双鹭药业(002038)

——不走寻常路

基本数据	2010-08-3
收盘价 (元)	40.38
市盈率	45.27
市净率	9.96
每股净资产(元)	4.05
资产负债率%	4.56%
总股本(亿股)	2.5188
流通 A 股(亿股)	2.0712
流通 A 股市值(亿元	亡)83.6351

一年内股价走势:



研究员: 李权兵 电话: 020-37865072

EMAIL: liqb@wlzq.com.cn

报告日期: 2010-8-3

投资要点:

- ▶ 独特的销售模式。上市后,公司将原来的营销队伍改组为经销商,这些经销商基本以代理公司的产品为主,赚取的差价较一般代理商少,因此公司的销售费用较低但销售毛利率较高。公司通过不断的开发出有竞争力的新产品来保持对经销商的控制力。
- ▶ 独特的研发模式。公司将产品研发与国家项目结合起来,通过这种模式一方面可以使双鹭药业产品研发保持在一个较高的水准,另一方面通过国家的资金资助减轻公司研发费用的压力,从而实现企业和国家的双赢。这种模式既要求公司有较高的研发实力又要求在项目的选择上有战略眼光(要平衡技术的先进性和产品的实用性)。因此这种模式的关键在于有一个能将研发和产业结合起来带头人。而公司的董事长兼总经理徐明波正是这种模式的关键。
- ▶ 主要产品仍有较大增长空间。公司主要产品贝科能是生物创新类产品,新的生物创新类产品的申报要求非常严格,基本上杜绝了新的竞争对手进入的可能性。因此在没有国家政策的于预下,贝科能的销售增长和毛利率是有一定保证的。
- ▶ 新进入医保产品将维持公司高增长。在2004版医保目录中双 鹭药业仅有8个品种,而在09 版医保目录有43 个品种,这其 中包括公司已经销售多年的二线品种。根据以往经验进入医 保目录后的产品销售一般都会有较大的增长。
- ▶ 我们认为双鹭药业在较多二线产品进入医保目录和新产品梯队建设完善的情况下,今后几年将保持较高增长,预测公司2010、2011、2012年的每股收益分别为1.145、1.448、1.805元,估值基本合理,考虑到公司在研发方面的实力和兼并收购可能性较大,给予"增持"评级。



双鹭药业在 A 股医药上市公司中是一个独特的存在,一个是它独特的销售模式——销售费用低而毛利率高,另一个是它的研发模式——投入不大而新产品众多。带着这样的问题我们走访了双鹭药业。

一、独特的销售模式

2002年公司刚上市的时候组建了一只200多人的销售队伍,但在随后的运行中发现销售效果不佳而且费用率很高。公司果断的决定改变销售模式,将原来的营销队伍改组为经销商,这些经销商基本以代理公司的产品为主,赚取的差价较一般代理商少,因此公司的销售费用较低但销售毛利率较高。这种销售模式运行了多年,实践效果较好,公司一直认为只要产品有足够的吸引力,经销商方面不是问题,因此双鹭药业一直将产品研发放在首位,通过不断的开发出有竞争力的新产品来保持对经销商的控制力。

在主要靠经销商开拓市场的同时,公司也在自主进行学术营销,并在一些较难找到合适经销商的地区建立自己的营销队伍。因此,我们认为公司正在逐渐改变完全依靠一条腿走路情况,有利于公司维持销售的平稳增长。

二、独特的研发模式

双鹭药业的销售规模并不大,因此研发费用占比虽然较高,但研发费用的总金额并不是很突出。在有限的资金下双鹭药业的新产品非常多,这和其独特的研发模式有关。一直以来公司都是将产品研发与国家项目结合起来,公司于 1997 年、2000 年和 2002 年先后四次作为企业独立申请并获国家"863"计划基金资助,两个项目获国家技术创新基金资助,是 4 项国家"863"计划成果的产业化基地。

通过这种模式一方面可以使双鹭药业产品研发保持在一个较高的水准,另一方面通过国家的资金资助减轻公司研发费用的压力,从而实现企业和国家的双赢。这种模式既要求公司有较高的研发实力又要求在项目的选择上有战略眼光(要平衡技术的先进性和产品的实用性)。因此这种模式的关键在于有一个好的能将研发和产业结合起来带头人。而公司的董事长兼总经理徐明波正是这种模式的关键。

▶ 徐明波:军事医学科学院博士毕业,教授级高级工程师。历任军事医学科学院课题组长、助理研究员、北京双鹭药业股份有限公司高级工程师、教授级高级工程师、总经理;是我国自己培养的青年基因工程中、下游技术专家,是北京市有突出贡献的专家并享受国务院特殊津贴,先后主持完成了四项国家级高技术重点研究项目,发表论文 40 余篇,并获一项国家科技进步二等奖、两项北京市科技进步二等奖、一项北京市科技进步一等奖,现兼任中国生物工程学会理事及产业化专业委员会常务委员、北京市医药行业协会副会长、北京中关村生物工程和新医药企业协会副理事长、生化工程国家重点实验



