

新老产品齐发力，长期看好双鹭药业

——双鹭药业（002038）调研报告

分析师：闫亚磊 CFA

SAC NO: S1150209100148

2011年6月9日

医药生物

联系人

贾丽杰

010-68784238

giuliajia@hotmail.com

调研情况：

上周我们对双鹭药业进行了调研。

投资要点：

● 公司概况

公司预计今年 1~6 月，归属于上市公司股东的净利润同比增长幅度为 50~80%。公司公告股权激励完成后董事长共持有 8571 万股，占总股本的 22.51%，略高于新乡化纤成为公司第一大股东。由于股权激励全部行权完毕，股价压制因素得以解除，未来公司股价将回归正常轨道。

● 主打产品贝科能依赖医保放量，其他产品快速增长

贝科能进入北京及其他地方医保将带来销量和收入的大幅提升，尤其是北京医保施行之后对于华北地区——这个双鹭药业产品的主要销售地区的提振作用值得关注。另外，一线品种中注射用胸腺五肽、三氧化二砷等均有望在今年继续保持快速增长，关于新进医保的几个品种，建议重点关注阿德福韦酯。

● 新基地加快建设和申报，新产品储备丰富

新基地目前正在申请生产许可证，拿下之后再申请 GMP 认证，公司计划是力争在今年年内完成上述程序，年底前完成大兴生物医药基地的规划设计和前期基础设施建设以及昌平基地的新的先进生产线的安装和调试。盐酸吉西他滨、扶济复凝胶剂、替莫唑胺胶囊、重组人新型复合 α 干扰素和依诺肝素钠水针及粉针等正在申报生产批文。

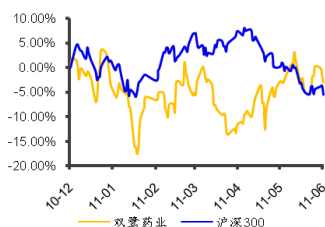
● 风险提示

风险提示：产品降价、新产品推出时间不确定、股东减持等。

● 盈利预测

据 2011 年我们应用除权后新股本计算，2011~2013 年的 EPS 分别为 1.05 元、1.42 元和 1.88 元，对应 6 月 9 日的股价 36.67 元，其动态市盈率分别为 35X、26X 和 20X。考虑到当前股价已经合理，我们认为接下来刺激股价上涨的动力可能更多来自于医保施行、产品获批或是参股公司上市等题材刺激形成的短期交易性机会。

最近半年股价相对走势



相关研究报告

首次

财务摘要 (百万元)	2009A	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入	390	458	744	1,030	1,396
(+/-)%	8.94%	17.39%	62.50%	38.50%	35.50%
经营利润 (EBIT)	240	258	410	569	771
(+/-)%	2.89%	7.37%	59.13%	38.73%	35.50%
净利润	244	273	398	540	715
(+/-)%	12.05%	11.72%	46.08%	35.52%	32.51%
每股收益 (元)	0.97	1.08	1.05	1.42	1.88

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	418	446	1083	1420	1871	营业收入	390	458	744	1030	1396
应收票据	1	1	2	2	3	营业成本	67	107	173	240	325
应收账款	116	139	226	312	423	营业税金及附加	5	6	9	12	17
预付款项	119	59	39	11	-27	销售费用	14	19	31	43	58
其他应收款	5	1	2	2	3	管理费用	64	69	121	166	225
存货	24	30	56	77	104	财务费用	-7	-7	-3	-5	-6
其他流动资产	53	50	50	50	50	资产减值损失	6	1	0	0	0
长期股权投资	72	134	137	139	140	投资收益	11	26	22	23	23
固定资产	99	181	203	207	219	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	3	1	20	34	44	营业利润	263	282	434	596	800
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	10	38	30	32	32
无形资产	34	37	35	32	29	税前利润	273	320	464	629	832
长期待摊费用	0	3	3	2	2	减: 所得税	29	43	61	82	108
资产总计	1020	1249	2004	2485	3116	净利润	244	276	403	547	724
						归属于母公司的净					
短期借款	0	0	0	0	0	利润	244	273	398	540	715
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	4	5	7	9
应付账款	12	8	27	37	45	基本每股收益	0.97	1.08	1.05	1.42	1.88
预收款项	1	2	2	1	0	稀释每股收益	0.97	1.08	1.05	1.42	1.88
应付职工薪酬	2	2	2	2	2	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
应交税费	14	21	300	300	300	成长性					
其他应付款	3	4	4	4	4	营收增长率	8.9%	17.4%	62.5%	38.5%	35.5%
其他流动负债	1	0	-13	-26	-43	EBIT 增长率	2.9%	7.4%	59.1%	38.7%	35.5%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	12.0%	11.7%	46.1%	35.5%	32.5%
负债合计	37	37	306	288	259	盈利性					
股东权益合计	983	1211	1697	2197	2857	销售毛利率	82.8%	76.7%	76.7%	76.7%	76.7%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	62.6%	59.6%	53.5%	52.4%	51.2%
净利润	244	276	403	547	724	ROE	24.8%	22.5%	23.5%	24.6%	25.0%
折旧与摊销	12	14	32	33	36	ROIC	21.78%	18.40%	20.99%	22.52%	23.49%
经营活动现金流	174	238	547	406	542	估值倍数					
投资活动现金流	-136	-164	5	-27	-33	PE	37.8	34.0	35.0	25.9	19.5
融资活动现金流	-41	-46	86	-43	-58	P/S	23.6	20.3	18.8	13.5	10.0
现金净变动	-3	28	637	337	451	P/B	9.38	7.66	8.22	6.35	4.89
期初现金余额	421	418	446	1083	1420	股息收益率	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.5%
期末现金余额	418	446	1083	1420	1871	EV/EBITDA	34.8	32.5	29.2	20.9	15.0

