

生物制品III

李昱

0755-82026737

liyu@cjis.cn

双鹭药业

002038

推荐

贝科能重新进入高速增长轨道

我们组织投资者调研了双鹭药业，公司主打产品贝科能09年增速下降，但未来或进入各地方医保，迎来新的加速增长期。

投资要点:

6-12个月目标价: 60.00元

当前股价: 50.97元

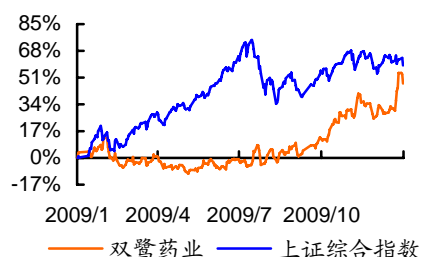
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3158.86
总股本(百万)	251
流通股本(百万)	206
流通市值(亿)	105
EPS (TTM)	0.98
每股净资产(元)	3.03
资产负债率	3.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
双鹭药业	16.37	31.88	50.67
上证综合指数	1.15	2.87	-1.69



- **贝科能进入新的增长轨道。**贝科能作为公司核心品种，占据公司收入的一半，利润占比估计在60%以上，其增长幅度对公司未来两年的业绩有决定性影响。贝科能在持续了多年的高速增长后，09年的增速明显放缓，导致投资者对其后续增长产生疑虑。09年贝科能增速放缓有多方面的原因：1、经销商在08年末的提前备货造成了08年收入基数偏高，该品种终端实际增长仍有15%-20%，2、部分医院对于用药金额较高产品的控制，3、最重要的一点在于医保。国内药品的销售情况一方面与产品疗效有关，贝科能做为适应症广泛的辅助用药，其临床疗效已经获得实践认可，另一方面与是否进入医保关系密切。贝科能的上量即始于05年开始产品先后进入十余个省的医保，随后迎来了06、07、08年的高速增长；进入09年，公司已有市场的增长进入平稳期，而在北京、上海、广东、江浙、山东等大的药品市场，由于新医保目录尚未出台，所以营销战略无法制定，而09版医保目录出台之后，各地医保目录的调整将在10年3月31日前完成。目前我们查到贝科能已进入广东省基本药物目录城市版，公司作为北京市高科技企业，主要产品进入北京市医保也几成定局，此外，我们预计贝科能新进入山东、江苏、浙江等经济较发达省份的医保可能性很大。这些区域的市场规模较公司原有市场规模明显增大，各地新医保将于10年下半年开始全面执行，贝科能的潜在市场空间会逐步打开，进入新的高速增长期。此外，贝科能目前用量最大的领域在心脑血管，肝病和肿瘤用药量仍有较大潜力，公司也将针对肝病领域的做产品的二次开发。
- **产品线逐渐丰富。**公司目前构建了国内最好的肿瘤辅助治疗用药产品线，在肝病治疗领域也有一定优势，除贝科能及胸腺五肽外，主要品种均进入了09版医保目录，有望维持快速增长的势头。阿德福韦酯片剂，银杏黄酮注射液，复合干扰素，长效立生素等新品将逐步上市，进一步丰富公司现有产品线。
- **建立营销平台。**公司目前持股商业公司普仁鸿17.2%股权，出于建立自己营销体系的需要，从战略角度考虑，公司可能继续增持其股权，进而建立新的营销平台。
- 我们预测公司09-11年EPS为1.11、1.51、1.98元，公司今年业绩超预期可能性较大，维持“推荐”的投资评级和60元的目标价。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	358	406	545	711
同比(%)	51%	13%	34%	30%
归属母公司净利润(百万元)	218	277	375	492
同比(%)	62%	27%	36%	31%
毛利率(%)	86.3%	85.4%	87.8%	88.3%
ROE(%)	28.7%	27.8%	27.4%	26.4%
每股收益(元)	0.88	1.11	1.51	1.98
P/E	52.45	41.30	30.47	23.21
P/B	15.03	11.48	8.34	6.13
EV/EBITDA	47	36	26	20

相关报告

《双鹭药业-贝科能持续增长 二线产品形成梯队》2009-12-14

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	637	789	1165	1662	营业收入	358	406	545	711
现金	421	542	875	1301	营业成本	49	59	66	83
应收账款	68	77	104	136	营业税金及附加	4	5	7	9
其它应收款	0	0	0	0	营业费用	11	12	14	18
预付账款	108	131	146	183	管理费用	60	45	49	64
存货	9	11	12	15	财务费用	-5	-5	-7	-11
其他	31	28	28	28	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	152	222	222	221	公允价值变动收益	-19	8	0	0
长期投资	17	65	65	65	投资净收益	10	9	0	0
固定资产	99	102	103	102	营业利润	229	306	416	548
无形资产	20	36	36	36	营业外收入	7	5	5	5
其他	16	19	18	18	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	789	1011	1387	1883	利润总额	236	311	421	553
流动负债	26	13	15	18	所得税	18	34	46	61
短期借款	0	0	0	0	净利润	218	277	375	492
应付账款	11	13	14	18	少数股东损益	1	0	0	0
其他	15	1	0	0	归属母公司净利润	218	277	375	492
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	236	312	421	551
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.88	1.11	1.51	1.98
其他	0	0	0	0					
负债合计	26	13	15	18	主要财务比率				
少数股东权益	2	2	2	2	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	248	248	248	248	成长能力				
资本公积	30	30	30	30	营业收入	50.7%	13.3%	34.4%	30.4%
留存收益	482	709	1084	1576	营业利润	64.2%	33.7%	36.0%	31.6%
归属母公司股东权益	760	995	1370	1863	归属于母公司净利润	61.6%	27.0%	35.6%	31.3%
负债和股东权益	789	1011	1387	1883	获利能力				
					毛利率	86.3%	85.4%	87.8%	88.3%
					净利率	60.9%	68.2%	68.8%	69.2%
					ROE	28.7%	27.8%	27.4%	26.4%
					ROIC	66.9%	70.9%	86.6%	98.3%
					偿债能力				
					资产负债率	3.3%	1.3%	1.0%	1.0%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	24.57	58.70	80.20	91.48
					速动比率	24.23	57.92	79.39	90.67
					营运能力				
					总资产周转率	0.52	0.45	0.45	0.43
					应收账款周转率	6	5	6	5
					应付账款周转率	4.01	5.08	4.89	5.15
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.88	1.11	1.51	1.98
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	0.96	1.36	1.72
					每股净资产(最新摊薄)	3.06	4.01	5.52	7.50
					估值比率				
					P/E	52.45	41.30	30.47	23.21
					P/B	15.03	11.48	8.34	6.13
					EV/EBITDA	47	36	26	20

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李昱, 中投证券研究所医药行业分析师, 理学硕士。2008 年度卖方分析师水晶球奖"医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

主要研究覆盖生物医药、传统中药、医疗器械: 云南白药、三九医药、康美药业、通化东宝、天坛生物、科华生物、达安基因、双鹭药业等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434