

2013年08月06日

双鹭药业 (002038.SZ)

## 布局当下，收获未来

■ **重申“买入—A”评级，小幅提高目标价至72元。**公司商业模式清晰，长期高效研发战略正进入收获季，贝科能等现有优势品种保障短中期业绩高增长，研发管线上专利药、单抗、疫苗等提供长期增长引擎。下半年可能的催化剂包括：8月注射剂产能有望释放，9月贝科能有望提价，专利药来那度胺/达沙替尼与海外公司的合作有望获进展。我们认为当前正是积极布局，收获未来的好时机。重申“买入—A”评级，维持2013-2015年EPS预测为1.50、2.04与2.58元。随时间前移，小幅上调12个月目标价至72元，相当于2014年35XPE。

■ **有望开创专利药授权发展新模式：**公司拥有来那度胺、达沙替尼的自主专利。国内市场，达沙替尼已基本完成生物等效性实验，预计8月可报生产；来那度胺预计年底前后完成合并的I/II期临床实验，两个产品明、后年有望获生产批文。海外市场，按照经验判断，挑战专利有相当大不确定性，预计公司将与外资药企合作，我们判该合作有望在中国市场取得突破，开创专利药“授权费+销售提成”的发展新模式。

■ **主打产品贝科能医保效应尚未充分显现，合同到期有望提价：**贝科能2010年新进的十个省市迄今均没有招标，新进医保的拉动效应还将持续。我们预计贝科能9月合同到期后将提价30%以上。我们认为，双鹭对代理商有很强话语权：独家品种产品力强、产品已进入20多地医保、医生接受度高，因此，公司向代理商提价、回收部分利润的成功概率较高。预计提价效应自Q4体现，明年高增长较为确定。预计中期业绩增速约为30-35%，下半年提价效应叠加产能释放，业绩增长有望加速，预计2013-14净利润CAGR达39%。

■ **研发管线丰富，专利药、单抗、疫苗储备长期发展动力：**公司长期高效研发战略进入收获季，产品结构得优化：1) 贝科能增速不减；2) 二线品种中肿瘤药替莫唑胺（三家厂家），白血病药三氧化二砷（独家剂型），心血管药杏灵滴丸（类独家，正做各省医保）均为竞争宽松的潜力品种；3) 来那度胺/达沙替尼等大品种预计2014年起陆续上市，开创“专利费+销售提成”盈利模式；4) 单抗药、23价肺炎疫苗、糖尿病药等提供更长期发展动力。

■ **风险提示：**医药政策环境变化引发公司“低开营销外包模式”调整的需要；新药研发的不确定性；管理层减持股份可能影响投资者心理。

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	622.8	1,007.0	1,380.8	1,866.7	2,351.2
净利润	523.3	481.0	684.5	931.2	1,176.9
每股收益(元)	1.15	1.05	1.50	2.04	2.58
每股净资产(元)	3.55	4.47	5.84	7.59	9.81

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	50.4	54.8	38.5	28.3	22.4
市净率(倍)	16.2	12.9	9.9	7.6	5.9
净利润率	84.0%	47.8%	49.6%	49.9%	50.1%
净资产收益率	31.1%	22.7%	24.9%	26.3%	25.8%
股息收益率	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%
ROIC	81.6%	46.6%	48.5%	50.5%	47.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司深度分析

证券研究报告

生物医药 III

投资评级

**买入-A**

维持评级

12个月目标价

**72.00元**

股价(2013-08-05)

**59.68元**

### 交易数据

总市值(百万元)	27,264.21
流通市值(百万元)	22,381.73
总股本(百万股)	456.84
流通股本(百万股)	375.03
12个月价格区间	33.06/71.67元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-1.09	0.43	75.94
绝对收益	1.22	-8.18	72.74

**邹敏**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511080003  
zoumin@essence.com.cn  
021-68766073

**吴永强**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512060001  
wuyq@essence.com.cn  
010-66581629

**陈宁浦**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512080006  
chennp2@essence.com.cn  
021-68765361

报告联系人

**叶寅**

021-68763590

yeyin@essence.com.cn

### 相关报告

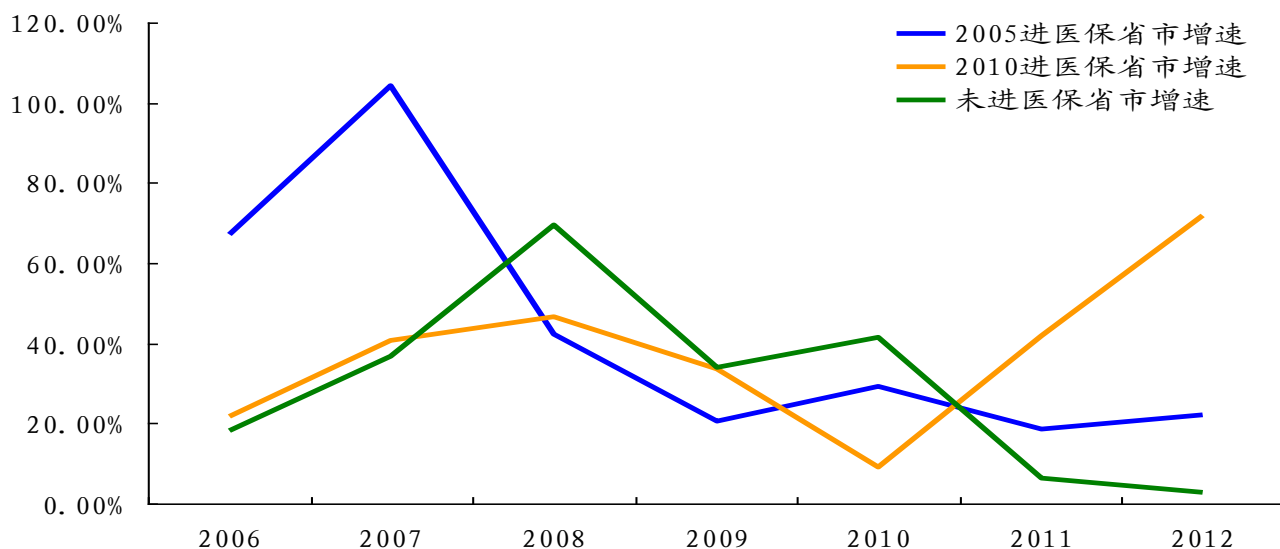
双鹭药业：大品种与国际化推动公司更上层楼	2013-05-28
双鹭药业：增长超预期，未来可持续：调高评级和目标价格的深度报告	2012-08-14
双鹭药业：中报业绩符合预期：公司2012年中报点评	2012-07-20

