

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

双鹭药业 (002038)

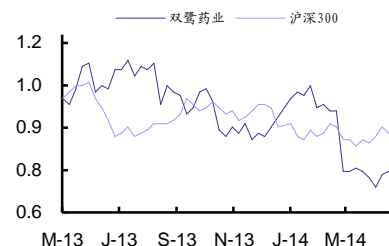
推荐

2013 年报及 2014 一季报点评

(维持评级)

2014 年 4 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/最低元)	63.90/27.29

相关研究报告:

- 《双鹭药业-002038-2013 年业绩快报点评: 长期价值不变, 恐慌中布局》——2014-03-03
- 《双鹭药业-002038-买点再现》——2013-12-10
- 《双鹭药业-002038-2013 年三季报点评: 研发投入加大拉低业绩增速》——2013-10-28
- 《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

证券分析师: 杜佐远

电话: 0755-82130473
E-MAIL: duzyuan@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980512070001

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码: 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

开局良好, 建议买入

● 年报业绩增长 20%, 子公司拖累业绩增长

之前已发布业绩快报, 年报收入 11.62 亿元 (+15%, 其中销量快速增长 31%, 因“高开比例下降”+“二线品种竞争性降价”导致收入增速低于销量增速); 归母净利润 5.77 亿元 (+20%); EPS1.26 元/股; 扣非净利润 5.47 亿元 (+17%), EPS1.20 元。母公司收入增长 17.5%, 利润增长 (收入-总成本) 23%, 不考虑财务费用则增长 25%。2013 年子公司大多处于投入期、研发期和新版 GMP 认证, 产生部分暂时性亏损 (加拿大子公司亏损 0.37 亿元同比增加)。

● 一季报增长 31%表现良好

一季报收入增长 25%, 净利润增长 31%, 扣非增长 30%表现良好, EPS0.37 元/股。经营活动现金流 0.21 元/股 (+489%)。上半年预增 20-40%。

● 产品线推动未来三年较快增长

市场对贝科能增速预期过于担忧, 我们判断未来 3 年销量增速~20% (大医院 +10%多+基层医院快速增长), 市场空间仍较大, 而贝科能与经销商的利润重新分配体现为经销商承担费用和成本, 且逐年体现, 因此贝科能利润增速预计~30%; 二线品种整体处于较快增长期; 重磅新品达沙替尼已申报生产, 来那度胺正在申报生产, 参股公司的交联透明质酸钠凝胶已获批上市, 后续产品储备丰富; 随着子公司新产品上市和恢复生产, 对业绩产生正面影响。

● 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。

● 处于第二轮快速成长期, 中长线推荐; 调整充分建议买入

之前业绩成长路径为“贝科能 (绝对主力)+其它 (集群作战)”, 未来 5 年盈利结构有望优化为“新上市多个重磅品种 (新增主力)+贝科能 (承上启下)+其它 (集群作战)”的强劲格局, 产品线不断升级将兼具广度和厚度。维持 14-15EPS1.60/2.05 元, 首次预测 16EPS2.60 元, 同比增 27%/28%/27%。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, 子公司陆续渡过投入期, 公司具持续增长前景, 股价大幅调整后 14/15PE25/20X, 建议买入, 维持中长线“推荐”评级, 一年期合理估值 53-62 元 (15PE26-30x)。

盈利预测和财务指标

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,162	1,451	1,815	2,236
(+/-%)	15.4%	24.9%	25.1%	23.2%
净利润(百万元)	577	731	936	1187
(+/-%)	20.0%	26.6%	28.0%	26.8%
摊薄每股收益 (元)	1.26	1.60	2.05	2.60
EBIT Margin	52.3%	53.7%	55.5%	57.6%
净资产收益率 (ROE)	22.5%	23.0%	23.6%	24.0%
市盈率 (PE)	32.2	25.4	19.8	15.6
EV/EBITDA	29.6	23.3	18.0	14.1
市净率 (PB)	7.2	5.8	4.7	3.8

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

重磅新药进展:

- **达沙替尼 (3.1类新药)** 已申报生产 (状态开始时间 2014-04-01), 预计 2014 年为国内第 2 家获批。外资 (2011 年 9 月) 和正大天晴 (2013 年 9 月, 3.1 类) 已获批。
- **来那度胺** 已完成临床正在申报生产, 预计 14-15 年获批。豪森、正大天晴分别于 13 年 9 月和 14 年 2 月申报, 因为进口药国内已经上市, 所以按照 6 类仿制药直接报生产, 不需要做临床, 但需要做生物等效实验; 而双鹭 10 年 3 月申报时进口药还未上市, 只能按照 3.1 类新药报临床, 而且必须做 3 期临床, 其实双鹭要比豪森和正大天晴早报批 3-4 年, 但因为国家政策原因, 谁先获批上市尚未知 (抛开专利问题)。
- **注射用交联透明质酸钠凝胶:** 用于人面部缺陷修复, 医疗器械三类, 参股公司北京蒙博润生物 2014 年 2 月 25 获批, 国内第 2 家获批。2012 年 4 月 9 日, 公司以现金方式投资 500 万元参与蒙博润增资扩股, 占蒙博润注册资本 20%, 在蒙博润取得医疗器械注册证书后半年内, 公司有权再次投资 500 万元, 再次增资后, 占蒙博润注册资本 34%。透明质酸钠 (又称玻璃酸钠) 目前市场规模和市场空间均巨大, 交联的透明质酸钠用于美容整形时, 在舒适流畅性和塑形的可控性上, 具有一定优势。交联的透明质酸钠生产企业包括: 常州百瑞吉的 医用自交联透明质酸钠凝胶、上海其胜生物和北京蒙博润的 注射用交联透明质酸钠凝胶。

