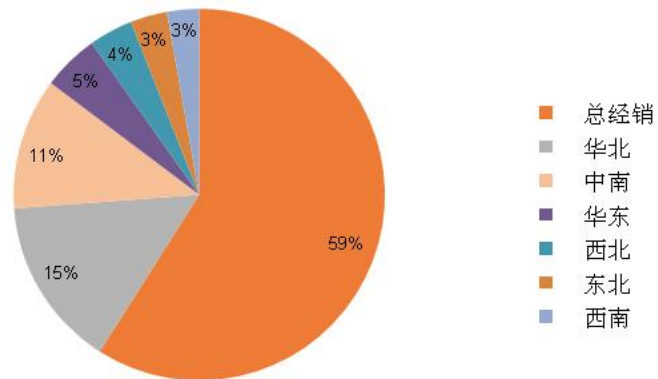
资料来源：平安证券研究所整理

## 二、核心信息附录

### 3.1 业务概要

公司主要从事基因工程药物的研究开发、生产和经营，拥有 2 个国家一类新药和 8 个国家二类新药。公司主要通过总经销方式进行销售，2011 年上半年通过经销方式实现营业收入 1.65 亿元，占主营业务收入比例为 59.02%；通过直销方式实现 1.15 亿元，占比 40.98%，其中华北地区占比最大，达 15%。

图表5 公司营业收入按营销模式和地区分布

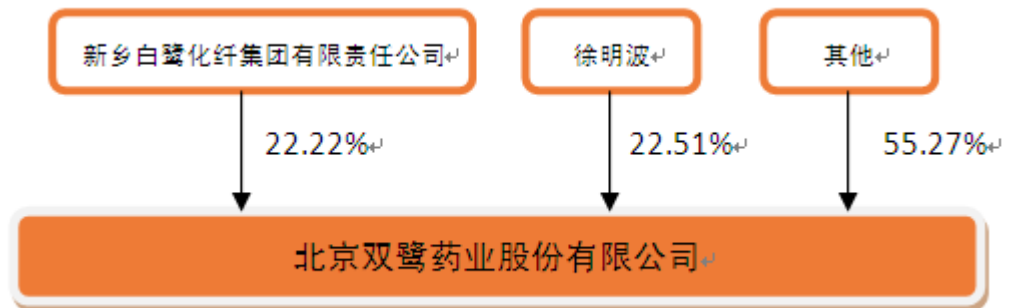


资料来源：公司资料、平安证券研究所整理

### 3.2 股权结构

公司董事长兼总经理徐明波是公司大股东和实际控制人，持 8571.30 万股，占总股本 22.51%；新乡白鹭化纤集团有限责任公司为公司第二大股东，持 8458.13 万股，占比 22.22%。

图表6 公司股权结构

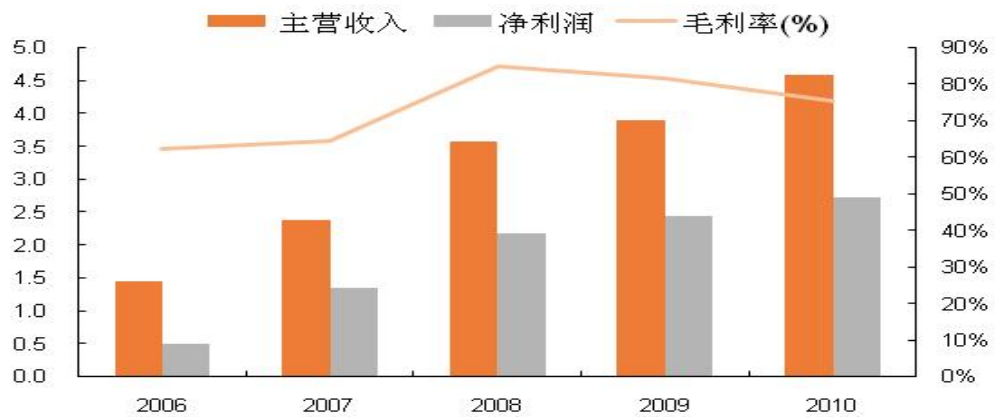


资料来源：Wind资讯，平安证券研究所整理

### 3.3 历史业绩概要

公司近年主营业务收入和净利润持续增长，经过 2006 年至 2008 年的高速增长后，2009-2010 年净利润增长率稳定在 12% 左右。2010 年实现主营收入 4058 亿，净利润 2.73 亿，分别较上年增长 17.39% 和 11.72%。公司毛利率在 2008 年达到峰值 85.05%，其后有所下降，2010 年毛利率为 75.48%。

图表7 公司年度业绩增长情况（单位：亿元）



资料来源：公司资料，平安证券研究所

公司 2011 年三季度实现主营收入 1.57 亿元，同比增长 56%，环比增长 2.7%；归属上市公司的净利润 9026 万元，同比增 47%。2011 年前三季度，公司营业收入 4.36 亿，同比增 38%；归属上市公司净利润 4.40 亿，同比大增 124%，部分由于公司在二季度转让北京普仁鸿医药销售有限公司 25%的股权，取得投资收益 1.93 亿元。

图表8 公司分季度净利润（单位：亿元）



资料来源：公司资料，平安证券研究所



| 资产负债表          |       |       |       |       | 利润表             |              |              |              |              |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 单位:百万元          |              |              |              |              |
| 会计年度           | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | 会计年度            | 2010A        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| <b>流动资产</b>    | 765   | 1099  | 1442  | 1854  | <b>营业收入</b>     | 458          | 632          | 842          | 1090         |
| 现金             | 446   | 632   | 842   | 1090  | 营业成本            | 107          | 145          | 202          | 273          |
| 应收账款           | 139   | 180   | 240   | 311   | 营业税金及附加         | 6            | 8            | 10           | 13           |
| 其他应收款          | 1     | 1     | 1     | 2     | 营业费用            | 19           | 20           | 26           | 34           |
| 预付账款           | 59    | 145   | 202   | 273   | 管理费用            | 69           | 76           | 97           | 123          |
| 存货             | 30    | 44    | 60    | 82    | 财务费用            | -7           | -22          | -27          | -36          |
| 其他流动资产         | 91    | 96    | 97    | 97    | 资产减值损失          | 1            | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | 483   | 669   | 800   | 851   | 公允价值变动收益        | -9           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 134   | 144   | 144   | 144   | 投资净收益           | 26           | 220          | 30           | 31           |
| 固定资产           | 181   | 297   | 400   | 448   | <b>营业利润</b>     | 282          | 625          | 564          | 715          |
| 无形资产           | 37    | 37    | 36    | 36    | 营业外收入           | 38           | 40           | 40           | 40           |
| 其他非流动资产        | 132   | 191   | 220   | 223   | 营业外支出           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>    | 1249  | 1767  | 2242  | 2705  | <b>利润总额</b>     | 320          | 665          | 604          | 755          |
| <b>流动负债</b>    | 37    | 54    | 138   | 71    | 所得税             | 43           | 100          | 91           | 113          |
| 短期借款           | 0     | 8     | 86    | 10    | <b>净利润</b>      | 276          | 565          | 513          | 642          |
| 应付账款           | 8     | 15    | 20    | 27    | 少数股东损益          | 4            | 8            | 7            | 9            |
| 其他流动负债         | 29    | 31    | 32    | 33    | <b>归属母公司净利润</b> | 273          | 558          | 506          | 633          |
| <b>非流动负债</b>   | 0     | 0     | 0     | 0     | EBITDA          | 288          | 626          | 570          | 720          |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 1.08         | 1.47         | 1.33         | 1.67         |
| 其他非流动负债        | 0     | 0     | 0     | 0     |                 |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 37    | 54    | 138   | 71    | <b>主要财务比率</b>   |              |              |              |              |
| 少数股东权益         | 21    | 28    | 35    | 44    | <b>会计年度</b>     | <b>2010A</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 股本             | 253   | 379   | 379   | 379   | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 资本公积           | 39    | 9     | 9     | 9     | 营业收入            | 17.4%        | 38.1%        | 33.1%        | 29.5%        |
| 留存收益           | 899   | 1297  | 1681  | 2202  | 营业利润            | 7.1%         | 122.0%       | -9.8%        | 26.8%        |
| 归属母公司股东权益      | 1191  | 1685  | 2069  | 2590  | 归属于母公司净利润       | 11.7%        | 104.5%       | -9.3%        | 25.1%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 1249  | 1767  | 2242  | 2705  | <b>获利能力</b>     |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 毛利率(%)          | 76.7%        | 77.0%        | 76.0%        | 75.0%        |
|                |       |       |       |       | 净利率(%)          | 59.6%        | 88.2%        | 60.1%        | 58.1%        |
|                |       |       |       |       | ROE(%)          | 22.9%        | 33.1%        | 24.5%        | 24.4%        |
|                |       |       |       |       | ROIC(%)         | 19.9%        | 30.3%        | 21.2%        | 22.2%        |
|                |       |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 资产负债率(%)        | 3.0%         | 3.0%         | 6.2%         | 2.6%         |
|                |       |       |       |       | 净负债比率(%)        | 0.00%        | 14.99%       | 62.09%       | 14.39%       |
|                |       |       |       |       | 流动比率            | 20.56        | 20.44        | 10.43        | 26.15        |
|                |       |       |       |       | 速动比率            | 19.77        | 19.62        | 9.99         | 24.99        |
|                |       |       |       |       | <b>营运能力</b>     |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 总资产周转率          | 0.40         | 0.42         | 0.42         | 0.44         |
|                |       |       |       |       | 应收账款周转率         | 3            | 4            | 4            | 4            |
|                |       |       |       |       | 应付账款周转率         | 10.78        | 12.87        | 11.63        | 11.49        |
|                |       |       |       |       | <b>每股指标(元)</b>  |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 0.72         | 1.47         | 1.33         | 1.67         |
|                |       |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.63         | 0.57         | 0.95         | 1.21         |
|                |       |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 4.71         | 4.44         | 5.45         | 6.83         |
|                |       |       |       |       | <b>估值比率</b>     |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | P/E             | 26.36        | 19.34        | 21.31        | 17.04        |
|                |       |       |       |       | P/B             | 6.04         | 6.40         | 5.21         | 4.16         |
|                |       |       |       |       | EV/EBITDA       | 35           | 16           | 18           | 14           |

| 现金流量表          |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| <b>经营活动现金流</b> | 238   | 215   | 360   | 459   |
| 净利润            | 276   | 565   | 513   | 642   |
| 折旧摊销           | 14    | 23    | 33    | 42    |
| 财务费用           | -7    | -22   | -27   | -36   |
| 投资损失           | -26   | -220  | -30   | -31   |
| 营运资金变动         | -35   | -138  | -132  | -161  |
| 其他经营现金流        | 16    | 7     | 3     | 4     |
| <b>投资活动现金流</b> | -164  | 4     | -133  | -60   |
| 资本支出           | 43    | 190   | 160   | 88    |
| 长期投资           | -128  | 19    | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | -250  | 213   | 27    | 28    |
| <b>筹资活动现金流</b> | -46   | -33   | -18   | -151  |
| 短期借款           | 0     | 8     | 78    | -76   |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 2     | 126   | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 1     | -30   | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -49   | -137  | -96   | -75   |
| <b>现金净增加额</b>  | 28    | 186   | 209   | 249   |

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257