## 1. 主导产品贝科能：高增长没有结束

### ■ 由于省标进展缓慢，新进医保效应尚未充分体现

- 贝科能一直采取的是争取地方医保，放弃国家医保的策略。我们整理历史数据可以看到明确的医保拉动效应：2005年贝科能进入13个省的医保目录，催生了这些地区贝科能2006-2008年的高增长。2010年又新进11个省市的地方医保目录，且多为经济发达省市，如江苏、广东、北京等地，同样，2011-2012年我们看到了在这些地区贝科能的销量受到了明显的拉动。
- 但我们想提醒市场的是，由于2010年以来各地省标进展缓慢，贝科能2010年新进医保的地区大多还没有开始新的招标，我们判断，贝科能在这些地区的销售加快仅仅是由于“补标”驱动。未来随着省级招标的陆续开展，贝科能在这些地区还将有较大潜力。

图 1：2010 年新进医保省市将成为主要增长动力



数据来源：PDB、安信证券研究中心

注：2005 年进入地方医保的样本城市包含武汉、沈阳、济南、石家庄、贵州、重庆、长沙

2010 年进入地方医保的样本城市包含南京、吉林、哈尔滨、广州、福建、郑州（北京因基数较大未列入）

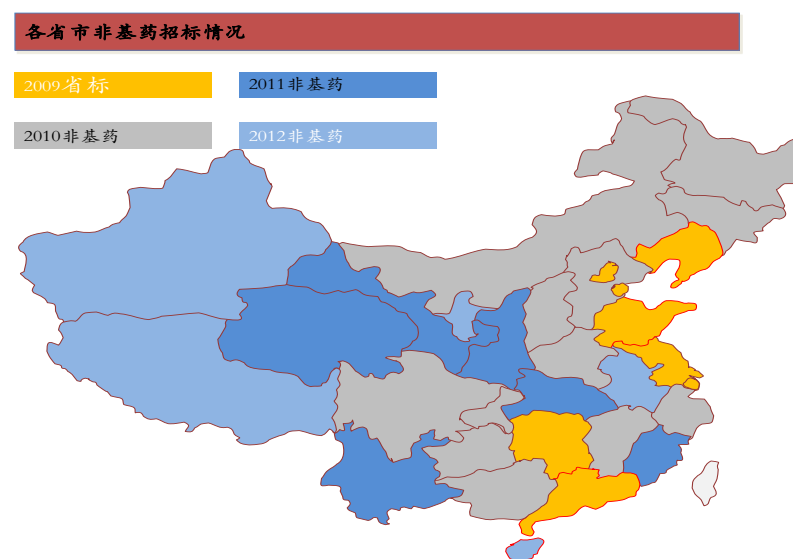
未进地方医保的样本城市包含上海、内蒙古、天津、成都、杭州

图 2：贝科能进入各地方医保情况

2005 年新进医保省份			2010 年新进医保省份		
省份	类别	备注	省份	类别	备注
山东	乙类	限急救	广东	甲类	
湖北	乙类		江苏	乙类	2010年10月执行
河北	乙类	限病毒性心肌炎急性期	河南	乙类	2010年10月执行
湖南	乙类		安徽	乙类	2010年10月执行
辽宁	乙类		陕西	乙类	2010年10月执行
江西	乙类		黑龙江	乙类	2010年8月执行
山西	乙类	限急性心肌炎，急性心梗死	福建	乙类	限肝病用药
重庆	乙类		吉林	乙类	2010年10月执行
内蒙古	乙类	未进2010年版医保目录	云南	乙类	2010年7月执行
贵州	乙类		广西	乙类	2010年12月执行
海南	乙类		北京	乙类	限二级以上医院，2011年7月执行
青海	乙类		河北	乙类	2005年医保目录限制取消
西藏	乙类		山西	乙类	2005年医保目录限制取消

