

分析师： 叶颂涛 (8627)65799535 yest@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490200010013

联系人： 邹朋 (8621)68751065 zoupeng@cjsc.com.cn

双鹭药业调研报告

事件描述

近日我们对双鹭药业进行了调研，拜访了董秘，重点交流：

- 主要产品的销售情况
- 公司的营销体系
- 贝科能的医保情况
- 药品价格管理对公司的影响

事件评论

第一，主要产品的营销情况

公司以肿瘤、肝病和心脑血管疾病用药为未来发展的三大主要方向，目前又以肝病和肿瘤两块的产品线最为完备，公司在肿瘤辅助用药方面已经做到全国领先。

复合辅酶-贝科能是公司的主打产品，占公司总销售额的 50%左右。贝科能目前依然是以经销商代理销售的模式为主，但是由于北京地区经销商无法全面覆盖，经过协商部分医院已经开始由公司自己的销售队伍来进行覆盖，这样更加有利于公司深耕北京市场。与此同时，公司在学术上也在大力推广贝科能的应用范围，并在产品生产上进行相应的改进，使其除了肝病以外，在肿瘤、心脑血管疾病方面也得到了广泛的应用。目前仿制复合辅酶需要对其所有组分进行临床实验，这将耗费许多时间和临床实验经费，也形成了较高的门槛，预计未来 4-5 年之内不会出现复合辅酶的仿制品。

除了贝科能以外，公司也着重培育其他产品，以使公司的盈利模式更加多元化。在肿瘤辅助用药方面，立生素与欣吉尔的销量已经突破 3 千万，迈格尔的销量也在 1 千万以上，其中立生素的升级版-长效立生素正在临床研究之中，公司管理层对其研究进展非常乐观，如果能够成功上市，将打破长效人粒细胞刺激因子被国外公司垄断的局面，使公司在肿瘤辅助药物方面的实力进一步加强。在抗肿瘤药方面，长春瑞滨，胸腺五肽，紫杉醇和三氧化二砷均已经达到千万级别，尤其是三氧化二砷，去年销量已经达到千万，而今年一季度的销量就已经达到去年全年的销量，表现抢眼。

表 1: 公司销售额过千万的产品列表:

药品名称	药品作用	备注
贝科能 (复合辅酶)	调节人体代谢, 用于肿瘤, 肝病, 心脑血管疾病的治疗	新进江苏医保, 进入北京医保可能性极大, 销售有望放量
立生素 (重组人粒细胞刺激因子)	增加人体中性粒细胞数量, 用于肿瘤化疗或骨髓移植引起的粒细胞减少	长效立生素正在临床研究, 前景乐观
欣吉尔 (重组人新型白介素-2)	增强机体免疫功能, 用于肿瘤治疗, 自身免疫性疾病	
欣瑞金 (酒石酸长春瑞滨)	用于非小细胞肺癌, 乳腺癌等肿瘤疾病的治疗	
欧宁 (胸腺五肽)	用于乙肝, 肿瘤等疾病治疗	
三氧化二砷	用于白血病等疾病的治疗	销量增长迅速, 今年一季度销售额已经达到去年全年销售额
紫杉醇	用于卵巢癌, 乳腺癌等肿瘤治疗	
阿德福韦酯	用于乙肝治疗	

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第二, 公司的营销体系

在营销方面, 公司目前是以代理商为主, 以自身销售力量为辅的模式。公司在 2002 年曾经新设 10 个办事处, 这导致当年费用迅速增长, 后来公司陆续将办事处转为经销商, 剥离人员编制, 激励机制更加灵活, 但和公司的关系并无变化, 这也保证了部分经销商对公司具有很高的忠诚度。同时, 公司也积极与有实力的经销商合作, 利用他们的经验迅速提高产品的市场份额。

现在随着企业规模的扩大, 公司也逐渐认识到培养自身销售力量的重要性, 现在在经销商无法完全覆盖的区域, 如北京和新疆, 公司已经开始采用自身的销售队伍来开拓市场。以北京为例, 目前公司在北京的销售办事处有 20 名左右的员工, 在与经销商协商后, 在经销商无法进入或覆盖的医院, 公司会利用自身的地域和人脉优势来进行拓展。目前, 随着公司产品的销售量逐年上升, 公司对经销商的议价能力也在逐渐加强。以贝科能为例, 进入各地地方医保后各地的零售价格都有所不同, 但是公司对于经销商各地的出厂价格始终保持一致, 使贝科能的毛利率始终保持在一个较高的水平。

北京市场是公司最为看重的市场, 公司将进行重点开发。公司持有普仁鸿 33% 的股份, 为公司第二大股东, 普仁鸿的销售实力对公司在北京的市场会有较大帮助。据董秘介绍, 公司在未来有可能采取定向增发形式, 进一步扩大自己在普仁鸿的股份, 以便进一步深耕北京市场。

第三, 贝科能的医保情况

贝科能的医保情况, 一直是投资者比较关注的话题。公司现在的战略是使贝科能尽可能多的进入地方医保, 之前公司已经进入 13 个省市的医保, 今年新进了广东, 江苏等省的医保目录, 北京, 四川, 河南等地进入的可能性也很大。公司作为北京市政府重点扶持的 G20 企业, 享受的优惠政策中就有推动京产药品进入医保。据公司介绍, 贝科能今年进入北京医保几成定局, 目前还在等待最终的文件出台。

