

双鹭药业 (002038.SZ)

打造疫苗平台，推进单抗项目

 评级: **增持**

 前次: **增持**

目标价(元):

41.56-44.24

联系人

分析师

袁倩倩 CFA

谢刚

生物医药小组

S0740510120005

021-20315202

021-20315178

qiuqq@qlzq.com.cn

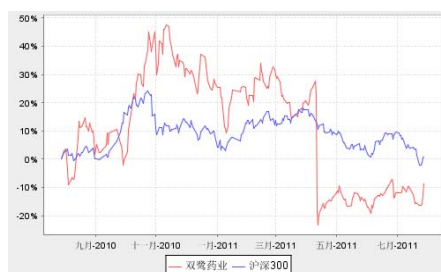
xiegang@qlzq.com.cn

2011年8月14日

基本状况

总股本(百万股)	380.70
流通股本(百万股)	372.60
市价(元)	38.60
市值(百万元)	14695.02
流通市值(百万元)	14382.36

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	390.02	457.84	672.90	1,019.2	1,392.5
营业收入增速	8.94%	17.39%	46.97%	51.47%	36.62%
净利润增长率	12.05%	11.72%	109.59	-5.45%	30.63%
摊薄每股收益(元)	0.97	1.08	1.50	1.42	1.85
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	45.73	54.73	24.99	26.43	20.23
PEG	3.80	4.67	0.23	—	0.66
每股净资产(元)	3.84	4.71	4.96	6.38	8.24
每股现金流量(元)	0.69	0.94	0.67	1.02	1.43
净资产收益率	25.28%	22.90%	30.24%	22.24%	22.51%
市净率	11.56	12.53	7.56	5.88	4.55
总股本(百万元)	251.40	252.98	380.70	380.70	380.70

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

事件: 双鹭药业拟 2 千万加元合资设立 Pnu Vax SL

- 双鹭药业 8 月 13 日公告拟 2 千万加元(约 1.3 亿人民币)合资设立 Pnuvax SL Biopharmaceuticals (PnuVax SL), 占 85% 股权, 合资方 PnuVax 以其全部疫苗和抗体技术入股, 占 15% 股权。PnuVax SL 将主要从事疫苗及抗体业务。通过该项目, 双鹭药业将快速进入高端疫苗、单克隆抗体领域, 培育新的利润增长点。本报告分析两个问题: 1. 得到什么? 2. 何时进入收获期?