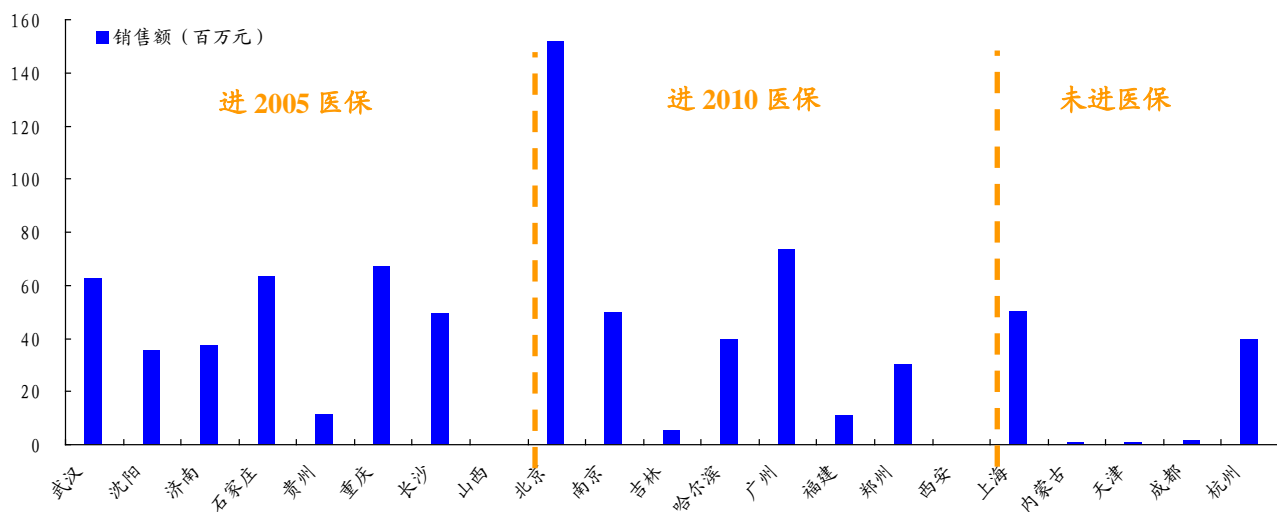
数据来源：安信证券研究中心

图 3：各省市非基药招标情况



数据来源：各省招标网站、安信证券研究中心

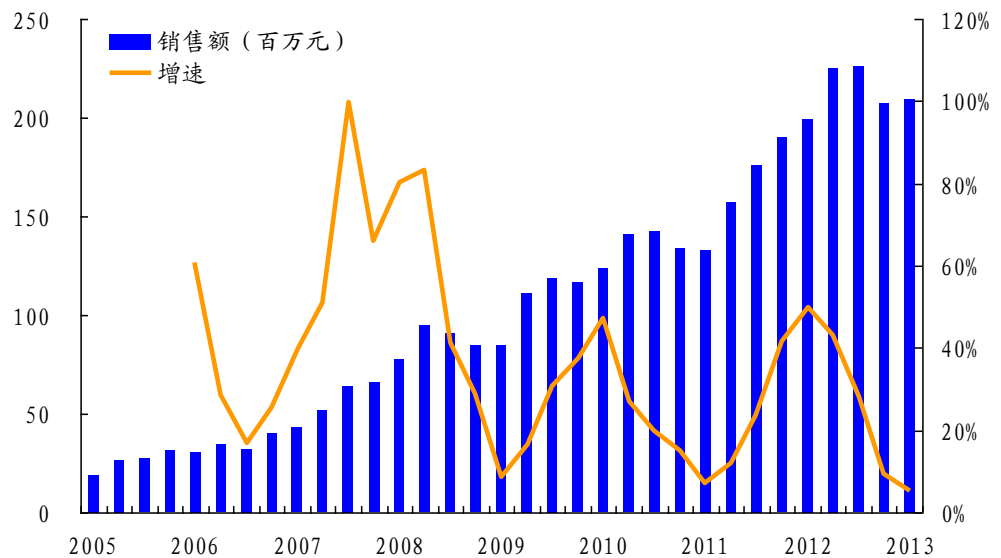
图 4：2012 年贝科能在各区域销售情况



数据来源：PDB、安信证券研究中心

- 我们分析贝科能的终端季度数据可以看到，一季度是贝科能销售的相对淡季，历史上出现了明显的大小年情况，即增速一年高一年低的波动情况。今年一季度，贝科能终端增速不快，我们认为原因包括：1) 去年一季度基数较高，增速达 48%；2) 行业共性原因，如医保控费、各地换届的进药滞后效应等。3) 终端数据采集的是 100 张床位以上的中大型医院，不能反映基层市场的销售情况，我们了解到贝科能已经开始渠道下沉，代理商已主动拓展二级以下市场。我们预计，贝科能终端的增速会前低后高，逐渐上升。

图 5：样本医院贝科能单季度使用金额及同比增速



数据来源：PDB、安信证券研究中心

#### ■ 向代理商回收利润——行业常见做法

- 公司与海南康永代理协议将于 2013 年 9 月到期，我们判断公司将提高出厂价格，预计贝科能提价幅度超过 30%，超出市场预期。提价效应预计自今年 Q4 体现，从而锁定明年的高增长。
- 生产企业向代理商回收利润的情况在行业内较为常见，较极端的情况下，生产企业会向代理商回收代理权改为自己组建队伍销售，如贵州同济堂回收仙灵骨葆的代理权；福瑞药业回收复方鳖甲软肝片的代理权。我们判断，具有产品力的品种，在经过长期的代理之后，生产企业相对代理企业有明显的谈判优势：1) 长期代理后，产品往往已进入各地医保，不会轻易再被医保剔出；2) 长期代理后，产品在医生中已有相当的认知度，不会因更换代理商而轻易改变；3) 产品力突出的品种，对代理商的依赖进一步降低；4) 生产企业如果同时也有其它代理商资源，谈判能力会进一步增强。如双鹭药业，贝科能交给康永等代理商，其它产品交给别的代理商，公司的代理商资源较为丰富。
- 公司与海南康永已经是长期的合作关系，双方实现了共赢。公司一直保持着约 20 扣的低代理价格，没有提过价。新版 GMP 认证投入、人员工资的增长，以及原材料价格的提升导致企业成本的上升，同时经多年培育，贝科能市场认知度较高，我们认为，公司此时向代理商回收部分利润，合情合理，成功实施的概率较高。

#### ■ 疗效确切，并非可有可无，市场夸大了医保控费的影响

- 市场对贝科能存在一种担心，认为辅助用药临床上可有可无，会深受医保控费的冲击。我们认为，贝科能作为细胞代谢赋活剂，全面调控代谢失衡，疗效确切，在某些疾病的治疗中不可缺少，否则治疗将因病人无法耐受而难以进行。

- 正因为临床价值显著，贝科能进入各地医保后，用药范围逐步扩大。2010 年的地方医保目录，河北、山西取消了在 2005 年版目录中对贝科能使用的限制，使得贝科能可广泛用于肿瘤、肝病、心血管等科室，向全科用药转变。医保控费对其影响可以通过科室的扩张得以抵消。
- 现有医疗体制青睐贝科能这样的高利润空间品种。“以药养医”的医疗体制根深蒂固，国家试图改变这一现状，但决非一日之功，我们判断，现有体制将在较长时间存在。贝科能价格维护较好，利润空间较高，得以支持销售运作，在当前的医药市场环境倍受青睐，特别是抗生素限用以后，原来抗感染药的市场份额被类似复合辅酶等免疫治疗药品填补。

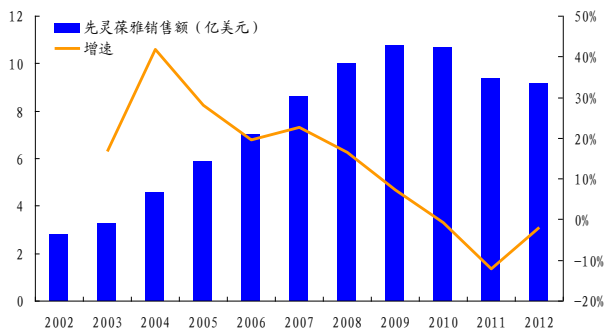
贝科能是从新鲜食用酵母内经高科技手段分离纯化获得的含有辅酶 I、辅酶 A、还原型谷胱甘肽、腺苷蛋氨酸、黄素核苷酸、三磷酸腺苷等成分的药物。这些辅酶是人体内乙酰化反应、氧化还原反应和能量代谢的重要酶的辅酶，它们对体内糖、蛋白质、脂肪及能量代谢起重要的作用，这些辅酶同时存在，有相互补充和协调的作用。相互补充和协调的作用。贝科能作为细胞代谢赋活剂，全面调控代谢失衡，适用于急慢性肝炎，原发性血小板减少性紫癜，化疗和放疗所引起的白细胞血小板降低症；对冠状动脉硬化，慢性动脉炎，心肌梗塞，肾功能不全引起的少尿，尿毒症等作为辅助治疗药。

