

双鹭药业 (002038.SZ)

回归快速增长，布局大健康产业

 评级：**增持**

前次：

目标价(元)：

38.47-44.24

联系人

分析师

袁倩倩 CFA
谢刚

生物医药小组

S0740510120005

021-20315202

021-20315178

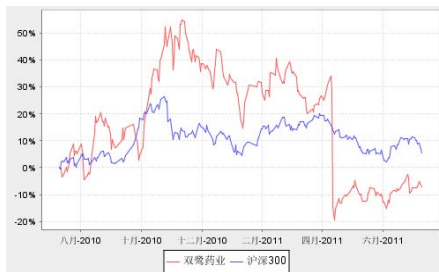
qqianqian@hotmail.com xiegang@qlzq.com.cn

2011年7月26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)	38.01
市值(百万元)	14470.41
流通市值(百万元)	14162.53

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	390.02	457.84	672.90	1,019.2	1,392.5
营业收入增速	8.94%	17.39%	46.97%	51.47%	36.62%
净利润增长率	12.05%	11.72%	96.87%	0.57%	30.66%
摊薄每股收益(元)	0.97	1.08	1.41	1.42	1.85
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	26.60	26.45	20.25
PEG	3.80	4.67	0.27	46.36	0.66
每股净资产(元)	3.84	4.71	4.87	6.29	8.14
每股现金流量(元)	0.69	0.94	0.69	1.02	1.43
净资产收益率	25.28%	22.90%	28.94%	22.54%	22.75%
市净率	11.56	12.53	7.70	5.96	4.61
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

投资要点

- 双鹭药业是**研发推动型生物制药企业**，主营基因工程、化学、生化药物的研发和生产经营，产品聚焦抗肿瘤、肝病、心脑血管三大领域。自成立以来，成功上市数十种新药，研发能力已被证明。
- **主导产品贝科能背靠大治疗领域，享有独家地位，进入新一轮高速增长。**贝科能 2010 年销售收入 2.09 亿元，占公司销售收入的 46%。我们判断贝科能正在进入新一轮高速增长，基于两点：政策层面，即贝科能新进入 10 个省市的医保乙类；数据层面，10 年 4 季度和 11 年 1 季度数据支持。
- **二线产品上规模，储备丰富，布局清晰。**2010 年公司除了贝科能，8 个产品的销售收入超过 1 千万。由于公司净利润率达到了 59.57%，单产品销售 1 千万以上，就可以贡献可观的利润。无论是已有的主导产品、二线产品还是在研的产品储备，公司聚焦肿瘤、肝病、心脑血管等大治疗领域的战略主线清晰，并且已经形成完备的产品梯队，产品系列化有助于发挥销售的协同优势。
- **布局大健康产业，培育新增长点。**普仁鸿项目，向北医股份出让 25% 股权，对于公司和北医股份潜在的销售渠道方面的合作是好的开端；新乡中心医院（东区）项目，整合了大股东的医院终端资源，我们认为经过 3-5 年培育将会是一个重要的增长点。
- **管理层激励行权完毕，对股价的压制因素已经解除，有利于业绩体现和长远发展。**
- 预计公司 2011-13 年收入分别为 6.73、10.19、13.93 亿元，增速为 46.97%、51.47%、36.62%；净利润为 5.37、5.40、7.05 亿元，扣除 2011 年转让普仁鸿一次性税后收益 1.64 亿元，增速 36.70%、44.84%、30.66%，2011-13 年对应 EPS 为 1.41、1.42、1.85 元，2011 年 EPS 扣除转让普仁鸿影响为 **0.98 元**。综合相对估值和绝对估值结果，**双鹭药业的合理估值区间为 38.47-44.24 元，给予“增持”评级。**

内容目录

投资双鹭药业的三个理由	- 4 -
主导产品贝科能进入新一轮高增长	- 4 -
2010 年贝科能进入 22 个省市（新进 10 个）地方医保，销量将逐步释放 ..	- 4 -
贝科能是背靠大治疗领域的独家品种，有机会成长为大品种	- 7 -
二线产品上规模，关注胸腺五肽、阿福德韦酯、三氧化二砷等潜力品种	- 8 -
胸腺五肽：大品种，受益于进入地方医保数量翻番	- 9 -
阿德福韦酯：治疗乙肝有优势，市场容量大	- 10 -
注射用三氧化二砷：急性早幼粒细胞白血病的特效药，剂型独家	- 11 -
研发能力已被证明，产品储备丰富，布局清晰	- 12 -
优秀研发推动型企业，研发能力已被证明	- 12 -
产品储备丰富，关注即将上市的替莫唑胺胶囊和扶济复凝胶剂	- 13 -
聚焦肿瘤、肝病、心脑血管治疗领域，产品线完备	- 14 -
布局大健康产业，培育新增长点	- 18 -
出让部分普仁鸿股权，多赢的选择	- 18 -
投资新建三甲医院，培育新增长点	- 19 -
盈利预测、估值和投资建议	- 20 -
盈利预测	- 20 -
绝对估值法：44.24 元	- 21 -
PE 相对估值法：38.47-39.56 元	- 22 -
投资建议	- 22 -
风险因素	- 22 -
附录	- 24 -
双鹭药业股权结构图	- 24 -
主要子公司和参股公司	- 24 -
图表 1：贝科能进入 2010 和 2005 年版地方医保目录的对比	- 5 -
图表 2：贝科能的增长轨迹一：销售收入持续快速增长	- 5 -
图表 3：贝科能的增长轨迹二：毛利率水平稳中有升	- 6 -
图表 4：双鹭药业分季度收入（单位：百万元）	- 6 -
图表 5：双鹭药业分季度毛利（单位：百万元）	- 6 -
图表 6：贝科能的市场容量（2011 年及以后数据为齐鲁证券预测数）	- 7 -
图表 7：双鹭药业收入结构（单位：百万元）	- 8 -
图表 8：双鹭药业毛利结构（单位：百万元）	- 8 -
图表 9：双鹭药业二线产品的收入增长（单位：百万元）	- 8 -
图表 10：双鹭药业的二线产品概况	- 9 -
图表 11：胸腺五肽的市场增速和份额	- 10 -

图表 12: 核苷类乙肝抗病毒药物对比	- 10 -
图表 13: 我国前十位恶性肿瘤死亡率	- 11 -
图表 14: 双鹭药业过去 5 年获得临床批件、生产批件的情况.....	- 12 -
图表 15: 双鹭药业员工人数构成 (单位: 人)	- 12 -
图表 16: 双鹭药业研发支出 (单位: 百万元)	- 12 -
图表 17: 双鹭药业重点在研品种	- 13 -
图表 18: 2009 年样本城市医院终端西药细分类别份额	- 14 -
图表 19: 中国近年来肿瘤病各年龄两周患病率 (%)	- 14 -
图表 20: 2004-2008 年全球抗肿瘤药市场规模.....	- 14 -
图表 21: 中国抗肿瘤药物销售规模, 按医院采购价.....	- 14 -
图表 22: 双鹭药业的抗肿瘤产品线.....	- 15 -
图表 23: 我国病毒性肝炎发病率和死亡率	- 16 -
图表 24: 双鹭药业的肝病产品线.....	- 16 -
图表 25: 我国心脑血管疾病发病率持续提高.....	- 17 -
图表 26: 双鹭药业的心脑血管及老年科产品线	- 17 -
图表 27: 普仁鸿股权的来龙去脉.....	- 18 -
图表 28: 普仁鸿收入的增长 (单位: 百万元)	- 18 -
图表 29: 普仁鸿的利润水平 (单位: 百万元)	- 18 -
图表 30: 新建新乡市中心医院 (东区) 的关系图	- 19 -
图表 31: 对药品配送收入和毛利率的预测	- 19 -
图表 32: 对新乡市中心医院 (东区) 业绩的预测	- 19 -
图表 33: 双鹭药业销售收入预测表.....	- 20 -
图表 34: 双鹭药业期间费用率及所得税率假定	- 21 -
图表 35: 双鹭药业 DCF 估值为 44.24 元.....	- 21 -
图表 36: 双鹭药业 PE 相对估值结果: 38.47-39.56 元	- 22 -
图表 37: 财务报表摘要.....	- 23 -
图表 38: 双鹭药业股权结构图	- 24 -
图表 39: 双鹭药业的主要子公司或参股公司 (单位: 百万元)	- 24 -

投资双鹭药业的三个理由

- **主导产品贝科能背靠大治疗领域，享有独家地位，进入新一轮高速增长。**
贝科能（注射用复合辅酶）占公司销售收入和毛利的 46%。由于贝科能进入 22 个（新进入 10 个）省市自治区的地方医保目录，该产品正在进入新一轮高速增长。
- **研发推动型生物制药企业，打造在重点治疗领域有竞争力的产品线。**公司是研发推动型企业，每年推出的新产品中都有在上市当年或 2-3 年培育后达到年销售收入 1 千万的品种，其研发能力已被证明。由于公司净利润率达到了 59.57%，单产品销售 1 千万以上，就可以贡献可观的利润。公司布局肿瘤、肝病、心脑血管等大治疗领域的战略主线清晰，并且形成完备的产品梯队，产品系列化有助于发挥销售的协同优势。
- **布局大健康产业，培育新增长点。**普仁鸿项目，向北医股份出让 25% 股权的交易，对于公司和北医股份潜在的销售渠道方面的合作是一个好的开端；新乡中心医院（东区）项目，整合大股东的终端资源，我们认为经过 3-5 年培育将会是一个重要的增长点。

主导产品贝科能进入新一轮高增长

2010 年贝科能进入 22 个省市（新进 10 个）地方医保，销量将逐步释放

- 主导产品贝科能（注射用复合辅酶）2010 年实现销售收入 2.09 亿元，占公司销售收入的 46%。它的增长对公司的整体增长至关重要。
- 我们判断贝科能正在进入新一轮高速增长，基于两点：政策层面，即贝科能新进入 10 个省市的医保乙类；数据层面，10 年 4 季度和 11 年 1 季度的数据有力的支持了我们的判断。
- 2005 年贝科能进入的 13 个省市自治区的地方医保乙类，以中西部和边疆地区为主，相对来说医药消费能力较弱。而 2010 年新进入的 10 个省市包括了北京、江苏、福建等国内经济发达地区，将有利于销售放量。另外，2005 版河北地方医保目录限病毒性心肌炎急性期和山西地方医保目录限急性心肌炎和急性心肌梗死的规定，2010 版中都取消了限制。
- 2010 版地方医保调整完成后将陆续开始实施，例如：江苏省 2010 年 10 月 1 日起执行新医保药品目录，北京市将于 2011 年 7 月 1 日起实施。另外，新版医保实施后，对市场的开拓也是逐步推进的。我们判断贝科能今年下半年的增长会更好。

