

双鹭药业 (002038.SZ)

终端销售放量，业绩略好于预期

 评级: **增持** 前次: **增持**

 目标价(元): **40.83-42.49**

联系人

分析师

袁倩倩 CFA
胡德军

生物医药小组

S0740511070005

021-20315202

生物医药小组

qiuqq@r.qlzq.com.cn

2012年10月24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)	37.47
市值(百万元)	14264.83
流通市值(百万元)	13961.32

业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	457.84	622.77	896.08	1,215.1	1,602.4
营业收入增速	17.39%	36.02%	43.89%	35.61%	31.87%
净利润增长率	11.72%	91.90%	-8.60%	31.16%	24.42%
摊薄每股收益(元)	1.08	1.37	1.25	1.64	2.04
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)	54.73	23.90	29.92	22.81	18.33
PEG	4.67	0.26	—	0.73	0.75
每股净资产(元)	4.71	4.27	5.42	7.07	9.11
每股现金流量(元)	0.94	0.60	1.23	0.88	1.50
净资产收益率	22.90%	32.23%	23.10%	23.25%	22.44%
市净率	12.53	7.70	6.91	5.30	4.11
总股本(百万元)	252.98	380.70	381.93	381.93	381.93

备注: 市场预测取 聚源一致预期

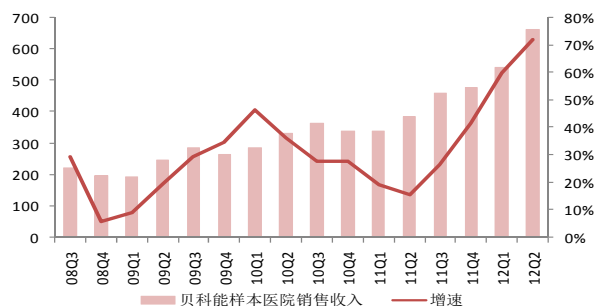
股价与行业-市场走势对比



投资要点

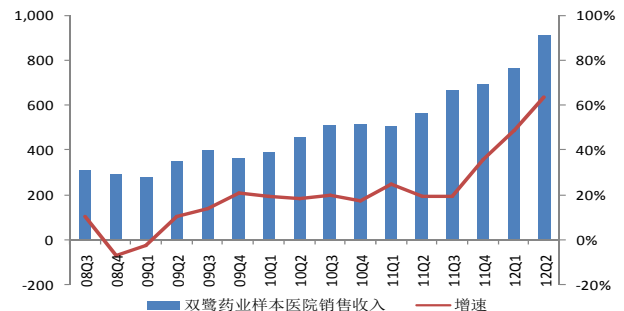
- **事件:** 10月25日, 双鹭药业公布三季报, 2012年实现营业收入6.36亿元, 同比增长45.76%, 实现归属于上市公司股东的净利润3.49亿元, 同比下降20.54%, 其中扣非后净利润3.38亿元, 同比增长42.72%。
- **点评:** 前三季度公司主导产品贝科能和多个二线品种都实现了快速增长, 终端数据显示放量明显。其中, 主导产品贝科能的增长超过50%, 二线产品中白介素-2、白介素-11、胸腺五肽的增长约40%。
- **贝科能新一轮快速增长的原因:** 在限抗政策下, 贝科能的细胞赋活剂功效、全科用药地位、以及独家品种的定价优势使其具备放量的基础; 贝科能2010年新进10个省市地方医保, 新目录下的省级药品集中采购陆续展开是贝科能放量的有利条件。
- **白介素-2、白介素-11、粒细胞集落刺激因子等老品种从去年10%左右的增速上升到20-40%的原因:** 免疫调节剂整体增速较好; 新版GMP大限将近, 部分竞争对手需要停产改造, 而双鹭由于按新版GMP标准建设的昌平生产基地注射剂生产线明年将通过认证, 因此老生产线无需停产, 生产连贯。

图表 1: 样本医院贝科能销售增长(百万元)



来源: IMS(按医院进货价统计), 齐鲁证券研究所

图表 2: 样本医院双鹭药业销售增长(百万元)



来源: IMS(按医院进货价统计), 齐鲁证券研究所

请务必阅读正文之后的重要声明部分

■ 我们判断公司未来的增长将受益于多种因素的驱动:

- **驱动因素一：主导产品贝科能背靠大治疗领域，享有独家地位，新进医保利好将逐步体现。**未来多年，贝科能有望继续保持独家地位。按照2007版药品注册法规，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（这会耗费大量金钱和时间）。另外，贝科能受到发明专利《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》的保护2024年8月才到期。2010年贝科能进入22个省市（新进10个）地方医保，由于新版目录的执行时间和新版目录下的招标陆续展开，贝科能的销量将逐步释放。**研究2010版省级目录的招标执行周期，我们注意到江苏、安徽、北京尚未在新版目录下举办省级非基药招标，这部分空间有望在2013年体现。**

图表 3：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)、云南、黑龙江、江苏、陕西、河南、吉林、安徽、广西自治区、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。)
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

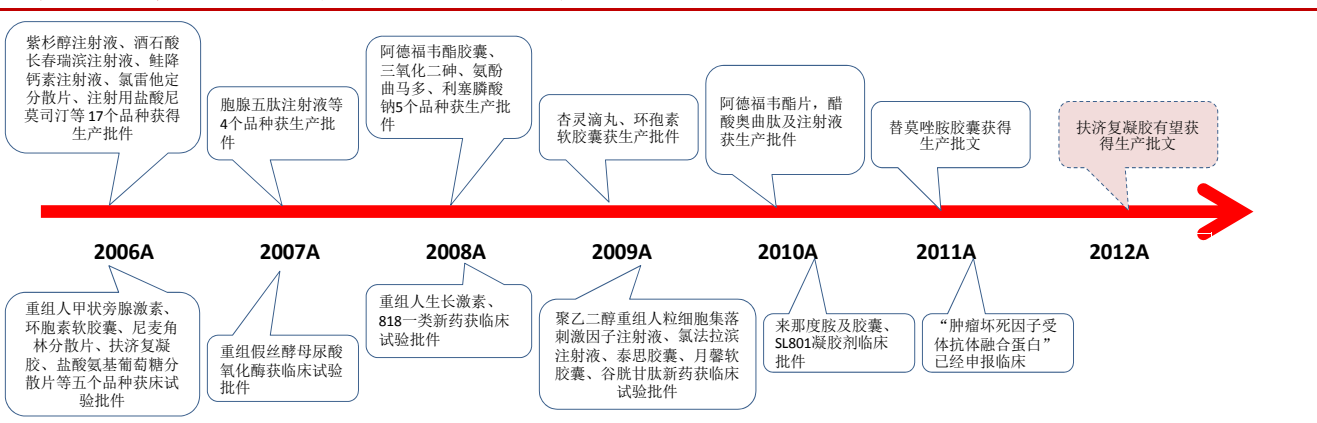
图表 4：新进 10 个省市 2010 版目录执行时间和新版目录下的招标情况

	2010版省级医保目录执行时间	2010版目录下的招标执行周期
福建(限肝病用药)	2010年7月1日起执行	2011.1.1-2013.6.30
云南	2010年7月1日起执行	2012.4.10-2013.4.9
黑龙江	2010年8月1日起执行	2010.9.1-2011.8.31
江苏	2010年10月1日起执行	新版目录尚未招标 结果公示
陕西	2010年10月1日起执行	2011.1.1-2011.12.31
河南	2010年10月1日起执行	2011.2.18-2011.9.20(卫生院增配目录)，省级目录待招
吉林	2010年10月1日起执行	新版目录尚未招标
安徽	2010年11月1日起执行	2011.4.1-2012.3.31
广西自治区	2010年12月1日起执行	新版目录尚未招标
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。)	2011年7月1日起执行	新版目录尚未招标

来源：齐鲁证券研究所

- **驱动因素二：研发驱动，未来新产品或有惊喜，例如：替莫唑胺胶囊已经完成定价，部分省市开始准备备案采购；扶济复凝胶申报生产，已经进入现场审核阶段。**公司的研发储备长短期结合，有多个产品已经申报生产或处于临床阶段，疫苗和单抗平台通过PnuVax SL项目得以加强。

图表 5：双鹭药业过去几年获得临床批件、生产批件的情况



来源：齐鲁证券研究所

- **驱动因素三：**公司的外延布局将在中长期增厚公司的业绩，包括：福尔生物、新乡市中心医院（东区）等项目。
- **投资建议：**我们继续看好贝科能的增长潜力，并且看好公司的二线产品多点开花、产品储备不断丰富和壮大。小幅向上修正双鹭药业的盈利预测，预计2012-2014年分别实现净利润4.83、6.31、7.99亿元（前次：4.68、5.96、7.21亿元），对应EPS为1.25、1.64、2.04元（前次：1.23、1.56、1.89元），维持“增持”评级。综合相对估值和绝对估值的结果，目标价上调至40.83-42.49元（前次：35.83-36.00）元。
- **风险因素：**
 - 医药行业宏观政策的不确定性。
 - 研发进展和药品评审行政审批的不确定性。
 - 外延布局的管理风险。