## 2. 二线产品：不乏竞争力突出品种

### 2.1. 替莫唑胺：放量在即的大品种

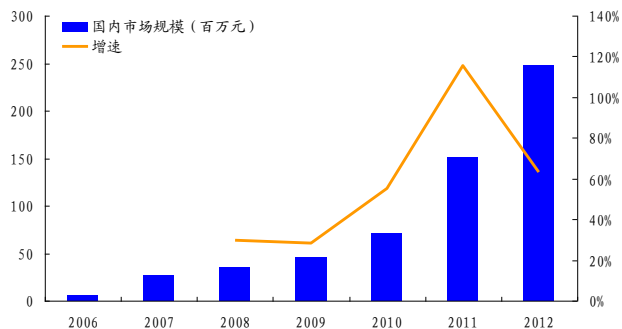
- 替莫唑胺用于治疗恶性胶质瘤，我国恶性胶质瘤发病率为 8~10/10 万，由于血脑屏障的存在，脑瘤患者很难用常规化疗药物进行治疗，替莫唑胺是为数不多的选择之一。先灵葆雅（已由默克并购）于 1998 年率先于欧洲推出该药品，2009 年销售额最高达到 10.73 亿美元。国内仅有原研厂商默克先灵葆雅、天士力帝益以及双鹭药业 3 个厂家有该品种批文，近年来市场份额增长迅速，2012 年样本医院市场规模已经达到 2.5 亿元。
- 公司于 2011 年底获得生产批文，2012 年开始销售，随着各地省级招标陆续展开，未来前景看好。

图 6：默克的替莫唑胺全球销售额



数据来源：Bloomberg、安信证券研究中心

图 7：国内样本医院替莫唑胺市场规模

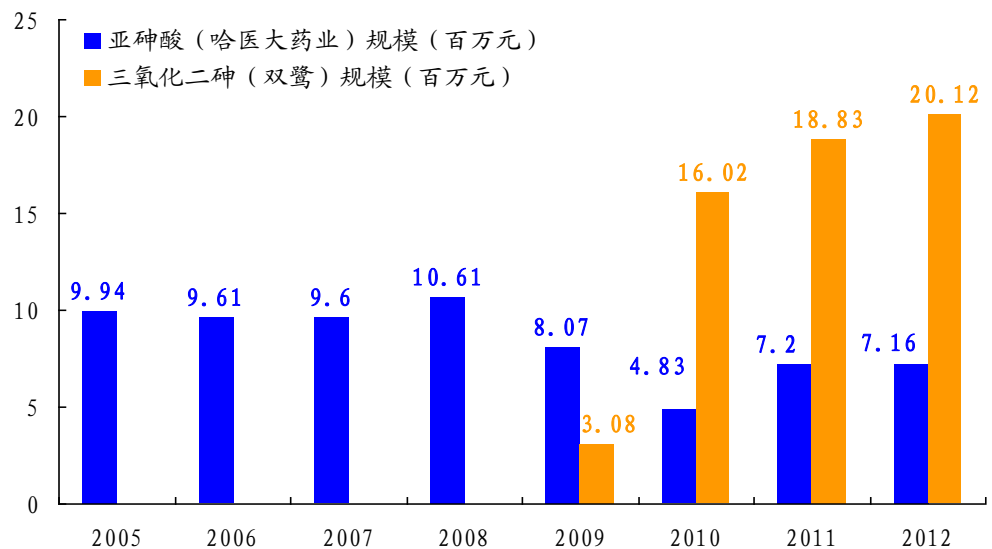


数据来源：PDB、安信证券研究中心

## 2.2. 三氧化二砷：老药新用，潜力较大

- 三氧化二砷俗称砒霜，是治疗急性早幼粒细胞白血病的特效药，也可用于肝癌晚期的治疗。中华医学会血液学分会的《急性早幼粒细胞白血病中国诊疗指南（2011年版）》建议将砷剂作为急性早幼粒细胞白血病的一线治疗方案。今年出台的新版基药目录将亚砷酸（三氧化二砷）纳入。
- 公司三氧化二砷市场推广的优势主要有：
  - 独家冻干粉针剂型。国内除双鹭药业外，仅有哈医大药业有亚砷酸制剂生产批文，而2010年8月，哈医大药业的亚砷酸注射液出现质量问题，为公司产品抢占市场提供契机；
  - 随着陈竺等知名专家在PNAS杂志发表文章阐述砷剂对早有粒细胞白血病的治疗作用，医生与患者将逐渐接受该产品；
  - 国外正在进行三氧化二砷实体瘤治疗的临床研究，未来存在适应证拓宽的空间。

图 8：样本医院两种砷剂市场规模比较



数据来源：PDB、安信证券研究中心

## 2.3. 杏灵滴丸，类独家品种，定位心脑血管疾病值得关注

- 杏灵滴丸是公司的独家心脑血管中成药，有活血化瘀功效，用于血瘀型胸痹及血瘀型轻度脑动脉硬化引起的眩晕、冠心病、心绞痛。杏灵滴丸是在普通银杏制剂基础上发展起来的一种新型口服制剂，与传统的口服制剂相比，它具有表面积大、溶出速度快、胃肠刺激小、生物利用度高等优势。另外，由于滴丸采用固体分散技术制备，大大提高了溶解性差的银杏总萜内酯的生物利用度。
- 市场主要竞争品种是银杏酮酯滴丸，后者在医保目录内。杏灵滴丸定价高于银杏酮酯滴丸，公司策略上拟采用贝科能模式，即放弃国家医保目录，争取各地方医保，以维护较好价格。目前该品种正在进行各地招商活动和争取地方医保的工作，据了解代理商的积极性很高。

表 1: 公司主要二线品种列表

通用名	商品名	治疗领域	适应症	2012 销售规模 (百万元)	样本医院市场占有率	竞品数量	市场格局
替莫唑胺		抗肿瘤	多型性胶质瘤			3	原研默克、天士力与公司共 3 家生产, 后续进入难获批, 合成部分比较危险, 印度发生过爆炸。公司产品 10 片零售价 1500 元, 20mg 规格, (天士力 100mg 与 50mg)。安徽省已经中标, 今年会有较多省招标。
注射用三氧化二砷	纳维雅	抗肿瘤	急性早幼粒细胞性白血病	26	73.75%	哈医大药业生产亚砷酸	新进基药品种。冻干粉针剂型双鹭是独家, 已经提出厂价, 2013Q1 增速超过 50%, 是最近两年公司主要的利润产品
杏灵滴丸	立迈	心脑血管	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			类独家	与银杏酮脂滴丸成分相同, 但后者在医保; 公司定价较高, 争取走地方医保路线。公司目前正在申报原料批文
重组人粒细胞集落刺激因子注射液	立生素	免疫调节	骨髓移植、骨髓异常增生、肿瘤化疗、再生不良性贫血等导致的中性粒细胞减少	31	5.21%	17 家	公司一直希望取消原研的单独定价优势, 但由于对方公关力量也很强, 暂看不到成效。2013Q1 同比下降的原因主要为降价效应, 去年一季度价格还未降, 故 2012Q1 基数较高
重组人白介素-2 注射液	欣吉尔	免疫调节	肺癌, 肝癌, 肾癌、恶性黑色素瘤及癌性胸、腹腔积液等	42	34.05%	16 家	2013Q1 同比下降的原因主要为竞品较多和降价效应, 去年一季度价格还未降, 故 2012Q1 基数较高竞品较多,
注射用重组白介素-11	迈格尔	免疫调节	实体瘤、非髓性白血病化疗后血小板减少症	10	1.92%	6 家	首仿; 该药见效要一个较长期过程, 不大符合医生隔天抽血检测的习惯; 公司一直从学术上推放化疗期间同时使用白介素-11, 进展较慢
注射用胸腺五肽	欧宁	免疫调节	恶性肿瘤放化疗、慢性乙肝、T 细胞缺陷等导致的免疫功能低下	85	18.92%	主要 3 家	目前属于公司销量前三名的品种之一, 市场占有率约 20-30%, 主要生产厂家还有北京世桥、深圳瀚宇、海南中和等。公司有冻干粉针及水针两个剂型, 水针销售较好。新适应症在补资料, 等待上会阶段;
重组人碱性成纤维细胞生长因子	扶济复	皮肤用药	烧伤及其他创伤导致的表皮、真皮损伤	4	47.42%	7 家(其中人源碱性 1 家)	公司对适应症扩展申报获批寄予的希望很大; 冻干粉针剂型使用不便
阿德福韦酯	欣复诺	抗病毒	慢性乙肝肝功能代偿	26	0.62%	数十家	公司是分散片剂型独家, 固体制剂通过新版 GMP 认证, 产能充足
氯雷他定	雷宁	抗过敏	过敏性鼻炎、急性和慢性荨麻疹以及其他过敏性皮肤病	26	12.11%	数十家	基药品种, 固体制剂已经通过新版 GMP 认证, 产能充足, 分散片剂型独家。