目前贝科能在北京的月销售量为 10 万支/月, 而光 301 医院一家的用量就已经达到 5 万/支, 可见北京市其他医院仍有巨大潜力可挖。如果能够进入医保, 公司预计贝科能在北京的销量能够增加 4-5 倍。广东, 江苏两省也是经济大省, 经过一定时间的市场培育, 也将成为贝科能重要最终要的增长地区。

我们认为今年贝科能如果能够正式纳入北京医保目录，结合广东和江苏等地的市场培育，贝科能的销量在经历 2009 年的整理之后，从今年下半年开始，在未来的 2 年里有望持续放量，从而带动公司业绩的增长。入选 G20 企业后，北京市政府规定公司的营业额在 3-5 年内需要达到 10 亿，公司管理层对此表示非常的有信心。

第四，药品价格管理对公司的影响

在前一段时间，投资者担心未来药品价格管理对公司的业绩会产生重大的影响，导致了双鹭药业股价的下挫，我们就此和董秘进行了讨论。

目前《药价管理办法》还处于征求意见的阶段，医药生产企业、流通企业和医疗单位等各方意见也将汇总到相关部门，各方在存在一个博弈的过程。双鹭药业作为一个高研发投入的创新企业，有自己的专利药物，和独家药物，在政策制定的过程中可能会享受到一定的保护和优惠。

《药价管理办法（征求意见稿）》中提到需要核定企业的生产成本，但是由于企业和产品众多，在实际操作过程中会出现困难，可能还是需要参考企业提供的生产成本。同时双鹭药业对于经销商也有较强的议价能力，有信心维持公司产品的毛利率。

药价过高的根源是以药养医的体制，并不是医药企业拿多了，如果一味的打压企业的利润空间，将会使企业的生存环境恶化，部分利润空间低的产品还有可能被企业抛弃而停产，国家应该保障企业的合理利润，使企业有动力和空间去开发新药，这样才能促进整个行业的良性循环。

第五，给予“谨慎推荐”投资评级

双鹭药业主打产品贝科能在经过 2009 年的调整后，今年新进入广东，江苏地方医保，进入北京医保的可能性非常大，其销售在下半年医保政策落实以后，有望放量，预计在今明两年会再次呈现出高增长的态势。此外，胸腺五肽，三氧化二砷，阿德福韦酯等产品已经形成良好的产品梯队，销售增长良好。

但《药价管理办法》细则尚未出台，对于公司具体的影响还存在未知因素。短期来看，公司仍然是以贝科能为主导，还存在盈利点单一的风险。

综上所述，我们认为公司业绩下半年增速将好于上半年，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.26 元，1.63 元和 2.07 元，给予“谨慎推荐”投资评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	390	488	631	793	货币资金	418	621	862	1181
营业成本	67	80	104	131	交易性金融资产	22	22	22	22
毛利	323	408	527	662	应收账款	121	152	196	246
% 营业收入	82.8%	83.6%	83.6%	83.5%	存货	24	29	38	48
营业税金及附加	5	6	8	10	预付账款	119	112	125	146
% 营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	其他流动资产	54	52	63	73
销售费用	14	16	22	25	流动资产合计	759	988	1307	1718
% 营业收入	3.7%	3.3%	3.5%	3.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	64	59	69	79	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	16.4%	12.0%	11.0%	10.0%	长期股权投资	72	119	148	177
财务费用	-7	-9	-13	-17	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-1.7%	-1.8%	-2.0%	-2.2%	固定资产合计	102	107	118	135
资产减值损失	6	2	3	3	无形资产	34	33	31	29
公允价值变动收益	11	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	11	10	10	10	递延所得税资产	4	0	0	0
营业利润	263	344	448	572	其他非流动资产	49	49	49	49
% 营业收入	67.4%	70.5%	71.0%	72.1%	资产总计	1020	1295	1654	2108
营业外收支	10	10	10	10	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	273	354	458	582	应付款项	12	14	18	23
% 营业收入	70.0%	72.6%	72.6%	73.4%	预收账款	1	0	1	1
所得税费用	29	38	49	62	应付职工薪酬	2	2	3	4
净利润	244	316	409	519	应交税费	14	18	23	29
归属于母公司所有者					其他流动负债	5	5	6	7
的净利润	244.1	316.4	408.9	519.4	流动负债合计	32	39	50	64
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.97	1.26	1.63	2.07	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	1	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	4	4	4	4
经营活动现金流净额	174	292	332	427	负债合计	37	43	54	67
取得投资收益	2	0	0	0	归属于母公司	966	1234	1582	2024
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	-36	-20	-20	少数股东权益	18	18	18	18
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	983	1252	1600	2041
固定资产投资	-30	-15	-21	-28	负债及股东权益	1020	1295	1654	2108
其他	-106	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-136	-51	-41	-48		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.971	1.258	1.626	2.066
股权融资	9	0	0	0	BVPS	3.84	4.91	6.29	8.05
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0	PE	38.60	29.78	23.04	18.14
筹资成本	50	-39	-49	-61	PEG	1.35	1.04	0.81	0.63
其他	-99	0	0	0	PB	9.76	7.63	5.96	4.66
筹资活动现金流净额	-41	-39	-49	-61	EV/EBITDA	33.54	25.38	19.14	14.53
现金净流量	-3	203	242	319	ROE	25.3%	25.6%	25.8%	25.7%

分析师介绍

叶颂涛，中南财经大学计统系毕业，先后供职人民银行武汉市分行、华夏证券武汉分公司、长江证券研究部，目前从事医药行业研究。

邹朋，武汉大学生命科学学院硕士毕业，一年半医药相关行业经验，目前从事生物医药行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。