

主要品种医保推动，产业布局初见成效

双鹭药业调研纪要

报告摘要:

- 原有逻辑依然成立，医保将推动主要品种贝科能继续增长，二三线产品销量快速上规模；公司主导产品贝科能已经进入23个省的医保目录（广东、江苏、四川、河北等），2010年销售收入2.26亿元，同比2009年增加25%左右，预计2011年将增长40%（2011年前三季度增长约42%）。胸腺五肽、阿德福韦酯、氯雷他定、利塞磷酸钠、氨酚曲马多、三氧化二砷冻干粉针均进入国家医保。公司在产品开发过程中，特别注重差异化的选择，所以这些二三线生产厂家较少，市场空间都比较大，我们认为在医保的推动下，这些二三线产品将会迅速成为大市值品种。
- 研发驱动型企业，在研产品储备丰富，未来增长可持续；公司研发实力已经获得市场认可，后续储备产品丰富。替莫唑胺、依诺肝素钠、扶济复凝胶、还原性谷胱甘肽、腺苷蛋氨酸等产品即将拿到生产批文。长效立生素（重大专项获得1000多万国家科研资助），已经于2011年10月完成临床试验，开始申报生产批文。进入临床的品种包括，重组人甲状旁腺激素、重组假丝酵母尿酸氧化酶、818项目等。同时申报临床的品种众多，包括卡文迪许公司先期开发的三个品种：来那度胺、吉西他滨、氟达拉滨（已转让给公司）
- 产业布局已具白马雏形，多点开花未来可期；双鹭药业参股的福尔生物经过两年多的改造，制剂部分已经完成认证，原液部分正在施工中，预计今年上半年完成认证，目前流脑、乙脑疫苗正在进行生产审批，准备接受现场核查。双鹭药业和加拿大的肺炎23价多糖疫苗合作，目前工厂的收购已经接近尾声，加拿大生物技术研究所正在做临床前评价工作，预计临床实验通过的难度较小。投资建设新乡中心医院（东区）项目——整合大股东的终端资源，向医疗服务终端延伸。参股医药商业普仁鸿，公司虽然已经转让普仁鸿25%的股权，但仍然持有其20%的股份，普仁鸿是北京地区资质较好的商业公司，公司仍然保留有市场渠道的能力。同时公司参股研发型医药开发公司南京卡文迪许、北京瑞康医药、江阴长风医药，参股辽宁迈迪生物、星昊医药，都是资质较好的医药企业。
- 投资评级：考虑到2012年医药行业经营环境的变化，公司可能会随之调整销售政策，导致成本和费用超出预期，我们调整公司2011-2013年的业绩预测为EPS 1.40、1.35以及1.75元（原先预测分别为1.40元，1.40元，1.84元），下调12个月目标价40元（原目标价45元），维持“增持-A”的投资评级。
- 风险提示：医疗费用控制升温，导致公司某些重点品种销售可能受到影响；在研产品报批过程中的诸多不确定性。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	283.2	457.8	687.8	966.9	1,276.3
Growth(%)	5.2%	61.7%	50.2%	40.6%	32.0%
净利润	189.3	276.4	542.9	522.8	678.9
Growth(%)	18.2%	43.8%	95.7%	-3.7%	29.9%
毛利率(%)	83.3%	76.7%	77.0%	76.8%	76.9%
净利润率(%)	67.0%	59.6%	77.6%	53.2%	52.3%
每股收益(元)	0.98	1.08	1.40	1.35	1.75
每股净资产(元)	3.65	4.79	4.17	4.66	5.30
市盈率	55.1	49.9	38.5	40.0	30.8
市净率	14.8	11.3	13.0	11.6	10.2
净资产收益率(%)	20.5%	22.8%	34.2%	29.5%	33.6%
ROIC(%)	57.5%	53.1%	79.9%	67.7%	73.1%
EV/EBITDA	63.4	47.9	45.1	33.4	25.5
股息收益率	0.0%	0.0%	1.3%	1.5%	1.9%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

