

双鹭药业 (002038.SZ)
双鹭药业股价异动点评

 评级: **增持**

 前次: **增持**

目标价(元):

37.54-38.75

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

2012年1月12日

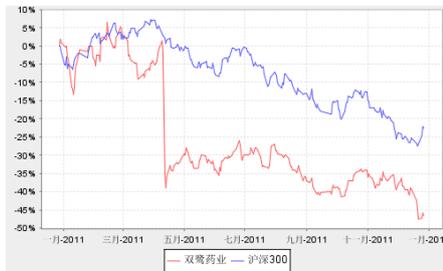
基本状况

总股本(百万股)	380.70
流通股本(百万股)	372.60
市价(元)	26.40
市值(百万元)	10987.00
流通市值(百万元)	10753.24

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%	102.16	-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)	41.83	50.07	18.23	20.24	15.53
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	7.05	5.51	4.29
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

- **事件:** 1月12日, 双鹭药业股价盘中一度下跌9.91%, 收盘时下跌8.52%, 报收于26.40元。
- **背景:** 近期A股市场疲弱, 过去半年上证指数下跌17.41%, 医药指数下跌25.57%。
- **下跌的潜在原因:**
 - 1) 资本市场的系统性风险, 估值水平整体下移;
 - 2) 1月5日全国卫生工作会议上, 卫生部部长陈竺关于“全面取消以药补医, 理顺补偿机制”的时间表比市场预期激进, 市场对未来临床路径和支付制度改革判断有分歧。
 - 3) 深交所的上市公司董监高及相关人员股份变动情况备案显示, 公司高管在11年12月30日和12年1月6日有卖出和买入公司股票, 对市场心理有一定扰动。
- **2011年的盈利增长已经确定, 今明两年临床路径的渐变可能对公司的盈利增长影响不大。**
 - 1) **2011年的盈利增长已经确定:** 2011年10月20日, 公司公布三季度业绩的同时预计2011年度归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长80%~110%之间。按照我的测算, 预计2011年EPS为1.45元/股, 扣除转让普仁鸿股权的影响EPS为1.02元/股(包含普仁鸿分红)。
 - 2) **今明两年临床路径的渐变可能对公司的盈利增长影响不大:**
 - 首先, 双鹭药业的产品线集中在肿瘤、心血管、肝病等重大疾病的治疗, 主要在2级和2级以上医院销售。12年300个试点县推行取消以药补医、力争13年在县级医院全面推开, 县级医院大部分是1级医院, 少数是2级医院, 因此对双鹭的影响较小。
 - 如果我们看贝科能(注射用复合辅酶)这个主导品种, 该品种有接近一半的销售来自部队医院,

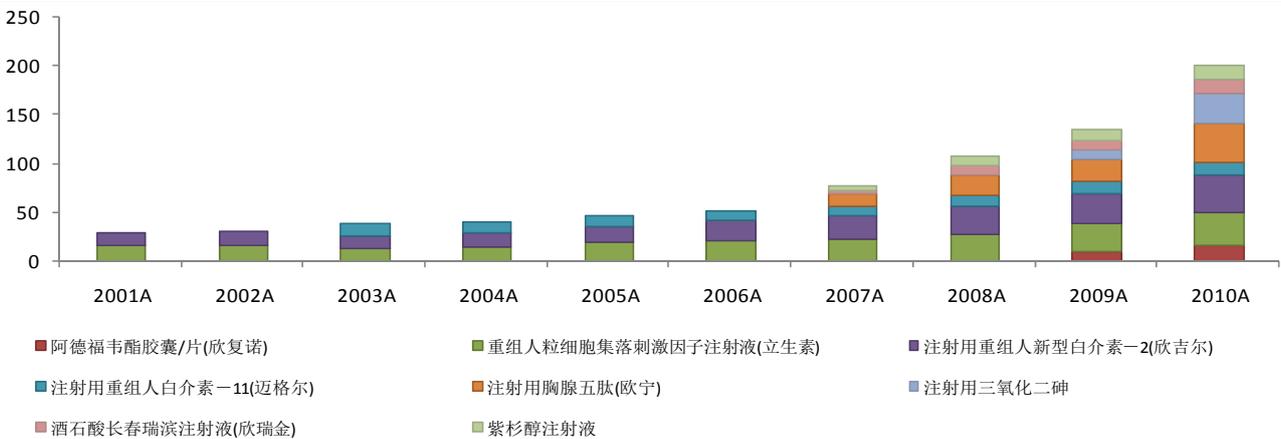
就该品种在地方医院的增长而言，由于贝科能 2010 年进入 22 个省市（新进 10 个）地方医保，进入地方医保数量的增加，对于销量的增长有帮助。另外，我们注意到在新疆等地区，由于销售力量的加强，贝科能虽然没有进入新疆的地方医保，也取得了较快增长。

