

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

双鹭药业 (002038)

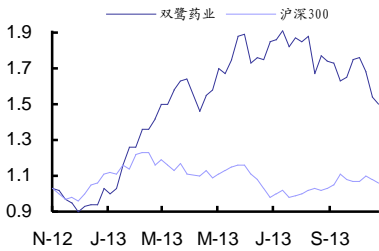
推荐

2013 年三季度报点评

(维持评级)

2013 年 10 月 28 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	457/375
总市值/流通 (百万元)	21,641/17,765
上证综指/深圳成指	2,133/8,380
12 个月最高/最低价	63.90/27.29

相关研究报告:

- 《双鹭药业-002038-2013 年半年报点评: 下半年增速有望加快》——2013-08-19
- 《双鹭药业-002038-专利的挑战和机遇》——2013-06-20
- 《双鹭药业-002038-2012 年报及 13 年 1 季报点评: 有望进入新的加速发展阶段》——2013-04-18
- 《双鹭药业-002038-2012 年 3 季报点评: 增势明确符合预期》——2012-10-25
- 《双鹭药业-002038-2012 年半年报点评: 主导产品保持高增长》——2012-07-20

证券分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908
E-MAIL: dingdan@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120006

证券分析师: 刘勃

电话: 0755-82133400
E-MAIL: liuqing2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513050005

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396
E-MAIL: hepg@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120026

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

研发投入加大拉低短期业绩增速

● 3 季报业绩增长 26% 低于预期

2013 年 1-9 月公司实现收入 8.29 亿元 (+30.49%); 归母净利润 4.41 亿元 (+26.10%), 低于我们的预期 (+32%)。EPS0.96 元/股。扣非业绩增 23.6%。母公司净利增长 38%, 但因部分子公司处于投入期 (加拿大子公司亏损) 拉低整体增速。此外, 管理费用大幅增长 72%, 其中母公司管理费用持平, 也是因几个子公司处于投入期费用较高。Q3 单季收入、净利分别增长 21%、17%, 较上半年增 36%、31% 明显放缓, 收入增长低于我们的预期 (30%)。

● 短期业绩仍聚焦贝科能, 未来产品线将不断升级

预计前三季度公司主导产品贝科能收入增长 40% 以上, 仍是公司主要增长来源。市场对今年 3 季度末贝科能和经销商重签协议间接提价有较强预期, 但印证需待 4 季度。我们认为从短期业绩看, 贝科能的影响的确仍一枝独秀, 包括对今年 4 季度和明年的业绩影响仍是最重要因素, 若提价情况不达预期则市场普遍预测面临下调。但从中线发展角度不应将眼光仅局限于贝科能单一品种上, 我们更看重公司后续研发梯队的建设能否带来产品线的整体提升, 从这一角度而言研发投入的加大是必然的 (当然在盈利预测时亦必须考虑, 没有投入就没有产出)。二线产品扶复复、阿德福韦酯、欧宁、雷宁增长较快, 这些专科仿制药虽个体规模并不大, 但通过“集群作战”合力形成另一股业绩增长的重要力量, 使公司产品线更具“广度”。在研产品中包括来那度胺、达沙替尼等重磅产品未来产品线能否不断升级进一步提升“厚度”才是判断公司是否具备持续成长能力的重点要素。

● 风险提示

药品招标降价; 新产品研发进度存在不达预期的可能性。

● 看好基于产品线推动的持续成长能力, 维持“推荐”评级

公司预告 2013 全年业绩增速 20~50%。Q3 通过新 GMP 后产能解决, 以及贝科能提价为 Q4 业绩提供上升动力。目前仍维持 13-15 EPS1.43/1.90/2.5 元预测, 增长 35/33/32%。当前 13-14PE 分别为 33X、25X, 近期调整后估值压力已大幅缓解。长期看公司质地优异, 管理层具战略眼光和专注度, 产品梯队建设领先业内。未来随着重磅品种陆续上市, 子公司陆续度过投入期, 公司具持续增长前景, 维持中长线“推荐”评级及一年期目标估值 67-72 元 (14PE35-38x)。

盈利预测和财务指标

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	623	1,007	1,333	1,710	2,102
(+/-%)	36.0%	61.7%	32.4%	28.3%	23.0%
净利润(百万元)	523	481	651	866	1,144
(+/-%)	91.9%	-8.1%	35.4%	33.0%	32.0%
摊薄每股收益 (元)	1.15	1.05	1.43	1.90	2.50
EBIT Margin	95.7%	54.5%	54.6%	57.1%	61.4%
净资产收益率 (ROE)	32.2%	23.6%	25.4%	26.6%	27.4%
市盈率 (PE)	41.4	45.0	33.2	25.0	18.9
EV/EBITDA	35.3	39.6	24.4	18.0	13.6
市净率 (PB)	13.3	10.6	7.0	5.5	4.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