数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

### 3. 在研品种：大品种即将进入收获期

#### 3.1. 来那度胺和达沙替尼，专利品种，与外资合作谈判有望取得突破

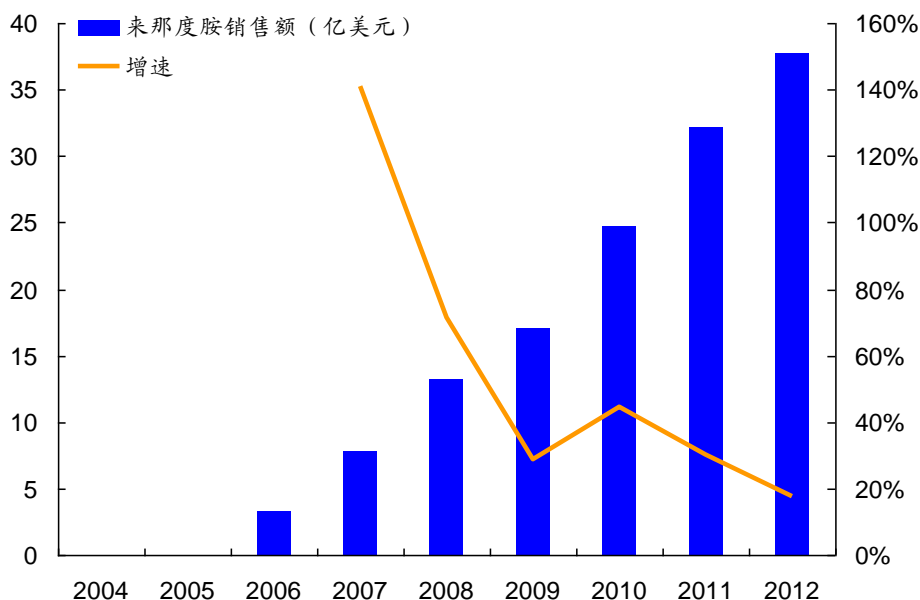
##### ■ 与外资企业的合作有望较快获得突破

- 公司在来那度胺和达沙替尼两个品种方面均有自主专利权，瞄准原研药的专利缺陷进行研究开发。从长远来看，公司对海外挑战专利进行了论证，条件成熟可发起专利挑战。但根据经验判断，海外挑战专利有相当大不确定性，涉及长期与原研药企的诉讼战，这方面暂时不予过高预期。
- 从短期来看，来那度胺和达沙替尼两个药物在中国市场均没有化合物专利。公司有成熟的避工艺专利和晶体专利。国内市场，达沙替尼已完成生物等效性实验，预计 8 月可报生产，明年有望获批；来那度胺预计年底明年初完成合并的 I/II 期临床实验，明后年有望获生产批文。
- 挑战专利不确定性很大，预计公司将与外资企业合作方式开发两个药品的全球市场。我们预计谈判有望在中国市场率先取得突破，将复制跨国药企专利药“授权费+销售提成”的发展新模式。

##### ■ 从全球来看，来那度胺是个大品种，适应症仍在不断拓宽中。

- 来那度胺 (Lenalidomide, 商品名为 Revlimid) 由美国 Celgene 公司开发, 2003 年被 FDA 定位罕用药而进入快速审批通道, 2005 年被 FDA 批准用于治疗骨髓增生异常综合症 (MDS), 后又于 2008 年被 FDA 批准用于治疗多发性骨髓瘤 (MM)。Celgene 年报显示 2012 年来那度胺销售收入 37.67 亿美元, 同比增长 17.4%, 2006-2012 年 CAGR 达到 50.75%。

图 9: Celgene 来那度胺销量及增速



资料来源: Celgene 年报, 安信证券研究中心



- 除了 MDS 和 MM 外，来那度胺对多种白血病以及实体瘤有治疗作用，海外目前正针对数十种新的适应症进行临床试验，2013 年 6 月 FDA 批准来那度胺治疗套细胞淋巴瘤新适应症，未来随着其他适应症获批，来那度胺的市场空间有望进一步拓展。