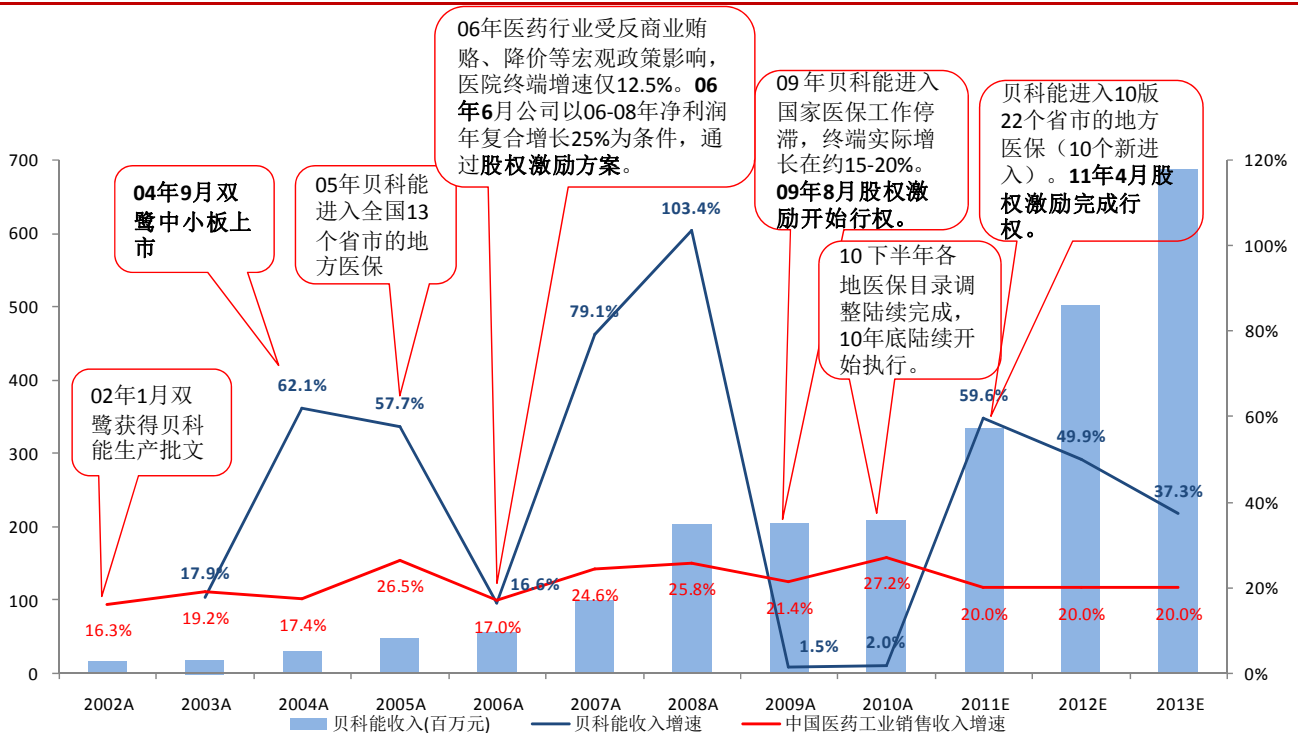
图表 1: 贝科能进入 2010 和 2005 年版地方医保目录的对比

<p>2005 年版地方医保的 13 个省市自治区</p>	<p>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)</p>
<p>2010 年版地方医保新进的 10 个省市自治区</p>	<p>福建(限肝病用药)——2010 年 7 月 1 日起执行 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</p>
<p>备注</p>	<p>河北、山西在 2010 版中取消限制</p>

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

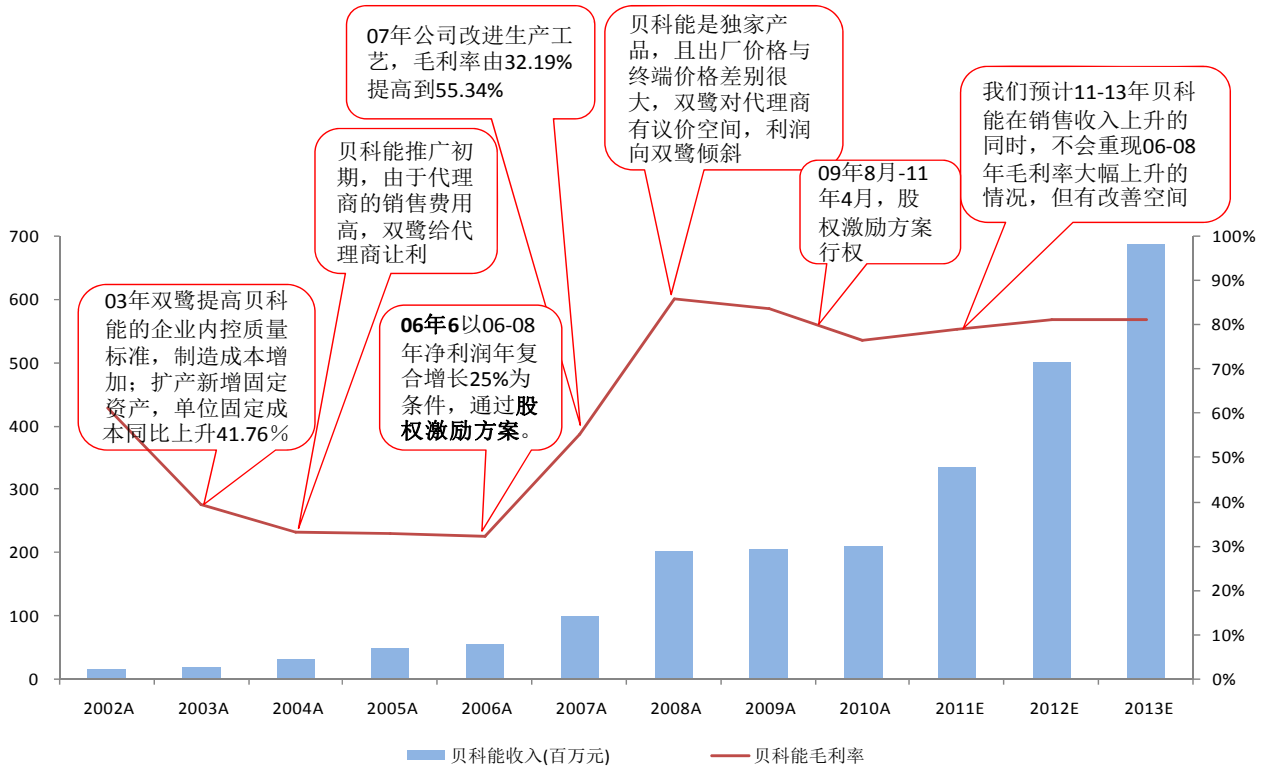
- 分析贝科能的增长轨迹, 结合公司的标志性事件, 我们看销售**收入**和**毛利率**两个方面。
- 我们认为 11-13 年贝科能的销售收入将高增长: **3 年消化地方医保数量翻番的增量 + 行业年均 20% 的增量 + 10 年调整留下的 10% 空间**
- 此外, 我们认为 11-13 年贝科能的**毛利率不会大幅上升, 但是有小幅提升的空间。**

图表 2: 贝科能的增长轨迹一: 销售收入持续快速增长



来源: 双鹭 2011 年及以后数据为齐鲁证券预测数, SFDA 南方所, 齐鲁证券研究所

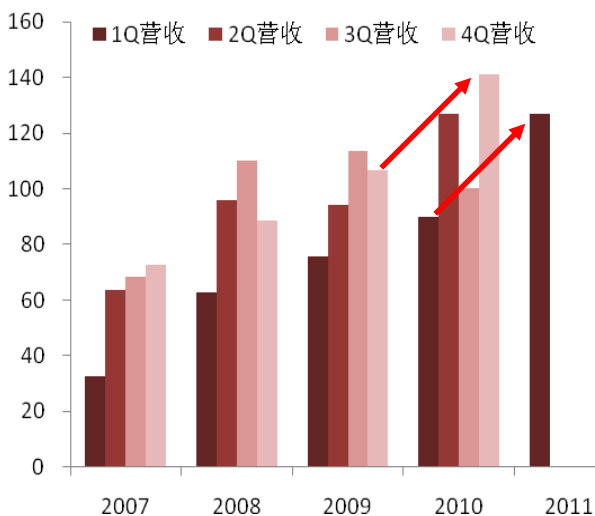
图表 3: 贝科能的增长轨迹二: 毛利率水平稳中有升



来源: 2011 年及以后数据为齐鲁证券预测数, 齐鲁证券研究所

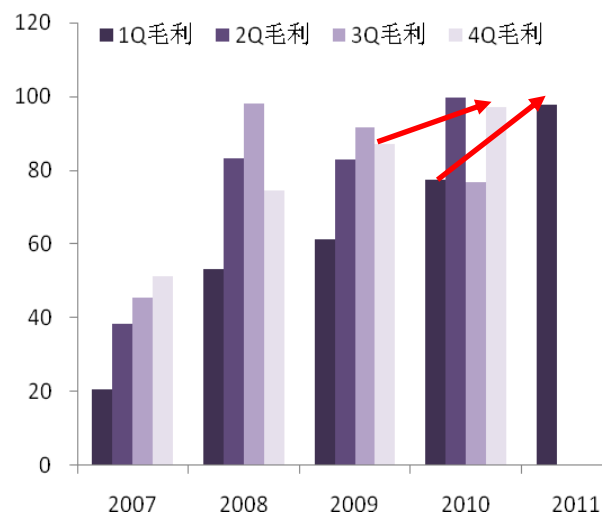
- 由于贝科能的收入和毛利都占了公司整体的近一半, 我们可以从公司整体的数据来推测贝科能的增长。公司的大部分产品, 包括贝科能, 都是处方药, 需要医生的处方, 因此每年的一季度由于春节假期, 相对来说是淡季。从 11 年 1Q 的数据来看, 同比增长显著, 环比基本持平, 淡季不淡, 说明新一轮增长正在启动。

图表 4: 双鹭药业分季度收入 (单位: 百万元)



来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 双鹭药业分季度毛利 (单位: 百万元)



来源: 齐鲁证券研究所

贝科能是背靠大治疗领域的独家品种，有机会成长为大品种

我们认为贝科能有机会成长为大品种，基于三个原因：

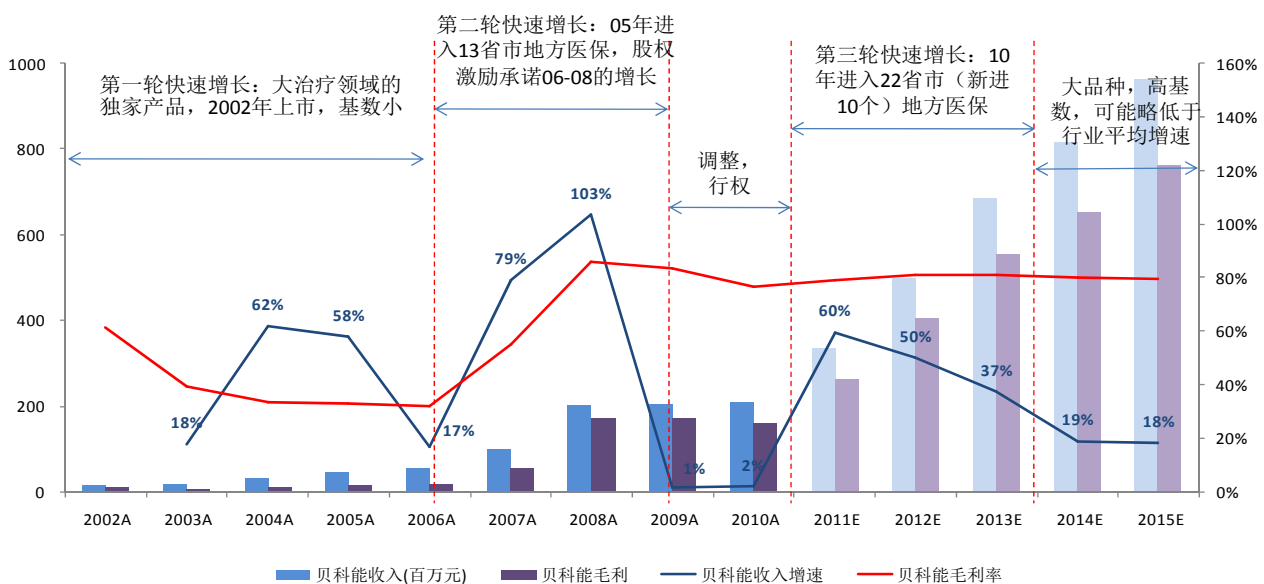
- 一、贝科能是独家品种，拥有一定的定价能力，在招投标中有优势，而且医生有动力使用。
- 二、我们认为，未来几年贝科能非常可能继续保持独家品种的身份。

2002年1月，公司取得贝科能（注射用复合辅酶）的生产批文。贝科能制备工艺独特，是独家品种。按照2007版新的药品注册法规，贝科能属于治疗用生物制品注册分类中的第5类（发酵制备的具有生物活性的多组分生物制品），属于新药。由于贝科能是多组分生物制品，想要仿制，首先需要制备和原研同样的产品（这是很难的），然后对其所有组分进行临床试验（这会耗费大量的金钱和时间），形成了壁垒。另外，我们查证到贝科能受到一项发明专利的保护，即《一种复合辅酶药的制备方法及其复合辅酶药和临床的用途》，2004年8月申请，2006年6月获得发明专利授权，按照20年的保护期计算，该专利要到2024年8月才到期。自2005年以来，上海第一生化药业有限公司、济南维尔康生化制药有限公司等10家公司陆续提请仿制注射用复合辅酶的药品注册，都未成功。

- 三、贝科能作为细胞代谢赋活剂，全面调控代谢失衡，主要运用于肝病、心血管、肿瘤等大治疗领域，市场容量大。

贝科能是从新鲜食用酵母内经高科技手段分离纯化获得的含有辅酶 I、辅酶 A、还原型谷胱甘肽、腺苷蛋氨酸、黄素核苷酸、三磷酸腺苷等成分的药物。这些辅酶是人体内乙酰化反应、氧化还原反应和能量代谢的重要酶的辅酶，它们对体内糖、蛋白质、脂肪及能量代谢起重要的作用。这些辅酶同时存在，有相互补充和协调的作用。贝科能作为细胞代谢赋活剂，全面调控代谢失衡，适用于急慢性肝炎，原发性血小板减少性紫癜，化疗和放疗所引起的白细胞血小板降低症；对冠状动脉硬化，慢性动脉炎，心肌梗塞，肾功能不全引起的少尿，尿毒症等作为辅助治疗药。

图表 6：贝科能的市场容量（2011 年及以后数据为齐鲁证券预测数）

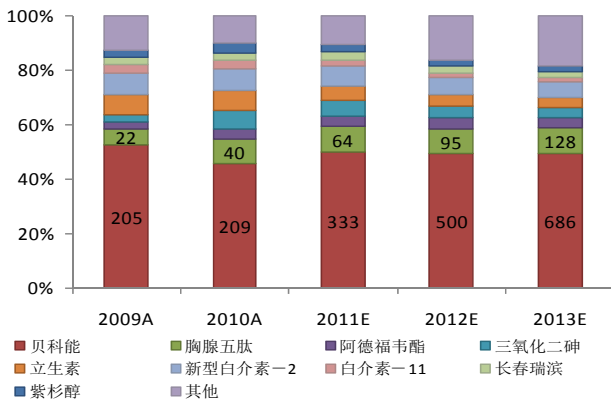


来源：齐鲁证券研究所

二线产品上规模，关注胸腺五肽、阿福德韦酯、三氧化二砷等潜力品种

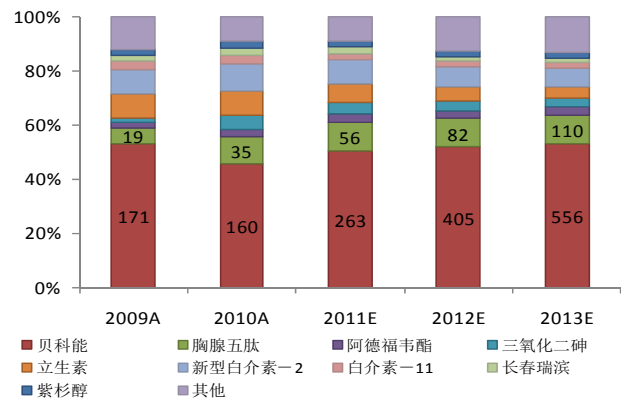
- 2010年公司除了贝科能，8个产品的销售收入超过1千万。由于公司净利润率达到了59.57%，单产品销售1千万以上，就可以贡献可观的利润。
- 在二线产品中，我们认为需要重点关注的**潜力品种**是：
 - **胸腺五肽（欧宁）**是抗肿瘤和肿瘤辅助治疗的TOP5品种，2010年进入15个省市（新进7个）的地方医保目录。
 - **阿德福韦酯胶囊/片（欣复诺）**在乙肝治疗领域有优势，公司是唯一同时拥有片剂和胶囊剂的药厂。
 - **注射用三氧化二砷**是治疗急性早幼粒细胞白血病特效药，剂型独家。
 - **注射用重组人新型白介素-11（迈格尔）**是首仿，2009年版国家医保目录新进品种，但是由于目前国家发改委还没有新进品种的定价，预计销售的快速增长将在2012年体现。
- 其他二线产品，已经有多个企业获得批文，未来的增长将主要受益于作为医院用药大品种的用量整体增长。
- 公司的二线产品均进入国家医保或地方医保，新版医保目录全面实施，城镇居民医保覆盖率提升，将促进这些产品的销售。

图表 7: 双鹭药业收入结构 (单位: 百万元)



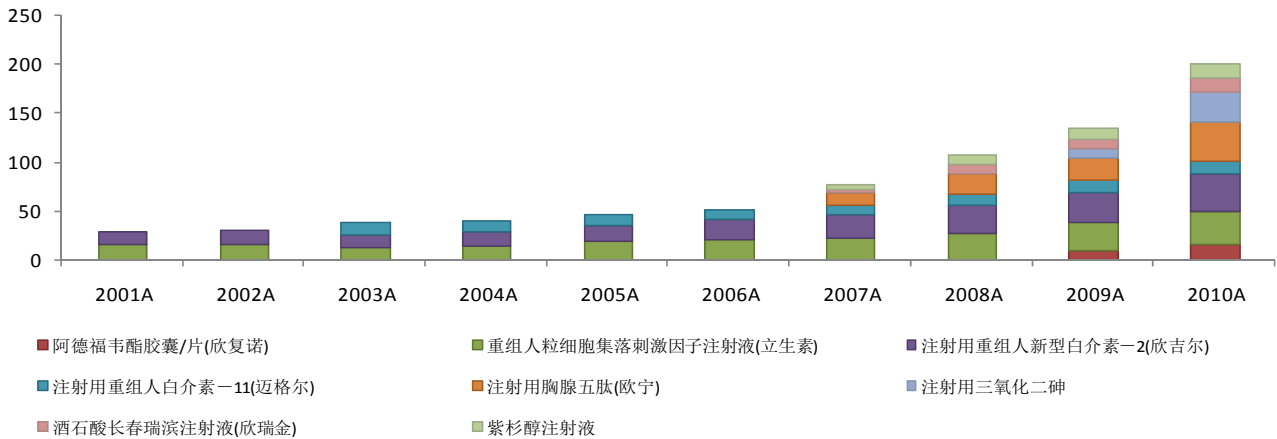
来源: 2011年及以后数据为齐鲁证券预测数, 齐鲁证券研究所

图表 8: 双鹭药业毛利结构 (单位: 百万元)



来源: 2011年及以后数据为齐鲁证券预测数, 齐鲁证券研究所

图表 9: 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

图表 10: 双鹭药业的二线产品概况

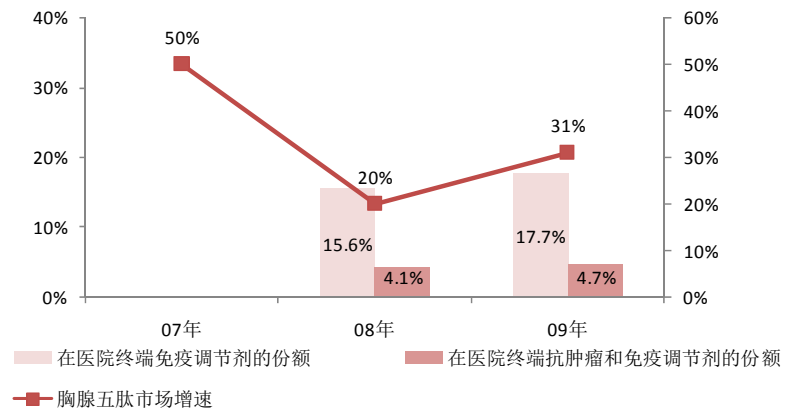
治疗领域	产品名称	双鹭药业产品上市时间	进入医保的情况	竞争格局
肝病系列	阿德福韦酯胶囊/片 (欣复诺)	2008 年	国家医保乙类(限活动性肝炎)	葛兰素 GSK 的原研产品,国内 16 家公司获得批文,双鹭是 唯一 一家同时拥有胶囊和片剂批文的企业。
肿瘤辅助治疗系列	注射用胸腺五肽(欧宁)		15 个省市自治区地方医保乙类,其中 7 个省市新进。	意大利赛生的原研产品,国内已有 55 家公司陆续获得批文,双鹭处在 第一梯队 。
	重组人粒细胞集落刺激因子注射液(立生素)	1998 年	国家医保乙类(限放化疗后的骨髓抑制及工伤保险)	安进 Amgen 原研产品,国内已有 16 家公司获得生产批文。立生素是国内 第二家上市 ,并且首次去除了 N 端多余的甲硫氨酸,从而减小了免疫原性。
	注射用重组人新型白介素-2(欣吉尔)	1999 年	国家医保乙类(限肾细胞癌、黑色素瘤)	上海华新的原研产品,国内已有 9 家公司获得生产批文,其中获得新型白介素-2 批文的 只有两家 。新型白介素-2 具有比活性高,热稳定性好,体内半衰期长的优点。欣吉尔是国内第一个的新型白介素-2。
	注射用重组人白介素-11(迈格乐)	2003 年	2009 年新进入国家医保乙类(限放化疗引起的血小板减少患者在三级医院治疗时使用),部分地方医保放宽限制。	Genetic Institute 的原研产品,国内有 7 家企业获得批文,公司是 首仿 。
肿瘤治疗系列	注射用三氧化二砷	2009 年	国家乙类	国内 只有 2 家 企业获得批文。
	酒石酸长春瑞滨注射液(欣瑞金)	2006 年	国家乙类	皮尔法伯 Pierre Fabre 的原研产品,国内已有 17 家公司陆续获得批文,竞争激烈。
	紫杉醇注射液		国家乙类	施贵宝 BMS 的原研产品,国内已有 43 家公司陆续获得批文,竞争激烈。

来源: 齐鲁证券研究所

胸腺五肽: 大品种, 受益于进入地方医保数量翻番

- **胸腺五肽**可以提高机体免疫力,主要用于肝炎、肿瘤患者的治疗,是胸腺肽类产品中的高端品种,由人工合成。看点主要有以下三个:
 - 一、胸腺五肽是我国抗肿瘤和免疫调节剂药物中的大品种,09 年该品种的国内市场容量约 17 亿元,销售额在医院终端的免疫调节剂用药中排第 2,在抗肿瘤和免疫调节剂药物中排第 4,而且市场份额还在上升中。
 - 二、胸腺五肽 2010 年进入 15 个省市(新进 7 个)的地方医保目录,市场规模将进一步扩大。
 - 三、公司在胸腺五肽产品上的优势体现在**技术优势和规格齐全**两方面,将充分分享该产品的扩容。技术优势:公司把多年来在基因工程药物研究开发方面积累的技术(例如:大规模分离纯化技术和多肽药物纯化和制剂技术)应用于生化药物的改造,从根本上提升了胸腺五肽的质量标准和制造工艺。规格齐全:有 1mg、10mg 粉针和 1mg、10mg 水针多种规格。