表 1: 公司品种具广度---但单品规模有限, 多为二线产品

二线品	名称	适应症	上市日	所处阶段	销售规模预期
肿瘤	替莫唑胺	多形性胶质母细胞瘤, 间变性星形细胞瘤	2011 年 12 月	导入期	替莫唑胺是化疗治疗的首选口服药, 先灵葆雅全球销售超 10 亿美元。我国医保乙类(限二线用药), 04 年天士力帝益获 SFDA 批文, 11 年 12 月双鹭拿到批文, 加上外资的先灵葆雅, 合计 3 家企业。天士力 12 年销售规模 2 亿多。双鹭药业的产品在 13 年会经历大面积的招标, 有望在 2014-16 年上量
	三氧化二砷	急性早幼粒白血病, 肝癌	2008 年 9 月	成长期	09 年全国医保乙类, 冻干粉针剂型独家。11 年和 12 年 H1 销售有调整, 控制发货。12 年下半年代理合作协议到期, 代理商更换。代理商变更后, 价格有所提高, 销售开始提速
	长春瑞滨	非小细胞肺癌, 转移性乳腺癌, 晚期卵巢癌, 恶性淋巴瘤等	2006 年	成熟期	批文数量众多, 竞争激烈
	紫杉醇	非小细胞肺癌, 卵巢癌, 乳腺癌等	NA	成熟期	批文数量众多, 竞争激烈
	胸腺五肽	免疫调节药物。适用慢性乙型肝炎的治疗; 用于自身免疫性疾病、免疫缺陷及肿瘤的辅助治疗	NA	成熟期	地方医保, 生产企业较多, 市场份额分散。其中北京世桥, 翰宇药业, 双鹭药业, 武汉华龙, 海南中和占有较大份额。但整体该品种增势较好, 有望保持 20% 以上增长
	G-CSF	化疗等原因导致中性粒细胞减少	1998 年	成熟期	全国医保, 生产企业较多, 市场份额分散。其中齐鲁、鲲鹏、九源基因、哈药生物、厦门特宝、双鹭药业等排在前列。该品种增势在 20% 左右, 公司产品有望保持和行业增速相当
	新型白介素-2	恶性肿瘤的治疗, 增强机体免疫功能	1999 年	成熟期	全国医保, 生产企业较多, 市场份额分散。公司产品不存在异构体, 结构均一。比活性, 半衰期, 稳定性, 安全性均较普通产品有提升。其中山东泉港、四环生物、双鹭药业占据主要地位, 其他企业份额较小。增速有望保持 20% 以上。
	白介素-11	化疗后血小板减少症的预防和治疗及其它原因引起的血小板减少症的治疗	2003 年	成熟期	6 家企业, 齐鲁、九源基因、山东阿华、厦门特宝、双鹭依次分享市场, 双鹭份额最低, 利润贡献有限
	羟喜树碱、尼莫司汀、亚叶酸钙、门冬酰胺酶、格拉司琼、鲑降钙素、苦参素注射液、曲马多	各类肿瘤的治疗、辅助治疗、镇痛等	NA	成熟期	产品数量众多, 但均属于竞争型产品, 企业数量较多, 市场格局已经稳固, 不占据先发地位, 稳定增长
	内科等	阿德福韦酯	乙肝	2008 年	成长期
依托度酸、利塞磷酸钠		关节炎、骨质酥松等	NA	成熟期	竞争型品种, 不具备优势, 规模小
奥美拉唑		胃溃疡	2009 年 3 月	成熟期	市场规模大的品种, 市场格局形成, 公司不具备优势
心脑血管	生长抑素、奥曲肽	急、慢性胰腺炎、食管静脉曲张破裂出血、恶性肿瘤等	NA	成熟期	生产企业众多, 外企主导市场, 国内企业分割剩余份额, 双鹭产品上市时间略晚, 增速平稳
	杏灵滴丸	血瘀型轻度脑动脉硬化引发的眩晕, 冠心病, 心绞痛	2009 年 12 月	导入期	口服心脑血管中成药, 在目前市场上, 此类口服品种很难再形成大品种, 不给予过高预期
创伤	三磷酸胞苷二钠、果糖二磷酸钠、奥扎格雷、尼麦角林、阿魏酸钠氯化钠注射液、辛伐他汀、替米沙坦	心、脑血管相关疾病的治疗	NA	成熟期	均属于竞争型品种, 市场格局稳固, 公司不占据优势地位, 给予平稳增长的预测
	碱性成纤维细胞生长因子	促进烧伤、烫伤等的创面愈合	2002 年	成长期	独家品种, 由于使用不方便, 制约了产品的成长, 凝胶剂型上市有望推动该品种再次快速增长, 成为具有一定规模的产品
免疫抑制	环孢素软胶囊、吗替麦考酚酯分散片	免疫抑制剂	2008 年 & 2009 年	成熟期	外资主导, 国内跟随, 市场容量有限, 公司不具备优势