图表 1: 贝科能进入 2010 和 2005 年版地方医保目录的对比

2005 年版地方医保的 13 个省市自治区	海南、重庆、湖北、湖南、江西、辽宁、贵州、青海、西藏、 河北(限病毒性心肌炎急性期)、山西(限急性心肌炎、急性心肌梗死)、 山东(限急救)、内蒙(2010 版没进入)
2010 年版地方医保新进的 10 个省市自治区	福建(限肝病用药)——2010 年 7 月 1 日起执行起执行 云南——2010 年 7 月 1 日起执行 黑龙江——2010 年 8 月 1 日起执行 江苏——2010 年 10 月 1 日起执行 陕西——2010 年 10 月 1 日起执行 河南——2010 年 10 月 1 日起执行 吉林——2010 年 10 月 1 日起执行 安徽——2010 年 11 月 1 日起执行 广西自治区——2010 年 12 月 1 日起执行 北京([适]1.急、慢性肝炎; 2.原发性血小板减少性紫癜。限二级以上医院使用。费用需个人部分负担。)——2011 年 7 月 1 日起执行
备注	河北、山西在 2010 版中取消限制

来源：各省市自治区人力资源和社会保障厅网站，齐鲁证券研究所

图表 2: 双鹭药业二线产品的收入增长 (单位: 百万元)



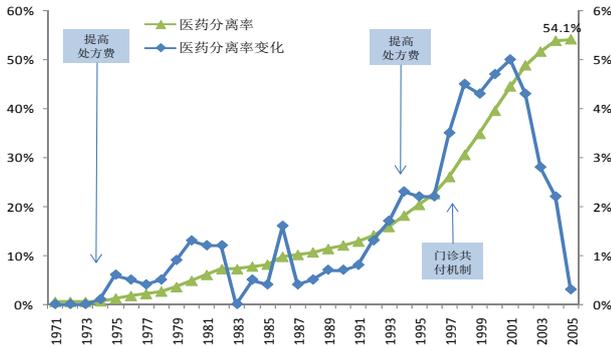
来源：齐鲁证券研究所

■ **取消以药养医的改革进程和影响存在不确定性:**

- 1) **进程:** 以日本医改为例，日本政府以政策性促进医药分离为主，30 多年时间也才达到半数分离，在医药分离不充分时，以药养医就难以杜绝，这时候医院仍然会通过多开处方来提高收入。中国取消以药养医如果要缩短进程的话，必然伴随一系列的强制性措施，否则 4 年时间不可能一蹴而就。更进一步来说，取消以药养医，其实是利益分配格局的重塑，政府对医院和医生的补偿如果不到位，难以真正推行。
- 2) **影响:** 总额预付，可能导致医院在用完医保的额度后，不愿意接收医保病人，倾向于接收自费病人；按病种付费，从利益导向上看，病种判定上可能出现尽量朝上限设定，从可执行性上看，按病种付费的病

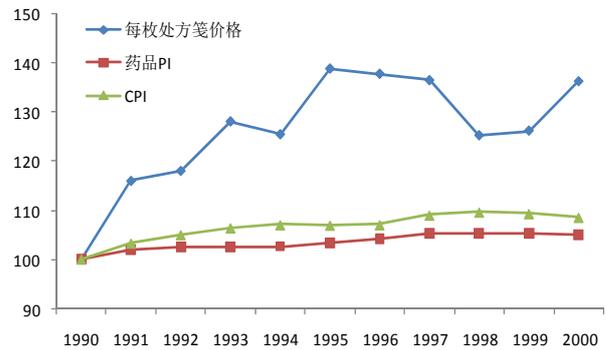
症会集中在临床路径简单明了的常见病。

图表 3: 日本医药分离率的变化



来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 90 年起日本每枚处方价、药价及 CPI 变化



来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 12 年 1 月 5 日卫生部长陈竺关于取消以药补医和推进支付制度改革的时间表和方式

时间表	2012 年 300 个试点县先行推开, 力争 2013 年在县级医院普遍推行, 2015 年在所有公立医院全面推开
方式	用总额预付、按病种、按服务单元、按人头等支付方式替代按项目付费, 临床路径与支付制度改革结合

来源: 齐鲁证券研究所

图表 6: 中国公立医院改革进程

1 试点城市	2010 年 2 月启动公立医院改革, 卫生部确定辽宁鞍山等 16 个试点城市。各省也确定 31 个省级试点城市承担省域改革探索任务。截止 2010 年 12 月, 全国共有 47 个城市陆续开展试点工作。
2 医院服务管理改革	全国 1200 所三级医院实行预约诊疗和分时段就诊; 在 23 个省份 110 家医院对 112 种疾病开展临床路径管理试点; 在全国 900 多家医院的 7300 多个病房开展优质护理服务示范工程; 在 22 个省份近 100 家医院开展电子病历试点; 在 5 个省份开展执业医师多点执业试点; 选择 50 个病种开展单病种付费试点。
3 公立医院改革配套政策改革	上海、北京、鞍山、芜湖、宝鸡、鄂州等试点城市重点抓好公立医院设置规划和布局, 医保和新农合、城乡医疗救助总额预付和即时结算; 上海、天津等城市推行住院医师规范化培训; 深圳市实行医院与社区一体化、网络化建设, 实行社区卫生服务院办院管; 陕西省重点抓好子长县、府谷县、镇安县、神木县等县级医院改革, 建立县乡联动机制; 天津市泰达心血管病医院在创新管理体制机制、加强内部管理、改善服务方面进行积极探索, 创新公立医院运行模式; 北京、洛阳市试点公立医院管理体制改革; 镇江、潍坊、深圳市试点法人治理机制改革; 北京、鞍山、芜湖、马鞍山市试点补偿机制改革; 深圳、宝鸡市试点上下联动机制改革; 昆明市试点多元化办医体制改革。

来源: 齐鲁证券研究所

- **投资建议:** 我们认为贝科能在 12、13 年的增长潜力仍然较好, 看好公司的二线产品多点开花、产品储备不断丰富和壮大, 预计双鹭药业 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, 维持“增持”评级, 目标价 37.54-38.75 元。风险主要来自 A 股市场的估值水平下移, 以及从中长期来看医药行业宏观政策所导致的临床路径和支付制度改革的不确定性。

图表 7: 双鹭药业 PE 相对估值结果: 37.54-38.75 元

公司名称	股票代码	收盘价	总市值	11EPS	12EPS	13EPS	11PE	12PE	13PE
可比公司平均							37.19	28.87	22.79
双鹭药业	002038.SZ	26.40	100.50	1.45	1.30	1.70	18.21	20.31	15.53
华兰生物	002007.SZ	23.80	137.14	0.84	0.94	1.14	28.33	25.39	20.84
天坛生物	600161.SH	14.99	77.27	0.48	0.54	0.62	31.05	27.95	24.26
上海莱士	002252.SZ	25.04	68.11	0.76	0.93	1.11	32.92	27.07	22.56
智飞生物	300122.SZ	26.08	104.32	0.55	0.82	1.12	47.27	31.97	23.38
沃森生物	300142.SZ	41.85	62.78	1.40	1.85	2.40	29.93	22.65	17.46
长春高新	000661.SZ	34.90	45.83	0.82	1.14	1.43	42.69	30.68	24.41
舒泰神	300204.SZ	64.50	43.02	1.29	1.85	2.61	50.06	34.91	24.76
安科生物	300009.SZ	10.79	20.39	0.32	0.32	0.37	33.72	33.37	29.56
翰宇药业	300199.SZ	31.77	31.77	0.82	1.23	1.77	38.69	25.88	17.90

来源: 齐鲁证券研究所

图表 8: 双鹭药业销售收入预测表 (单位: 百万元)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
注射用复合辅酶 (贝科能)					
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%
注射用胸腺五肽 (欧宁)					
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%
阿德福韦酯胶囊/片 (欣复诺)					
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%
重组人粒细胞集落刺激因子注射液 (立生素)					
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%
注射用重组人新型白介素-2 (欣吉尔)					
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%
注射用重组人白介素-11 (迈格尔)					
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%
注射用三氧化二砷					
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%
酒石酸长春瑞滨注射液 (欣瑞金)					
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%
紫杉醇注射液					
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%
其他					
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%
销售收入小计	390.02	457.84	642.85	964.20	1331.96
销售成本小计	66.98	106.74	149.98	244.31	362.40
毛利	323.04	351.10	492.87	719.89	969.56
平均毛利率	82.83%	76.69%	76.67%	74.66%	72.79%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 9: 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
营业总收入	358	390	458	643	964	1,332	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	资产总计	789	1,020	1,249	1,950	2,389	3,083
% 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	长期投资	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%	负债	26	37	37	150	85	120
营业利润	229	263	282	616	551	731	普通股股东权益	760	966	1,191	1,775	2,271	2,918
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	负债股东权益合计	789	1,020	1,249	1,950	2,389	3,083
税前利润	236	273	320	651	586	766	比率分析						
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	每股指标						
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%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							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	增长率						
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%
经营活动现金净流	194	174	238	246	353	489	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	资产管理能力						
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
投资活动现金净流	-19	-136	-164	-33	-271	-318	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	偿债能力						
筹资活动现金净流	-11	-41	-46	128	-95	0	净负债/股东权益	-56.78%	-44.76%	-37.76%	-44.07%	-33.53%	-31.47%
现金净流量	164	-3	28	341	-13	171	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 10: 过去一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》
06	2011 年 12 月 1 日	事件点评《参股福尔生物, 在合适的时机做好的投资》
07	2012 年 1 月 12 日	事件点评《双鹭药业股价异动点评》

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