

双成药业 (002693): 技术领先的多肽类药物生产企业

行业分类: 医药

2012年07月31日

股票价格

合理价格区间	18.25-20.44 元
网下发行数量	1500 万股
网上发行数量	1500 万股

股本结构

发行前总股本 (万股)	9000
本次发行股本 (万股)	3000
发行后总股本 (万股)	12000

重要日期

网下申购日	2012年07月31日
网上申购日	2012年07月31日

主要财务数据及预测

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	133.50	158.78	192.88	231.66
营业收入增长率 (%)	18.27	18.94	21.48	20.11
净利润 (百万元)	70.41	87.50	111.50	132.75
净利润增长率 (%)	9.63	24.27	27.42	19.06
综合毛利率 (%)	74.76	74.76	75.53	75.69
摊薄每股收益 (元)	0.59	0.73	0.93	1.11

报告要点:

- 公司概况。**双成药业目前拥有 28 个品种、37 个规格的药品生产批准文号, 主要从事多肽类药物的研发、生产和销售, 核心产品为注射用胸腺法新, 其他多肽类产品包括注射用胸腺五肽、注射用生长抑素等, 此外还涉足一些消化系统、抗生素及抗感染类药物。
- 公司的竞争优势。**
 - 细分行业成长迅速。**化学合成多肽药物是对生物体内功能性物质的再造, 该行业在我国尚处于初级阶段, 由于多肽药物在临床治疗上的优势, 行业发展十分迅速。
 - 技术优势。**化学合成多肽技术有液相合成和固相合成两种方法, 由于操作上的便利性及成本上的优势, 固相合成是化学合成多肽的主流方法, 双成药业的固相合成法的应用已经十分成熟。
 - 销售模式优势。**双成药业在产品销售上采用“招商代理下的学术推广模式”, 通过招商选择区域代理商, 公司派驻销售人员辅助代理商进行专业化知识培训和学术推广, 这种模式有效的降低了公司的销售费用。
- 募集资金投向。**公司此次募集的资金主要用于厂房技改及新厂房建设项目, 包括胸腺法新、胸腺五肽、生长抑素、依非巴特等高附加值多肽制剂及原料药的生产。还有研发中心建设项目, 即其他多肽类药物的研究。
- 估值建议。**我们预计公司 12-14 年的 EPS (摊薄后) 分别为 0.73 元、0.93 元和 1.11 元, 当前行业处于快速发展阶段, 我们认为公司合理的价格区间为 18.25-20.44 元, 对应 2012、2013 和 2014 年的估值区间为 25.00-28.00 倍、19.62-21.98 倍和 16.44-18.41 倍。
- 主要不确定因素。**业务集中的风险; 新产品开发的风险。