表 1: 公司品种具广度---二线产品单品种规模虽有限, 但“集群作战”

二线品种	名称	适应症	上市日	所处阶段	销售规模预期
	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 13 年销售规模 3.4 亿元。公司产品将在 14-15 年大面积招标并快速上量。
	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
肿瘤	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% 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。
	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	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

	素、苦参素注射液、曲马多				
内科等	阿德福韦酯	乙肝	2008年	成长期	乙肝一线药物，葛兰素、天津药物所、正大天晴主导市场，其他超过10家企业分割剩余少数份额，双鹭不占优势，平稳
	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
	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
心脑血管	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。
	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
创伤	碱性成纤维细胞生长因子(扶济复)	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2014年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

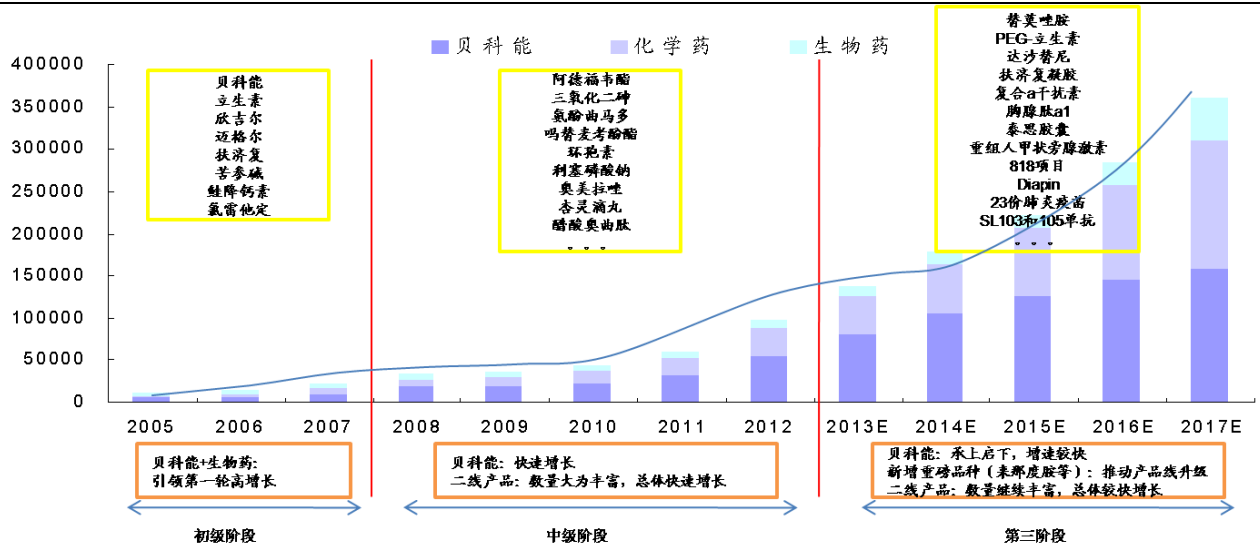
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 2: 公司产品厚度将大幅提升---重磅品种储备丰富

