

分析师：涂羚波

执业证书编号：S0050208010103

Tel: 010-59355910

Email: tulb@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



双鹭药业 (002038.SZ)

有望重回高增长

投资要点

● **贝科能下半年以后有望放量。**贝科能已进入13个省市的医保，今年新进了广东、江苏省的医保目录，年底前将进入北京市医保。预计这几个省份的医保用药将产生明显的拉动作用。

● **诸多二线产品新进医保，高增长可期。**在04版医保目录中公司只有8个品种在其中，而09版医保目录有43个品种进入，包括诸多二线品种。预计立生素、阿德福韦酯、三氧化二砷等二线品种成长潜力巨大。

● **药品价格管理和打击商业贿赂对公司影响有限。**打击商业贿赂针对流动环节，降价主要降流通环节的利润，公司产品议价能力强；贝科能为独家产品和专利产品，基于国家鼓励创新的原则，对专利产品会有倾斜和保护；新的《药品价格管理办法》对企业成本考量较困难，很难实施。

● **给予“推荐”评级。**预计公司2010、2011、2012年实现净利润3.19亿元、4.24亿元、5.54亿元，同比增长31%、33%、31%，每股收益1.27元、1.68元、2.20元，动态市盈率分别为28、21、16，估值具有充分的安全边际。随着公司各产品未来两年的放量，业绩有可能超出预期。

医药生物

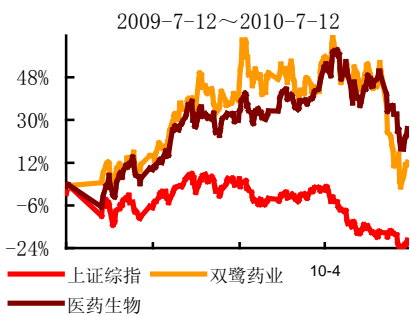
投资评级

本次评级：	推荐
跟踪评级：	维持
目标价格：	44.45元

市场数据

市价(元)	36.38
上市的流通A股(亿股)	2.07
总股本(亿股)	2.52
52周股价最高最低(元)	31.03-55.18
上证指数/深证成指	2470.92/9816.86
2009年股息率	0.20%

52周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	390.02	507	672	874
增长率(%)	8.94	30	33	30
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	244.10	319.31	423.57	554.31
增长率(%)	12.05	31	33	31
毛利率(%)	82.83	84	85	86
净资产收益率(%)	25.28	25	25	24
EPS(元)	0.98	1.27	1.68	2.20
P/E(倍)	37.54	28.29	21.33	16.30
P/B(倍)	9.99	7.03	5.29	3.99

来源：公司年报、民族证券

我们近期和机构投资者一起，实地走访了公司，和董秘进行了充分的交流。

一、贝科能下半年以后有望放量

贝科能（复合辅酶）是公司的主导产品，占总收入的 50%左右。2009 年由于价格调整，08 年底经销商大量囤货，导致 09 年销量下降；同时，公司对该产品进入全国医保，到进入主要省份医保的策略改变，也使增速明显放缓。

市场对于贝科能是否是治疗用药感到疑惑，从药品的终端数据来看，贝科能的市场份额逐年提升，在临床上的疗效已得到确切的认识。作为细胞代谢的复活剂，在各类组织细胞损伤的治疗中的起到重要作用，在肝病、心血管领域都是必不可少的治疗辅助用药。

目前，贝科能已进入 13 个省市的医保，今年又新进了用药大省广东、江苏省的医保目录。作为北京市政府重点扶持的 G20 企业，下半年进入北京市医保已成定局。

北京市医院是处方药消费的重要市场，进入北京市医保对贝科能的销量将产生强劲的拉动效应。目前贝科能在北京市的月销量约 10 万支，301 医院一家的月使用量达到 5 万支，北京市场潜力巨大。

预计贝科能在新进医保省份销量将增加 4-5 倍，这一效应将在今年下半年后逐步体现，并在未来 2 年持续放量。我们判断贝科能在新进医保地区的销售放量下半年应有所体现，公司业绩将超出预期。

二、诸多二线产品新进医保，高增长可期

公司除拳头产品贝科能外，还有多个二线品种，包括肿瘤辅助和治疗用药、肝脏治疗用药等，呈现了良好的产品梯队。

肿瘤辅助用药主要包括立生素、欣吉尔，销量都接近 3000 万，以及迈格尔销量 1000 万以上。立生素的升级换代产品长效立生素正在临床研究，如果成功上市，将打破该产品一直为国外公司垄断的局面，前景十分看好。

肿瘤治疗用药欣瑞金用于治疗非小细胞癌、乳腺癌，销量不到 1000 万；三氧化二砷用于治疗原发性肝癌、白血病，剂型独家，销量增长迅速，今年一季度销售额已达到去年全年水平，达到 1000 多万；

肝脏治疗用药有欧宁，销量接近 3000 万，以及阿德福韦酯，销量 1000 多万，该品种为大品种用药，增长可期。

公司在 04 版医保目录中只有 8 个品种在其中，而 09 版医保目录有 43 个品种进入。预计这些新增医保品种将呈现高增长的态势。

三、药品价格管理和打击商业贿赂的影响

近期，受新的药品价格管理办法和打击商业贿赂的影响，公司股价大幅下跌。投资者认为，公司以大包形式为主的营销模式将受到极大影响。我们认为影响有限：首先，打击商业贿赂主要针对流动环节，降价也是降流通环节的利润。公司贝科能的价格终端曾经几次下调，但公司的供货价并没有下降，表明公司对供应商的议价能力是很强的。第二，公司的主导产品贝科能为独家产品和专利产品，基于国家鼓励创新的原则，在政策制定过程中，对专利产品会有倾斜和保护；第三，目前《药品价格管理办法》还处于征求意见阶段，新的价格制定要参考企业的生产成本，由于国内医药企业和产品种类众多，成本考量不是一件容易的事情，实施起来非常困难。