表 2：海外正在进行的来那度胺的适应症拓展

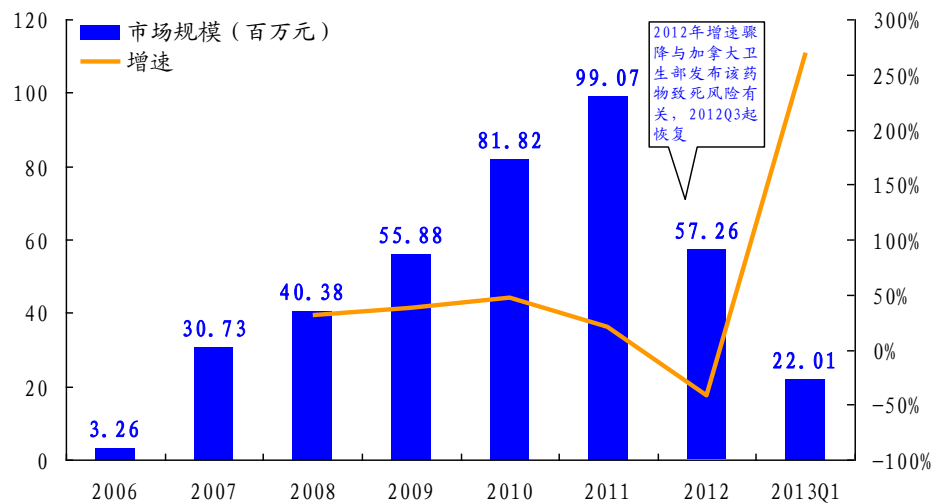
适应症	阶段	起始时间	患病率
<b>非实体瘤</b>			
慢性淋巴细胞白血病 (CLL)	III 期临床	2008 年 10 月	西方 3/10 万，亚洲较低
弥漫大 B 细胞淋巴瘤 (DLBCL)	III 期临床	2008 年 12 月	
皮肤 T 细胞淋巴瘤 (CTCL)	II 期临床	2010 年 12 月	美国 0.3/10 万
外周 T 细胞淋巴瘤 (PTCL)	II 期临床	2010 年 12 月	亚洲国家发病率最高的非霍奇金氏淋巴瘤
成人 T 细胞淋巴瘤 (ATL)	II 期临床	2010 年 12 月	约 5/10 万
巨球蛋白症	II 期临床	2010 年 12 月	占恶性血液病 2%
外周 T 细胞淋巴瘤 (PTCL) (日本)	I 期临床	2010 年 7 月	
成人 T 细胞淋巴瘤 (ATL) (日本)	I 期临床	2010 年 7 月	
霍奇金氏淋巴瘤	II 期临床	2008 年 6 月	1/10 万-4/10 万
急性淋巴细胞白血病 (ALL)	II 期临床	2010 年 1 月	
滤泡性淋巴瘤 (FL)	III 期临床	2011 年 12 月	
慢性粒单核细胞白血病 (CMML)	I/II 期临床	2011 年 6 月	1/10 万-2/10 万
<b>实体瘤</b>			
肾癌	II 期临床	2004 年 6 月	约 5/10 万
成胶质细胞瘤	II 期临床	2008 年 10 月	3/10 万-6/10 万
胰腺癌	II 期临床	2009 年 2 月	我国 5.1/10 万
结直肠癌	II 期临床	2009 年 10 月	结肠癌约 15/10 万，直肠癌约 10/10 万
头颈部鳞状细胞癌	II 期临床	2010 年 2 月	
卡波氏肉瘤	II 期临床	2011 年 1 月	
膀胱癌	I/II 期临床	2011 年 4 月	约 3/10 万
<b>其他</b>			
复杂的区域性疼痛综合征	III 期临床	2008 年 4 月	
淀粉样变性	II 期临床	2008 年 12 月	

数据来源：Tomson Reuters、安信证券研究中心

#### ■ 国内来那度胺市场还有待开拓

- 多发性骨髓瘤多发于中老年人，在我国发病率约为十万分之 1-2，位居血液系统恶性肿瘤发病率的第二位，国内治疗多发性骨髓瘤的二线治疗药物是西安杨森的万珂——硼替佐米，其 2011 年的样本医院市场规模已经达到 9907 万元。2012 年 3 月药监局援引加拿大卫生部关于不当使用硼替佐米可引发致死风险的文章，导致该品种 2012 年销量下滑，但 2012 年 3 季度起迅速恢复。目前国内仅有原研企业 Celgene 于 2013 年 1 月获得国内的来那度胺药品批文。国内企业中，双鹭的子公司卡文迪许和北京福瑞康正均于 2012 年上半年获得临床批件，另有南京华威、天津米雪儿、宁波立华、合肥信风均已申报临床。短期内市场竞争并不激烈，一旦该产品成功上市，对于公司的产品线来说将是重大突破。

图 10: 硼替佐米的样本医院市场规模



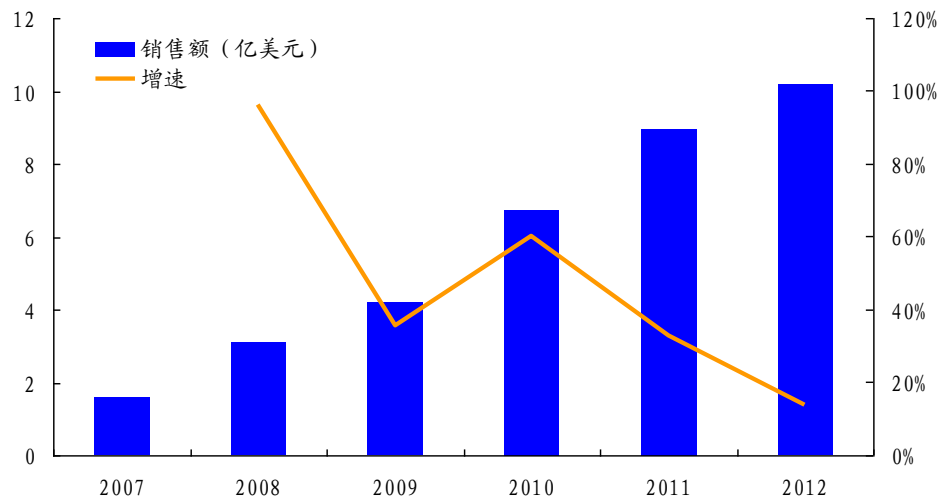
资料来源: PDB、安信证券研究中心

- 我们认为，来那度胺疗效确切，副作用小，治病谱广泛，是优良的免疫调节剂和抗肿瘤药物。从 Celgene 年销售该产品 37 亿美元来看，产品市场空间广阔，且未来随着适应症扩展仍有巨大潜力。目前原研企业 Celgene 的来那度胺刚刚进入国内，提前进行市场培育，有利于公司产品上市后迅速放量。
- 公司正在进行 I/II 期合并临床试验，年底有望收尾。明后年有望上市，假以时日有望成为另一个贝科能。

#### ■ 达沙替尼: 另一个大品种

- 达沙替尼用于治疗对甲磺酸伊马替尼耐药，或不耐受的费城染色体阳性慢性髓细胞白血病 (CML) 慢性期、加速期和急变期 (急粒变和急淋变) 成年患者。慢性髓细胞白血病是我国三大白血病之一，约占全部白血病的 13%。
- 慢性髓细胞白血病(CML)发病率 4/10 万，每年新发病人数 5200 人，CML 病人生存期较长，总患病人数预计 3 万人，假设年用药金额 10 万元，理论市场空间 30 亿。
- 原研药为百美施贵宝所生产，2006 年获 FDA 批准上市，2012 年收入超过 10 亿美元，成为重磅炸弹药物。
- 达沙替尼原研药 2011 年国内上市，除此之外，正大天晴和豪森制药两家企业均已申报生产批件，南京圣和药业申报临床批件，双鹭目前已结束生物等效性实验，将申报生产，有望于 2014 年上市，在 CML 治疗市场占据一席之地。

