

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)

产品将逐季放量

投资要点

●贝科能出现明显放量。公司一季度实现营业收入、净利润分别为1.27亿元、7516万元，同比分别增长41.62%、33.82%。其中，主导产品贝科能放量明显，同比增长60-70%。贝科能产品经历了2005-2008年的高速增长期，得益于进入了2005年版的13个省市的地方医保，2009、2010年产品进入调整期，年销售收入约2亿元左右。2010年开始，该产品又新进了多个省市的医保，包括北京、广东、江苏、吉林、黑龙江、陕西、云南、福建、河南、安徽、广西、新疆等10多个省市的地方医保，有些地方已经开始执行，有些地区如北京地区从2011年7月1日开始执行，新进医保极大的促进了产品在当地的销售，预计随着各地医保的陆续实施，尤其是北京作为最大的市场，下半年开始实施，贝科能的销量将迎来逐季加速增长。

●诸多二线品种迎来高增长。公司拥有良好的产品梯度，二线产品已陆续上量。新进国家医保目录产品阿德福韦酯10年销售收入1500万元，一季度翻倍增长、进入地方医保品种胸腺五肽10年收入3900万元，一季度增长60-70%。销售额在3000-4000万元的立生素、欣吉尔保持平稳。我们预计经过此次医保目录的调整，公司有43个品种进入09版医保目录，今、明两年会出现一批上5000万-1亿元的品种。

医药生物

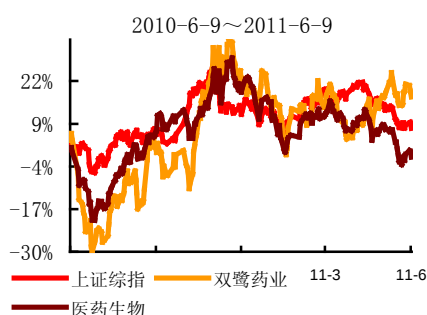
投资评级

本次评级：	买入
跟踪评级：	维持
目标价格：	44.8

市场数据

市价(元)	36.67
上市的流通A股(亿股)	3.13
总股本(亿股)	3.81
52周股价最高最低(元)	31.03-65.5
上证指数/深证成指	2703.34/11513.20
2010年股息率	0.50%

52周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	457.84	711	995	1294
增长率(%)	17.38	55	40	30
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	272.71	427.55	600.01	781.72
增长率(%)	11.72	57	40	30
毛利率(%)	76.68	77	77	77
净资产收益率(%)	22.90	26	27	26
EPS(元)	1.08	1.12	1.58	2.05
P/E(倍)	51.19	32.65	23.27	17.86
P/B(倍)	11.72	8.63	6.29	4.65

来源：公司年报、民族证券

- 1.
2. **●产品储备丰富。**公司一直以来非常注重对研发的投入和新项目的开发。2010 年阿德福韦酯片获新药证书和生产批件，醋酸奥曲肽（治疗骨质疏松）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。同时，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、氯法拉滨注射液、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，将陆续进入申报生产阶段；来那度胺及胶囊（白血病治疗）、SL801 凝胶剂（治疗男性不育）目前已申报临床研究，在圆满完成 I 期临床研究并经过审评后，SL818 即将被批准 II 期临床研究。
- 3.
4. **●加快生产基地建设。**公司不断加强八大处生产基地（固体制剂、4 个基因工程药、抗肿瘤药）、昌平生产基地（冻干粉针、大容量、小容量、外用药）、新乡原料药及基本药物基地的建设。昌平生产基地的滴丸剂、软胶囊剂顺利通过 GMP 认证，新乡原料药基地目前已基本完成设备的安装调试，拟进入生产许可证申报和 GMP 认证阶段。同时公司已启动引进具有国际领先水平的全自动注射剂及冻干生产线设备，并同时引进美国先进的生产质量管理体系及理念，使公司生产系统及质量管理水平达到美国 FDA 药品注册及认证的要求，为公司原料和制剂注册认证和出口欧美市场打下基础。
- 5.
6. **●外延式发展有序推进。**公司围绕上、下游业务链不断拓宽业务范围，参股江阴长风，增强了公司在呼吸系统新剂型药物研发领域的实力；增持北京普仁鸿 15.80% 股权，加强与终端医药商业企业的合作的战略部署。2010 年公司控股子公司辽宁迈迪下半年实现盈利，参股公司普仁鸿和星昊医药盈利能力均有较大幅度提升，卡文迪许公司在产品立项、申报和知识产权管理上均取得可喜的业绩。
- 7.
8. **●上调评级至“买入”。**预计公司 2011、2012、2013 年实现营业收入 7.11 亿元、9.95 亿元、12.94 亿元，同比增长 55%、40%、30%，净利润 4.28 亿元、6.00 亿元、7.82 亿元，同比增长 57%、40%、30%，每股收益 1.12 元、1.58 元、2.05 元，对应动态市盈率 32.65 倍、23.27 倍、17.86 倍。给予公司 2011 年 40 倍 PE 估值，合理估值 44.8 元。