重磅品种	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。2013年与总代康永代理合同到期后，10月公司与经销商签订执行新合同，利润重新分配，体现为经销商承担费用和成本，且逐年体现，同时收回部分区域销售权。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	已完成临床正在申报生产，预计14-15年获批。	Celgene 原研，属罕见病用药，12年销售规模近40亿美元，已于13年初在我国上市。豪森、正大天晴分别于13年9月和14年2月申报，因为进口药国内已经上市，所以按照6类仿制药直接报生产，不需要做临床，但需要做生物等效实验；而双鹭10年3月申报时进口药还未上市，只能按照3.1类新药报临床，而且必须做3期临床，其实双鹭要比豪森和正大天晴早报批3.4年，但因为国家政策原因，谁先获批上市尚未知（抛开专利问题）。
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	已申报生产（状态开始时间2014-04-01），预计14年获批。	施贵宝原研，属罕见病用药，12年销售规模超10亿美元，已于11年9月国内上市。正大天晴13年9月已获批，公司产品属于3.1类化学药，有望第二家获批，市场规模广阔。
PEG-立生素/(G-CSF)	长效粒细胞集落刺激因子，化疗后白细胞降低的治疗	三期临床，最早2015年获批。	安进公司的长效CSF Neulasta 销售收入达到35亿美元，乙类医保。我国未上市，公司产品属于二类生物药，国家重大专项资助，质量处于领先地位，市场空间广阔。
泰思胶囊	老年痴呆	三期临床，最早2015年获批。	从首都医科大学转让所得，从何首乌中提取有效成分，入选北京中医药“十病十药”项目第一批名单。与目前老年痴呆治疗药物单靶点、对症治疗不同，其药理作用涉及老年痴呆发病机制中的多个靶点和环节，疗效。
注射用重组人甲状旁腺激素	老年骨质酥松	二期临床，最早2016年获批。	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，公司产品属于一类生物药，863计划资助，市场空间广阔。
复合a干扰素、GLP-1类降血糖药物、23价肺炎疫苗、单抗等等。			针对肿瘤、糖尿病、肝病等大的治疗领域，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

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	763	1027	1405	1929
应收款项	487	608	760	937
存货净额	111	137	163	191
其他流动资产	359	448	561	691
流动资产合计	1726	2226	2889	3748
固定资产	359	467	574	682
无形资产及其他	76	74	71	69
投资性房地产	333	333	333	333
长期股权投资	218	248	278	308
资产总计	2712	3347	4145	5139
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	36	45	54	63
其他流动负债	67	84	93	91
流动负债合计	104	129	146	153
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	20	25	30	35
长期负债合计	20	25	30	35
负债合计	123	154	176	188
少数股东权益	23	18	11	2
股东权益	2566	3176	3958	4949
负债和股东权益总计	2712	3347	4145	5139

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	1.26	1.60	2.05	2.60
每股红利	0.21	0.26	0.34	0.43
每股净资产	5.62	6.95	8.66	10.83
ROS	50%	50%	52%	53%
ROE	23%	23%	24%	24%
毛利率	67%	68%	69%	71%
EBIT Margin	52%	54%	55%	58%
EBITDA Margin	54%	55%	57%	59%
收入增长	15%	25%	25%	23%
净利润增长率	20%	27%	28%	27%
资产负债率	5%	5%	5%	4%
息率	1%	1%	1%	1%
P/E	32.2	25.4	19.8	15.6
P/B	7.2	5.8	4.7	3.8
EV/EBITDA	29.6	23.3	18.0	14.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1162	1451	1815	2236
营业成本	379	466	559	656
营业税金及附加	14	17	22	27
销售费用	31	33	38	40
管理费用	130	156	189	226
财务费用	(13)	(13)	(15)	(17)
投资收益	39	46	56	67
资产减值及公允价值变动	(5)	(5)	(5)	(5)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	655	834	1073	1367
营业外净收支	19	19	19	18
利润总额	674	853	1092	1385
所得税费用	102	129	165	209
少数股东损益	(5)	(7)	(9)	(11)
归属于母公司净利润	577	731	936	1187

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	577	731	936	1187
资产减值准备	4	(4)	0	0
折旧摊销	23	25	34	43
公允价值变动损失	5	5	5	5
财务费用	(13)	(13)	(15)	(17)
营运资本变动	(268)	(210)	(269)	(323)
其它	(8)	(1)	(7)	(9)
经营活动现金流	332	546	698	903
资本开支	(45)	(131)	(142)	(153)
其它投资现金流	3	0	6	0
投资活动现金流	(77)	(161)	(166)	(183)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(95)	(120)	(154)	(196)
其它融资现金流	37	0	0	0
融资活动现金流	(154)	(120)	(154)	(196)
现金净变动	102	264	378	524
货币资金的期初余额	661	763	1027	1405
货币资金的期末余额	763	1027	1405	1929
企业自由现金流	310	346	478	660
权益自由现金流	347	357	490	675

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	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
固定收益		大宗商品研究		机械	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	朱海涛	0755-22940097
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	陈玲	021-60875162
刘鹏		郑东	010-66025270		
魏玉敏					
化工		房地产		医药	
李云鑫	021-60933142	区瑞明	0755-82130678	贺平鸽	0755-82133396
				杜佐远	0755-82130473
				林小伟	0755-22940022
电子		计算机		传媒	
刘翔	021-60875160	高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322
陈平	021-60933151			刘明	010-88005319
卢文汉	021-60933164				
零售、纺织服装及快销品		电力及公共事业		建材	
朱元	021-60933162	陈青青	0755-22940855	黄道立	0755-82130685
		徐强		刘宏	0755-22940109
轻工		建筑工程		家电	
邵达	0755-82130706	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘萍	0755-22940678	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
军工					
朱海涛	0755-22940097				

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				