联系人: 沈文文 联系人电话: 0755-83688575
 联系人邮箱: leechun6@gmail.com

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

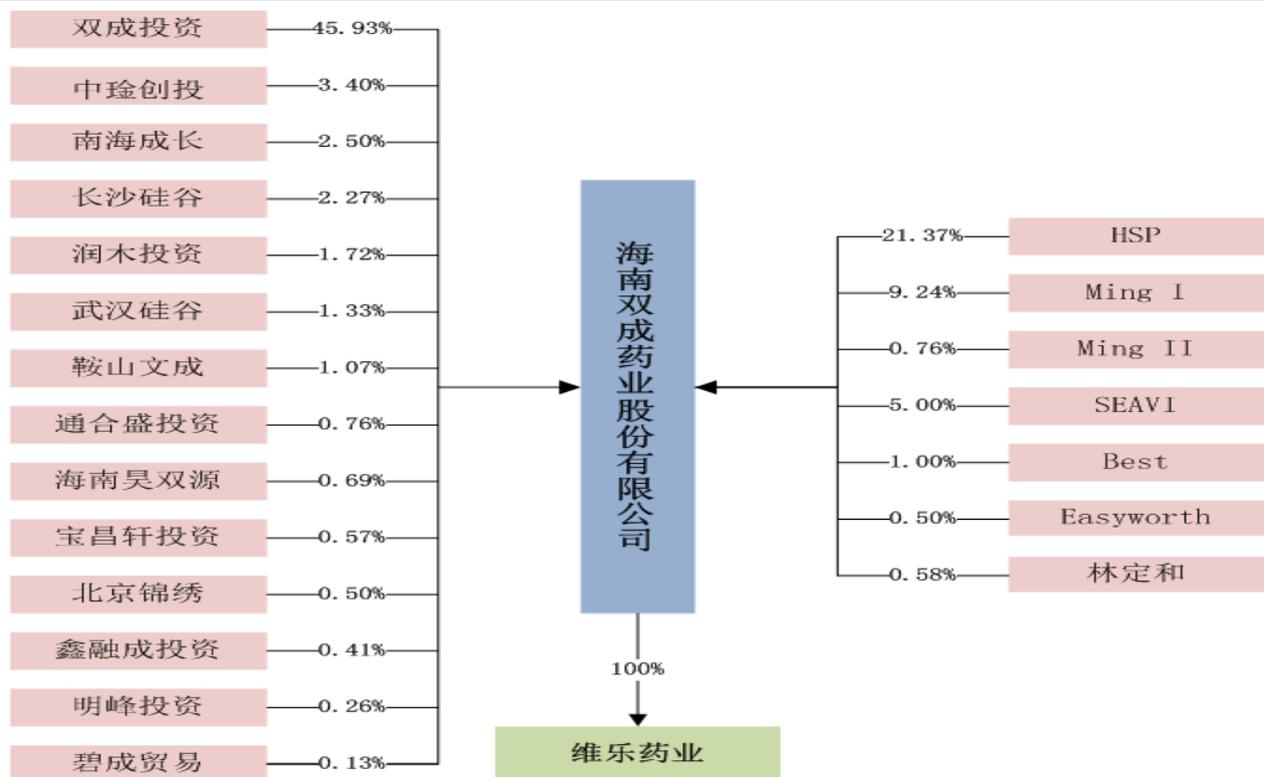
联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 0755-83692635
 传真: 0755-83688539

一、公司概况

海南双成药业股份有限公司（以下简称“双成药业”）的前身海南双成药业有限公司，成立于2000年5月，主要从事多肽类药物的研发、生产和销售。公司的控股股东为海南双成投资有限公司（以下简称“双成投资”），股权占比为45.93%，公司的实际控制人为王成栋和王荧璞父子，两人通过双城投资和HSP合计持有双成药业67.30%的股权。

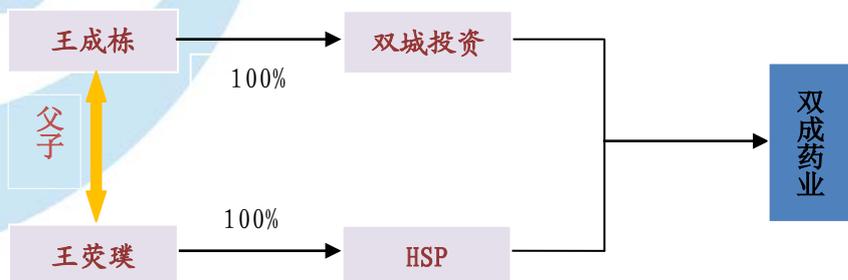
双成药业目前拥有28个品种、37个规格的药品生产批准文号，核心产品为注射用胸腺法新，其他多肽类产品包括注射用胸腺五肽、注射用生长抑素等，此外还涉足一些消化系统、抗生素及抗感染类药物。