图表 6：双鹭药业 PE 相对估值为 42.45-42.49 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							45.66	33.96	25.91
双鹭药业	002038.SZ	37.11	141.28	1.38	1.25	1.64	26.96	29.69	22.63
智飞生物	300122.SZ	31.81	127.24	0.49	0.67	0.87	64.92	47.20	36.48
沃森生物	300142.SZ	37.93	69.12	1.38	1.47	1.81	27.49	25.80	20.94
长春高新	000661.SZ	60.95	80.04	0.83	1.57	2.14	73.43	38.88	28.50
舒泰神	300204.SZ	46.96	62.64	0.86	1.29	1.79	54.92	36.29	26.18
安科生物	300009.SZ	12.08	22.83	0.34	0.42	0.53	35.53	28.78	22.66
翰宇药业	300199.SZ	15.64	31.28	0.43	0.50	0.65	36.37	31.09	23.97

来源：齐鲁证券研究所

- 假定无风险利率 3.25%、风险溢价7.00%、BETA 为0.90，2012-14 年显性期增长率详见销售收入预测表，2015-25 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40.83元。

图表 7：双鹭药业 DCF 绝对估值为 40.83 元

每股价值	40.83	TV增长率	2.5%
隐含P/E	32.42	WACC	9.55%
企业值	15,654.06	债务	0.00
		投资	801.91
股票价值	15,592.42	少数股东权益	61.65

$$PV(FCFF) = \sum_{t=1}^{n=10} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_n \times (1+TV)}{(1+WACC)^n \times (WACC-TV)}$$

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)