40.00元

期限: 12个月 上次预测: 45.00元

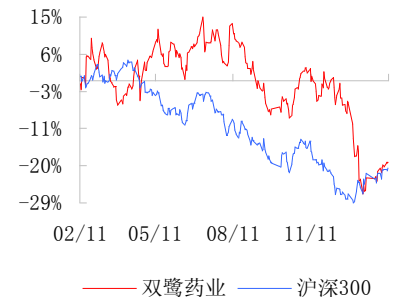
现价(2012年02月15日): 28.00元

报告日期:

2012-02-15

总市值(百万元)	10,659.60
流通市值(百万元)	8,750.67
总股本(百万股)	380.70
流通股本(百万股)	312.52
12个月最低/最高	25.01/57.89元
十大流通股东(%)	51.43%
股东户数	11,739

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(1.03)	(14.46)	1.39
绝对收益	5.46	(21.57)	(19.37)

邹敏
021-68766073
执业证书编号

首席行业分析师
zoumin@essence.com.cn
S1450511080003

报告联系人

吴永强

010-66581629
wuyq@essence.com.cn

前期研究成果

双鹭药业: 国内外双管齐下, 战略性切入疫苗血制品领域

2011-12-01

双鹭药业: 增长确定, 业绩可期

2011-10-21

双鹭药业: 内外并举, 重拾高增长

2011-04-15

我们近期调研了双鹭药业，就公司经营的主要方面与公司管理层进行了充分交流，现将交流要点及我们的分析整理如下：

1. 多个品种被纳入医保，仍然是我们推荐公司的主要逻辑。

公司主导产品贝科能进入多个省份的地方医保（约 23 个省份），胸腺五肽、阿德福韦酯、利塞磷酸钠、氨酚曲马多和三氧化二砷冻干粉针等均被纳入 2009 版的国家医保，我们认为公司 2011 年业绩扣除非经常性损益后，净利润保持 35-40% 的增长，2012-2013 年保持 30% 以上的增长仍然可以持续。

公司多数品种都是国内独家或者剂型独家，依靠品种优势对销售渠道的议价能力很强。公司对多数品种都使用代理商的销售模式，即由于研发能力突出，具有品种优势，因此对代理商谈判能力强，政策性药品降价压力主要向代理商传递。

1.1. 主导品种贝科能未来将在医保推行下继续增长

公司主导产品贝科能已经进入 23 个省的医保目录（广东、江苏、四川、河北等），2010 年销售收入 2.26 亿元，同比 2009 年增加 25% 左右，预计 2011 年将增长 40%（2011 年前三季度增长约 42%）。2011 年贝科能销售收入在总收入中的占比约为 45% 左右。贝科能是参与细胞代谢的赋活剂，恢复细胞功能，对于像肝病、心脑血管等慢性病的辅助作用不可缺少。我们认为当前贝科能增长的驱动力主要来自于纳入医保后的增长、逐步取代辅酶 A 的现有市场空间。2011 年上半年，广东和新疆新医保已开始施行，贝科能在这些市场的销售正在逐渐放量。北京与华北市场贝科能的销售还未见到有突破性进展，其主要原因在于贝科能虽然已经进入北京市医保，但是北京非军队医院品种进医院的招标工作已经暂停了几年，虽然 2010 年底再次招标，但后续的医院开发工作还在逐步进行中。我们认为随着各地新医保的陆续施行，贝科能将保持快速增长。

1.2. 二三线产品梯队逐步形成。

胸腺五肽、阿德福韦酯、氯雷他定、利塞磷酸钠、氨酚曲马多、三氧化二砷冻干粉针均进入 2009 年版医保。公司在产品研发过程中，特别注重产品差异化的选择，所以这些二三线产品生产厂家较少，市场空间都比较大，我们认为在新进医保效应的推动下，这些二三线产品有望销售上量，成为大品种。