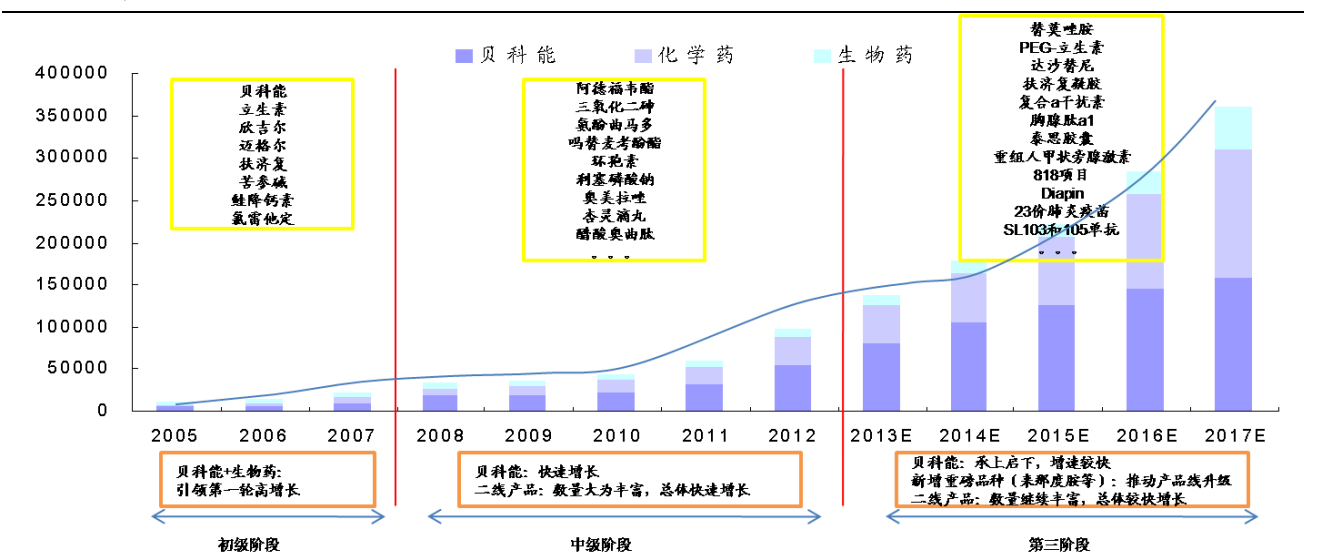
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 2: 公司产品厚度有望提升--重磅品种储备丰富

重磅品	适应症	上市日期	销售规模预期
贝科能	多科室	2002 年	贝科能作为多科室用药，辅助治疗价值较高，又符合我国的药品市场价值规律，所以一直是公司发展的重要推动力，是过去 10 年公司发展的主力。未来 5 年，该品种虽面临一定的医保控费压力，但是在我国医改未发生根本性变革的情形下，仍有望保持较好增长。此外，随着 2013 年代理合同到期，公司签订新合同时候，有望提价。贝科能将发挥承上启下的作用，为公司新增主力品种的上量提供时间窗
来那度胺	肿瘤-骨髓瘤和骨髓瘤增生异常综合征	2014 年有望上市，今年完成临床	Celgene 原研，属罕见病用药，销售规模近 40 亿美元，已于 13 年初在我国上市。公司有望国内率先上市，市场空间广阔
达沙替尼	肿瘤-慢性粒细胞白血病和费城染色体阳性的剂型髓性白血病的治疗	2014 年有望上市，今年完成临床	施贵宝原研，属罕见病用药，销售规模超 10 亿美元，已于 11 年 9 月国内上市。公司有望在国内率先上市，市场规模广阔
重组人甲状旁腺激素	老年骨质疏松	2016 年最早，二期临床中	国外 lilly 公司的 Ferteo，NPS 公司的 Preotact 已经上市。礼来公司的 Ferteo 销售额 10 亿美元。国内尚未上市，公司产品处于领先地位，空间广阔
PEG-立生素	长效粒细胞集落刺激因子，化疗后白细胞降低的治疗	2015 年最早，三期临床中，13 年底完成临床	安进公司的长效 CSF Neulasta 销售收入达到 35 亿美元。我国未上市。公司研发处于领先地位，市场空间广阔
复合 a 干扰素、Diapin、泰斯胶囊、23 价肺炎疫苗、单抗等			针对肿瘤、糖尿病、神经系统等大的治疗领域，且产品具特色，处于临床早期 or 临床前研究阶段