图表 1: 公开发行前公司的股权结构



资料来源：招股说明书、中航证券金融研究所

图表 2: 公开发行前公司的实际控制人

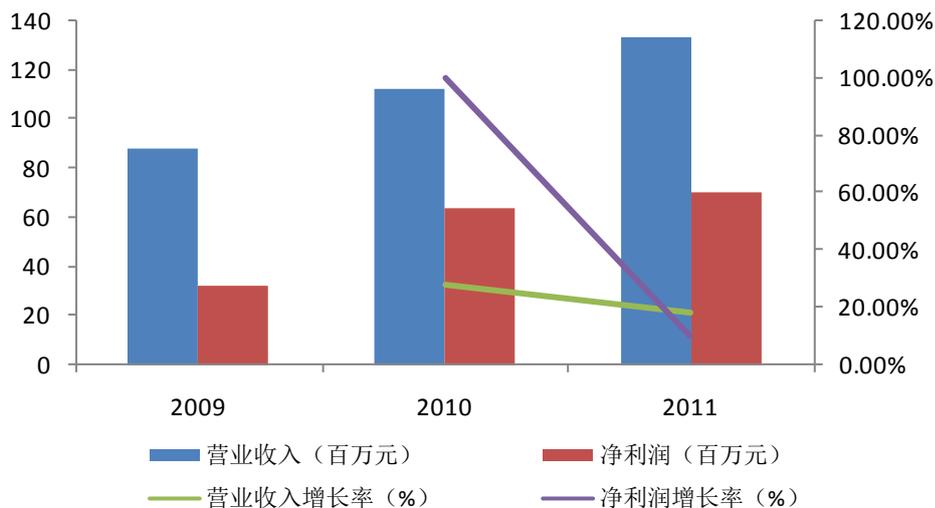


资料来源：招股说明书、中航证券金融研究所

二、公司的竞争优势

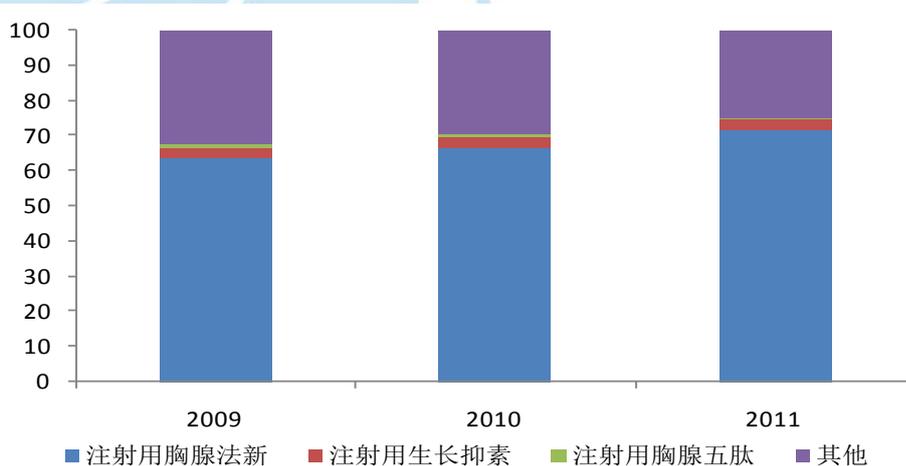
从市场规模上来看，化学合成多肽行业在我国尚处于起步阶段，国内的多肽类企业的经营模式趋于一致：通过率先仿制国外原研药的途径占领制高点，双成药业也是如此。公司的核心产品注射用胸腺法新就是仿制药，在公司的众多产品中，包括注射用胸腺法新、注射用生长抑素在内的 19 个产品进入国家医保目录，4 个产品进入《国家基本药物目录》。