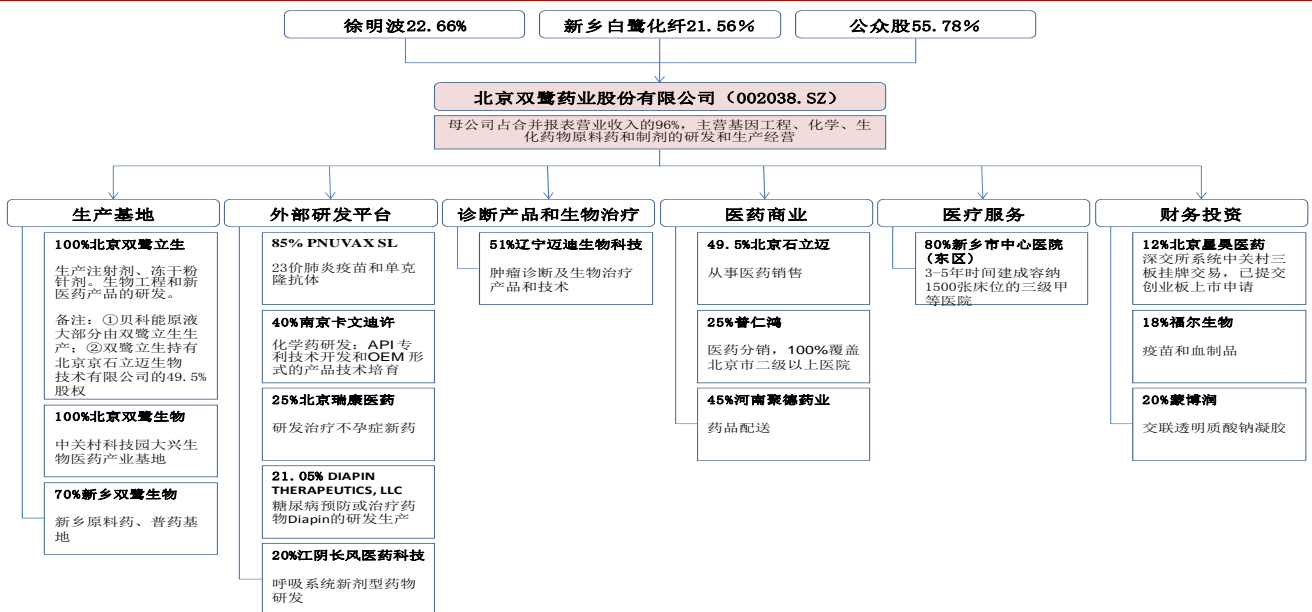
项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
注射用复合辅酶 (贝科能)					
销售收入	209.00	294.07	426.40	562.24	709.53
增长率 (YOY)	1.95%	40.70%	45.00%	31.86%	26.20%
占总销售额比重	45.65%	47.22%	47.59%	46.27%	44.28%
占主营业务利润比重	45.54%	47.72%	47.95%	47.06%	45.63%
注射用胸腺五肽 (欧宁)					
销售收入	40.02	68.04	92.27	124.56	155.70
增长率 (YOY)	81.91%	70.00%	35.62%	35.00%	25.00%
占总销售额比重	8.74%	10.92%	10.30%	10.25%	9.72%
占主营业务利润比重	9.92%	12.06%	10.98%	11.03%	10.59%
阿德福韦酯胶囊/片 (欣复诺)					
销售收入	17.50	27.13	30.80	35.42	40.20
增长率 (YOY)	75.03%	55.00%	13.53%	15.00%	13.51%
占总销售额比重	3.82%	4.36%	3.44%	2.91%	2.51%
占主营业务利润比重	2.74%	3.17%	2.61%	2.23%	1.95%
重组人粒细胞集落刺激因子注射液 (立生素)					
销售收入	33.60	38.01	47.52	54.64	62.32
增长率 (YOY)	11.99%	13.11%	25.00%	15.00%	14.04%
占总销售额比重	7.34%	6.10%	5.30%	4.50%	3.89%
占主营业务利润比重	8.81%	7.40%	6.43%	5.50%	4.82%
注射用重组人新型白介素-2 (欣吉尔)					
销售收入	38.40	46.08	64.52	76.88	92.25
增长率 (YOY)	28.00%	20.00%	40.00%	19.16%	20.00%
占总销售额比重	8.39%	7.40%	7.20%	6.33%	5.76%
占主营业务利润比重	10.39%	9.16%	9.25%	8.21%	7.57%
注射用重组人白介素-11 (迈格尔)					
销售收入	12.60	13.86	17.22	20.67	24.66
增长率 (YOY)	5.00%	10.00%	24.26%	20.00%	19.29%
占总销售额比重	2.75%	2.23%	1.92%	1.70%	1.54%
占主营业务利润比重	3.16%	2.55%	2.30%	2.06%	1.88%
注射用三氧化二砷					
销售收入	30.01	31.51	39.18	47.01	56.10
增长率 (YOY)	200.08%	5.00%	24.32%	20.00%	19.34%
占总销售额比重	6.56%	5.06%	4.37%	3.87%	3.50%
占主营业务利润比重	5.13%	4.02%	3.64%	3.25%	2.98%
酒石酸长春瑞滨注射液 (欣瑞金)					
销售收入	14.00	18.90	23.38	29.23	34.71
增长率 (YOY)	40.01%	35.00%	23.71%	25.00%	18.75%
占总销售额比重	3.06%	3.04%	2.61%	2.41%	2.17%
占主营业务利润比重	2.51%	2.45%	2.21%	2.06%	1.88%
紫杉醇注射液					
销售收入	15.00	16.34	18.79	21.28	24.47
增长率 (YOY)	30.43%	8.90%	15.00%	13.26%	15.00%
占总销售额比重	3.28%	2.62%	2.10%	1.75%	1.53%
占主营业务利润比重	2.78%	2.12%	1.78%	1.50%	1.32%
其他					
销售收入	47.69	68.81	136.01	243.22	402.50
增长率 (YOY)	-3.68%	44.30%	97.66%	78.82%	65.49%
占总销售额比重	10.42%	11.05%	15.18%	20.02%	25.12%
占主营业务利润比重	9.03%	9.36%	12.86%	17.11%	21.38%
销售收入小计	457.83	622.75	896.08	1,215.14	1,602.45
销售成本小计	106.74	160.16	282.48	390.74	529.45
毛利	351.09	462.59	613.60	824.40	1073.00
平均毛利率	76.69%	74.28%	68.48%	67.84%	66.96%