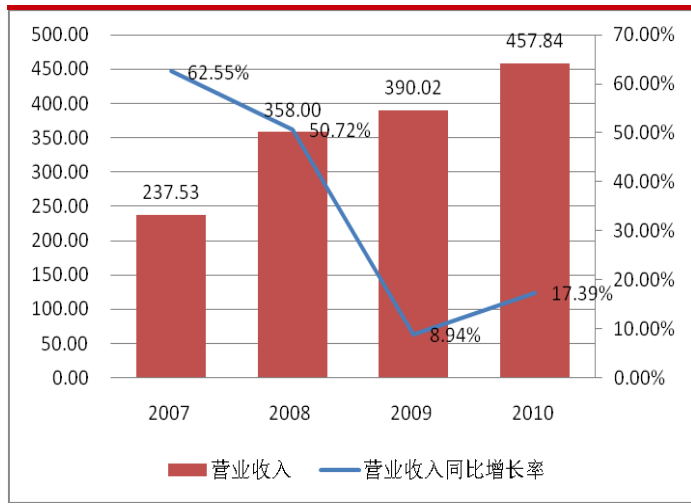
表 1：公司收入和毛利预测

单位：万元	2010	2011E	2012E	2013E
贝科能	20000	35000	49000	63700

增长率 (%)	0.00%	75.00%	40.00%	30.00%
其他产品	25784	36098	50537	65698
增长率 (%)	35.69%	40.00%	40.00%	30.00%
总收入	45784	71098	99537	129398
增长率 (%)	17.39%	55.29%	40.00%	30.00%
营业成本率	23.31%	23.00%	23.00%	23.00%
毛利率 (%)	76.69%	77.00%	77.00%	77.00%