图表 3: 公司的营业收入和净利润增长变动状况



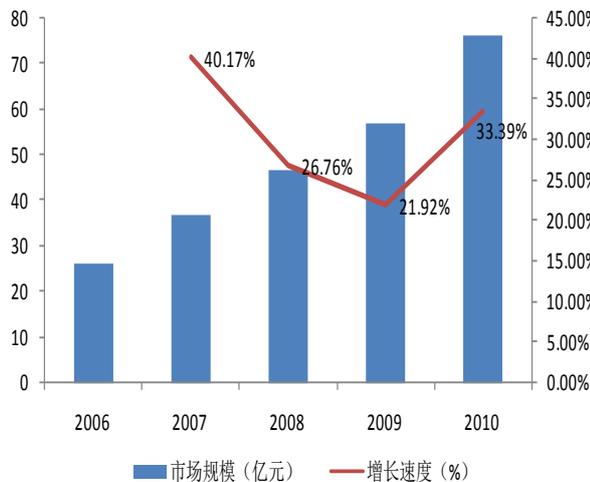
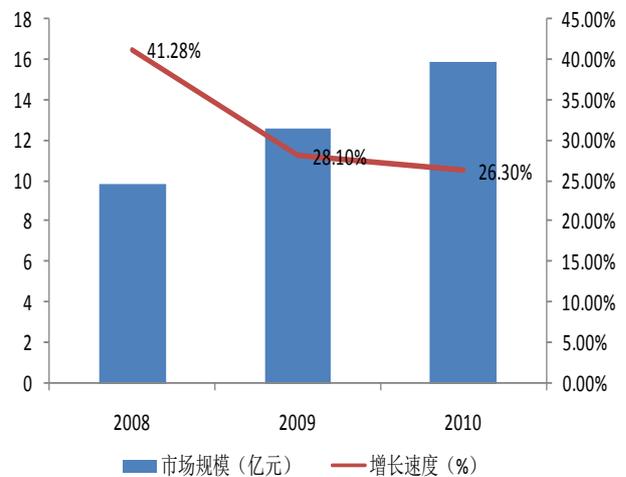
资料来源: wind、中航证券金融研究所

图表 4: 公司的收入结构变化情况 (单位: %)



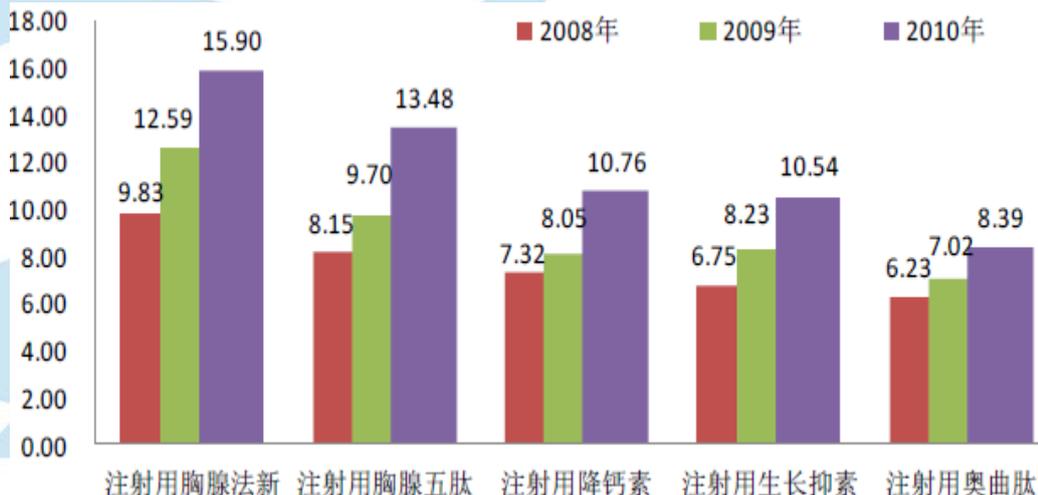
资料来源: wind、中航证券金融研究所

细分行业成长迅速。化学合成多肽药物是对生物体内功能性物质的再造，在临床治疗上具有比较确切的疗效。基于其本身的特性，加之该行业在我国处于快速成长期这样一个判断，双成药业作为国内化学合成多肽领域的领军企业之一，无疑会从中受益。具体到市场上已经比较成熟的多肽类药物如注射用胸腺法新、注射用生长抑素、注射用胸腺五肽等，可以发现，其在国内市场上的销售规模稳步扩大。