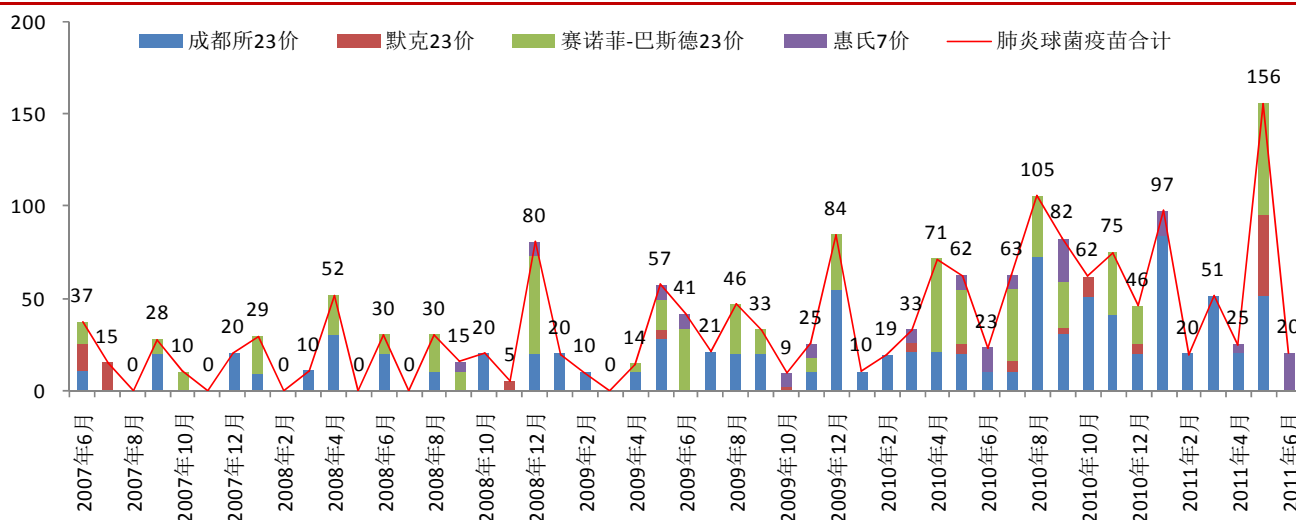
获得宝贵的疫苗知识产权和先进的生产设施

- 双鹭药业通过和 PnuVax 合资设立 PnuVax SL, 并控股 85%, 将获得: **知识产权**: 研发、生产肺炎疫苗的专有技术及龋齿疫苗的国际专利许可; **固定资产**: 符合 WHO cGMP 标准的蒙特利尔工厂(拥有独立的原核细胞产能 2500L 和哺乳动物细胞产能 3000L, 主要设备有从 70L - 2500L 各类真核生物反应器 8 台套, 拥有 200L、750L、3500L 原核发酵罐及配套的生产线。所有生产和实验室设备、设施均已验证过, 处于随时启动运营状态)。
- 双鹭药业通过设立 PnuVax SL, 将打造疫苗平台, 加快进入高端疫苗领域, 例如 23 价肺炎球菌多糖疫苗, 公司之前开展的甲肝治疗性疫苗项目有可能加速推进。基于对竞争格局和市场容量的判断, 我们非常看好 23 价肺炎球菌多糖疫苗的前景。
- **竞争格局非常有利**: 国内只有 3 个产品上市: 纽莫法(.默克公司)、优博 23(赛诺菲巴斯德公司)、惠益康(成都生物制品研究所)。成都生物制品所的产能估计为每年 500 万人份, 其他依赖进口。
- **市场容量巨大**: 据 WHO 估计, 近年来全球每年约有 160 万人死于肺炎球菌疾病, 其中多数是婴儿和老人, 各年龄组中免疫功能低下者所面临的风险更高。23 价肺炎球菌多糖疫苗是一种灭活疫苗, 含有肺炎

球菌 23 种荚膜型，覆盖 90%肺炎球菌最常见类型，可用于预防肺炎球菌所致的肺炎、脑膜炎、中耳炎等疾病，对高危人群能显著降低其病死亡率。23 价肺炎疫苗适用于 2 岁以上高危人群（如患有镰状细胞病、HIV 感染、无脾症或慢性疾病等的人群）和老年人。免疫程序是初次接种一剂、高危人群超过 5 年需再次接种一剂。按照 2010 年第六次人口普查的数据，我国 60 岁以上人口达到 1.78 亿，按照目前国产 23 价肺炎疫苗每支 150-170 元计算，只要有十分之一的老年人接种，市场容量就达到 27 - 30 亿元。随着我国人口老龄化、收入水平提高，我们认为该疫苗具有巨大的市场容量。

- PnuVax SL 与双鹭药业将同步在加拿大和中国进行研发和产业化，PnuVax SL 面向国际市场，双鹭药业未来开发的 23 价肺炎多糖疫苗将主要面向国内市场，预计未来上市后的 23 价肺炎多糖疫苗产业化规模可达到每年 5000 万人份。

图表 1：我国过去 4 年肺炎疫苗批签发数据（单位：万人份）



来源：中检所，齐鲁证券研究所

图表 2：23 价和 7 价肺炎疫苗的差别

血清型不同	23价包含了肺炎球菌23种荚膜型；7价则是包含7种
针对年龄不同	7 价为结合疫苗，对于 2 月龄以上的人群都可以产生免疫效果，用于 2 岁以下儿童。23 价多糖疫苗，适用于 2 岁以上高危人群和老年人
价格不同	都是 2 类疫苗，成都生物制品所的 23 价肺炎疫苗每支约 150-170 元，进口 23 价肺炎疫苗价格大约是每支 206 元，进口 7 价肺炎疫苗的价格大约是每支 860 元

来源：齐鲁证券研究所

- 双鹭药业在国内开展的单克隆抗体项目尚处在临床前阶段，我们估计可能在今年年底报临床。PnuVax SL 的技术优势将有助于单克隆抗体项目的推进。对于未来单克隆抗体业务的产业化，公司对大兴基地做了关于国内市场的规划，PnuVax SL 则主要面向国际市场。

3-4 年进入收获期

- 关于疫苗项目，我们预计第一个产品 23 价肺炎疫苗将经过两个阶段：首先，PnuVax SL 与双鹭药业同步在加拿大和国内报批临床和生产，大约 3 - 4 年时间。接下来，产品上市，导入期 1-2 年，逐步产生经济效益。
- 甲肝治疗型疫苗等其他品种可能还需要更长的时间。