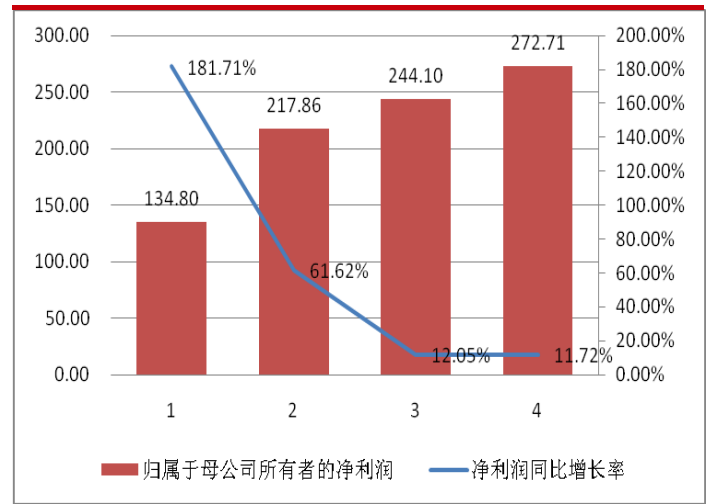
资料来源：民族证券

图 1：公司近年营业收入



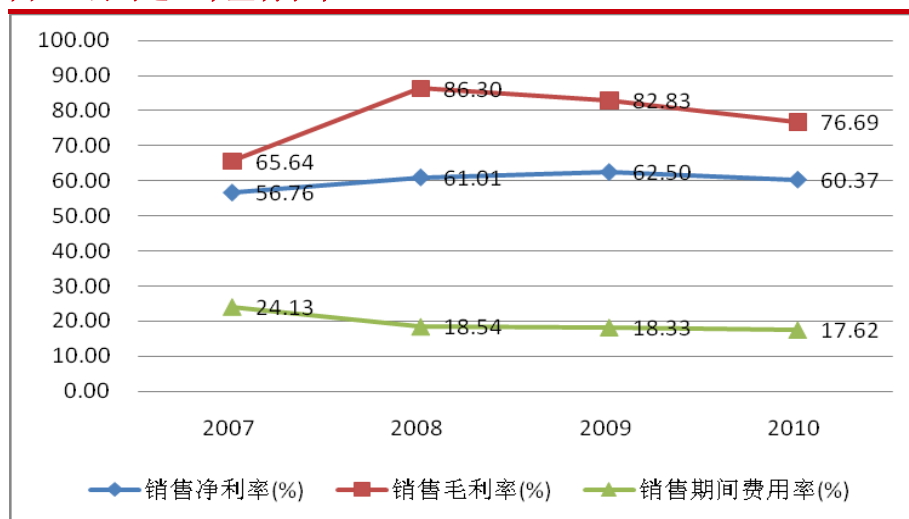
资料来源：公司资料，民族证券

图 2：公司近年净利润



资料来源：公司资料，民族证券

图 3：公司近三年盈利水平



数据来源：公司资料 民族证券

图 5：公司子公司或参股公司情况

公司名称	持股比例	是否列入合并报表	2010 年净利润	2009 年净利润	同比变动比例%	对合并净利润的影响比例%
北京双鹭立生医药科技有限公司	100%	是	55,145,701.57	73,390,051.64	-24.86	20.22
成都融路信通科技有限公司	51%	否	-	-580,770.02	-	-
辽宁迈迪生物科技有限公司	51%	是	4,414,645.28	-146,953.73	3104.11	0.83
新乡双鹭生物技术有限公司	70%	是	5,027,272.53	-	-	1.29
南京卡文迪许	40%	否	1,218,069.21	230,650.96	428.10	0.18
生物工程技术有限公司						
北京星昊医药股份有限公司	12%	否	39,687,646.52	25,681,642.06	54.54	-
北京普仁鸿医药销售有限公司	33%	否	43,934,641.54	34,307,620.42	28.06	4.90
北京瑞康医药技术有限公司	25%	否	-598,142.79	-109,673.87	-445.38	-0.05
江阴长风医药科技有限公司	20%	否	-1,468,352.64	-	-	-
北京亿事达都尼制冷设备有限公司	40%	否	-	-	-	-

数据来源：公司资料 民族证券

附录：财务预测表

资产负债表

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	712	1353	1911	2650	营业收入	458	711	995	1294
现金及等价物	457	855	1214	1744	营业成本	107	164	229	298
应收帐款	140	212	297	386	营业税金及附加	6	9	12	16
存货	30	60	83	108	销售费用	19	21	25	26
其它流动资产	85	226	316	411	管理费用	69	75	85	97
非流动资产	453	378	464	555	财务费用	-7	-8	-8	-8
长期股权投资	134	72	72	72	资产减值损失	1	0	0	0
固定资产及其他	185	249	319	388	公允价值变动净	-9	10	10	10
投资性房地产	0	0	0	0	投资净收益	26	20	20	20
无形资产	37	53	70	91	营业利润	282	481	683	896
其它非流动资产	97	4	4	4	营业外收入	38	20	20	20
资产总计	1249	1734	2378	3208	营业外支出	0	0	0	0
流动负债	37	79	110	143	利润总额	320	501	703	916
短期借款	0	0	0	0	所得税	43	68	95	124
应付帐款	8	29	40	52	净利润	276	433	608	792
其它流动负债	29	50	70	91	少数股东损益	4	6	8	11
非流动负债	0	11	16	20	归属于母公司所	273	428	600	782
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	258	443	645	858
其它非流动负债	0	11	16	20	EPS（元）	0.72	1.12	1.58	2.05
负债合计	37	90	126	163	主要财务比率				
少数股东权益	21	26	34	45		2010	2011E	2012E	2013E
归属于母公司所有者权益	1191	1618	2218	3000	成长能力				
负债和股东权益	1249	1734	2378	3208	营业收入	17.4%	55.3%	40.0%	30.0%
					营业利润	7.1%	70.8%	42.0%	31.2%
					归属母公司净利	11.7%	56.8%	40.3%	30.3%
					获利能力				
					毛利率	76.7%	77.0%	77.0%	77.0%
					净利率	59.6%	60.1%	60.3%	60.4%
					ROE	22.9%	26.4%	27.0%	26.1%
					ROIC	17.4%	23.1%	24.6%	24.2%
					偿债能力				
					资产负债率	3.0%	5.2%	5.3%	5.1%
					流动比率	19.1	17.2	17.4	18.5
					速动比率	18.3	16.4	16.6	17.8
					营运能力				
					总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
					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	0.72	1.12	1.58	2.05
					每股经营现金	0.74	0.57	1.13	1.61
					每股净资产	3.13	4.25	5.83	7.88
					估值比率				
					P/E	51.2	32.7	23.3	17.9
					P/B	11.7	8.6	6.3	4.7
					EV/EBITDA	88.3	51.4	35.3	26.5

资料来源：公司报表、民族证券

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