图表 5: 国内多肽药物企业市场规模

图表 6: 注射用胸腺法新的市场规模


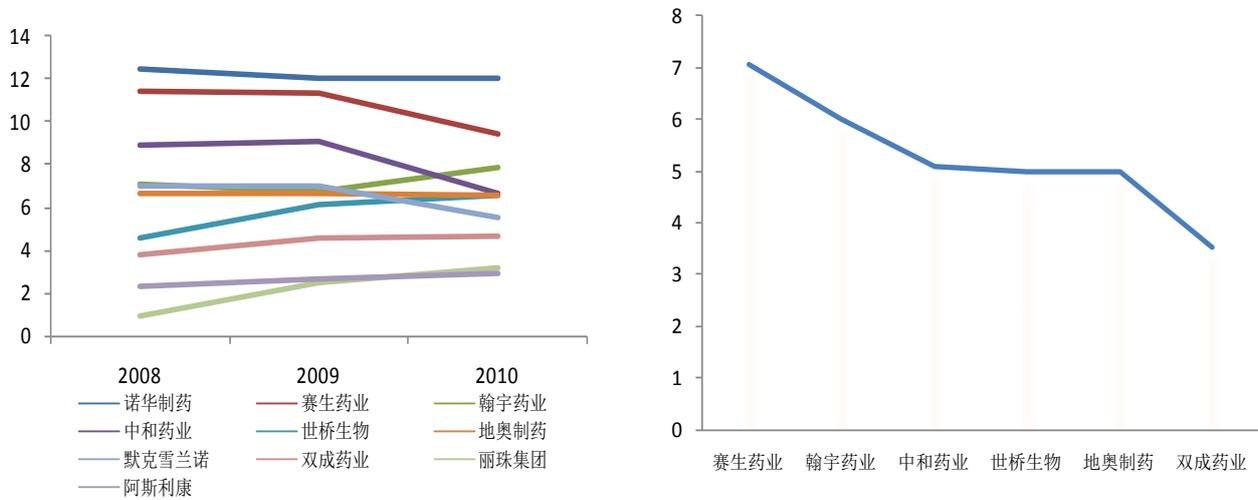
资料来源: SFDA、中航证券金融研究所

资料来源: 招股说明书、中航证券金融研究所

图表 7: 国内五种成熟多肽药物的销售状况 (单位: 亿元)