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)					
	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	458	623	896	1,215	1,602	货币资金	446	573	836	964	1,277
增长率	17.4%	36.0%	43.9%	35.6%	31.9%	应收款项	141	215	215	326	429
营业成本	-107	-153	-282	-391	-529	存货	30	65	58	118	160
% 销售收入	23.3%	24.6%	31.5%	32.2%	33.0%	其他流动资产	149	337	338	487	577
毛利	351	470	614	824	1,073	流动资产	765	1,189	1,446	1,894	2,443
% 销售收入	76.7%	75.4%	68.5%	67.8%	67.0%	% 总资产	61.3%	68.5%	66.0%	66.0%	66.1%
营业税金及附加	-6	-7	-10	-14	-18	长期投资	227	220	413	608	843
% 销售收入	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	182	198	206	244	292
营业费用	-19	-18	-22	-32	-45	% 总资产	14.6%	11.4%	9.4%	8.5%	7.9%
% 销售收入	4.1%	2.9%	2.4%	2.6%	2.8%	无形资产	71	81	78	75	72
管理费用	-69	-79	-72	-97	-133	非流动资产	483	547	744	974	1,254
% 销售收入	15.0%	12.6%	8.0%	8.0%	8.3%	% 总资产	38.7%	31.5%	34.0%	34.0%	33.9%
息税前利润 (EBIT)	258	366	510	682	877	资产总计	1,249	1,736	2,190	2,868	3,697
% 销售收入	56.3%	58.8%	57.0%	56.1%	54.7%	短期借款	0	0	0	0	0
财务费用	7	9	9	14	16	应付款项	14	19	19	47	63
% 销售收入	-1.6%	-1.4%	-1.0%	-1.1%	-1.0%	其他流动负债	23	26	25	44	57
资产减值损失	-1	-2	8	4	2	流动负债	37	45	44	90	120
公允价值变动收益	-9	-3	0	2	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	26	223	17	20	21	其他长期负债	0	5	5	5	5
% 税前利润	8.2%	36.9%	3.0%	2.7%	2.3%	负债	37	51	49	96	126
营业利润	282	593	544	721	916	普通股股东权益	1,191	1,624	2,074	2,701	3,482
营业利润率	61.5%	95.2%	60.7%	59.4%	57.2%	少数股东权益	21	62	67	71	89
营业外收支	38	11	15	10	10	负债股东权益合计	1,249	1,736	2,190	2,868	3,697
税前利润	320	604	559	731	926	比率分析					
利润率	69.8%	97.1%	62.4%	60.2%	57.8%	2010 2011 2012E 2013E 2014E					
所得税	-43	-80	-77	-100	-127	每股指标					
所得税率	13.5%	13.2%	13.7%	13.7%	13.7%	每股收益 (元) 1.078 1.375 1.259 1.643 2.044					
净利润	276	524	483	631	799	每股净资产 (元) 4.707 4.266 5.430 7.073 9.116					
少数股东损益	4	1	2	4	19	每股经营现金净流 (元) 0.941 0.600 1.225 0.880 1.505					
归属于母公司的净利润	273	523	481	627	781	每股股利 (元) 0.000 0.200 0.000 0.000 0.000					
净利率	59.6%	84.0%	53.7%	51.6%	48.7%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率 22.90% 32.23% 23.19% 23.23% 22.42%					
净利润	276	524	483	631	799	总资产收益率 21.84% 30.14% 21.96% 21.88% 21.12%					
少数股东损益	0	0	2	4	19	投入资本收益率 42.27% 35.93% 49.86% 49.48% 52.56%					
非现金支出	14	20	10	14	16	增长率					
非经营收益	-18	-222	-32	-32	-31	营业总收入增长率 17.39% 36.02% 43.89% 35.61% 31.87%					
营运资金变动	-35	-94	7	-277	-209	EBIT增长率 7.37% 42.02% 39.44% 33.63% 28.62%					
经营活动现金净流	238	229	470	340	593	净利润增长率 11.72% 91.90% -8.10% 30.46% 24.42%					
资本开支	43	72	7	43	53	总资产增长率 22.43% 39.05% 26.16% 30.95% 28.90%					
投资	-128	-14	-188	-187	-230	资产管理能力					
其他	7	4	17	22	21	应收账款周转天数 106.3 106.2 120.0 95.0 95.0					
投资活动现金净流	-164	-82	-178	-208	-261	存货周转天数 92.3 112.2 130.0 110.0 110.0					
股权募资	4	42	-27	0	0	应付账款周转天数 33.9 21.0 25.0 25.0 25.0					
债权募资	0	0	0	0	0	固定资产周转天数 111.4 105.6 71.3 49.9 35.6					
其他	-50	-61	0	0	0	偿债能力					
筹资活动现金净流	-46	-19	-27	0	0	净负债/股东权益 -37.76% -34.50% -39.45% -35.15% -36.06%					
现金净流量	28	127	265	131	332	EBIT利息保障倍数 -35.7 -42.8 -54.8 -50.2 -56.0					
						资产负债率 2.98% 2.91% 2.23% 3.34% 3.40%					

来源: 齐鲁证券研究所

图表 10: 双鹭药业股权结构


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。