图表 11: 胸腺五肽的市场增速和份额



来源: SFDA 南方医药经济研究所, 增速为近似值

阿德福韦酯: 治疗乙肝有优势, 市场容量大

■ **阿德福韦酯**是目前临床上用于治疗乙型肝炎的核苷类药物, 适应症为肝功能代偿的成年慢性乙型肝炎患者, 尤其适合需长期用药或已发生拉米夫定耐药者。公司在 2008 年 7 月获得阿德福韦酯胶囊的批文, 2010 年 2 月获得阿德福韦酯片的批文。我们看好阿德福韦酯的增长有两个原因:

● 一、竞争格局相对有利

双鹭是唯一一家同时拥有胶囊和片剂批文的企业。胶囊在口服利用度上优于片剂。国内拥有阿德福韦酯胶囊生产批文的包括双鹭在内仅有 4 家企业, 竞争格局相对有利。

● 二、阿德福韦酯治疗乙肝有优势

目前全球市场上的抗乙肝病毒药物主要包括两大类, 干扰素类和核苷类。后者主要有拉米夫定、阿德福韦酯、恩替卡韦及替比夫定四种。阿德福韦酯因耐药发生率低、发生耐药的时间晚、长期用药安全性好等特点, 适合用于长期的抗病毒治疗, 是国际指南推荐的慢性乙肝治疗一线用药, 并作为拉米夫定耐药患者的首选。我国目前有 2000-3000 万慢性乙肝患者, 绝大部分需要治疗, 按照人均药费 5000 元/年计算, 只要有十分之一的患者使用阿德福韦酯, 其市场容量就在 100 亿元以上。

图表 12: 核苷类乙肝抗病毒药物对比

	拉米夫定	阿德福韦酯	恩替卡韦	替比夫定
作用机制	嵌入病毒DNA, 终止DNA链合成	抑制 HBV DNA 聚合酶 (HBV 逆转录酶), 或整合到病毒DNA链使其发生链终止; 形成DNA链终结子, 抑制HBV DNA 复制	阻断 HBV DNA 的装配和延伸	终止病毒 DNA 链延长, 抑制病毒复制; 抑制 HBV DNA 第一链和第二链的合成
药效	广谱抗病毒	广谱抗病毒, 对 HBV 耐药株有广泛适用性	选择性抗 HBV	快速强效抑制病毒, 2 年血清转换率达到 36%
耐药性反跳率	易耐药率高且出现时间较高	与拉米夫定不产生交叉耐药	与拉米夫定交叉耐药尚未确定	与拉米夫定交叉耐药尚未确定
大致治疗费用	12 元/天	15 元/天	35 元/天	24 元/天
进入医保	国家乙类(限活动性肝炎)	国家乙类(限活动性肝炎)	国家乙类(限活动性肝炎)	国家乙类(限活动性肝炎)

来源: 齐鲁证券研究所

注射用三氧化二砷：急性早幼粒细胞白血病的特效药，剂型独家

■ **注射用三氧化二砷**是急性早幼粒细胞白血病的特效药，也适用于原发性肝癌晚期。双鹭 2008 年 9 月获生产批件，2009 年上市。看点在于：

● **一、类独家的竞争格局**

全国只有两家企业获得批文，双鹭的注射用三氧化二砷是剂型独家（冻干粉注射剂），另一家是黑龙江哈尔滨医大药业有限公司，医大药业的亚砷酸氯化钠注射液 1999 年获批（三氧化二砷溶于水得亚砷酸），但是由于标签标示规格与实际不符的问题，10 年 8 月 SFDA 责令医大药业在全国范围内召回 2009 年以来生产的该产品。由于三氧化二砷属于毒麻类药品，受到药监局和公安局的双层严格监管，我们预计这样的格局将持续。

● **二、国内市场容量有过亿的空间**

全反式维甲酸和三氧化二砷联合治疗急性早幼粒白血病是临床上的一线治疗方案。我国目前至少有 400 万白血病患者，每年新增约 4 万名白血病患者，其中新增 APL 患者约 3000 人。急性白血病是病情凶险的一种疾病，患急性白血病后若不经特殊治疗，其平均生存期可能只有三个月左右，因此我们保守地估计存量 APL 患者为 1 万人。按照临床上三氧化二砷一个疗程治疗费用 10000-12000 元/人，共需 3 个疗程计算，我们估计目前国内的市场容量超过 4 亿元。

● **三、适应症拓宽的可能性**

三氧化二砷在国内还用于治疗原发性肝癌晚期。国外正在进行实体瘤 I、II 期临床研究。一旦适应症拓宽，有利于三氧化二砷成长为重磅产品。

图表 13：我国前十位恶性肿瘤死亡率

顺位	2004-2005		1990-1992		1973-1975	
	疾病名称	死亡率(1/10 万)	疾病名称	死亡率(1/10 万)	疾病名称	死亡率(1/10 万)
1	肺癌	30.83	胃癌	25.16	胃癌	19.54
2	肝癌	26.26	肝癌	20.37	食管癌	18.83
3	胃癌	24.71	肺癌	17.54	肝癌	12.54
4	食管癌	15.21	食管癌	17.38	肺癌	7.09
5	结直肠癌	7.25	结直肠癌	5.30	子宫颈癌	5.23
6	白血病	3.84	白血病	3.64	结直肠癌	4.60
7	脑瘤	3.13	子宫颈癌	1.89	白血病	2.72
8	女性乳腺癌	2.90	鼻咽癌	1.74	鼻咽癌	2.32
9	胰腺癌	2.62	女性乳腺癌	1.72	女性乳腺癌	1.65
10	骨癌	1.70				
	恶性肿瘤总计	134.80	恶性肿瘤总计	108.26	恶性肿瘤总计	83.65

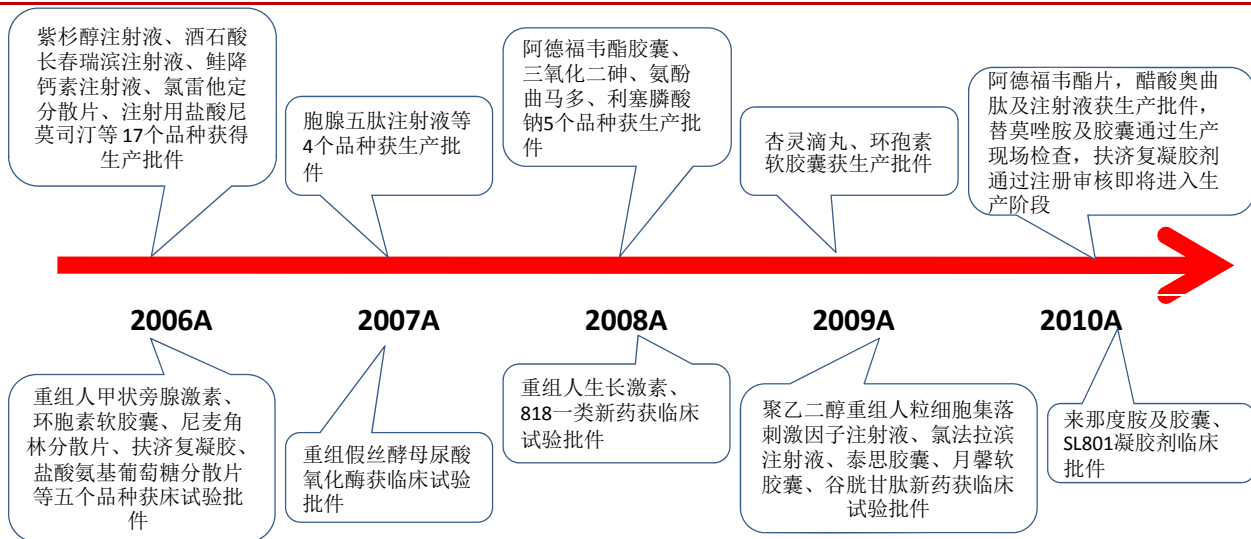
来源：卫生部，齐鲁证券研究所

研发能力已被证明，产品储备丰富，布局清晰

优秀研发推动型企业，研发能力已被证明

- 公司是研发推动型企业，纵观公司发展的历程，公司自成立以来成功地研制数十种新药并陆续推向市场，每年推出的新产品中都有在上市当年或 2-3 年培育后达到年销售收入 1 千万的品种，其研发能力已被证明。由于公司净利润率达到 59.57%，单产品销售 1 千万以上，就可以贡献可观的利润。
- 创始人、董事长兼总经理徐明波博士是公司的核心技术人员之一，作为有突出贡献的专家并享受政府特殊津贴。

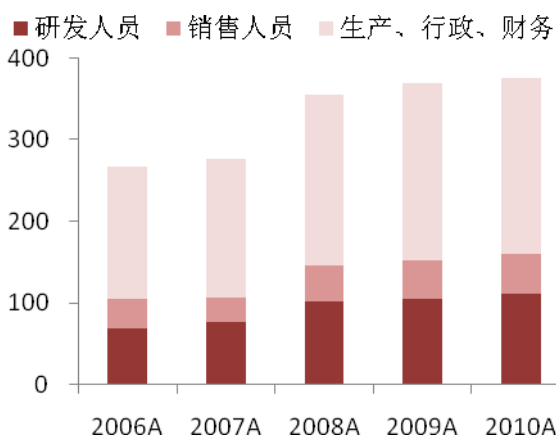
图表 14：双鹭药业过去 5 年获得临床批件、生产批件的情况



来源：公司年报，齐鲁证券研究所

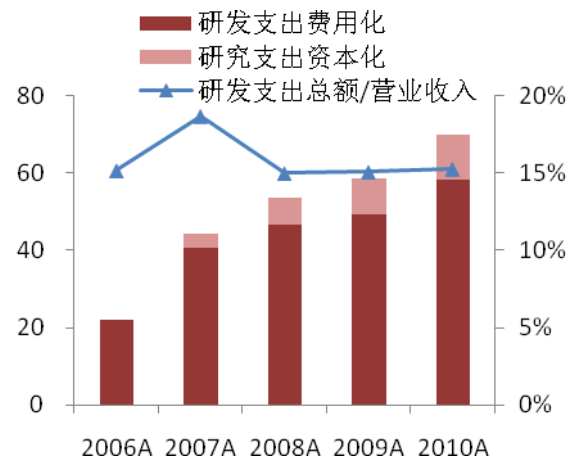
- 双鹭药业的研发人员配置在员工总数中占到约 30%，每年公司以销售收入的超过 15% 投资于研发。对比其他 A 股上市的生物医药公司通常低于 10% 的研发投入，公司的研发投入水平较高的；从公司每年获的临床批文和生产批文的质量和数量来看，公司的研发投入卓有成效。