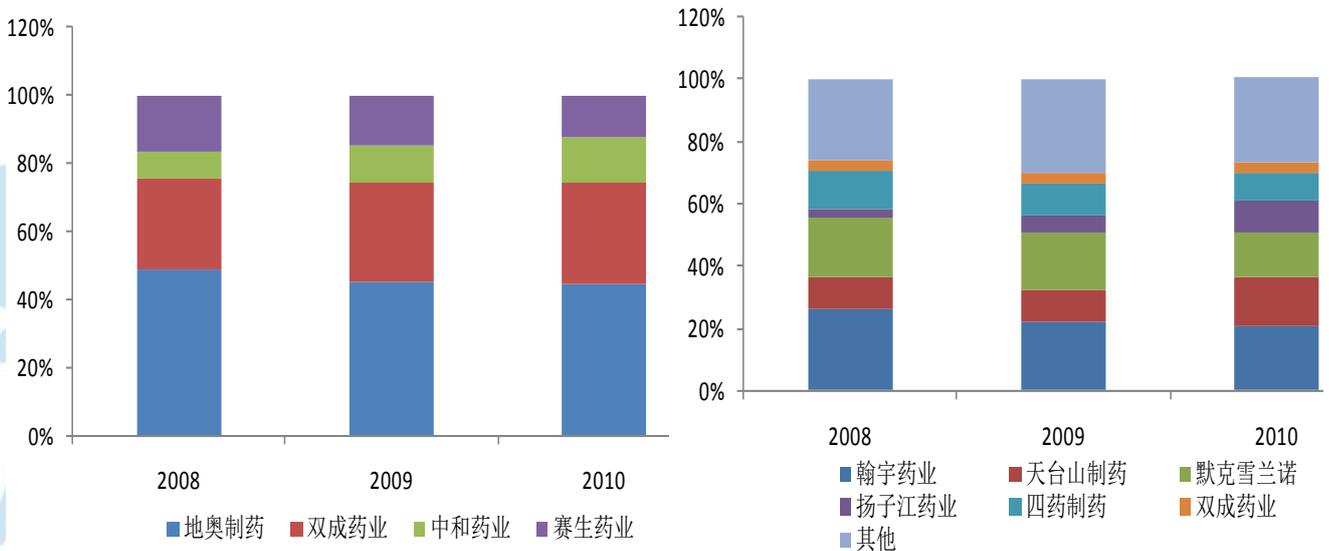
资料来源: 招股说明书、中航证券金融研究所

技术优势。现阶段,多肽药物的制备有三种途径:从动植物中提取、化学合成、转基因,而化学合成方法在工业化应用上最为成熟,可控性也最强。从国际层面上分析,现有多肽药物的原研企业均为外资企业,我国还处于仿制阶段,因此对于国内的多肽药物生产企业来说,谁能做到首仿、谁的生产技术比较成熟,谁就具备了在国内市场的先发优势。所以,国内多肽药物市场的格局便是外资企业占领着第一梯队、少数掌握着化学合成多肽技术的内资企业以价格优势占领着第二梯队,而双成药业正式处于这样一种状态,对内资企业具有技术优势,对外资企业具有价格优势。化学合成多肽技术有液相合成和固相合成两种方法,由于操作上的便利性及成本上的优势,固相合成是多肽化学合成的主流方法,双成药业正是掌握了这一方法,而这种方法也成了外围企业进入的门槛。此外,对于国内几家主要的多肽药物生产商,如翰宇药业、世桥生物、中和药业、地奥制药和双成药业而言,在业务重心上并不完全重合,各有侧重。地奥制药和双成药业的业务重心是注射用胸腺法新,翰宇药业的业务重心为注射用生长抑素和注射用胸腺五肽,世桥生物、中和药业的业务重心为注射用胸腺五肽。

图表 8: 国内多肽类药物企业的市场份额情况 (%) 图表 9: 同类企业 2010 年多肽类药物销售情况 (亿元)


资料来源: 招股说明书、中航证券金融研究所

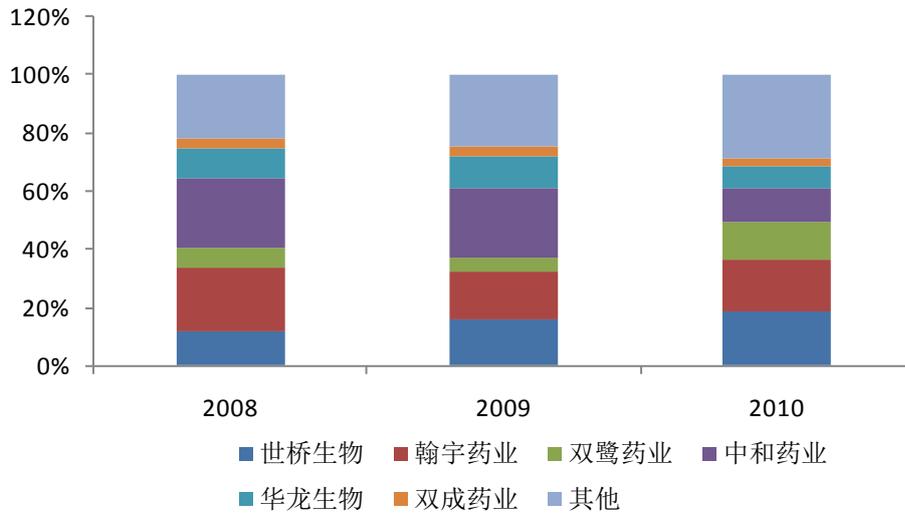
资料来源: 招股说明书、中航证券金融研究所

图表 10: 注射用胸腺法新的市场构成 (销量占比) 图表 11: 注射用生长抑素的市场构成 (销量占比)