目 录

1.公司信息速递.....	4
1.1 公司概况.....	4
1.2 主要产品及增速情况.....	4
1.3 生产和销售情况.....	6
1.4 研发及新产品储备情况.....	6
1.5 其他产业情况.....	7
1.6 风险提示.....	8
2.盈利预测.....	8

1. 公司信息速递

1.1 公司概况

公司主要从事基因工程药物的研究开发、生产和经营，产品系列主要有肿瘤治疗及肿瘤辅助治疗系列、肝病系列、器官移植及抗病毒系列等。3月份的业绩说明会上，公司董事长、总经理徐明波表示，2011年双鹭药业的产品在北京市场将迎来较大的机会，有望带动公司进入新一轮快速发展阶段。一季度EPS 0.3元，低于市场预期。公司预计今年1~6月，归属于上市公司股东的净利润同比增长幅度为50~80%。业绩变动的原因主要是公司主要产品销售收入和利润增加，公司参股公司收益增加。

5月17日，公司公告股权激励第六期行权结果，董事长徐明波行权123万股，至此行权完成后董事长共持有8571万股，占总股本的22.51%，略高于新乡化纤成为公司第一大股东。公司股票期权授权日为2006年6月13日，历经近5年时间行权完毕。由于本次行权的123万股有不低于51%将卖出作为奖励基金，未来新乡化纤可能重为第一大股东，大股东变更并不会显著影响公司经营。另外，由于股权激励全部行权完毕，股价压制因素得以解除，未来公司股价将回归正常轨道。

1.2 主要产品及增速情况

公司主打产品：贝科能、胸腺五肽、立生素、欣吉尔等。

公司主打产品贝科能已经进入23个省的医保目录（广东、江苏、四川、河北等），去年销售收入2亿多，同比09年增加25%左右，预计今年将增长30~50%，3年内将翻番。去年贝科能销售收入在总收入中的占比约为40%多，公司预计今年比例将与去年类似。另外，据公司介绍贝科能作为心血管用药，由于疗效确切、适应症谱宽，08~10年每年保持20~30%的增长，未来相当长一段时间内都是独家品种，公司预测贝科能未来能做到10个亿，但是什么时候能达到，就不知道了。能够支撑贝科能销售快速增长的一个实质利好即是该产品于2010年10月进入北京医保，并于今年7月份开始施行，在此之前贝科能在北京市场的市场份额在全国市场中所占比例最高，而进入北京医保乙类之后，该产品的销售肯定能够放量，并进一步提振整个华北地区销售。除北京和华北市场外，今年上半年，广东和新疆新医保已开始施行，贝科能在这些市场的销售正在逐渐放量，伴随下半

年各地新医保的陆续施行，贝科能也将释放更多业绩。这也是公司预计今年业绩能够快速增长的一个主要原因。

降价风险：公司产品特别是贝科能确实有降价风险，但是前期公司在各地医保招标谈判都是在公司谈判的范围之内。

关于其他产品：

（1）注射用胸腺五肽：免疫双向调节药，用于慢性乙型肝炎的治疗以及用于自身免疫性疾病、免疫缺陷及肿瘤的辅助治疗。2010 年才真正上量，实现销售收入 4000 多万，在前 10 名的主打产品中排名第 2 名，对利润贡献较大，预计今年将实现 50%以上的增长。