图表 15：双鹭药业员工人数构成（单位：人）



来源：公司年报，齐鲁证券研究所

图表 16：双鹭药业研发支出（单位：百万元）



来源：公司年报，齐鲁证券研究所

产品储备丰富，关注即将上市的替莫唑胺胶囊和扶济复凝胶剂

- 基于对市场容量和格局的判断,我们认为**最有价值**的是公司围绕抗肿瘤、肝病、心脑血管等优势治疗领域推出的独家、首仿或者前3仿的重点在研品种,尤其是即将获得生产批文的品种,很快就会为公司贡献利润。
- 重点在研品种中即将获得生产批文的**替莫唑胺胶囊、扶济复凝胶剂**:
 - **替莫唑胺胶囊**是治疗顽固性多形性成胶质细胞瘤的特效药,国内目前只有原研厂先灵葆雅和天士力帝益在做,2010年销售规模约5亿元,国家医保乙类。
 - **扶济复凝胶剂**是公司的独家品种,之前的冻干粉剂型外用不便(销售收入<1千万元),即将获得批文的凝胶剂使用便捷,国家医保乙类。
- **聚乙二醇重组人粒细胞集落刺激因子注射液(长效立生素)**和**依诺肝素钠注射液**是市场容量大而且参与者少的大品种,一旦获批,将成为公司业绩爆发的催化剂。

图表 17: 双鹭药业重点在研品种

治疗领域	产品	功效	进展	竞争格局
抗肿瘤及辅助治疗	替莫唑胺胶囊	治疗顽固性多形性成胶质细胞瘤	顺利通过生产现场检查,即将拿到批件	先灵葆雅的原研产品,目前国内只有天士力帝益药业有限公司1家获得生产批文。
	聚乙二醇重组人粒细胞集落刺激因子注射液	用于放化疗后白细胞减少症	III期临床	Amgen的原研产品,国内还没有企业获得该产品的生产批文,长效剂型可以减少注射频率,延长蛋白作用时间。
	氟达拉滨注射液	治疗急性淋巴细胞性白血病	获得临床批件	英国 Bioenvision 公司和美国 Ilex Oncology 公司共同开发,国内还没有企业获得该产品的生产批文
	来那度胺胶囊	治疗骨髓增生异常综合征	申报临床	Celgene 的原研产品,国内还没有企业获得该产品的生产批文。
肝病	注射用重组人新型复合α干扰素	用于肝炎抗病毒治疗	审评中	国内还没有企业获得该产品的生产批文,复合干扰素活性高于普通干扰素。
心脑血管	依诺肝素钠注射液	防止和治疗血栓形成	已申报生产	赛诺菲的原研产品,目前国内只有杭州九源基因工程有限公司1家获得生产批文。
其他	扶济复凝胶剂(外用重组人碱性成纤维细胞生长因子)	促进创面愈合	通过注册审核即将进入生产阶段	一类新药,双鹭的扶济复凝胶剂是剂型独家。
	818项目	治疗男性不孕不育	即将进入II期临床	一类新药,独家
	注射用重组人甲状旁腺激素	治疗骨质疏松	II期临床	一类新药,独家

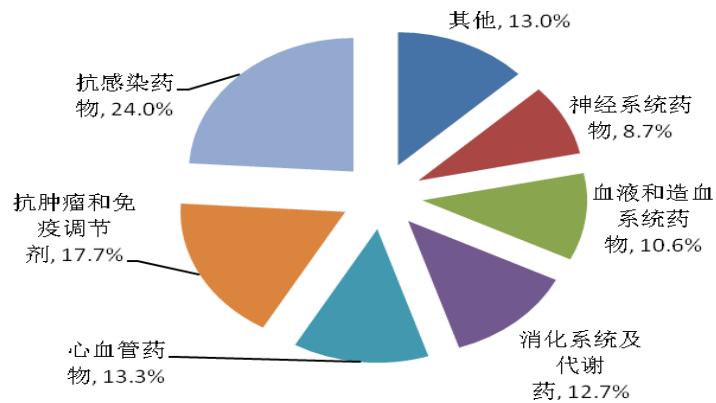
来源: 齐鲁证券研究所

- 公司通过与国内外优势企业和院所的合作,在基因药物(尤其是抗体药物和疫苗为主的真核表达体系)研究领域实力进一步增强,正逐步进入治疗性抗体和基因工程疫苗领域,储备了具有国际先进水平或国内领先的品种,如SL105抗体、SL103抗体、新型CHO乙肝疫苗、宫颈癌疫苗等,将是公司长远的增长动力。

聚焦肿瘤、肝病、心脑血管治疗领域，产品线完备

- 无论是已有的主导产品、二线产品还是在研的产品储备，公司聚焦肿瘤、肝病、心脑血管等大治疗领域的战略主线清晰，并且已经形成完备的产品梯队，有利于对销售渠道资源的利用，发挥销售的协同优势。
- 随着我国人口老龄化、生活水平提高以及饮食习惯变化，疾病谱也发生显著变化。传染病、呼吸系统、消化系统疾病的发/患病率、死亡率下降。恶性肿瘤、心脑血管疾病、代谢类疾病等的患病率、死亡率上升，同时这些领域的治疗率也在上升。

图表 18: 2009 年样本城市医院终端西药细分类别份额



来源: SFDA 南方医药经济研究所, 齐鲁证券研究所

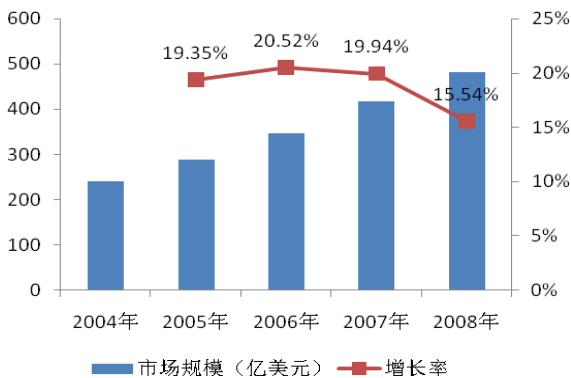
- 肿瘤治疗和辅助治疗是医院用药第二大门类，04-08 年其市场规模 CAGR 超过 21%。我国肿瘤发病率约为 200/10 万人，每年新发病例约 220 万人以上，在治患者约 600 万人以上。随着年龄的增长，恶性肿瘤的两周患病率呈逐渐上升趋势。过去 10 年，我国肿瘤患病率一直在上升。

图表 19: 中国近年来肿瘤病各年龄两周患病率 (%)

类型	0-4 岁	5-14 岁	15-24 岁	25-34 岁	35-44 岁	45-54 岁	55-64 岁	>65 岁
恶性肿瘤	0.00	0.05	0.15	0.26	0.84	2.03	3.13	5.41
良性肿瘤	0.09	0.23	0.15	0.68	1.59	2.22	1.63	1.26

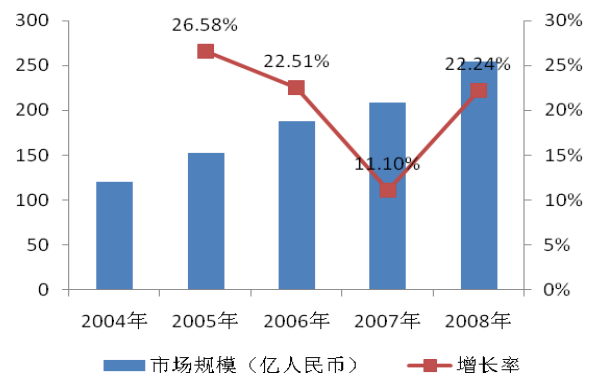
来源: 标点医药信息, 齐鲁证券研究所

图表 20: 2004-2008 年全球抗肿瘤药市场规模



来源: IMS, 齐鲁证券研究所

图表 21: 中国抗肿瘤药物销售规模, 按医院采购价



来源: 标点医药信息, 齐鲁证券研究所

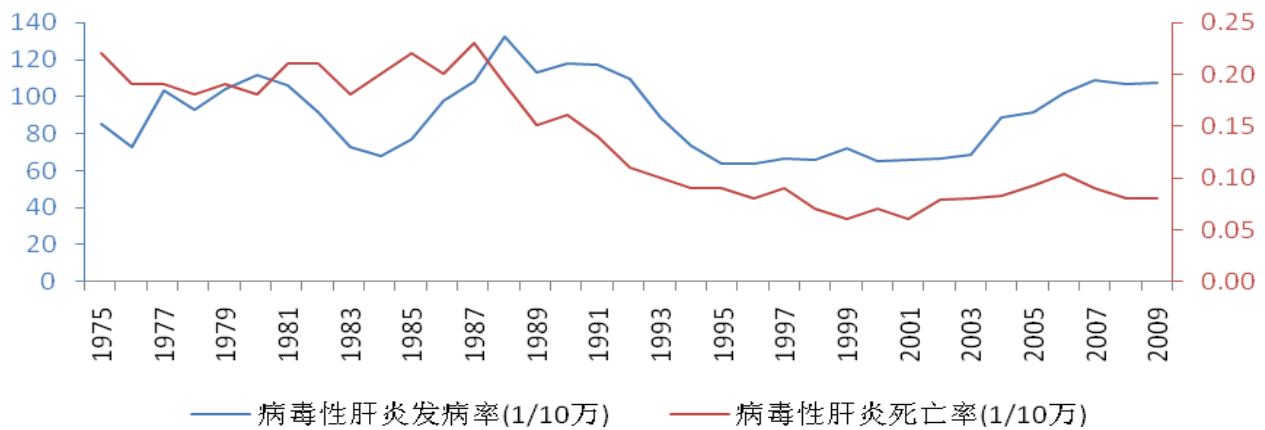
- 双鹭药业的抗肿瘤产品系列非常完备，从肿瘤治疗药物、辅助用药，还延伸到诊断产品和生物治疗。公司完备的产品线既包括了竞争格局有利的特色产品（例如：复合辅酶、三氧化二砷、替莫唑胺等），也包括参与者众多的医院用药大品种（例如：紫杉醇、长春瑞滨、吉西他滨、胸腺五肽、白介素等），有助于分享该治疗领域市场容量的增长。

