

双鹭药业 (002038): 贝科能实现二次放量

分析师: 刘苗

执业证书编号: S0300512080001

Email: liumiao@lxzq.com.cn

日期: 2012年8月20日

www.lxzq.com.cn

8月16日,我们参加了双鹭药业股东大会,并就投资者关心的问题与高管进行了深入交流。主要问题:1)业绩放量是否可以持续?2)贝科能的同比增速及未来增长空间?3)是否有潜力大品种上市?

要点:

1、业绩多点爆发

2012年上半年实现营业收入4亿元、同比增长43.4%;扣非后净利润同比增长48.2%。分产品看,贝科能与白介素-2的同比增速超过40%,氯雷他定、胸腺五肽、扶济复增速均超过70%。除贝科能外,其它产品销售额相对较小,如氯雷他定、胸腺五肽等均有较多生产厂家,因此未来增长空间有限。考虑抗生素限用对胸腺五肽、白介素等有利好因素,未来公司看点主要在于贝科能,以及胸腺五肽等二线品种的表现。

2、贝科能二次放量

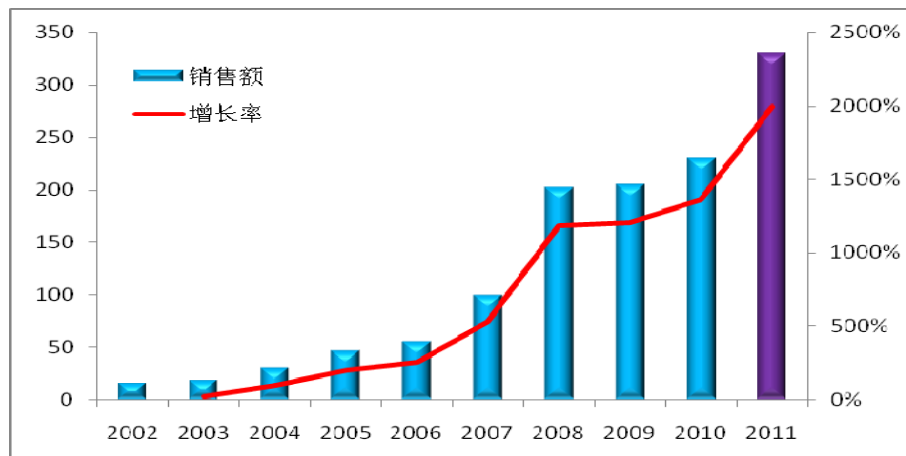
贝科能中期增速约40%,放量增长。综合近十年的销售数据看,贝科能增长了22倍。早在2011年5月的深度报告中《双鹭药业(002038):医保效应将助推公司实现二次快速增长》,我们就大胆预测了贝科能的二次快速增长期。综合2011及2012年中期的销售数据,我们再次绘制了贝科能销量走势图,并非常直观的看到——贝科能二次放量的趋势已经确认,并将走出2007-2008年的趋势。

我们这所以作出这个判断,不是依靠趋势分析,而是对产品进行深层次分析后作出的预测。

贝科能在2005年进入13省医保目录后,成就了公司在2006-2008年的第一次快速增长,之后贝科能销量平缓;2010年,贝科能再次进入约11省医保目录(尤其是北京和广东是公司重要市场),据此我们预测医保效将使贝科能重拾增势,而2011年的数据也基本确认了此趋势,我们预计未来两年贝科能平均增速为40-45%。



图表1 贝科能二次放量趋势形成



资料来源：公司公告、联讯证券投研整理

3、在研产品潜力大

新产品替莫唑胺具备成为过亿品种的潜质。同类产品有先灵葆雅的Temodar和天士力的“蒂清”。Temodar 2010年全球销售额为10.65亿美元；国内市场仅有天士力和双鹭两家，蒂清年销售额约3亿元。来那度胺用于治疗骨髓增生异常综合征(MDS)与多发性骨髓瘤(MM)，2009、2010年全球销售额分别为17亿和25亿美元。公司已经获得来那度胺获得I、II期合并临床批件，并拥有相关组合专利，未来将成为内资独家品种。长效立生素已经完成II期临床，目前正在申报III期临床。通过合作研发，公司又获得了23价肺炎疫苗、Diapin（新型糖尿病化合物）、SL801等多个具有良好市场潜力的品种。

4、盈利预测

我们略上调了盈利预期，预计公司的2012/2013/2014年扣非后净利润增速分别为43%/28%/26%，EPS分别为1.22/1.57/1.98元，目前股价对应12/13/14年PE分别为29/23/18。我们认为医保效应将持续促进复合辅酶的快速增长，维持“增持”评级。