图 11: BMS 达沙替尼销量及增速



数据来源: BMS 年报、安信证券研究中心

### 3.2. 其它储备产品如雨后春笋

表 3: 公司潜在在研品种列表

产品	注册类别	药物类别	国内市场规模	国际市场规模	获批企业数	市场格局	申报企业数	公司研发进度
达沙替尼	化药 3.1	抗肿瘤药	培育期, 规模较小	10.19 亿美元	1	原研 BMS	4	已发临床批件 2012.11
来那度胺	化药 3.1	抗肿瘤药		37.67 亿美元	1	Celgene 刚在国内上市	6	已发临床批件 2012.3
替莫唑胺	化药 2	抗肿瘤药	2.48 亿	9.17 亿美元	4	默沙东 57%, 天士力帝益 43%, 双鹭刚上市	8	已发生产批件 2011.12
泰思胶囊	中药 5 类	老年痴呆			0		2	
长效立生素	生物 9 类	免疫调节		40.92 亿美元	1	石药百济 2012 年获批	5	已发临床批件 2009.4
23 价肺炎多糖疫苗		预防性疫苗		约 10 亿美元	3	除默沙东、赛诺菲的进口品种外, 国内仅成都所获批	5	尚未申报国内
Diapin		糖尿病						拟申请 FDA 临床

数据来源: 安信证券研究中心

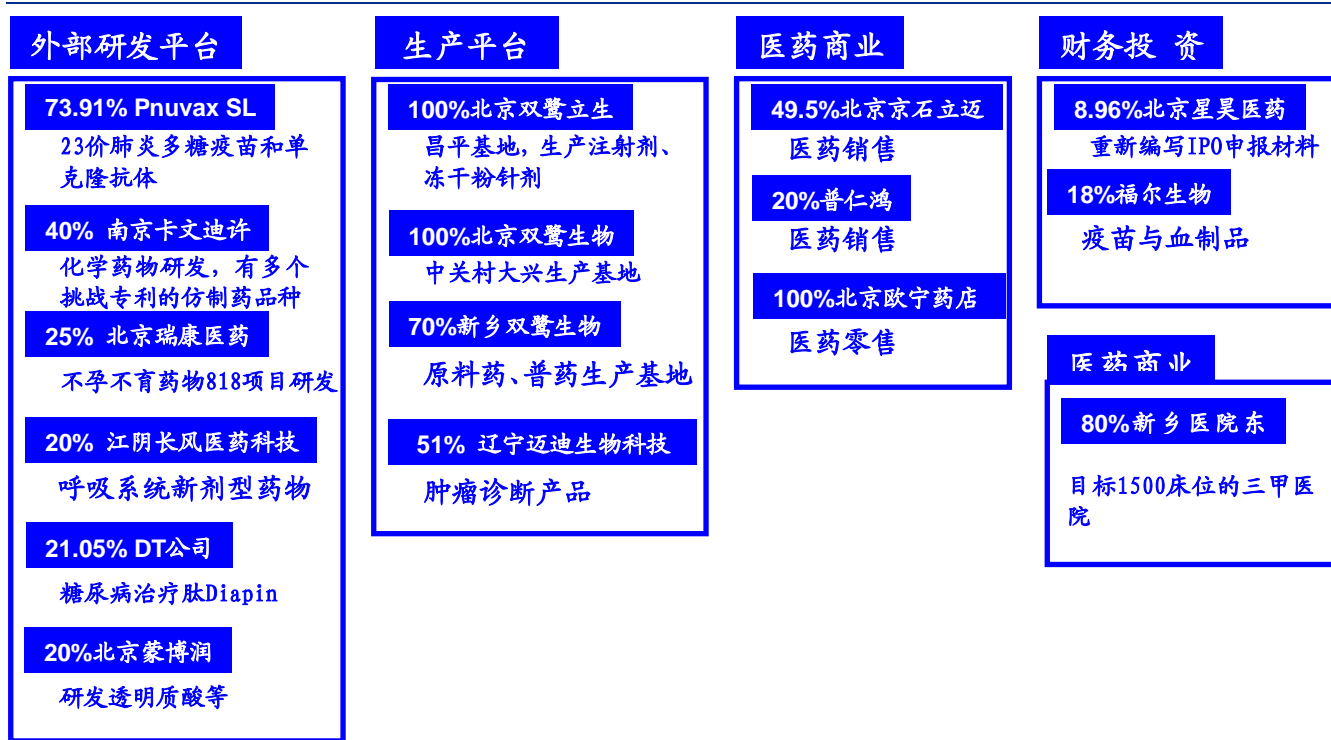
#### 4. 产业布局完善，发展模式独特

##### ■ 商业模式独特且清晰：有所为，有所不为。

- 有所为：“外部整合型研发”——公司善于整合外部研发资源，研发效率突出。公司的突出能力是研发项目甄别能力，往往能够抓住青苗期的好项目，用非常小的代价，买到很好的品种，如复合辅酶、替莫唑胺、来那度胺等。近期的研发合作还包括：与 Gerson 博士合作在加拿大设立 PnuVax 公司，定位于疫苗及单克隆抗体的研发、生产和销售。参股 40% 的南京卡文迪许拥有多个在研品种，更是贡献了来那度胺和达沙替尼两个重磅储备。同时，公司与北京瑞康医药合作研发不孕不育药物，与江阴长风科技合作研发呼吸系统新剂型药物，投资 DT 公司研发新型糖尿病治疗肽 Diapin（GLP-1 类似物）。通过参股普仁鸿和福尔生物涉足医药商业和血制品领域。参股 12% 的新三板公司星昊医药有望随该公司上市获取投资收益。
- 有所不为：“外包营销”——节省精力专注于自己擅长的领域。把销售领域大量复杂细致的管理工作交给代理商，公司则集中精力专注于研发，专注于布局产业，又通过布局产业，维持自己敏锐的市场洞察力，进一步获得更好的青苗期项目与把握住环境政策的细微变化。我们认为，外包营销本身优缺点兼备，优点包括：1) 节省生产企业精力，2) 产品迅速上量，3) 生产企业不涉及医药灰色链条的优点；缺点包括：1) 竞争性品种不易成长，2) 渠道掌握力弱，3) 当前形势下低开票模式面临转型。营销模式没有绝对好坏之分，对企业而言，关键是扬长避短，不断增强渠道话语权。

- 产业布局完善，使得独特的商业模式运转顺畅。经过多年的发展，公司已经由最初的研发型生物制品企业发展为横跨化学药、中成药、疫苗、血制品、单抗、诊断试剂、医药商业的综合型医药企业。我们认为正是因为公司在产业中的广泛布局，让其行业地位不断提升，保障其独特的商业模式运转顺畅。