（2）三氧化二砷：白血病用药，有潜力的品种、垄断性品种。2010 年在前 10 名的主打产品中排名第 4~5 名，虽然今年一季度的销售并不理想，但由于该产品受益于儿童急性白血病免费治疗的全面展开，所以公司持续看好该产品，认为这是一个未来能上亿的品种。另外，美国也在不断新增该药的适应症，例如血液病和肝癌等，美国已批了 7-8 个适应症，以后在国内增加适应症也是有可能的。

（3）紫杉醇：目前该产品市场竞争激烈，公司认为在 2011 年招标之后该产品的销售情况会趋好。

（4）盐酸吉西他滨、扶济复凝胶剂、替莫唑胺胶囊、重组人新型复合 α 干扰素和依诺肝素钠水针及粉针等正在申报生产批文。

（5）公司新进医保的品种：氨酚曲马多（OTC 产品、肿瘤镇痛用药）、阿德福韦酯、迈格尔（市场内双鹭第一个上市，目前竞争激烈，双鹭已无优势）和杏灵滴丸等，值得注意的是，虽然上述 4 种药品新进了医保，但是短期内并不会为公司贡献实质业绩，公司表示会长期看好这些药。其中值得重点说明的是阿德福韦酯，作为肝病用药其主要有片剂（全国有约 10 家企业生产）和胶囊剂（有 3 家企业生产）两种剂型，已进入国家医保。公司该产品是 09 年上市，由于没有赶上当年的医药招标，致使 10 年才实现销售收入 2000 多万，公司预计自 2011 年开始该产品将成倍增长，迅速跻身贡献业绩的 10 名主打产品之列，需要提示的风险在于未来国家可能会调控该产品价格。

最终结论：老品种贝科能进入北京及其他地方医保将带来销量和收入的大幅提升，尤其是北京医保施行之后对于华北地区——这个双鹭药业产品的主要销售地区的提振作用值得关注。另外，一线品种中注射用胸腺五肽、三氧化二砷等均有望

在今年继续保持快速增长,关于新进医保的几个品种,建议重点关注阿德福韦酯。

1.3 生产和销售情况

公司生产情况: 公司计划是力争在今年年内完成新乡原料药的生产注册和 GMP 认证, 年底前完成大兴生物医药基地的规划设计和前期基础设施建设以及昌平基地的新的先进生产线的安装和调试, 为公司原料和制剂注册认证和出口欧美市场打下基础。据此, 预计半年到一年时间后, 公司昌平的生产基地即可投入使用, 昌平的厂房面积是八大处的 3 倍, 届时那里会成为公司最大的生产基地, 未来贝科能将全部在昌平基地生产。

新乡基地主要负责以下三项业务: 供应北京的基地的原料药、基药中低端生产以及原料药出口。目前正在申请生产许可证, 拿下之后再申请 GMP 认证。虽然目前公司有 60 多个产品的生产批文, 但是却只生产 20 多个毛利率相对较高的产品, 未来公司计划将一些有生产文号的毛利率相对低的产品放在新乡的基地生产。

公司销售情况: 公司共成立了与此相关的四个部门, 分别为销售部(负责北京专柜)、商务部(负责管理经销商)、大客户部(负责大品种, 例如辅酶等)和销售服务部(负责销售支持)。全国共有大小经销商 2000 多, 其中最小的经销商甚至只负责一种产品或一家医院。公司直属的销售人员有 50 人左右, 另外还有销售支持人员大约 30 人。