- 关于单克隆抗体项目，在 PnuVax SL 产品获得加拿大政府批准上市前，PnuVax SL 将利用技术优势和成套的真核基因工程药生产设施进行人源化抗体的外加工服务（CMO）以弥补部分投入不足。目前国外单抗生产的产能可能略有过剩，CMO 取得收入的情况视获得合约的情况而定。公司自己的单抗项目还在临床前阶段，我们预计最快还有 4-5 年才能上市。
- 考虑到 PnuVax SL 产生收益可能要 3-4 年时间，我们保持 2011-13 年净利润为 5.72、5.40、7.06 亿元的预期，扣除转让普仁鸿 20% 股权和普仁鸿分红的因素 198.90 百万元，净利润增速为 36.65%、45.02%、30.63%，2011-13 年对应 EPS 为 1.50、1.42、1.85 元，2011 年 EPS 扣除转让普仁鸿 20% 股权和普仁鸿分红的影响为 0.98 元不变。
- 我们看好公司的研发能力、主导产品的增长以及二线产品多点开花可期，维持“增持”评级，目标价 41.56-44.24 元。

风险因素

- 该项投资尚需获得政府商务、发改委、外汇管理等部门批准。
- 境外公司的管理和运作，有一定风险。
- 周期长，报批有不确定性。

图表 3：双鹭药业销售收入预测表

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
注射用复合辅酶（贝科能）					
销售收入	205.01	209.01	333.49	500.04	686.31
增长率（YOY）	1.48%	1.95%	59.56%	49.94%	37.25%
重组人粒细胞集落刺激因子注射液（立生素）					
销售收入	30.01	33.60	38.01	43.71	48.96
增长率（YOY）	7.16%	11.99%	13.11%	15.00%	12.00%
注射用重组人新型白介素-2（欣吉尔）					
销售收入	30.00	38.40	49.92	62.40	77.46
增长率（YOY）	3.45%	28.00%	30.00%	25.00%	24.13%
注射用重组人白介素-11（迈格尔）					
销售收入	12.00	12.60	13.86	19.29	24.11
增长率（YOY）	9.06%	5.00%	10.00%	39.18%	25.00%
注射用三氧化二砷					
销售收入	10.00	30.01	36.01	44.77	55.97
增长率（YOY）	—	200.08%	20.00%	24.32%	25.00%
酒石酸长春瑞滨注射液（欣瑞金）					
销售收入	10.00	14.00	18.90	24.32	30.40
增长率（YOY）	0.00%	40.01%	35.00%	28.66%	25.00%
紫杉醇注射液					
销售收入	11.50	15.00	19.31	24.13	28.52
增长率（YOY）	14.99%	30.43%	28.70%	25.00%	18.18%
阿德福韦酯胶囊/片（欣复诺）					
销售收入	10.00	17.50	27.13	38.83	52.43
增长率（YOY）	—	75.03%	55.00%	43.14%	35.00%
注射用胸腺五肽（欧宁）					
销售收入	22.00	40.02	64.03	95.08	128.36
增长率（YOY）	9.90%	81.91%	60.00%	48.48%	35.00%
其他					
销售收入	49.51	47.69	72.22	166.67	260.00
增长率（YOY）	3.24%	-3.68%	51.46%	130.77%	56.00%
销售收入小计	390.02	457.84	672.90	1,019.25	1,392.51
毛利	323.04	351.10	523.95	783.35	1,049.01
平均毛利率	82.83%	76.69%	77.87%	76.86%	75.33%