资料来源: SFDA、中航证券金融研究所

资料来源: SFDA、中航证券金融研究所

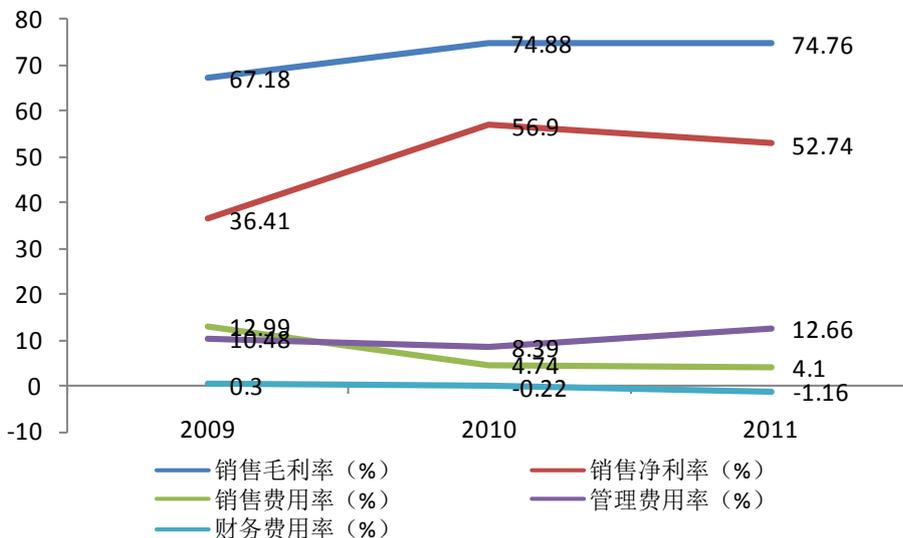
图表 12: 注射用胸腺五肽的市场构成 (销量占比)



资料来源: SFDA、中航证券金融研究所

销售模式优势。双成药业在产品销售上采用“招商代理下的学术推广模式”，通过招商选择区域代理商，不同的代理商负责不同的区域及对应的医院，公司派驻销售人员对代理商进行产品知识和营销技能培训，并指导其开展专业化学术推广活动，这有助于公司控制销售费用，当然此种销售模式的选择也是基于公司的产品优势。目前，公司的合作医药商业公司有 600 多家，核心产品已覆盖到全国 1000 多家医院，其中包括约 350 家三甲医院。

图表 13: 公司的各项财务比率 (%)



资料来源: wind、中航证券金融研究所

三、募集资金投向

公司本次拟向社会公开发行人民币普通股3000万股，募集的资金主要用于两部分：一是现有厂房技改及新厂房建设项目；另外一项是研发中心建设项目，即其他多肽类药物的研究。新厂房建设项目包括一条年产能800万支多肽制剂的生产线和一条年产能50公斤多肽原料药的生产线，制剂生产线的内容包括550

万支/年的1.6mg规格的注射用胸腺法新、120万支/年的1mg规格的注射用胸腺五肽、80万支/年的3mg规格的注射用生长抑素、50万支/年的20mg规格的注射用依非巴特。原料药生产线的内容为胸腺法新、胸腺五肽、生长抑素、依非巴特等制剂的原料药的生产。

图表 14: 公司的募集资金投向

项目名称	投资额	资金投入计划		建设期
		第一年	第二年	
现有厂房技改及新厂房建设项目	25,253.55	11,384.54	13,868.01	24个月
研发中心建设项目	4,761.55	4,761.55	-	12个月
合计	30,015.10	16,147.09	13,868.01	