室学术委员会委员。1994年12月起任公司总经理至今。

三、业绩增长比较确定

1、主要产品仍有较大增长空间

公司的主要产品贝科能(注射用复合辅酶):用于缺血性心脏病、肝病、各种原因的代谢紊乱,目前主要在癌症治疗中与化疗配合使用,以提高病人的免疫力。贝科能 2007 年销售额 9900 多万元,占公司总销售收入的 42%;08 年销售额接近 2 亿元,但09 年未能进入09 版全国医保目录,销售额基本与08 年持平。贝科能是生物创新类产品,新的生物创新类产品的申报要求非常严格,基本上杜绝了新的竞争对手进入的可能性。因此在没有国家政策的干预下,贝科能的毛利率是有一定保证的。而贝科能未来增长主要在于扩大覆盖范围和深耕细作,以北京为例,贝科能在北京销量为10 万支/月,仅301 医院一家用量便占到其中一半,发展空间较大。

为了加强公司产品在北京的销售,双鹭药业于 09、10 年先后两次受让北京普仁鸿共计 33%的股权,成为 普仁鸿第二大股东。普仁鸿是北京本地较为优秀的民营医药商业公司,双鹭和普仁鸿的结合有利于双鹭药业加强对北京市场的开拓。

2、新进入医保产品将维持公司高增长

在 2004 版医保目录中双鹭药业仅有 8 个品种,而在 09 版医保目录有 43 个品种,这其中包括公司已经销售多年的二线品种。根据以往经验进入医保目录后的产品销售一般都会有较大的增长。

3、新产品为后续发展提供动力

公司在加大研发投入和人才引进的同时积极整合国内外优势研发资源,大力加强研发项目和优势产品的储备。09年以来公司自主研发、合作研究和技术受让的品种聚乙二醇重组人粒细胞集落刺激因子注射液、氯法拉滨注射液、泰思胶囊、月馨软胶囊、谷胱甘肽共5个新产品进入临床研究,杏灵滴丸、环孢素软胶囊、阿德福韦酯片等品种陆续获得生产批件,还有一批有竞争力的产品即将获得生产批件。

通过与国内外优势企业和院所的合作,公司在基因药物(尤其是抗体药物和疫苗为主的真核表达体系)研究领域实力进一步增强,特色化药和天然药物研发领域实力显著提升。公司正逐步进入治疗性抗体和基因工程疫苗领域,未来几年将不断推出抗体药物和高端疫苗,大大增强公司在生物药领域的竞争实力。



四、兼并收购项目多

双鹭药业近几年的收购兼并事件较多,一方面,公司的现金流非常好,资产负债率极低,有收购兼并的实力,另一方面,公司一直认为好的新产品多数出自于专注于研发的小型公司,而通过收购兼并能够使公司节省研发开支和时间,从而使公司取得超常规的发展。在这些收购当中虽然有亿事达这样不成功的案例,但更多的是为公司带来了发展。

- ➤ 2010-4-15:公司拟利用不超过1亿元的自有闲置资金参与认购上海复星医药(集团)股份有限公司非公开发行的A股股票,认购股数初步定为460万股。
- ▶ 2010-4-1:公司以现金出资 3,570.80 万元受让北京京石立迈生物技术有限公司所持有的北京普仁鸿医药销售有限公司 15.80%股权。本次收购完成后,公司将持有北京普仁鸿医药销售有限公司 33%股权,成为该公司第二大股东。
- ➤ 2009-12: 拟以 1200 万元增资南京卡文迪许生物工程技术有限公司,占其增资后的 40%股份,卡文迪许自 2007 年成立以来已申请六项国内发明专利,国际 PCT 发明专利两项,获得批准的国内专利三项。
- ▶ 2008-3: 由控股子公司以 480 万元收购北京亿事达都尼制冷设备有限公司 40%股权。
- ▶ 2008-4: 出资 375 万元收购北京瑞康医药技术有限公司 25%股权,同时与瑞康医药签订技术转让合同,将后者一新药项目的临床批件转让给公司。

五、业绩预测和投资建议

我们认为双鹭药业在较多二线产品进入医保目录和新产品梯队建设完善的情况下,今后几年将保持较高增长,预测公司 2010、2011、2012 年的每股收益分别为 1.145、1.448、1.805 元,相对目前股价 2011 年 PE 约为 28 倍,其估值基本合理,考虑到公司在研发方面的实力和兼并收购可能性较大,给予"增持"评级。

六、风险提示

- 1、产品降价特别是贝科能降价的风险。
- 2、收购项目失败。



投资评级说明:

买入	预计6 个月内,股价表现优于市场指数15%以上
增持	预计6 个月内,股价表现优于市场指数5%-15%之间
观望	预计6 个月内,股价表现介于市场指数±5%之间
卖出	预计6 个月内,股价表现弱于市场指数5%以上

免责条款:

本报告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。本报告版权归万联证券所有 ,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版 、复制、刊登。