- 胸腺五肽，2010 年销售额约为 4000 万，我们预计 2011 年前三季度同比增长 70%。我们认为胸腺五肽正在逐步替代胸腺肽的市场空间，未来增长仍能够持续。公司拥有冻干 10mg 粉针与 1mg 水针两个剂型，市场竞争格局中处于有利地位。
- 阿德福韦酯胶囊，2010 年销售额约为 1500 万，我们预计 2011 年前三季度同比增长 50-60%。阿德福韦酯作为肝病用药主要有片剂（全国有约 10 家企业生产）和胶囊剂（有 3 家企业生产）两种剂型，都已进入国家医保。
- 氯雷他定分散片，2010 年销售额约为 1000 万，我们预计 2011 年前三季度同比增长 50-60%。
- 利塞磷酸钠是口服治疗骨质疏松药，由于其刚进国家医保，发改委目前还没有定价，这个品种的医保效应还没有体现出来。从美国市场看，该品种有近 20 亿美元的销售。

2. 后续新产品储备丰富。

公司研发实力已经获得市场认可，后续储备产品丰富。

- 处于等待批文阶段的品种：我们预计替莫唑胺、依诺肝素钠、扶济复凝胶、还原性谷胱甘肽、腺苷蛋氨酸等产品即将拿到生产批文。其中，替莫唑胺国内厂家江苏天士力帝益药业有限公司生产，规格 50mg/粒，年销售 2 亿元左右。公司报批规格为 10mg/粒，和江苏天士力形成差异化。
- 处于申报生产批文的品种有：长效立生素（重大专项获得 1000 多万国家科研资助），已经于 2011 年 10 月完成临床试验，开始申报生产批文。
- 进入临床的品种包括，重组人甲状旁腺激素、重组假丝酵母尿酸氧化酶、818 项目等。
- 同时申报临床的品种众多，包括卡文迪许公司先期开发的三个品种：来那度胺、吉西他滨、氟法拉滨（已转让给公司）。公司在其基础上对来那度胺（用于治疗致死性血液疾病及癌症）进行深度开发，挑战原研企业 Celgene 的专利获得成功，意义重大，未来该产品上市可以申请全球市场的销售。

3. 销售政策灵活，应对行业环境变化

公司在销售方面的组织机构，分别为销售部（负责北京专柜）、商务部（负责管理经销商）、大客户部（负责大品种，例如辅酶等）和销售服务部（负责销售支持）。全国共有大小经销商 2000 多家。公司直属的销售人员有 50 人左右，另外还有销售支持人员大约 30 人。

公司产品主要实行代理制模式，在医药招标制度不断变化的行业政策环境中，特别是部分地区推动“两票制”的模式，公司 2012 年拟提高供货价（高开发票），将给代理商的利润空间以销售费用的方式支出，这样虽然公司会多缴纳增值税，但同时地方退税返还也将相应增加。

4. 产业布局已初具成效，多点开花未来可期

4.1. 生产基地已基本建设完备

公司目前拥有两个生产基地正常运转，八大处生产基地土地与昌平生产基地，在建的新乡生产基地将是公司特色原料药基地，随着近期的增资，未来低毛利的基药品种将放在新乡基地生产。目前随着新产品不断上市，产能已逐渐饱和了。公司已在大兴购买 200 亩土地，规划设计可满足未来抗体和疫苗等药物的生产，并将按照美国 FDA 认证标准进行建造。

4.2. 多种方式进行产业布局

- 双鹭药业参股的福尔生物经过两年多的改造，制剂部分已经完成认证，原液部分正在施工中，预计今年上半年完成认证，目前流脑、乙脑疫苗正在进行生产审批，准备接受现场核查。
- 双鹭药业和加拿大的肺炎 23 价多糖疫苗合作，目前工厂的收购已经接近尾声，加拿大生物技术研究所正在做临床前评价工作，预计临床实验通过的难度较小。
- 投资建设新乡中心医院（东区）项目——整合大股东的终端资源，向医疗服务终端延伸，该项目的合作条件包括：在遵守当地集中采购制度的前提下参与新乡中原医院管理有限公司所属医院（五家）的药品配送，确保在同等条件下的优先份额，原则上不低于总份额的 1/3。这将促进公司普药和专科药的销售。
- 参股医药商业普仁鸿，公司虽然已经转让普仁鸿 25% 的股权，但仍然持有其 20% 的股份，普仁鸿是北京地区资质较好的商业公司，公司仍然保留有影响市场渠道的能力。

- 同时公司参股研发型医药研发公司南京卡文迪许、北京瑞康医药、江阴长风医药，参股辽宁迈迪生物、星昊医药，都是资质较好的医药企业。

5. 投资评级

考虑到 2012 年医药行业经营环境的变化，公司可能会随之调整销售政策，导致成本和费用超出预期，我们调整公司 2011-2013 年的业绩预测为 EPS 1.40、1.35 以及 1.75 元（原先预测分别为 1.40 元，1.40 元，1.84 元），下调 12 个月目标价 40 元（原目标价 45 元），维持“增持-A”的投资评级。

6. 风险提示

医疗费用控制升温，导致公司某些重点品种销售可能受到影响；研发产品报批过程的不确定性。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011-02-14		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	283.2	457.8	687.8	966.9	1,276.3	成长性					
减: 营业成本	47.4	106.7	158.5	224.8	295.5	营业收入增长率	5.2%	61.7%	50.2%	40.6%	32.0%
营业税费	3.5	5.5	8.3	13.5	17.9	营业利润增长率	15.7%	33.3%	53.5%	35.1%	31.1%
销售费用	9.5	19.0	28.9	44.5	57.4	净利润增长率	18.2%	43.8%	95.7%	-3.7%	29.9%
管理费用	32.2	68.9	99.7	142.1	185.1	EBITDA 增长率	14.6%	33.0%	59.7%	34.6%	30.6%
财务费用	-5.1	-7.2	-10.0	-12.0	-15.0	EBIT 增长率	14.6%	33.0%	53.9%	35.4%	31.2%
资产减值损失	0.5	0.5	-	-	-	NOPLAT 增长率	16.5%	46.2%	97.8%	-4.1%	30.0%
加: 公允价值变动收益	7.2	-9.1	-	-	-	投资资本增长率	58.2%	31.6%	13.1%	20.3%	16.9%
投资和汇兑收益	9.0	26.3	30.0	30.0	30.0	净资产增长率	31.2%	31.1%	31.0%	11.8%	13.7%
营业利润	211.3	281.6	432.3	583.9	765.4	利润率					
加: 营业外净收支	4.6	38.0	199.0	24.0	24.0	毛利率	83.3%	76.7%	77.0%	76.8%	76.9%
利润总额	215.9	319.6	631.3	607.9	789.4	营业利润率	74.6%	61.5%	62.9%	60.4%	60.0%
减: 所得税	26.6	43.2	88.4	85.1	110.5	净利润率	67.0%	59.6%	77.6%	53.2%	52.3%
净利润	189.3	276.4	542.9	522.8	678.9	EBITDA/营业收入	72.8%	59.9%	63.7%	61.0%	60.4%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	72.8%	59.9%	61.4%	59.2%	58.8%
货币资金	420.4	445.9	778.7	834.9	949.2	运营效率					
交易性金融资产	17.3	11.6	11.0	11.0	11.0	固定资产周转天数	124	108	98	75	61
应收帐款	112.9	139.9	179.5	252.4	333.2	流动营业资本周转天数	294	224	164	148	143
应收票据	-	1.1	1.7	2.4	3.1	流动资产周转天数	855	593	500	459	407
预付帐款	169.0	58.7	64.2	72.1	82.4	应收帐款周转天数	119	97	88	89	91
存货	14.5	29.5	42.9	60.8	80.0	存货周转天数	14	17	19	20	20
其他流动资产	9.8	78.6	68.0	86.1	106.3	总资产周转天数	1,089	870	763	662	573
可供出售金融资产	-	92.9	92.9	92.9	92.9	投资资本周转天数	528	463	373	310	279
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	65.1	133.7	150.0	180.0	200.0	ROE	20.5%	22.8%	34.2%	29.5%	33.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	19.6%	22.1%	32.6%	27.7%	31.3%
固定资产	94.5	180.8	193.7	209.9	224.2	ROIC	57.5%	53.1%	79.9%	67.7%	73.1%
在建工程	7.0	1.4	1.5	1.5	1.5	费用率					
无形资产	35.2	37.3	37.4	37.5	37.6	销售费用率	3.3%	4.1%	4.2%	4.6%	4.5%
其他非流动资产	1.7	6.7	11.8	12.0	12.0	管理费用率	11.4%	15.0%	14.5%	14.7%	14.5%
资产总额	964.3	1,248.6	1,665.3	1,888.5	2,171.4	财务费用率	-1.8%	-1.6%	-1.5%	-1.2%	-1.2%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	12.9%	17.6%	17.2%	18.1%	17.8%
应付帐款	13.5	12.0	17.4	24.6	32.4	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	4.2%	3.0%	4.7%	6.0%	7.1%
其他流动负债	26.2	25.2	48.6	77.1	108.8	负债权益比	4.3%	3.1%	4.9%	6.4%	7.6%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	18.75	20.56	17.37	12.98	11.09
其他非流动负债	0.4	12.3	12.3	12.3	12.3	速动比率	18.39	19.77	16.72	12.37	10.51
负债总额	40.0	37.2	78.3	114.0	153.5	利息保障倍数	40.67	38.02	42.23	47.66	50.03
少数股东权益	18.3	20.6	28.4	36.0	45.8	分红指标					
股本	249.4	253.0	380.7	380.7	380.7	DPS(元)	-	-	0.70	0.81	1.05
留存收益	656.5	937.8	1,177.9	1,357.8	1,591.4	分红比率	0.0%	0.0%	50.0%	60.0%	60.0%
股东权益	924.2	1,211.4	1,587.1	1,774.5	2,017.9	股息收益率	0.0%	0.0%	1.3%	1.5%	1.9%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	-	-	542.9	522.8	678.9	EPS(元)	0.98	1.08	1.40	1.35	1.75
加: 折旧和摊销	-	-	15.9	17.9	20.0	BVPS(元)	3.65	4.79	4.17	4.66	5.30
资产减值准备	-	-	-	-	-	PE(X)	55.1	49.9	38.5	40.0	30.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	14.8	11.3	13.0	11.6	10.2
财务费用	-5.1	-7.2	-10.0	-12.0	-15.0	P/FCF	-	109.9	47.4	57.1	40.0
投资收益	-	26.3	-30.0	-30.0	-30.0	P/S	48.2	29.8	29.9	21.3	16.1
少数股东损益	-0.3	3.7	9.2	8.9	11.5	EV/EBITDA	63.4	47.9	45.1	33.4	25.5
营运资金的变动	-8.4	-32.3	-65.4	-89.9	-100.7	CAGR(%)	40.3%	34.9%	17.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-	238.1	462.7	417.8	564.7	PEG	1.4	1.4	2.2	-0.4	-0.3
投资活动产生现金流量	-90.6	-164.4	7.7	-32.1	-22.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-46.5	-45.9	-129.2	-296.4	-385.4	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

邹敏，首席行业分析师。毕业于南京大学生物工程系，上海交通大学 MBA。4 年医药行业工作经历和 6 年证券研究经历。2011 年 6 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

邹敏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	马正南	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034