资料来源: 招股说明书、中航证券金融研究所

图表 15: 公司分产品营业收入及主要财务预测

	09A	10A	11A	12E	13E	14E
注射用胸腺法新						
营业收入(百万元)	55.95	75.03	95.61	116.64	144.63	176.45
增加额(百万元)		19.08	20.58	21.03	27.99	31.82
增长幅度(%)		34.10	27.43	22.00	24.00	22.00
毛利率(%)	89.88	90.83	88.94	88.00	87.50	87.00
注射用生长抑素						
营业收入(百万元)	2.63	3.63	3.87	4.33	4.76	5.24
增加额(百万元)		1.00	0.24	0.46	0.43	0.48
增长幅度(%)		38.02	6.61	12.00	10.00	10.00
毛利率(%)	62.13	60.99	62.47	62.00	61.00	61.00
注射用胸腺五肽						
营业收入(百万元)	0.82	0.97	0.73	0.77	0.89	0.98
增加额(百万元)		0.15	-0.24	0.04	0.12	0.09
增长幅度(%)		18.29	-25.81	5.00	15.00	10.00
毛利率(%)	48.77	43.10	55.68	55.00	53.00	52.00
其他						
营业收入(百万元)	28.74	33.23	33.07	37.04	42.60	48.99
增加额(百万元)		4.49	-0.16	3.97	5.56	6.39
增长幅度(%)		15.62	-0.48	12.00	15.00	15.00
毛利率(%)	24.01	41.32	35.47	35.00	37.00	37.00
其他假设						
营业费用/营业收入(%)	12.99	4.74	4.1	4.31	4.24	4.26
管理费用/营业收入(%)	10.48	8.39	12.66	10.88	11.06	11.00
税率(%)	10.55	10.99	12.00	15.00	15.00	15.00

资料来源: wind、中航证券金融研究所

图表 16: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	95	682	733	848	营业收入	134	159	193	232
现金	34	621	655	755	营业成本	34	40	47	56
应收账款	3	5	5	6	营业税金及附加	1	1	1	2
其他应收款	1	4	1	5	营业费用	5	7	8	10
预付账款	35	32	40	50	管理费用	17	17	21	25
存货	12	11	19	16	财务费用	-2	-7	-14	-16
其他流动资产	11	10	13	15	资产减值损失	-0	-0	-0	-0
非流动资产	153	185	248	268	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	78	121	172	206	营业利润	78	101	130	155
无形资产	8	8	8	8	营业外收入	3	2	2	2
其他非流动资产	67	57	68	54	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	248	868	982	1116	利润总额	80	103	131	156
流动负债	18	20	22	24	所得税	10	15	20	23
短期借款	0	0	0	0	净利润	70	88	111	133
应付账款	7	7	9	10	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	11	13	13	14	归属母公司净利润	70	88	111	133
非流动负债	2	2	2	2	EBITDA	76	99	123	149
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.78	0.73	0.93	1.11
其他非流动负债	2	2	2	2					
负债合计	20	22	24	26					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	90	120	120	120	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
资本公积	52	552	552	552	成长能力				
留存收益	86	174	285	418	营业收入	18.3%	18.9%	21.5%	20.1%
归属母公司股东权益	228	846	957	1090	营业利润	8.9%	30.2%	27.8%	19.3%
负债和股东权益	248	868	982	1116	归属于母公司净利润	9.63%	24.3%	27.4%	19.1%
					获利能力				
					毛利率 (%)	74.76%	74.76%	75.53%	75.69%
					净利率 (%)	52.7%	55.1%	57.8%	57.3%
					ROE (%)	30.9%	10.3%	11.6%	12.2%
					ROIC (%)	33.8%	35.0%	32.1%	34.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	8.0%	2.5%	2.5%	2.3%
					净负债比率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.39	33.93	32.90	35.52
					速动比率	4.70	33.37	32.07	34.83
					营运能力				
					总资产周转率	0.53	0.28	0.21	0.22
					应收账款周转率	46	41	41	42
					应付账款周转率	6.17	5.78	5.91	5.87
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.59	0.73	0.93	1.11
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.55	0.74	0.75	0.95
					每股净资产 (最新摊薄)	1.90	7.05	7.98	9.08
					估值比率				
					P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	10.14	11.22	9.80	9.18

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	66	89	90	114
净利润	70	88	111	133
折旧摊销	0	5	8	10
财务费用	-2	-7	-14	-16
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	3	-14	-14
其他经营现金流	-3	1	-1	1
投资活动现金流	-107	-38	-71	-30
资本支出	107	40	70	30
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	2	-1	-0
筹资活动现金流	-75	537	14	16
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	30	0	0
资本公积增加	0	500	0	0
其他筹资现金流	-75	7	14	16
现金净增加额	-116	588	34	100

资料来源: 中航证券金融研究所、天软估值

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤, SAC执业证书号: S0640511040001, 南开大学经济学硕士, 2007年8月加入中航证券金融研究所, 从事消费行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航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分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。