来源：齐鲁证券研究所

图表 4：财务报表摘要
损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	358	390	458	673	1,019	1,393
增长率	50.72%	8.9%	17.4%	47.0%	51.5%	36.6%
营业成本	-49	-67	-107	-149	-236	-344
% 销售收入	13.7%	17.2%	23.3%	22.1%	23.1%	24.7%
毛利	309	323	351	524	783	1,049
% 销售收入	86.3%	82.8%	76.7%	77.9%	76.9%	75.3%
营业税金及附加	-4	-5	-6	-8	-12	-17
% 销售收入	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-11	-14	-19	-28	-44	-61
% 销售收入	3.1%	3.7%	4.1%	4.2%	4.3%	4.4%
管理费用	-60	-64	-69	-98	-145	-195
% 销售收入	16.7%	16.4%	15.0%	14.5%	14.2%	14.0%
息税前利润 (EBIT)	233	240	258	390	582	776
% 销售收入	65.2%	61.5%	56.3%	58.0%	57.1%	55.7%
财务费用	5	7	7	7	13	15
% 销售收入	-1.3%	-1.7%	-1.6%	-1.1%	-1.3%	-1.1%
资产减值损失	0	-6	-1	-11	-9	-10
公允价值变动收益	-19	11	-9	0	0	0
投资收益	10	11	26	253	17	20
% 税前利润	4.1%	3.9%	8.2%	37.6%	2.6%	2.4%
营业利润	229	263	282	640	603	800
营业利润率	64.0%	67.4%	61.5%	95.1%	59.2%	57.5%
营业外收支	7	10	38	35	35	35
税前利润	236	273	320	675	638	835
利润率	65.9%	70.0%	69.8%	100.3%	62.6%	60.0%
所得税	-18	-29	-43	-98	-89	-117
所得税率	7.4%	10.7%	13.5%	14.5%	14.0%	14.0%
净利润	218	244	276	577	549	718
少数股东损益	1	0	4	5	8	13
归属于母公司的净利润	218	244	273	572	540	706
净利率	60.9%	62.6%	59.6%	84.9%	53.0%	50.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	218	244	276	577	549	718
少数股东损益	0	0	0	5	8	13
非现金支出	12	19	14	31	35	42
非经营收益	6	-23	-18	-288	-52	-55
营运资金变动	-42	-64	-35	-63	-142	-162
经营活动现金净流	194	174	238	261	398	556
资本开支	24	30	43	96	98	107
投资	5	-103	-128	-190	-190	-230
其他	0	-3	7	253	17	20
投资活动现金净流	-19	-136	-164	-33	-271	-318
股权募资	1	9	4	128	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-12	-50	-50	0	0	0
筹资活动现金净流	-11	-41	-46	128	0	0
现金净流量	164	-3	28	356	127	238

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	421	418	446	797	915	1,141
应收账款	70	122	141	181	275	376
存货	9	24	30	38	60	87
其他流动资产	137	195	149	172	220	279
流动资产	637	759	765	1,188	1,469	1,882
% 总资产	80.7%	74.4%	61.3%	60.2%	57.6%	57.0%
长期投资	17	72	227	417	607	837
固定资产	103	102	182	295	403	514
% 总资产	13.1%	10.0%	14.6%	15.0%	15.8%	15.6%
无形资产	30	54	71	69	69	68
非流动资产	152	261	483	785	1,082	1,422
% 总资产	19.3%	25.6%	38.7%	39.8%	42.4%	43.0%
资产总计	789	1,020	1,249	1,972	2,551	3,304
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付账款	14	16	14	23	36	51
其他流动负债	12	17	23	33	51	70
流动负债	26	32	37	56	87	121
长期负债	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	5	0	0	0	0
负债	26	37	37	56	87	121
普通股股东权益	760	966	1,191	1,890	2,430	3,136
少数股东权益	2	18	21	26	34	47
负债股东权益合计	789	1,020	1,249	1,972	2,551	3,304

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.877	0.971	1.078	1.501	1.420	1.854
每股净资产 (元)	3.061	3.841	4.707	4.965	6.384	8.239
每股经营现金净流 (元)	0.782	0.694	0.941	0.672	1.024	1.427
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	28.65%	25.28%	22.90%	30.24%	22.24%	22.51%
总资产收益率	27.63%	23.94%	21.84%	28.98%	21.18%	21.36%
投入资本收益率	69.11%	45.42%	42.27%	48.23%	53.78%	55.87%
增长率						
营业总收入增长率	50.72%	8.94%	17.39%	46.97%	51.47%	36.62%
EBIT增长率	148.49%	2.89%	7.37%	51.32%	49.36%	33.22%
净利润增长率	61.62%	12.05%	11.72%	109.59%	-5.45%	30.63%
总资产增长率	34.41%	29.33%	22.43%	57.97%	29.36%	29.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	61.8	91.9	106.8	95.0	95.0	95.0
存货周转天数	55.4	90.1	92.3	92.3	92.3	92.3
应付账款周转天数	91.0	60.9	33.9	33.9	33.9	33.9
固定资产周转天数	105.1	92.5	111.4	115.9	99.0	87.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-56.78%	-44.76%	-37.76%	-42.18%	-37.60%	-36.20%
EBIT利息保障倍数	-48.6	-35.4	-35.7	-53.8	-45.0	-52.2
资产负债率	3.29%	3.60%	2.98%	2.86%	3.39%	3.67%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308