因此，无论是新的药品价格管理办法出台，还是加强打击商业贿赂，都是治“标”不治“本”的方法，要真正改变目前医药市场的格局，必须着眼于公立医院的改革，解决“以药养医”的局面，才能标本兼治。

四、公司盈利预测与估值

- 1、贝科能 2010、2011、2012 年增速分别为 30%、35%、30%；
- 2、其他产品 2010、2011、2012 年增速各为 30%；
- 3、未来三年毛利分别为 83.83%、84.83%、85.83%。

我们预计公司 2010、2011、2012 年实现营业收入 5.07 亿元、6.72 亿元、8.74 亿元，同比增长 30%、33%、30%；实现净利润 3.19 亿元、4.24 亿元、5.54 亿元，同比增长 31%、33%、31%，每股收益 1.27 元、1.68 元、2.20 元，动态市盈率分别为 28、21、16，估值具有充分的安全边际。同时，随着公司各产品未来两年的放量，业绩有可能超出预期，我们给予公司“推荐”评级，目标价 44.45 元。

表 1：盈利预测表

单位：百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	390	507	672	874
营业成本	67	82	102	124
营业税金及附加	5	6	8	10
销售费用	14	18	24	31
管理费用	64	81	104	131
财务费用	-7	-8	-10	-13
资产减值损失	6	0	0	0
公允价值变动净收益	11	10	10	10
投资净收益	11	10	10	10
营业利润	263	348	464	611
营业外收入	10	10	10	10
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	273	358	474	621
所得税	29	38	51	67
净利润	244	319	424	554
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	244	319	424	554
EBITDA	240	320	434	578
EPS（元）	0.97	1.27	1.68	2.20

资料来源：民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	705	1111	1556	2135
现金及等价物	440	769	1105	1552
应收帐款	116	151	201	261
存货	24	30	37	45
其它流动资产	124	161	214	278
非流动资产	242	320	382	452
长期股权投资	72	72	72	72
固定资产及其他	131	203	255	315
投资性房地产	0	0	0	0
无形资产	34	41	50	61
其它非流动资产	4	4	4	4
资产总计	950	1434	1941	2591
流动负债	32	39	49	60
短期借款	0	0	0	0
应付帐款	12	14	18	22
其它流动负债	20	25	31	38
非流动负债	5	92	166	251
长期借款	0	86	160	243
其它非流动负债	5	6	7	8
负债合计	37	131	216	311
少数股东权益	18	18	18	18
归属于母公司所有者权益	966	1285	1708	2263
负债和股东权益	1020	1434	1941	2591

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	156	230	305	413
净利润	244	319	424	554
资产减值准备	6	0	0	0
折旧和摊销	12	9	11	13
公允价值变动损失	-11	-10	-10	-10
财物费用	-7	-8	-10	-13
营运资本变动	-77	-70	-99	-122
投资收益	-11	-10	-10	-10
投资活动现金流	-90	-66	-53	-63
资本支出	-55	-86	-73	-83
其它	-35	20	20	20
融资活动现金流	-12	95	85	98
权益性融资	-23	0	0	0
负债净变化	5	87	75	85
财务费用	7	8	10	13
现金净增加额	54	259	336	447
期初现金余额	456	510	769	1105
期末现金余额	510	769	1105	1552

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	390	507	672	874
营业成本	67	82	102	124
营业税金及附加	5	6	8	10
销售费用	14	18	24	31
管理费用	64	81	104	131
财务费用	-7	-8	-10	-13
资产减值损失	6	0	0	0
公允价值变动净	11	10	10	10
投资净收益	11	10	10	10
营业利润	263	348	464	611
营业外收入	10	10	10	10
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	273	358	474	621
所得税	29	38	51	67
净利润	244	319	424	554
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所	244	319	424	554
EBITDA	240	320	434	578
EPS (元)	0.97	1.27	1.68	2.20

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	8.9%	30.0%	32.6%	30.0%
营业利润	14.8%	32.3%	33.6%	31.5%
归属母公司净利	12.0%	30.8%	32.7%	30.9%
获利能力				
毛利率	82.8%	83.8%	84.8%	85.8%
净利率	62.6%	63.0%	63.0%	63.4%
ROE	25.3%	24.9%	24.8%	24.5%
ROIC	20.6%	20.5%	20.5%	20.4%
偿债能力				
资产负债率	3.9%	9.2%	11.1%	12.0%
流动比率	21.9	28.2	31.7	35.9
速动比率	21.1	27.4	31.0	35.1
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.3
应收帐款周转率	3.4	3.4	3.4	3.4
应付帐款周转率	5.7	5.7	5.7	5.7
每股指标(元)				
每股收益	0.97	1.27	1.68	2.20
每股经营现金	0.62	0.91	1.21	1.64
每股净资产	3.84	5.10	6.78	8.98
估值比率				
P/E	36.9	28.3	21.3	16.3
P/B	9.3	7.0	5.3	4.0
EV/EBITDA	46.3	34.8	25.6	19.3

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备 8 年医药行业的从业经验，以及 8 年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn