

双鹭药业 (002038)

11 年走出业绩平台期

易镜明
021-38676779
yijingming@gtjas.com
S0880511010019

本报告导读:

预计一季报业绩增长良好, 市场有望给予积极的反应。11、12 年走出平台期, 贝科能的地方医保逐步展开, 二线品种受益于全国医保全面实行及补助的大幅提升。

投资要点:

- **11、12 业绩预期良好:** 预计未来 3 年成长都会不错, 贝科能和几个二线产品有望 2、3 年翻倍, 利润增速应该快于收入。11Q1、中报有比较好的业绩预期, 毛利率有望止跌回升。对于一季报市场预计会有积极的反应。
- **贝科能:** 预计 11 年收入 30-50% 增长, 主要受益于新进入的地方医保即将执行。同时 10 年毛利率降低, 4 个季度毛利逐步、大幅下调, 11 年有望止跌回升。价格方面存在下调可能, 但鉴于目前的毛利率水平有较大提升潜力, 即使降价盈利情况也不会进一步受影响。
- **二线产品:** 公司认为现有的几个二线产品中有望产生新的重磅产品。我们认为 9 个国家医保产品这一轮应该是成长推动力, 包括立生素、欣吉尔、欣瑞金、欣尔金和三氧化二砷等。此外, 胸腺五肽也有省目录拓展, 新进了 7 个省的医保目录。
- **股票期权问题:** 去年 10 月 14 日第五次行权, 解禁日今年 4 月 14 日, 这一期行权的个税压力消除。最后 80 万股我们估计暂时不会行权, 主要是中层员工支付能力问题和股东股权结构问题, 需要与国资、证券监管部门沟通。
- **投资建议:** 我们预计 11、12 年 EPS 1.51、2.03 元, 同比增长 40%、34%。目前预测市盈率 32.5 倍, 估值趋于合理。一季报业绩预计良好, 有望形成市场的积极反应, 维持“增持”评级, 3 个月目标价 61 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	390	458	635	841	1,056
(+/-)%	8.9%	17.4%	38.7%	32.5%	25.5%
经营利润 (EBIT)	256	274	393	537	681
(+/-)%	14.2%	7.1%	43.3%	36.5%	26.8%
净利润	244	273	383	513	647
(+/-)%	12.0%	11.7%	40.3%	34.1%	26.1%
每股净收益 (元)	0.96	1.08	1.51	2.03	2.56
每股股利 (元)	0.20	0.25	0.30	0.38	0.51

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	65.7%	59.9%	61.9%	63.8%	64.5%
净资产收益率 (%)	25.3%	22.9%	25.4%	26.4%	25.9%
投入资本回报率 (%)	58.6%	55.6%	46.2%	50.9%	53.8%
EV/EBITDA	43.9	40.9	28.8	21.3	16.8
市盈率	51.0	45.6	32.5	24.3	19.2
股息率 (%)	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%	1.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 61.00

上次预测: 61.00

当前价格: 49.21

2011.04.06

交易数据

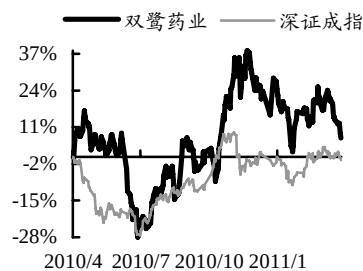
52 周内股价区间 (元)	31.03-65.50
总市值 (百万元)	12,449
总股本/流通 A 股 (百万股)	253/207
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	82%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	97

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,191
每股净资产	4.71
市净率	10.5
净负债率	0%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.22	0.31
Q2	0.31	0.38
Q3	0.24	0.40
Q4	0.31	0.42
全年	1.08	1.51

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-15%	-17%	7%
相对指数	-13%	-19%	8%

相关报告

《双鹭药业公司 2011-03-30 调研提纲》	2011.03.25
《新品储备驱动增长》	2011.03.01
《短期难有表现, 蓄势以待来年》	2010.10.13
《增速趋稳》	2009.07.29
《一季报数据符合预期》	2009.04.20

模型更新时间: 2011.04.05

股票研究

信息科技
计算机

双鹭药业 (002038)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 61.00

上次预测: 61.00

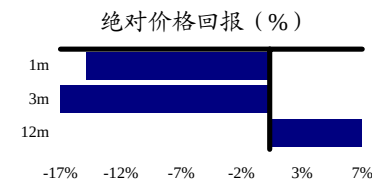
当前价格: 49.21

公司网址

www.slpharm.com.cn

公司简介

公司主要从事基因工程药物的研究开发、生产和经营, 研究开发并投放市场具有自主知识产权的 2 个国家一类新药和 8 个国家二类新药。同时, 尚有近 20 个独立承担的国家一、二类新药正处于实验室到临床试验等不同研究开发或申报生产阶段, 未来两年, 公司将有数十个新产品陆续投放市场。一些研究开发项目, 曾多次获得北京市及国家科技进步一、二等奖, 是 4 项国家"863"计划成果的产业化基地。



52 周价格范围 31.03-65.50
市值 (百万) 12,449

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业收入

营业成本

税金及附加

营业费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

长期负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

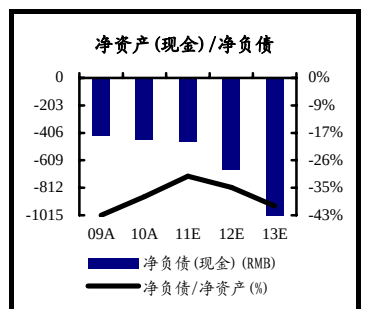
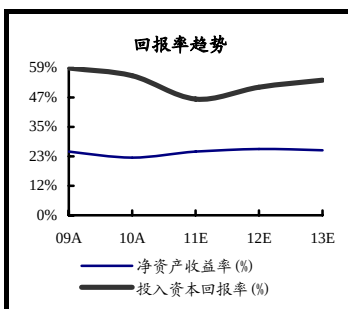
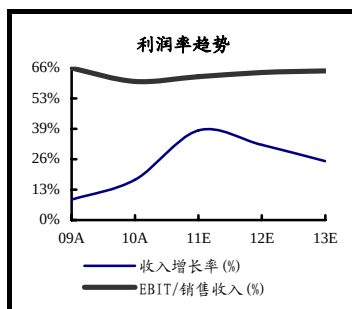
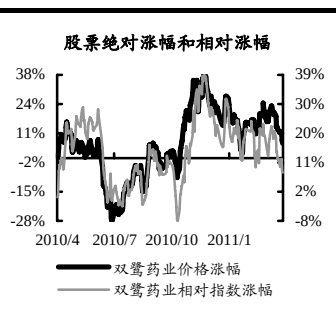
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	390	458	635	841	1,056
营业成本	67	107	131	160	191
税金及附加	5	6	8	10	13
营业费用	14	19	24	34	42
管理费用	64	69	92	118	148
EBIT	256	274	393	537	681
公允价值变动收益	11	-9	0	0	0
投资收益	11	26	13	17	18
财务费用	-7	-7	-10	-13	-19
营业利润	263	282	403	550	700
所得税	29	43	47	63	80
少数股东损益	0	4	-1	-2	-2
净利润	244	273	383	513	647
货币资金、交易性金融资产	440	457	468	672	1,009
其他流动资产	319	308	686	889	1,102
长期投资	72	134	212	240	240
固定资产合计	99	181	189	196	202
无形及其他资产	34	37	38	39	40
资产合计	1,020	1,249	1,599	2,044	2,601
流动负债	32	37	71	80	89
长期负债	5	0	0	0	0
股东权益	983	1,211	1,528	1,964	2,512
投入资本(IC)	437	493	851	1,055	1,265
NOPLAT	229	237	350	478	606
折旧与摊销	12	14	16	18	20
流动资金增量	106	(43)	370	195	203
资本支出	(1)	80	25	25	25
自由现金流	346	289	761	715	854
经营现金流	119	313	0	305	425
投资现金流	(85)	(244)	76	(38)	(9)
融资现金流	(32)	(40)	(54)	(63)	(78)
现金流净增加额	2	30	22	204	337
收入增长率	8.9%	17.4%	38.7%	32.5%	25.5%
EBIT 增长率	14.2%	7.1%	43.3%	36.5%	26.8%
净利润增长率	12.0%	11.7%	40.3%	34.1%	26.1%
利润率					
毛利率	82.8%	76.7%	79.4%	81.0%	82.0%
EBIT 率	65.7%	59.9%	61.9%	63.8%	64.5%
净利润率	62.6%	59.6%	60.3%	61.0%	61.3%
净资产收益率(ROE)	25.3%	22.9%	25.4%	26.4%	25.9%
总资产收益率(ROA)	23.9%	21.8%	23.9%	25.1%	24.9%
投入资本回报率(ROIC)	58.6%	55.6%	46.2%	50.9%	53.8%
存货周转天数	89	91	77	65	66
应收账款周转天数	91	106	185	253	259
总资产周转天数	835	892	807	779	792
净利润现金含量	0.49	1.13	0.00	0.60	0.66
资本支出/收入	-0.38%	17.57%	3.94%	2.97%	2.37%
资产负债率	3.6%	3.0%	4.4%	3.9%	3.4%
净负债率	-43.3%	-37.4%	-31.0%	-34.5%	-40.4%
PE	51.0	45.6	32.5	24.3	19.2
PB	12.9	10.5	8.3	6.4	5.0
EV/EBITDA	43.9	40.9	28.8	21.3	16.8
P/S	31.72	27.19	19.61	14.80	11.79
股息率	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%	1.0%



业绩整体情况

经营层面上看公司未来3年成长都会不错，贝科能和几个二线产品有望2、3年翻倍，利润增速应该快于收入。11Q1、中报有比较好的业绩预期，毛利率有望止跌回升。

贝科能

- 10年贝科能收入比重40-50%，2亿多。贝科能的11年的业绩情况乐观，预计11年收入30-50%增长，主要受益于新进入的地方医保即将执行。
- 10年毛利率降低，4个季度毛利逐步、大幅下调，11年有望止跌回升。
- 医保方面，目前进了23个省医保，其中10个省新进，包括北京、江苏、广东等重点地区。今年7月地方医保目录支付开始执行，目前医院开始进货，一季度北京地区的销售有望倍增。量的全面增长可能要等支付报销开始后，11年销售预计呈逐季向好的趋势。
- 价格方面存在下调可能，但鉴于目前的毛利率水平，即使降价盈利情况也不会进一步受影响。

二线产品

- 二线品种总体表现不会有爆发式增长，主要由于近两年招标竞争激烈，公司不得不在价和量之间做出权衡的妥协。
- 公司认为现有的几个二线产品中有望产生新的重磅产品。我们认为9个国家医保产品这一轮应该是成长推动力，包括立生素、欣吉尔、欣瑞金、欣尔金和三氧化二砷等。此外，胸腺五肽也有省目录拓展，新进了7个省的医保目录。
- 三氧化二砷：临床应用在接受的过程中，适应症逐步扩宽，未来有望发展为重磅产品。美国批了7、8个适应症，国内可能严一些，有望能批3个，目前主要用于急早幼粒细胞白血病。
- 替莫唑胺做了大临床研究，效果很好，也是值得看好的二线产品。
- 依诺肝素钠：依诺肝素钠的评审10年11月放开，继续申请应该需要再补充资料。公司目前没有接到通知，能否闯关成功、何时成行还不明朗。

表：胸腺五肽进入省医保情况

剂型	地区	报销限制	新进与否
注射剂	北京市	恶性肿瘤及乙型肝炎患者，患者自负10%；2.其他疾病患者，患者自负50%。限二级以上医院。	新进
注射剂	福建省	限重症乙肝患者的住院治疗	新进
注射剂	广东省		
注射剂	广西		新进
注射剂	海南省		
注射剂	河北省	限恶性肿瘤、免疫力低下或重症病人感染、艾滋病	
注射剂	河南省	限工伤保险	新进
注射剂	吉林省		新进
注射剂	辽宁省		
注射剂	山东省		新进

注射剂	山西省		
注射剂	四川省	限恶性肿瘤患者辅助治疗	
注射剂	西藏	限恶性肿瘤放疗、化疗后感染；艾滋病	
注射剂	云南省		新进
注射剂	重庆市		

数据来源：国泰君安证券研究

营销规划

- 销售团队建设方面：公司在编的销售人员约 20 人，但黏性强、接受公司培训、管理的销售人员 1000 人，我们认为编制是否内部化对销售力量影响不大，渠道黏性还是看产品和公司的政策。
- 目前而言，公司表示有 7、8 个省份的代理商与合作密切，其收入全部或八成是来自代理双鹭的产品，这种合作程度和自有销售公司无异。如果需要内部化也不存在障碍。
- 贝科能未来 2-3 年继续由海南康永做总代，暂时没有改变营销策略的规划。

生产基地

- 目前公司使用的八大处饱和；昌平基地仅 36 亩，体量小，预计很快达到饱和；
- 新乡基地估计 11 年能拿到 GMP，主要负责：
 - 原料药—供应北京双鹭的生产，是新乡基地的主要职能；
 - 基药制剂，支持公司的医疗服务业务、及自有医院；
 - 为以后制剂出口的原料采购做准备，会做 FDA 认证；
- 大兴基地：单抗等生物药基地，规划以完成，等待拍地，整体投入预计 5 亿，后期可能启动增发（要有应该也在 12 年以后）。

股票期权问题

- 去年 10 月 14 日第五次行权，解禁日今年 4 月 14 日，这一期行权的个税压力消除。
- 最后 80 万股我们估计暂时不会行权，主要是中层员工支付能力问题和股东股权结构问题，需要与国资、证券监管部门交涉。

投资建议

我们预计 11、12 年 EPS 1.51、2.03 元，同比增长 40%、34%。目前预测市盈率 32.5 倍，估值趋于合理。一季报业绩预计良好，有望形成市场的积极反应，维持“增持”评级，3 个月目标价 61 元。

作者简介:**易镜明:**

S0880511010019

021-38676779

yijingming@gtjas.com

医学博士，2006 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究。

张一甫（贡献作者）:

S0880110090086

021-38674755

zhangyifu008741@gtjas.com

医药行业研究助理，复旦大学硕士，2010 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究，负责中药、生物药等子行业。

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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墙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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		