

方正证券研究所

医药行业高级研究员：刘亚明

证书编号：S1220511010002

联系人：蒯学章 李 宇

TEL: (8610) 68584823

E-mail: kuaixuezhang@foundersc.com

TEL: (8610) 68584859

E-mail: liyu0@foundersc.com

生物制药行业相对指数表现



公司股价市场表现



双鹭药业(002038) 年报点评

公司研究
评级：增持
2011.02.28

医药行业

投资要点

※公布 2010 年年报，业绩小幅上升，基本符合预期

2010 年实现营收 4.58 亿，归母公司净利 2.73 亿元，同比分别同比增 17.39% 与 11.72%；每股收益 1.08 元。2010 年稳定增长，基本符合预期。综合毛利率下降 6.14 个百分点至 76.69%，我们认为主要原因是贝科能等高毛利品种销售占比下降造成。

※主打产品第二春——有望复制从前高增长故事

我们认为，重磅品种复合辅酶 2010 年新进入 10 省市的医保目录，2011 年将是该药放量之年。2005 年该药新进 14 省市医保后迅速放量，2006 至 2008 年销量 CAGR40%，如今复合辅酶新进江苏，福建，广东等经济大省与河南等人口大省医保，在大基数下重现高增长可期。

※二线产品有望放量，产品梯队丰富，确保公司长远发展

公司二线产品众多，包括立生素、迈格尔、欣吉尔、欧宁、三氧化二砷等。其中三氧化二砷出现放量增长。公司储备产品众多，阿德福韦酯、替莫唑胺、扶济复凝等产品未来均具备增长潜力。同时预计公司将重点布局单克隆抗体领域，进一步完善产品线。

※积极参股技术型企业，充当产业转化平台，弥补自身研发的不足

公司利用专业优势，先后参股北京瑞康、辽宁迈迪、南京卡文迪许、长风医药，提前布局医药领域具有研发优势的企业，加快其产品产业化进程，分享未来收益，同时使公司整体上不断推出创新产品。

※盈利预测与估值

预计公司 2011 至 2012 年 EPS 分别为 1.64 元与 2.26 元，公司 2 月 28 日收盘股价 54.99 元，对应 PE 分别为 33.45 倍与 24.29 倍，公司基本面良好，2011 年业绩驱动因素释放，给予“增持”评级。

项目(百万元/元/%)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	390.02	457.84	710.88	991.57
YOY(%)	54.8%	17.39%	55.27%	39.5%
归母公司净利润	244.10	272.71	415.93	572.77
YOY(%)	12.0%	11.72%	58.2%	37.7%
综合毛利率(%)	82.83%	76.69%	82.00%	82.00%
摊薄后 EPS(元)	0.96	1.08	1.64	2.26
PE(x)	56.99	52.90	33.45	24.29
PB(x)	14.15	11.72	8.73	6.44

数据来源：方正证券研究所

※风险因素：依赖单一产品；新进医保市场不确定性风险；药品降价的风险；

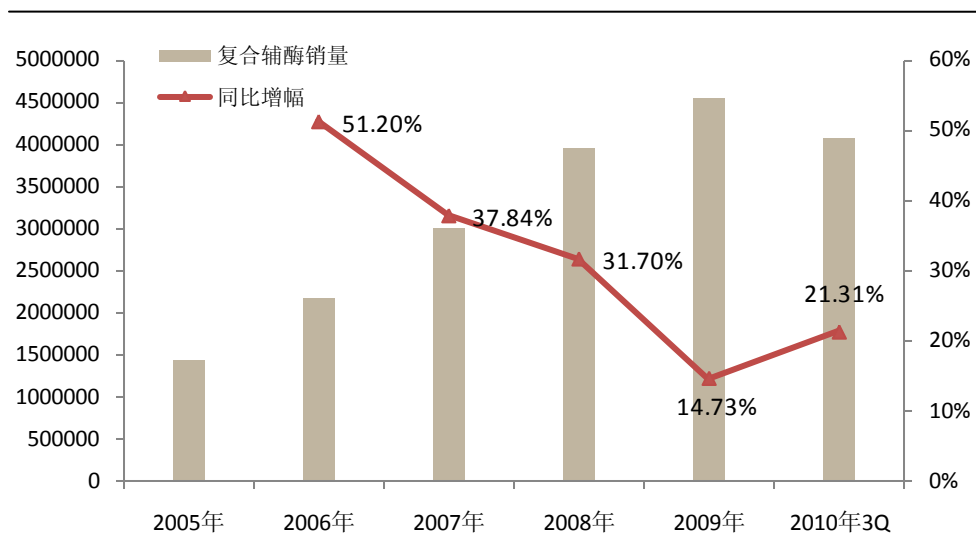
一、复合辅酶有望重新获得高增长

我们认为，公司重磅品种复合辅酶 2010 年新进入 10 个省市的医保目录，2011 年将是该药新一轮放量之年。

从历史经验看，2005 年复合辅酶进入湖南，河北，山西，辽宁等 14 省市医保乙类目录，2006 年即开始迅速放量，按照全国 22 样本城市医院统计数据显示，2006 年复合辅酶采购数量同比增长 51.24%，2006 至 2008 年销量 CAGR 达到 40%。

从公司披露的复合辅酶销售数据也可以看出，2005 年刚进入医保目录时该药销售 4,755 万元，两年后的 2007 年，该药销售金额便已达到 9932.5 万元，成为了销售接近亿元的重磅品种。复合辅酶 2005 年进入医保，2006 至 2008 维持了 3 年的高增长，公司业绩也随之大放异彩：2008 年，公司实现收入 3.58 亿，营业利润 2.29 亿，净利润 2.18 亿，分别是 2005 年的 3 倍，6 倍与 6.45 倍。

图表 1 22 样本城市复合辅酶销量与增速



数据来源：PDB 方正证券研究所

2009 年复合辅酶的销售增速大幅下滑，22 样本城市医院采购该药数量同比增幅大幅回落至 14.79%。而由于公司的业绩对重磅品种的依赖性很强，2009 年公司收入与利润的同比增幅均出现了下降：收入与净利润同比增幅仅为 8.9%与 11.6%。

如今复合辅酶新进入江苏，福建，广东等经济大省与河南等人口大省，在大基数下重现高增长可期，实际上 2010 年开始复合辅酶终端的销售已经开始反弹：2010 年前三季度销量同比增幅达到了 21.31%。

图表 1 两次医保进入地方比较

医保名称	进入省份	类别
2005 年版地方医保	湖北、海南、重庆、江西、湖南、西藏、内蒙、山西等 14 省市地方医保	乙类
2010 年版地方医保 (新进入)	江苏、福建、广东、广西、安徽、河南、黑龙江等 10 省市地方医保	乙类

数据来源：方正证券研究所

二、二线产品放量品种开始产生

公司二线产品众多，包括立生素、迈格尔、欣吉尔、欧宁、三氧化二砷等。其中三氧化二砷出现放量增长，22 样本城市医院销售大幅增长，2010 年前三季销售额接近 6000 万元，而 2009 年全年只有 1000 万元。

在未来政府支持力度增大(即加大医疗保障计划对白血病救治的补偿比例)，会提高该病治疗率提高，作为治疗治疗急性早幼粒细胞性白血病的特效药，该产品未来前景值得期待。

三、储备产品继续推进

公司储备产品众多。2010 年公司的阿德福韦酯片获新药证书和生产批件，醋酸奥曲肽及注射液获生产批件，替莫唑胺及胶囊顺利通过生产现场检查，扶济复凝胶剂通过注册审核即将进入生产阶段；

公司研发项目注射用盐酸吉西他滨、盐酸氨基葡萄糖片、依诺肝素钠及注射液目前已申报生产；处于临床研究阶段的 PEG-GCSF、注射用重组人甲状旁腺激素、注射用重组假丝酵母尿酸氧化酶、注射用重组人生长激素、氯法拉宾注射液、还原型谷胱甘肽、泰思胶囊、月馨软胶囊及滴丸等品种目前进展顺利，或将陆续进入申报生产阶段；

另外，公司的来那度胺及胶囊、SL801 凝胶剂目前已申报临床研究、SL818 即将被批准 II 期临床研究。此外公司还储备了众多具有国际先进水平或国内领先的品种，如 SL105 抗体、SL103 抗体、新型 CHO 乙肝疫苗、宫颈癌疫苗等。

四、积极参股技术型企业，弥补自身研发的不足

在规模有限的情况下，为尽可能规避研发风险，公司积极参股技术型企业，此种策略对于弥补其自身研发的不足具有重要意义，

公司即是通过借助外部技术进入抗体药物和肿瘤疫苗等生物制药的前沿领域。

公司利用专业优势，先后参股北京瑞康、辽宁迈迪、南京卡文迪许、长风医药，提前布局医药领域具有研发优势的企业，加快其产品产业化进程，分享未来收益，同时使公司整体上不断推出创新产品。

五、敏感性分析、盈利预测与估值

公司产品虽然众多，但目前仍然靠惟一的重磅品种复合辅酶作为主要利润来源，如前所述公司该产品新进入多省医保，销售放量可以确定，但放量规模难以精确预计，故我们进行了敏感性分析，结果如下：

图表 3 公司业绩敏感性分析

贝科能同比增速		EPS			业绩增速		
2011 年	2012 年	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
50%	40%	1.08	1.55	2.04	10.1%	43%	31.7%
60%	45%	1.08	1.60	2.16	10.1%	48%	34.6%
70%	50%	1.08	1.65	2.28	10.1%	53%	37.7%
80%	50%	1.08	1.71	2.36	10.1%	58%	38.1%
90%	50%	1.08	1.76	2.44	10.1%	63%	38.4%
100%	50%	1.08	1.81	2.52	10.1%	68%	38.8%

数据来源：方正证券研究所

按照中性预测，我们预计公司 2011 至 2012 年 EPS 分别为 1.64 元与 2.26 元，公司 2 月 28 日收盘股价 54.99 元，对应 PE 分别为 33.45 倍与 24.29 倍，公司基本面良好，2011 年业绩驱动因素释放，给予“增持”评级。

六、风险因素

- 1，产品虽众多，但目前仍对单一产品依赖较大
- 2，新进入医保省份市场扩展不确定性风险
- 3，药品降价的风险

图表 42 公司财务报表预测与重要指标

利润表:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	现金流量表:百万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业总收入	390	458	711	992	净利润	244	263	416	573
营业成本	67	107	128	178	资产减值损失	6	3	3	3
营业税金及附加	5	6	9	12	折旧与摊销	12	20	24	26
销售费用	14	19	26	37	财务费用	(7)	(7)	(7)	(7)
管理费用	64	69	110	154	存货变动	(16)	19	(27)	(13)
财务费用	(7)	(7)	(7)	(7)	经营性应收变动	(64)	(141)	110	(92)
资产减值损失	6	1	3	3	经营性应付变动	14	15	(3)	5
营业利润	263	282	452	625	经营活动现金流	174	152	496	474
利润总额	273	320	458	631	投资活动现金流	(136)	(83)	(40)	(26)
减:所得税	29	43	42	58	筹资活动现金流	(41)	(50)	(50)	(50)
净利润	244	276	416	573	现金净变动额	(3)	18	406	398
少数股东损益	(0)	4	0	0	期初货币资金	421	418	437	843
归母公司净利润	244	273	416	573	期末货币资金	418	437	843	1241
资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	主要财务比率	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	418	446	843	1241	成长能力(YOY)				
应收账款	116	139	190	271	营业收入	8.94%	17.39%	46.8%	39.5%
预付款项	119	59	79	90	营业利润	14.79%	7.12%	59.21%	38.29%
存货	24	30	33	46	归属母公司净利润	12.04%	11.72%	58.2%	37.7%
其他	82	92	27	27	盈利能力				
流动资产合计	759	765	1170	1674	销售毛利率	82.83%	76.69%	82.00%	82.00%
长期股权投资	72	134	159	187	销售净利率	62.50%	60.37%	58.51%	57.76%
固定资产	99	181	220	246	ROE	24.80%	22.82%	26.11%	26.51%
无形资产	34	37	37	37	ROIC	24.11%	22.22%	25.67%	26.19%
其他	56	132	49	64	偿债能力				
非流动资产合计	261	483	465	534	资产负债率	3.60%	2.98%	2.58%	2.14%
资产总计	1020	1249	1635	2208	流动比率	23.56	20.56	27.71	35.45
短期借款	0	0	0	0	速动比率	20.25	17.29	26.31	33.90
应付账款	12	8	12	14	营运能力				
预收账款	1	2	2	2	资产周转率	0.38	0.37	0.43	0.45
其他	20	27	28	31	存货周转率	2.75	3.62	3.91	3.89
流动负债合计	32	37	42	47	应收账款周转率	3.38	3.30	3.75	3.67
长期借款	0	0	0	0	每股指标				
其他	5	0	0	0	每股收益	0.97	1.08	1.64	2.26
非流动负债合计	5	0	0	0	每股经营现金流	0.69	0.94	1.96	1.87
负债合计	37	37	42	47	每股净资产	3.91	4.79	6.30	8.54
股本	251	253	253	253	每股股利	0.2	0.25	0.25	0.25
资本公积	38	39	38	38	估值指标				
留存收益及其他	694	919	1302	1869	PE	56.99	52.90	33.45	24.29
所有者权益合计	983	1211	1593	2160	PB	14.15	11.72	8.73	6.44
负债和权益合计	1020	1249	1635	2208	EV/EBITDA	49.60	42.63	29.10	21.27

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com