5、风险提示

- 1) 过于依赖经销商，一旦现有产品失去竞争优势，公司业绩将面临严重的打击。
- 2) 药品面临降价压力

图表2 盈利预测表

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E		2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
流动资产	765	1,189	1,711	2,125	2,666	营业收入	458	623	899	1,173	1,487
现金	446	573	1,144	1,441	1,939	营业成本	107	153	243	317	401
应收账款	139	210	210	210	210	营业税金及附加	6	7	10	13	17
其它应收款	1	1	1	1	1	营业费用	19	18	29	38	48
预付账款	59	106	156	209	263	管理费用	69	79	108	141	178
存货	30	65	58	111	104	财务费用	(7)	(9)	(6)	(8)	(15)
其他	91	235	142	153	149	资产减值损失	1	2	2	2	2
非流动资产	483	547	510	573	621	公允价值变动收益	(9)	(3)	(3)	(4)	(3)
长期投资	134	161	107	116	122	投资净收益	26	223	20	20	20
固定资产	181	180	229	278	329	营业利润	282	593	531	688	873
无形资产	37	35	30	26	21	营业外收入	38	11	20	17	18
其他	132	171	144	154	149	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	1,249	1,736	2,221	2,698	3,287	利润总额	320	604	552	705	891
流动负债	37	45	142	109	50	所得税	43	80	83	106	134
短期借款	-	-	98	61	-	净利润	276	524	469	599	758
应付账款	8	10	10	10	10	少数股东损益	4	1	2	3	4
其他	29	36	34	38	41	归属母公司净利润	273	523	466	596	754
非流动负债	-	5	3	3	4	EBITDA	288	603	533	688	867
长期借款	-	-	-	-	-	EPS (元)	1.08	1.37	1.22	1.57	1.98
其他	-	5	3	3	4						
负债合计	37	51	145	112	54	主要财务比率	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	21	62	64	67	71	成长能力					
股本	253	381	381	381	381	营业收入	17.4%	36.0%	44.4%	30.5%	26.7%
资本公积	39	(20)	(20)	(20)	(20)	营业利润	7.1%	110.6%	-10.4%	29.5%	26.9%
留存收益	899	1,263	1,653	2,163	2,810	归属于母公司净利润	11.7%	91.9%	-10.9%	27.8%	26.5%
归属母公司股东权益	1,191	1,624	2,012	2,518	3,162	盈利能力					
负债和股东权益	1,249	1,736	2,221	2,698	3,287	毛利率	76.7%	75.4%	73.0%	73.0%	73.0%
						期间费用率	17.6%	14.2%	14.6%	14.5%	14.2%
						净利率	59.6%	84.0%	51.9%	50.8%	50.7%
						ROE	22.9%	32.2%	23.2%	23.7%	23.8%
						ROIC	55.1%	74.7%	64.0%	69.5%	80.6%
						偿债能力					
						资产负债率	3.0%	2.9%	6.5%	4.2%	1.6%
						净负债比率	0.0%	0.0%	67.4%	54.5%	0.0%
						流动比率	20.56	26.30	12.05	19.50	53.14
						速动比率	19.77	24.87	11.64	18.49	51.07
						营运能力					
						总资产周转率	0.40	0.42	0.45	0.48	0.50
						应收账款周转率	3.60	3.57	4.28	5.59	7.08
						应付账款周转率	10.78	17.35	25.29	33.00	41.82
						每股指标(元)					
						EPS	0.72	1.37	1.22	1.57	1.98
						每股经营现金流	0.63	0.60	1.19	1.20	1.81
						每股净资产	3.13	4.27	5.28	6.61	8.31
						估值比率					
						P/E	28.3	22.2	24.9	19.5	15.4
						P/B	6.49	7.16	5.78	4.62	3.68

现金流量表(百万元)					
	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	238	229	452	457	690
净利润	276	524	469	599	758
折旧摊销	14	18	7	8	9
财务费用	(7)	(9)	(6)	(8)	(15)
投资损失	(26)	(223)	(20)	(20)	(20)
营运资金变动	(35)	(94)	(8)	(114)	(40)
其它	16	12	10	(8)	(1)
投资活动现金流	(164)	(82)	91	(46)	(39)
资本支出	43	73	47	51	55
长期投资	(128)	(14)	(53)	14	3
其他	(250)	(23)	85	19	20
筹资活动现金流	(46)	(19)	28	(114)	(153)
短期借款	-	-	98	(37)	(61)
长期借款	-	-	-	-	-
普通股增加	2	128	-	-	-
资本公积增加	1	(58)	-	-	-
其他	(49)	(88)	(70)	(78)	(92)
现金净增加额	-	2	571	297	498

数据来源：联讯证券投研中心整理

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本资料而引致的任何直接或间接损失负任何责任。