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 1: 双鹭药业发展阶段



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理，注：黄框内为当期新上市 or 有望上市品种；收入规模按出厂价格调整前同口径测算

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	661	661	724	1066
应收款项	350	493	656	835
存货净额	57	181	207	252
其他流动资产	419	733	940	1156
流动资产合计	1496	2077	2528	3309
固定资产	332	383	484	584
无形资产及其他	31	30	29	28
投资性房地产	174	174	174	174
长期股权投资	184	214	244	274
资产总计	2217	2877	3458	4369
短期借款及交易性金融负债	0	126	0	0
应付款项	27	26	28	29
其他流动负债	65	76	84	77
流动负债合计	92	228	112	106
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	13	18	23	28
长期负债合计	13	18	23	28
负债合计	105	246	135	133
少数股东权益	71	70	69	67
股东权益	2040	2561	3254	4169
负债和股东权益总计	2217	2877	3458	4369

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	1.26	1.43	1.90	2.50
每股红利	0.00	0.29	0.38	0.50
每股净资产	5.36	5.61	7.12	9.13
ROS	48%	49%	51%	54%
ROE	24%	25%	27%	27%
毛利率	67%	70%	73%	74%
EBIT Margin	51%	55%	57%	61%
EBITDA Margin	53%	56%	59%	64%
收入增长	62%	32%	28%	23%
净利润增长率	-8%	35%	33%	32%
资产负债率	8%	11%	6%	5%
息率	0%	1%	1%	1%
P/E	37.5	33.2	25.0	18.9
P/B	8.8	7.0	5.5	4.3
EV/EBITDA	33.7	24.4	18.0	13.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1007	1333	1710	2102
营业成本	330	406	457	544
营业税金及附加	12	16	20	25
销售费用	35	49	76	53
管理费用	112	134	181	190
财务费用	(11)	(5)	(4)	(9)
投资收益	26	11	13	15
资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	555	744	993	1315
营业外净收支	5	12	12	12
利润总额	560	756	1005	1327
所得税费用	80	106	141	186
少数股东损益	(1)	(1)	(2)	(2)
归属于母公司净利润	481	651	866	1144

现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	481	651	866	1144
资产减值准备	(1)	(1)	0	0
折旧摊销	20	23	33	44
公允价值变动损失	1	0	0	0
财务费用	(11)	(5)	(4)	(9)
营运资本变动	(186)	(567)	(381)	(442)
其它	0	0	(1)	(2)
经营活动现金流	315	106	517	744
资本开支	(149)	(72)	(133)	(144)
其它投资现金流	0	0	9	0
投资活动现金流	(171)	(102)	(154)	(174)
权益性融资	11	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	0	(130)	(173)	(229)
其它融资现金流	(66)	126	(126)	0
融资活动现金流	(55)	(5)	(299)	(229)
现金净变动	88	0	63	341
货币资金的期初余额	573	661	661	724
货币资金的期末余额	661	661	724	1066
企业自由现金流	197	10	358	569
权益自由现金流	131	140	236	576

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生		黄学军	021-60933142		
		马韬	021-60933157		
固定收益		交通运输		机械	
董德志	021-60933158	郑武	0755-82130422	郑武	0755-82130422
赵婧	021-60875174	岳鑫	0755-82130432	陈玲	021-60875162
		糜怀清	021-60933167	杨森	0755-82133343
				朱海涛	
基础化工及石化		医药		电子	
朱振坤	010-88005317	贺平鸽	0755-82133396	刘翔	021-60875160
		丁丹	0755-82139908	陈平	021-60933151
		杜佐远	0755-82130473	卢文汉	021-60933164
		胡博新	0755-82133263		
		刘勍	0755-82133400		
计算机		传媒		零售、纺织服装及快销品	
高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162
		刘明	010-88005319		
电力及公共事业		非银行金融		银行	
陈青青	0755-22940855	邵子钦	0755-82130468	王婧	
		童成墩	0755-82130513		
		田良	0755-82130470		
轻工		建筑工程及建材		家电	
邵达	0755-82130706	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘萍	0755-82130678	曾婵	0755-82130646
通信		电力设备		新能源	
程成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张弢	010-88005311
食品饮料		旅游		农业	
龙飞	0755-82133920	曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
		钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163
金融工程		基金评价与研究			
林晓明	021-60875168	李腾	010-88005310		
陈志岗	0755-82136165	钱晶	021-60875163		
吴子昱	0755-22940607	潘小果	0755-82130843		
周琦	0755-82133568				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lpei@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617				
陈孜譞	18901140709				