图表 22：双鹭药业的抗肿瘤产品线

治疗领域	分类	商品名	通用名	作用	备注		
抗肿瘤系列	肿瘤治疗	植物生物碱和其他天然药物		注射用三氧化二砷	用于急性早幼粒细胞白血病，原发性肝癌晚期	已上市	
			欣瑞金®	酒石酸长春瑞滨注射液	用于非小细胞肺癌、转移性乳腺癌、晚期卵巢癌、恶性淋巴瘤等	已上市	
			欣尔金®	紫杉醇注射液	用于非小细胞肺癌、卵巢癌和乳腺癌等	已上市	
			欣普金®	羟喜树碱注射液	适用于原发性肝癌、胃癌、膀胱癌、直肠癌、头颈部上皮癌、白血病等恶性肿瘤	已上市	
		烷化剂	欣博金®	注射用盐酸尼莫司汀	缓解脑肿瘤、肺癌、消化道癌、恶性淋巴瘤和慢性白血病	已上市	
				替莫唑胺胶囊	治疗脑胶质瘤及转移瘤	通过生产现场检查，即将获得生产批件	
		抗代谢药		注射用盐酸吉西他滨	用于胰腺癌、非小细胞肺癌、乳腺癌、卵巢癌、膀胱癌	已申报生产	
		铂类		注射用奥沙利铂	具有细胞毒作用的抗癌药物，一线应用治疗转移性结肠癌；辅助治疗原发肿瘤完全切除后的III期结肠癌	评审中	
			其他抗肿瘤药	固林®	注射用亚叶酸钙	叶酸拮抗剂的解毒剂，用于结肠、直肠癌的辅助治疗，与氟尿嘧啶联合应用延长存活期	已上市
				立益®	注射用门冬酰胺酶	适用于治疗白血病、霍奇金病及非霍奇金淋巴瘤、黑色素瘤等	已上市
				氟达拉滨注射液	用于复发或顽固性急性淋巴细胞白血病病人	临床中	
		来那度胺胶囊		治疗慢性骨髓瘤	临床中		
			单克隆抗体药物		临床前		
	肿瘤辅助治疗		贝科能®	注射用复合辅酶	细胞赋活剂，调节代谢，化疗和放疗所引起的白细胞血小板降低症	已上市	
			立生素®	重组人粒细胞刺激因子注射液（rhG-CSF）	治疗癌症化疗等原因导致中性粒细胞减少症	已上市	
				聚乙二醇重组人粒细胞集落刺激因子注射液	长效，治疗癌症化疗等原因导致中性粒细胞减少症	临床中	
			迈格尔®	注射用重组人白介素-11（rhIL-11）	用于放、化疗后血小板减少症的预防和治疗	已上市	
			欣吉尔®	注射用重组人白介素-2（ ¹²⁵ Ia IL-2）	用于手术、放疗及化疗后肿瘤患者的治疗以及各种自身免疫病的治疗，可增强机体免疫功能	已上市	
			欧宁®	注射用胸腺五肽	提高机体免疫力	已上市	
			扶济复®	外用重组人碱性成纤维细胞生长因子（rh-bFGF）	促进创面愈合	已上市	
			欣顺尔®	盐酸托烷司琼注射液/胶囊	用于预防和治疗化疗引起的恶心和呕吐	已上市	
			立生安®	盐酸格拉司琼注射液	对放疗、化疗及手术引起的恶心和呕吐具有良好的预防和治疗作用。	已上市	
			立生通	氯酚曲马多片	用于中度至重度急性疼痛的短期治疗	已上市	
				醋酸奥曲肽注射液	治疗消化道静脉曲张破裂出血的首选药物，同时也应用于上消化道出血、胰腺炎、消化系统内分泌肿瘤、肢端肥大症等	已上市	
			固通宁®	鲑降钙素注射液	钙代谢调节剂，用于乳腺癌、肺癌或肾癌、骨髓瘤和其他恶性肿瘤骨转移所致的高钙血症	已上市	
			欣复尔®	苦参素注射液	用于肿瘤放疗、化疗引起的白细胞低下和其它原因引起的白细胞减少症	已上市	
				注射用帕米膦酸二钠	恶性肿瘤并发的高钙血症和溶骨性癌转移引起的骨痛	评审中	
				重组假丝酵母尿酸氧化酶	治疗肿瘤患者高尿酸血症	临床中	
	肿瘤诊断	子公司辽宁迈迪生物科技是厦门艾德的个体化靶向用药分子诊断产品和个体化化疗用药分子诊断产品的辽宁地区分支检测机构及总代理商					
	肿瘤生物治疗	子公司辽宁迈迪生物科技拥有生物免疫治疗核心技术（CIK细胞免疫疗法、树突状细胞免疫疗法、干细胞疗法），为医疗机构投资、建立符合国家标准生物治疗实验室，提供技术服务					

来源：齐鲁证券研究所

- 中国是肝病发病率较高的国家。以病毒性肝炎为例，按照国家卫生部的统计，2006到2010年每年新增的病毒性肝炎患者都在1.3-1.4百万人，过去30年，虽然病毒性肝炎的死亡率降低了一半，但是发病率仍然居高不下，近几年仍然处于10万分之102-107的水平。全球3.5-4亿慢性乙肝病毒携带者中有超过1/3在中国，其中约有2000-3000万人为慢性乙肝患者。另外，与代谢综合症密切相关脂肪肝、酒精肝等疾病危害日益严重，中国约有10%的成年人患有脂肪肝。

图表 23: 我国病毒性肝炎发病率和死亡率


来源：卫生部，齐鲁证券研究所

图表 24: 双鹭药业的肝病产品线

治疗领域	分类	商品名	通用名	作用	备注	
肝病系列	核苷类乙肝抗病毒药物	欣复诺	阿德福韦酯胶囊/片	抑制乙肝病毒复制	已上市	
	干扰素类抗病毒药物		复合干扰素	不直接杀伤或抑制病毒，通过细胞表面受体作用使细胞产生抗病毒蛋白，从而抑制乙肝病毒复制	评审中	
	辅助用药		贝科能 [®]	注射用复合辅酶	细胞赋活剂，调节代谢，保肝护肝	已上市
			欧宁 [®]	胸腺五肽	提高机体免疫力	已上市
				注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸	治疗肝硬化前和肝硬化所致肝内胆汗淤积	评审中
			善亭 [®]	注射用生长抑素	胰、胆和肠痿的辅助治疗	已上市
			欣复尔 [®]	苦参素注射液	用于慢性乙肝的治疗及其它原因引起的白细胞减少症	已上市
		注射用还原型谷胱甘肽	调节代谢，清除自由基，解毒，保肝护肝	在研		

来源：齐鲁证券研究所

- 心脑血管疾病一直是威胁我国居民健康的最大的慢性疾病之一，由于人口的老龄化和饮食结构的变化，心脑血管疾病发病率一直呈上升趋势，卫生部统计显示，从1993年到2008年，有明确诊断的心脑血管疾病病例数由0.37亿增加到1.14亿，其中，高血压患者由1400万增加到7300万，脑血管疾病由500万增加到1300万。
- 随着我国老龄化和城镇化的加速，我们预计心脑血管疾病发病率还将继续提高，催生心脑血管用药的快速增长。据IMS数据，2005年以来，心脑血管用药医院采购金额年复合增长24.1%，09年已达319亿元，其中西药采购金额285亿元，占89.2%。IMS预计西药心脑血管药物仍将以25.8%的复合增长率增长，2014年有望达到899亿元。
- 随着老龄化的加速，以及医药消费能力的提高，其他老年科用药的市场空间也值得期待。

图表 25: 我国心脑血管疾病发病率持续提高

患病率	1998 年	2003 年	2008 年
心血管疾病	1.4%	1.4%	1.8%
脑血管疾病	0.6%	0.7%	1.0%
高血压	1.6%	2.6%	5.5%

来源：卫生部，齐鲁证券研究所

图表 26: 双鹭药业的心脑血管及老年科产品线

治疗领域	分类	商品名	通用名	作用	备注
心脑血管及老年科用药	心脑血管病用药	贝科能®	注射用复合辅酶	细胞赋活剂，调节代谢，可用于冠状动脉硬化、慢性动脉炎、心肌梗塞的辅助治疗	已上市
			杏灵滴丸	活血化瘀，用于血瘀型胸痹、血瘀型轻度脑动脉硬化引起的眩晕、冠心病，心绞痛	已上市
			依诺肝素注射液	防止和治疗血栓形成	已申报生产
		立生®	注射用三磷酸胞苷二钠	用于治疗脑血管意外及其后遗症、脑震荡、外伤性昏迷及其后遗症、颅脑手术神经损伤、神经官能症、脑血管硬化、老年性痴呆、儿童脑发育不	已上市
		欣诺尔®	三磷酸胞苷二钠注射液	用于心肌缺血、休克、缺氧、组织损伤的辅助治疗	已上市
		欣苏尔®	注射用果糖二磷酸钠	适用于治疗急性血栓性脑梗死和脑梗死所伴随的运动障碍	已上市
		立生达®	注射用奥扎格雷钠	改善脑梗塞后遗症引起的意欲低下和情感障碍，改善急性和慢性周围循环障碍	已上市
		欣赛尔®	注射用尼麦角林	用于动脉粥样硬化、冠心病、脑血管病、肾小球疾病、肺动脉高压、糖尿病性血管病变、脉管炎等血管性疾病以及白细胞和血小板减少	已上市
		立生迈®	阿魏酸钠氯化钠注射液	降血脂药物	已上市
		鲁宁®	辛伐他汀片	降血压药物	已上市
	欣益尔®	替米沙坦片/胶囊	降血压药物	已上市	
	老年科用药	依芬®	依托度酸缓释片	治疗类风湿性关节炎，骨性关节炎，强直性脊柱炎，并可有效缓解急性创伤性疾病、慢性劳损性疾病、术后疼痛、痛风等疼痛症状	已上市
		司坦迪®	茶哌地尔片	适用于良性前列腺增生症引起的排尿障碍	已上市
		立强®	利塞膦酸钠片	用于治疗 and 预防绝经后妇女的骨质疏松症	已上市
		重组人甲状旁腺激素	用于治疗骨质疏松症	临床中	

来源：齐鲁证券研究所

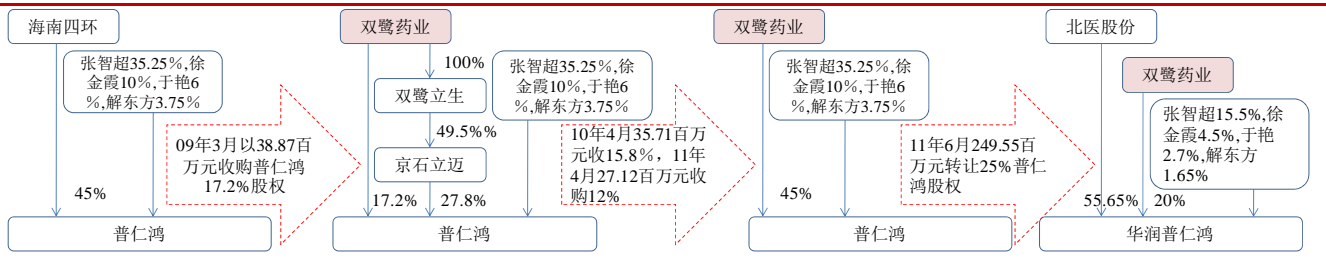
布局大健康产业，培育新增长点

- 相对于研发的优势，公司的销售是短板。我们预计公司未来扩充自身销售团队的步伐不会太快。如何加强销售能力？我们认为公司在大健康产业的 2 个重要投资，有助于补销售的短板，同时也培育了新增长点。

出让部分普仁鸿股权，多赢的选择

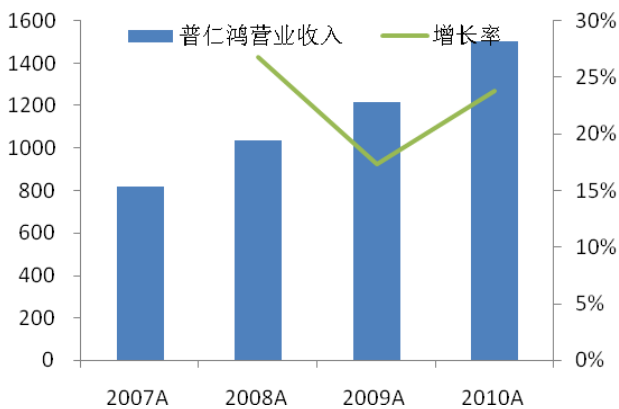
- **普仁鸿项目——意在渠道：**普仁鸿是专注于北京高端医药市场的医药分销企业，渠道 100%覆盖北京市二级以上医院。公司经过 3 次增持，持有 45%股权，成为第一大股东。目前向北医股份出让 25%股权的交易，对于未来公司和北医股份潜在的销售渠道方面的合作来说是一个好的开端；
- 2011 年 6 月 16 日，双鹭药业与北医股份签订协议，以 2010 年 23.5 倍定价，即 24,955 万元，向北医股份转让普仁鸿 25%的股权。6 月 27 日普仁鸿工商变更完成，在 2011 年上半年确认 16,409 万元净利润。另外，2010 年底的未分配利润 12,615 万元由前老股东分享，并近期实施分配，双鹭药业将分得 5,677 万元，调整按权益法核算长期股权投资 2,196 万元后，产生投资收益 3,480.75 万元（税前）。