图 12：双鹭药业的产业布局



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

## 5. 盈利预测和投资建议

公司商业模式清晰，长期高效研发战略正进入收获季，贝科能等现有优势品种高增长未结束，“提价”预期更加保障了短中期业绩高增长，研发管线上专利药、单抗、疫苗等提供长期增长引擎。下半年催化剂包括：8月注射剂产能有望释放，9月贝科能有望提价，专利药来那度胺/达沙替尼与海外公司的合作有望获进展。我们认为当前正是积极布局，收获未来的好时机。重申“买入-A”评级。维持2013-2015年EPS预测为1.50、2.04与2.58元。随时间前移，小幅上调12个月目标价至72元，相当于2014年35XPE。

我们盈利预测的关键假设包括：

- 贝科能2013-2015年的销售收入增速分别为40-45%、50%、30%；
- 三氧化二砷2013-2015年的销售收入增速保持在30-40%；
- 新品种替莫唑胺2013年实现1000多万元的销售收入，2015年销售收入达6000万元；
- 盈利预测中暂未考虑在研新产品的贡献；
- 未来随着公司低开转高开的营销模式转变，公司的销售收入增速会超出我们预期，但同时费用也会大幅上升，利润层面影响并不大，因此，我们的盈利预测中暂未考虑这一因素。

## 6. 风险提示

- 医药政策环境变化引发公司“低开票营销外包模式”调整的需要；
- 新药研发的不确定性；
- 管理层减持股份可能影响投资者心理。

## 财务报表预测和估值数据汇总(2013年08月05日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>622.8</b>	<b>1,007.0</b>	<b>1,380.8</b>	<b>1,866.7</b>	<b>2,351.2</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	153.1	330.3	439.8	577.1	717.6	营业收入增长率	36.0%	61.7%	37.1%	35.2%	26.0%
营业税费	7.0	12.5	17.1	23.1	29.1	营业利润增长率	110.6%	-6.4%	41.2%	36.3%	26.5%
销售费用	18.0	34.8	45.6	59.7	72.9	净利润增长率	91.9%	-8.1%	42.3%	36.0%	26.4%
管理费用	78.6	111.6	151.9	205.3	258.6	EBITDA 增长率	109.0%	-6.3%	38.1%	36.5%	26.4%
财务费用	-8.5	-11.4	-27.1	-36.8	-48.7	EBIT 增长率	113.0%	-7.0%	39.2%	36.3%	26.3%
资产减值损失	2.0	0.8	-	-	-	NOPLAT 增长率	91.6%	-9.2%	40.0%	36.0%	26.1%
加:公允价值变动收益	-2.8	0.1	0.1	-	-	投资资本增长率	59.0%	34.4%	30.7%	35.7%	24.1%
投资和汇兑收益	223.3	26.4	30.0	30.0	30.0	净资产增长率	39.2%	25.3%	29.7%	29.2%	28.5%
<b>营业利润</b>	<b>593.0</b>	<b>555.1</b>	<b>783.6</b>	<b>1,068.2</b>	<b>1,351.7</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	11.4	5.2	20.0	25.0	30.0	毛利率	75.4%	67.2%	68.2%	69.1%	69.5%
<b>利润总额</b>	<b>604.5</b>	<b>560.3</b>	<b>803.6</b>	<b>1,093.2</b>	<b>1,381.7</b>	营业利润率	95.2%	55.1%	56.8%	57.2%	57.5%
减:所得税	80.1	80.4	120.5	164.0	207.2	净利润率	84.0%	47.8%	49.6%	49.9%	50.1%
<b>净利润</b>	<b>523.3</b>	<b>481.0</b>	<b>684.5</b>	<b>931.2</b>	<b>1,176.9</b>	EBITDA/营业收入	96.7%	56.0%	56.4%	56.9%	57.1%
						EBIT/营业收入	93.9%	54.0%	54.8%	55.3%	55.4%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	104	71	72	74	74
						流动营业资本周转天数	233	232	241	267	290
						流动资产周转天数	565	480	475	486	517
						应收账款周转天数	101	87	85	86	88
						存货周转天数	27	22	18	17	18
						总资产周转天数	863	707	661	629	641
						投资资本周转天数	473	421	407	401	411
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	31.1%	22.7%	24.9%	26.3%	25.8%
						ROA	30.2%	21.7%	24.0%	25.3%	25.0%
						ROIC	81.6%	46.6%	48.5%	50.5%	47.0%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	2.9%	3.5%	3.3%	3.2%	3.1%
						管理费用率	12.6%	11.1%	11.0%	11.0%	11.0%
						财务费用率	-1.4%	-1.1%	-2.0%	-2.0%	-2.1%
						三费/营业收入	14.2%	13.4%	12.3%	12.2%	12.0%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	2.9%	4.7%	4.0%	3.7%	3.3%
						负债权益比	3.0%	5.0%	4.2%	3.8%	3.4%
						流动比率	26.30	16.22	21.23	25.32	30.08
						速动比率	24.87	15.60	20.45	24.42	29.08
						利息保障倍数	-68.38	-47.57	-27.96	-27.99	-26.73
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.14	0.17	0.22	0.31	0.39
						分红比率	12.1%	15.8%	15.0%	15.0%	15.0%
						股息收益率	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	524.4	480.0	684.5	931.2	1,176.9	EPS(元)	1.15	1.05	1.50	2.04	2.58
加:折旧和摊销	18.3	20.9	22.2	31.3	40.6	BVPS(元)	3.55	4.47	5.84	7.59	9.81
资产减值准备	2.0	0.8	-	-	-	PE(X)	50.4	54.8	38.5	28.3	22.4
公允价值变动损失	2.8	-0.1	0.1	-	-	PB(X)	16.2	12.9	9.9	7.6	5.9
财务费用	0.3	-1.2	-27.1	-36.8	-48.7	P/FCF	175.4	195.8	97.6	87.5	44.1
投资损失	-223.3	-26.4	-30.0	-30.0	-30.0	P/S	42.3	26.2	19.1	14.1	11.2
少数股东损益	1.0	-1.0	-1.5	-2.0	-2.5	EV/EBITDA	19.7	25.5	32.7	23.8	18.5
营运资金的变动	-295.3	-46.5	-236.0	-447.1	-391.1	CAGR(%)	21.0%	34.8%	28.1%	24.3%	22.3%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>228.6</b>	<b>398.6</b>	<b>412.3</b>	<b>446.7</b>	<b>745.1</b>	PEG	2.4	1.6	1.4	1.2	1.0
投资活动产生现金流量	-82.5	-248.4	-102.7	-115.0	-125.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-19.2	-62.6	84.3	-92.8	-117.8	REP					

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

邹敏、吴永强、陈宁浦分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
北京联系人	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编：100034

