



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药：生物制药

王军

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001
(8621) 2032 8310
jun.wang_sh@bocichina.com

焦阳

证券投资咨询业务证书编号：S1300512090002
(8621) 2032 8587
yang.jiao@bocichina.com

*寇嘉辉为本报告重要贡献者

双鹭药业调研

近日我们调研了双鹭药业(002038.CH/人民币 37.28, 未有评级)，与公司高管就公司经营状况做了较深入的交流。调研纪要如下：

三大因素驱动贝科能持续高增长。公司独家品种贝科能持续高增长。我们预计2012年1-6月同比增速在50%左右，3季度同比增速超预期。适应症拓展、限抗政策下对抗生素替代与医保持续放量等三大因素驱动贝科能销售额持续高增长。其中适应症拓展是主要原因：公司产品原主要应用于心脑血管疾病、肿瘤等慢性组织器官损伤等治疗领域，近年来其适应症向肝炎、听神经损伤等急性组织器官损伤等治疗领域扩展，相关科室消费金额大幅上升。

我们预计未来2年在产能充足的前提假设下贝科能高增速态势仍将延续。我们预计未来该品种毛利率也将有所提升。

主要二线品种增长态势良好。我们预计受益于抗生素替代机新版GMP认证干扰竞争对手生产等因素影响，2012年1-9月欣吉尔、立生素、欧宁同比增速均在30%以上，预计3个二线品种高增长有望延续至明年。受益于进入基药目录影响，我们预计雷宁1-9月同比增速在50%以上，高增长势头仍有望延续。受制于产品自身的特殊性，三氧化二砷、欣复诺同比增速趋平。扶济复普通剂型销售额高增长。立迈受制于原料药供应，未来有望随原料药产能扩张打破瓶颈。公司部分小品种翻倍增长。

待上市品种丰富，多个品种市场潜力巨大。潜力品种替莫唑安等待各省招标，我们预计该品种未来销售额将轻松过亿；扶济复凝胶剂型新药近期有望获批，该品种将在高定价基础上实现对传统剂型的替代；生长激素三期临床试验进展顺利；甲状旁腺激素等多个品种二期临床进展顺利；长效立生素进度放缓；来拿度安临床试验进展顺利；单抗项目进展顺利。我们预计未来5年公司将有大批潜力品种依次投放市场，支撑公司业绩持续增长。

产能扩张进展顺利。公司昌平产区固体制剂新产能9月已获得新版GMP证书，针剂改造车间与新建车间改造与申请新版GMP证书进展顺利；我们预计随着申请工作的顺利进行，13年公司产能压力将大幅缓解。我们预计新乡产区有望明年通过新版GMP印证，若顺利获批公司原料药供应压力将大幅减轻。我们预计大兴产区建设将在明年1季度动工，未来将成为公司疫苗、单抗等基因工程产品生产基地。我们认为，2013年将成为公司产能大幅扩张的关键年，将为公司业绩持续高增长奠定基础。

我们看好公司贝科能的持续增长与二线品种的成长空间，公司在研新药有望受益于国家政策性加快新药审批进度，后续潜在品种将持续支撑公司业绩增长，我们看好公司产品线与持续成长能力。公司目前股价约相当于2012年业绩的30倍，约相当于2013年业绩的21倍，估值切换后存在一定估值上升空间。我们建议投资者积极关注。

图表 1. 投资摘要 (市场一致预期)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	457.84	622.77	868.62	1,156.95	1,497.53
变动(%)	17.39	36.02	39.48	33.19	29.44
归属母公司的股东净利润(百万元)	272.71	523.34	490.27	637.19	812.62
变动(%)	11.72	91.90	(6.32)	29.97	27.53
每股收益(元)	1.078	1.375	1.287	1.672	2.133
市盈率(倍)	54.73	23.90	28.95	22.27	17.47
每股经营现金流(元)	0.9400	0.6013	1.2315	1.1963	1.5970

资料来源: 公司数据及万得资讯

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371