图表 27：普仁鸿股权的来龙去脉



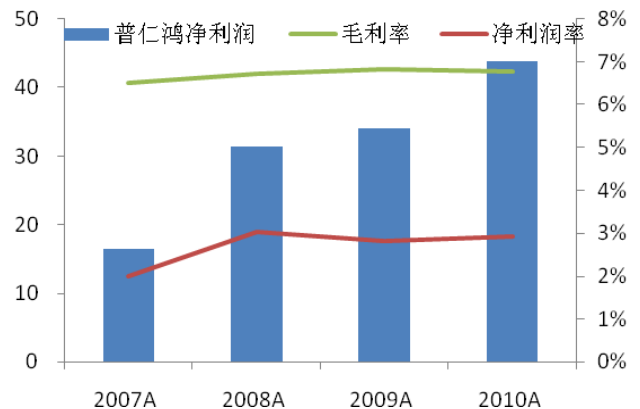
来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 28：普仁鸿收入的增长（单位：百万元）



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

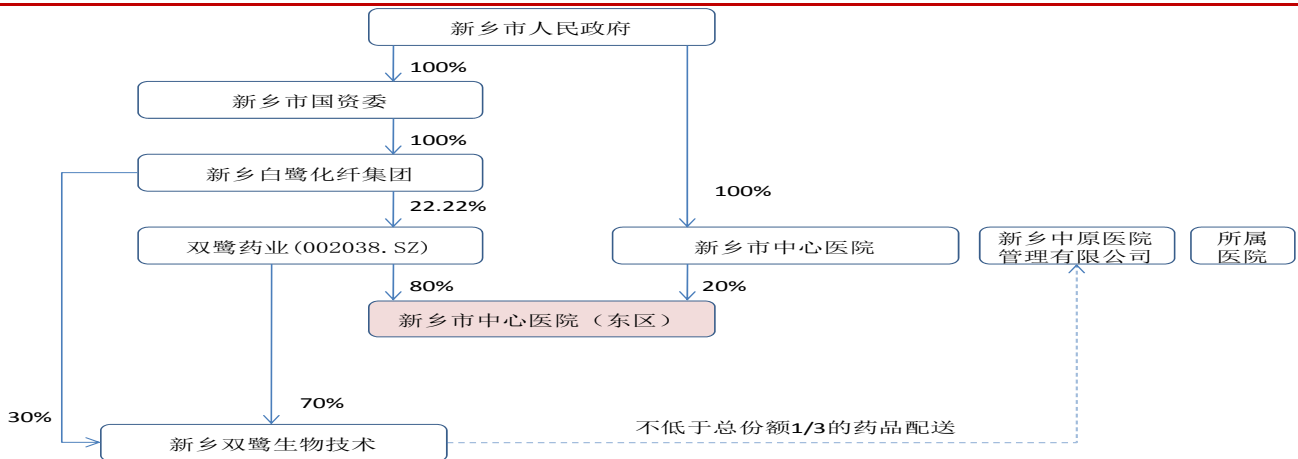
图表 29：普仁鸿的利润水平（单位：百万元）



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

投资新建三甲医院，培育新增长点

- **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，我们认为经过3-5年培育将会是一个重要的增长点。**2011年6月24日，公司与新乡市中心医院签订协议，拟共同兴建新乡市中心医院（东区），双鹭将控股80%股权。公司首期投资1.6亿元，在确保未来社会效益和履行审批程序的前提下，公司未来三年累计投入将不少于5亿元。该项目3-5年时间内将建成占地120亩、容纳1500张床位的三级甲等综合医院，新乡市中心医院（东区）将是具有独立法人资格的非营利性股份制医院。该项目尚需公司股东大会审议和取得当地卫生部门批准。
- 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。

图表 30：新建新乡市中心医院（东区）的关系图


来源：齐鲁证券研究所

图表 31：对药品配送收入和毛利率的预测

假设自产药品毛利率 80%和代理药品毛利率 10%

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
收入（百万元）	10.0	62.0	104.4	125.3	150.3
增长率		520%	68%	20%	20%
毛利率	50%	45%	30%	30%	30%

来源：齐鲁证券研究所

图表 32：对新乡市中心医院（东区）业绩的预测

毛利率和费用率参考新乡市中心医院的指标

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
收入（百万元）				30.0	136.0	263.2	415.8	599.0	718.8	826.6
增长率					353%	94%	58%	44%	20%	15%
毛利率				10%	13%	15%	18%	20%	20%	20%
三项费用率				10%	7%	6%	6%	6%	6%	6%
净利润（百万元）				0	8.2	23.7	49.9	83.9	100.6	115.7

来源：齐鲁证券研究所

盈利预测、估值和投资建议

盈利预测

- 我们预计公司 2011-13 年收入分别为 6.73、10.19、13.93 亿元，增速为 46.97%、51.47%、36.62%；净利润为 5.37、5.40、7.05 亿元，增速为 96.87%、0.57%、30.66%，扣除 2011 年转让普仁鸿一次性税后收益 1.64 亿元，增速 36.70%、44.84%、30.66%，2011-13 年对应 EPS 为 1.41、1.42、1.85 元，2011 年 EPS 扣除转让普仁鸿影响为 0.98 元。

图表 33: 双鹭药业销售收入预测表

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	333.49	500.04	686.31
增长率 (YOY)	1.48%	1.95%	59.56%	49.94%	37.25%
占总销售额比重	52.56%	45.65%	49.56%	49.06%	49.29%
占主营业务利润比重	52.99%	45.54%	50.28%	51.71%	52.99%
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%
占总销售额比重	7.69%	7.34%	5.65%	4.29%	3.52%
占主营业务利润比重	8.87%	8.81%	6.67%	5.02%	4.11%
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%
占总销售额比重	7.69%	8.39%	7.42%	6.12%	5.56%
占主营业务利润比重	8.82%	10.39%	9.05%	7.41%	6.87%
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%
占总销售额比重	3.08%	2.75%	2.06%	1.89%	1.73%
占主营业务利润比重	3.34%	3.16%	2.33%	2.14%	2.00%
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%
占总销售额比重	2.56%	6.56%	5.35%	4.39%	4.02%
占主营业务利润比重	1.70%	5.13%	4.26%	3.72%	3.41%
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%
占总销售额比重	2.56%	3.06%	2.81%	2.39%	2.18%
占主营业务利润比重	1.95%	2.51%	2.27%	1.92%	1.80%
紫杉醇注射液					
销售收入	11.50	15.00	19.31	24.13	28.52
增长率 (YOY)	14.99%	30.43%	28.70%	25.00%	18.18%
占总销售额比重	2.95%	3.28%	2.87%	2.37%	2.05%
占主营业务利润比重	2.32%	2.78%	2.39%	2.00%	1.77%
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%
占总销售额比重	2.56%	3.82%	4.03%	3.81%	3.76%
占主营业务利润比重	1.70%	2.74%	3.00%	2.88%	2.90%
注射用胸腺五肽（欧宁）					
销售收入	22.00	40.02	64.03	95.08	128.36
增长率 (YOY)	9.90%	81.91%	60.00%	48.48%	35.00%
占总销售额比重	5.64%	8.74%	9.52%	9.33%	9.22%
占主营业务利润比重	5.92%	9.92%	10.63%	10.44%	10.52%
其他					
销售收入	49.51	47.69	72.22	166.67	260.00
增长率 (YOY)	3.24%	-3.68%	51.46%	130.77%	56.00%
占总销售额比重	12.69%	10.42%	10.73%	16.35%	18.67%
占主营业务利润比重	12.38%	9.03%	9.10%	12.77%	13.63%
销售收入小计	390.02	457.84	672.90	1,019.25	1,392.51
毛利	323.04	351.10	523.95	783.35	1,049.01
平均毛利率	82.83%	76.69%	77.87%	76.86%	75.33%

来源：齐鲁证券研究所

- 对期间费用和所得税率假定如下表：
 - 销售费用随着公司加强自身销售力量会有所上升。
 - 管理费用中研发支出占了 80—85%，随着公司销售收入的快速增长，管理费用率会略有下降。
 - 公司现金充裕，按照已知的资本性开支测算，未来公司仍然将持有大量现金，因此财务费用率继续为负。

图表 34：双鹭药业期间费用率及所得税率假定

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业费用	-14	-19	-28	-44	-61
%销售收入	3.7%	4.1%	4.2%	4.3%	4.4%
管理费用	-64	-69	-98	-145	-195
%销售收入	16.4%	15.0%	14.5%	14.2%	14.0%
财务费用	7	7	7	12	14
%销售收入	-1.7%	-1.6%	-1.1%	-1.2%	-1.0%
所得税	-29	-43	-92	-89	-117
所得税率	10.7%	13.5%	14.5%	14.0%	14.0%
少数股东损益	0	4	5	8	13
少数股东损益占比	-0.1%	1.3%	0.9%	1.5%	1.7%

来源：齐鲁证券研究所

绝对估值法：44.24 元

- 假定无风险利率 3.50%、风险溢价6.50%、BETA 为 0.87，2011-13 年显性期增长率详见销售收入预测表，2014-23 年的半显性期假定收入增速从 25% 下降到 10%，TV=2.5%，DCF 绝对估值显示公司价值为 44.24 元。

图表 35：双鹭药业 DCF 估值为 44.24 元

每股价值	44.24	TV增长率	2.5%
隐含P/E	31.37	Ke	9.17%
企业值	16,843.43	债务	0.00
		投资	684.06
股票价值	16,843.43	少数股东权益	20.60

$$PV(FCFE) = \sum_{t=1}^{n=10} \frac{FCFE_t}{(1+K_e)^t} + \frac{FCFE_n \times (1+TV)}{(1+K_e)^n \times (K_e - TV)}$$

来源：齐鲁证券研究所

PE 相对估值法： 38.47-39.56 元

- 按照生物制药 A 股上市企业的平均 PE 水平，即 $27.09 \times 12PE$ ， $21.39 \times 13PE$ ，公司的估值区间为 38.47-39.56 元。扣除转让普仁鸿的影响，公司未来三年的净利润复合增长率 37.5%，可以考虑给予一定的溢价。

图表 36：双鹭药业 PE 相对估值结果：38.47-39.56 元

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	每股收益				市盈率			
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
行业平均							46.52	35.80	27.09	21.39
双鹭药业	38.01	144.70	1.08	0.98	1.42	1.85	53.06	38.79	26.77	20.55
华兰生物	30.20	174.01	1.06	1.24	1.53	1.88	28.42	24.39	19.76	16.09
天坛生物	18.41	94.90	0.34	0.44	0.49	0.56	54.25	41.62	37.37	32.64
上海莱士	28.64	77.90	0.68	0.85	1.04	1.27	42.00	33.79	27.48	22.61
智飞生物	29.08	116.32	0.64	0.87	1.22	1.58	45.30	33.47	23.86	18.41
沃森生物	55.39	83.09	1.54	1.59	2.26	2.86	53.81	34.78	24.56	19.38
长春高新	48.91	64.23	0.66	1.17	1.60	2.16	74.29	41.73	30.58	22.67
舒泰神	38.98	26.00	1.15	1.46	2.13	2.84	45.22	26.78	18.28	13.71
安科生物	12.82	24.23	0.34	0.34	0.41	0.50	46.61	37.99	31.46	25.53
翰宇药业	36.32	36.32	0.70	0.81	1.18	1.63	68.73	44.65	30.77	22.26