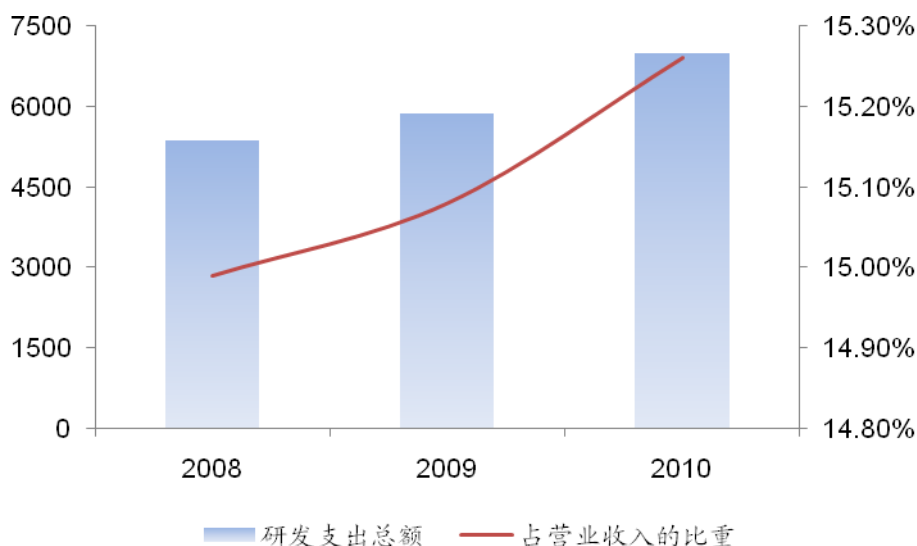
最终结论: 我们觉得随着公司新的生产基地陆续投入使用, 主打产品产能问题将得到确实保证; 由新乡基地供应北京基地的原料药, 从而从上游有效地控制生产成本, 争取将公司毛利率稳定在 80% 左右; 另外新乡基地投入使用后, 公司的原料药出口业务有望逐步铺开。针对销售情况, 我们认为公司销售全部依赖经销商、且经销商的规模和分布比较复杂的情况确实存在一定风险, 但是鉴于公司一直以来都是采用这种模式, 所以我们假设公司在管理经销商以及与经销商谈判方面经验比较丰富、危机处理能力较强, 因而我们认为销售这一环节未来会保持相对稳定。

1.4 研发及新产品储备情况

据公司年报介绍, 2010 年公司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、SL801 凝胶剂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。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。

图 1：近三年公司研发费用支出情况



数据来源：公司公告 渤海证券研究所

本次调研我们了解到：SL801 凝胶剂 II 期临床结果较好；长效立生素将在 2011 年下半年进入 III 期临床。此处说明一下，SL801 凝胶剂主要是用来治疗男子不育症，而长效立生素（PEG-GCSF）主要用来治疗放化疗后白细胞减少症，以及用于免疫调节。

最终结论：立生素（重组人粒细胞刺激因子注射液，rhG-CSF）是双鹭药业传统的四大基因工程药品之首，为国家二类新药，国家医保乙类药品，适用于癌症化疗等原因导致的中性粒细胞减少症；经过 PEG 修饰后的长效立生素不但功效更为持久，还能减轻病人的痛苦，上市后必将超越立生素走向更为高端的市场，也将进一步帮助公司开拓在癌症治疗领域的市场空间。

1.5 其他产业情况

其他产业：今年公司将通过参股或合作开发的方式介入医疗服务产业，同时将重点布局单克隆抗体领域。目前单抗主要是关节和抗肿瘤相关，前期研发均在外面的研究机构完成，即将进入申请临床批件的时候，公司会引入，其实临床也并不是真正的临床，因为多是仿制国外的，所以只是要做一些对比实验。

另外，参股普仁鸿（去年利润 4000 多万）工作历时 3 年已经完成，截至今年 3 月 31 日公司持股比例达到 45%，成第一大股东，原股东京石立迈已经没有股份，关于普仁鸿未来如何处理不确定。关于星昊，之前计划在创业板上市，报材料时候因为环评文件的问题被耽搁了，之后或可能继续上市，也可能有其他选择，目前未定。

1.6 风险提示

风险提示：产品降价、新产品推出时间不确定、股东减持等

我们认为最大的风险仍然来自徐明波和新乡化纤减持的问题，其中徐明波是因为代持，所以有可能在一定时期减持，将收益分发给员工；而新乡那边的情况则是资金紧张就可能套现，所以时间点和比例都不确定，所以公司释放业绩后股价高企之时，套现的风险就会突显了。

2. 盈利预测

今年主打产品贝科能进入北京医保将带来销售的大幅增长，新产品储备丰富，为公司未来持续稳定的发展提供了强力支撑，我们预计 2011~2013 年公司能够实现 EPS 分别为 1.05 元、1.42 元和 1.88 元，按照公司目前股价 36.67 元对应的市盈率分别为 35X、26X 和 20X，考虑到公司主打产品放量增长，新产品储备丰富，并通过介入医疗服务并布局单抗领域发展新业务，公司未来仍有较多的新发展空间，但是目前公司股价较高，上升空间有限，我们谨慎地给予公司“持有”的投资评级。我们认为接下来刺激股价上涨的动力可能更多来自于医保施行、产品获批或是参股公司上市等题材刺激形成的短期交易性机会。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

机构销售经理

朱艳君

022-28451995

13502040941

zhuyanjun@bhqz.com

机构销售

谢晓冬

022-28451849

13820872805

actionfish@live.cnxiexd@bhqz.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责条款部分