来源：其他公司数据采用万得一致预期，齐鲁证券研究所

投资建议

- 综合相对估值和绝对估值结果，双鹭药业的合理估值区间为 38.47-44.24 元。
- 公司的近期看点在于，主导产品贝科能新进地方医保数量翻番（从13个上升到22个，其中两个取消限制），销售将快速增长；公司的长期竞争优势体现在研发优势和产品线完备。我们看好公司的长期投资价值，给予“增持”评级。

风险因素

- 主导产品和二线品种销售低于预期。医药行业的长产业链特性，有多种因素可能影响公司产品的实际销售和利润水平，短、中期可能会有波动。
- 大项目长周期的风险。新乡市中心医院(东区)总投资超 5 亿元，未来可能启动的单抗项目也是大项目，不排除项目遇阻的可能。
- 证券投资浮亏，对公司实体经营不影响，对短期业绩的影响取决于会计处理。2011 年 1 季度末，公司持有的交易性金融资产余额为 12.12 百万元，股票价格波动影响当期损益，公司将逐步择机卖出。另外，公司持有复星医药 690 万股，目前归入可供出售金融资产，账面浮亏减记资本公积，不影响当期损益。
- 如果大股东减持，可能在心理层面影响公司股票的表现。除了徐明波先生最后一批行权的 1.23 百万股要 2011 年 11 月 18 日解禁以外，目前公司第一、第二大股东徐明波先生和新乡白鹭化纤集团所持的股份均已解禁，而且过去双方都曾减持过，不排除再次减持的可能。

图表 37: 财务报表摘要

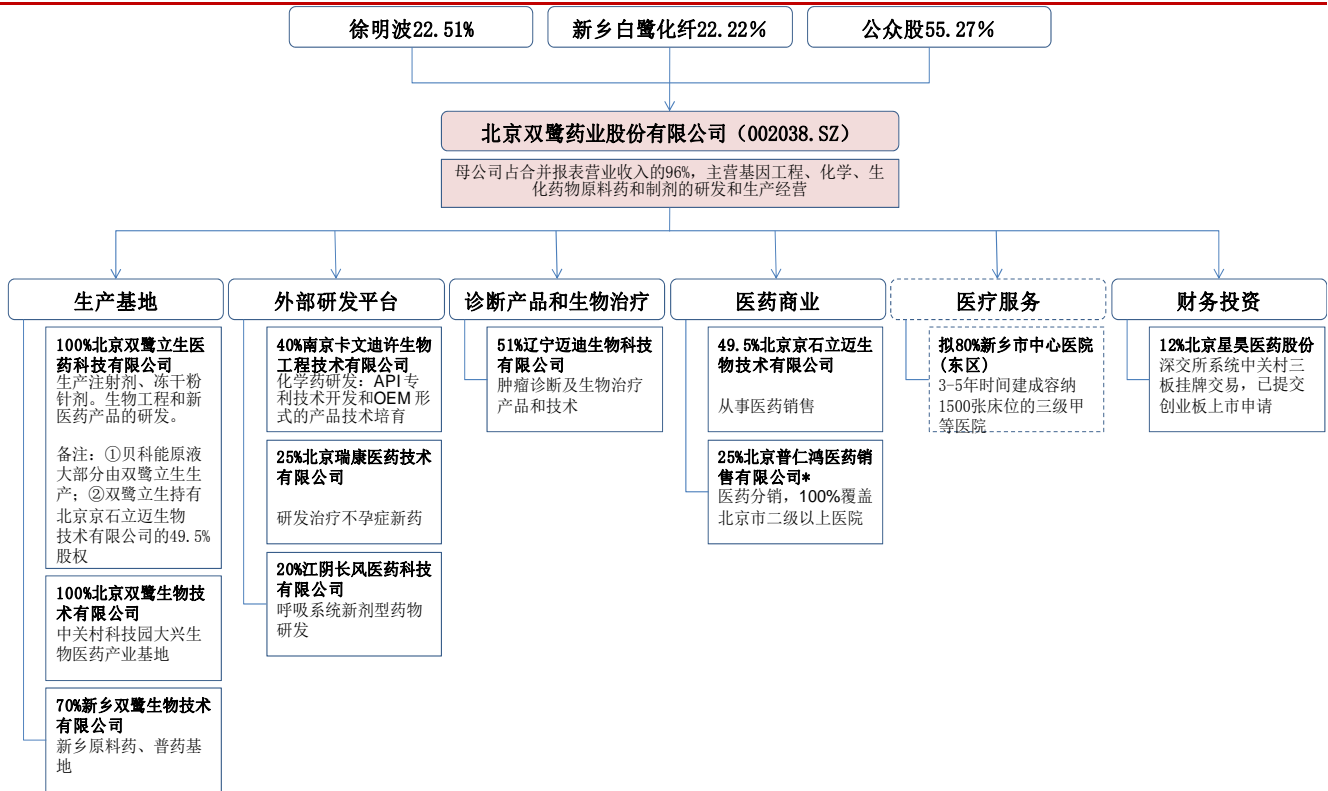
损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	358	390	458	673	1,019	1,393	货币资金	421	418	446	762	880	1,105
增长率	50.72%	8.9%	17.4%	47.0%	51.5%	36.6%	应收款项	70	122	141	181	275	376
营业成本	-49	-67	-107	-149	-236	-344	存货	9	24	30	38	60	87
% 销售收入	13.7%	17.2%	23.3%	22.1%	23.1%	24.7%	其他流动资产	137	195	149	172	220	279
毛利	309	323	351	524	783	1,049	流动资产	637	759	765	1,153	1,434	1,846
% 销售收入	86.3%	82.8%	76.7%	77.9%	76.9%	75.3%	% 总资产	80.7%	74.4%	61.3%	59.5%	57.0%	56.5%
营业税金及附加	-4	-5	-6	-8	-12	-17	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	-28	-44	-61	% 总资产	13.1%	10.0%	14.6%	15.3%	16.0%	15.7%
% 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	-98	-145	-195	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%	40.5%	43.0%	43.5%
息税前利润 (EBIT)	233	240	258	390	582	776	资产总计	789	1,020	1,249	1,937	2,516	3,268
% 销售收入	65.2%	61.5%	56.3%	58.0%	57.1%	55.7%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	5	7	7	7	12	14	应付款项	14	16	14	23	36	51
% 销售收入	-1.3%	-1.7%	-1.6%	-1.1%	-1.2%	-1.0%	其他流动负债	12	17	23	33	51	70
资产减值损失	0	-6	-1	-11	-9	-10	流动负债	26	32	37	56	87	121
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	212	17	20	其他长期负债	0	5	0	0	0	0
% 税前利润	4.1%	3.9%	8.2%	33.5%	2.6%	2.4%	负债	26	37	37	56	87	121
营业利润	229	263	282	599	602	800	普通股股东权益	760	966	1,191	1,855	2,395	3,101
营业利润率	64.0%	67.4%	61.5%	89.0%	59.1%	57.4%	少数股东权益	2	18	21	26	34	46
营业外收支	7	10	38	35	35	35	负债股东权益合计	789	1,020	1,249	1,937	2,516	3,268
税前利润	236	273	320	634	637	835	比率分析						
利润率	65.9%	70.0%	69.8%	94.2%	62.5%	60.0%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-18	-29	-43	-92	-89	-117	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	1.410	1.418	1.853
净利润	218	244	276	542	548	718	每股净资产 (元)	3.061	3.841	4.707	4.874	6.292	8.145
少数股东损益	1	0	4	5	8	13	每股经营现金净流 (元)	0.782	0.694	0.941	0.688	1.023	1.426
归属于母公司的净利润	218	244	273	537	540	705	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	60.9%	62.6%	59.6%	79.8%	53.0%	50.7%	回报率						
							净资产收益率	28.65%	25.28%	22.90%	28.94%	22.54%	22.75%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	27.63%	23.94%	21.84%	27.71%	21.46%	21.58%
净利润	218	244	276	542	548	718	投入资本收益率	69.11%	45.42%	42.27%	48.23%	53.78%	55.87%
少数股东损益	0	0	0	5	8	13	增长率						
非现金支出	12	19	14	31	35	42	营业总收入增长率	50.72%	8.94%	17.39%	46.97%	51.47%	36.62%
非经营收益	6	-23	-18	-247	-52	-55	EBIT 增长率	148.49%	2.89%	7.37%	51.32%	49.36%	33.22%
营运资金变动	-42	-64	-35	-63	-142	-162	净利润增长率	61.62%	12.05%	11.72%	96.87%	0.57%	30.66%
经营活动现金净流	194	174	238	267	398	555	总资产增长率	34.41%	29.33%	22.43%	55.16%	29.86%	29.91%
资本开支	24	30	43	96	98	107	资产管理能力						
投资	5	-103	-128	-190	-190	-230	应收账款周转天数	61.8	91.9	106.8	95.0	95.0	95.0
其他	0	-3	7	212	17	20	存货周转天数	55.4	90.1	92.3	92.3	92.3	92.3
投资活动现金净流	-19	-136	-164	-74	-271	-318	应付账款周转天数	91.0	60.9	33.9	33.9	33.9	33.9
股权募资	1	9	4	128	0	0	固定资产周转天数	105.1	92.5	111.4	115.9	99.0	87.3
债权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
其他	-12	-50	-50	0	0	0	净负债/股东权益	-56.78%	-44.76%	-37.76%	-41.10%	-36.69%	-35.47%
筹资活动现金净流	-11	-41	-46	128	0	0	EBIT 利息保障倍数	-48.6	-35.4	-35.7	-53.8	-47.1	-54.3
现金净流量	164	-3	28	321	126	238	资产负债率	3.29%	3.60%	2.98%	2.91%	3.44%	3.71%

来源: 齐鲁证券研究所

附录

双鹭药业股权结构图

图表 38: 双鹭药业股权结构图



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

主要子公司和参股公司

图表 39: 双鹭药业的主要子公司或参股公司 (单位: 百万元)

公司名称	股比	会计核算	10年末账面余额	单体净利润				
				2006A	2007A	2008A	2009A	2010A
北京双鹭立生医药科技有限公司	100%	合并报表	56	1.27	3.11	60.66	73.39	55.15
北京双鹭生物技术有限公司	100%	合并报表	-	-	-	-	-	-
新乡双鹭生物技术有限公司	70%	合并报表	16.8	-	-	-	-	5.03
辽宁迈迪生物科技有限公司	51%	合并报表	10.2	-	-	-	-0.15	4.41
北京普仁鸿医药销售有限公司	33%	权益法	92.99	-	-	-	34.31	43.93
北京星昊医药股份有限公司	12%	成本法	6.92	6.92	15.59	14.16	25.68	39.69
北京京石立迈生物技术有限公司	49.50%	权益法	7.69	-	-	-	-	4
南京卡文迪许生物工程技术有限公司	40%	权益法	12.49	-	-	-	0.23	1.22
北京瑞康医药技术有限公司	25%	权益法	3.57	-	-1.61	0.12	-0.11	-0.6
江阴长风医药科技有限公司	20%	权益法	10	-	-	-	-	-1.47
成都融路信通科技有限公司	51%	拟注销	-	-	-	-0.16	-0.58	-
北京亿事达都尼制冷设备有限公司	40%	全额计提	4.8	-	-0.29	4.06	-	-

来源：公司年报，齐鲁证券研究所，注：持股比例为截止 2010 年底的数据。北京双鹭生物技术有限公司 11 年 2 月完成工商登记，注册资本 3000 万。

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