

分析师： 刘元瑞 021-68751065 zoupeng@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120022

联系人： 邹朋 021-68751065 zoupeng@cjsc.com.cn

## 投资河北福尔，布局疫苗产业

### 事件描述

双鹭药业今日发布对外投资公告，其主要内容为：

公司拟投资 9,000 万元参与福尔生物增资扩股，以 3.0 元/股认购福尔生物 3,000 万股，占福尔生物总股份的 18%。各方同意，在福尔生物取得 GMP 证书后半年内，本公司有权再次增资 1,251 万元，以 3 元/股的价格认购福尔生物 417 万股，再次增资后，公司在福尔生物的持股数量将达到 3,417 万股，占福尔生物总股份的 20%。在收购协议中也对未来福尔生物的利润水平进行了规定，若利润水平无法达到标准，福尔生物将会以一定溢价回购双鹭药业股权，或者无偿转让一部分股权给双鹭药业。

### 事件评论

#### 第一， 福尔生物若能顺利通过 GMP 认证，有望逐步恢复疫苗业务

河北福尔生物产品以狂犬病疫苗为主，在 2009 年狂犬病疫苗市场抽查中被发现 2 批产品效价低于标准值，因此被吊销 GMP 证书，停产整顿。在停产前，2008 年，公司狂犬病疫苗批签发数量为 131 万人份，占市场总批签发量的 6.72%。目前福尔生物已经提交新版 GMP 的认证申请，其车间经过改造之后产能也有较大幅度的提升，若能够顺利通过 GMP 认证，公司将会逐步恢复狂犬病疫苗业务。

除了狂犬病疫苗，福尔生物也有丰富的在研疫苗产品。其中流脑 ACYW135 四价流脑疫苗和流感病毒裂解疫苗已经完成临床试验，并开始申报生产批件；乙脑疫苗已经取得临床批件；Hib、甲肝等疫苗还在研发过程之中。

福尔生物还拥有白蛋白和静丙的生产批件，但是在公司停产前的 2007 年及其以后年份，我们均没有查到其血液制品的批签发数据，由此推测短期血液制品业务为福尔生物贡献利润的可能性较低。

#### 第二， 布局疫苗产业，业绩协定保障投资安全边际

之前公司出资 2,000.02 万加元（约合 13,000 万元人民币）与加拿大 PnuVax 公司共同设立 PNUVAX SL BIOPHARMACEUTICALS INC.公司，双鹭药业持股 85%，已经说明公司已经准备进军疫苗产业。此次投资福尔生物，虽然公司不是绝对控股，但是也是对国内疫苗产业的布局。因为福尔生物除了疫苗产品之外，还有一个覆盖全国的营销网络，与国内很多经销商和 CDC 都建立起了良好关系。以后公司推出自主疫苗产品也可以与福尔生物进行营销合作，来打开市场。这无疑比自建营销队伍对公司更加有利。

公司此次投资也与福尔生物签订了较为严格的业绩协定：

若福尔生物 2013 年及 2014 年两年累计净利润不足 2,000 万元，双鹭药业有权在 30 日内书面通知股东贾

宝山要求贾宝山按 4.2 元/股的价格收购双鹭药业持有的福尔生物的全部股份，这样双鹭药业在 4 年的投资期后退出能够获得 **40%的投资收益**；

若福尔生物 2013 年及 2014 年两年累计净利润不足 4,500 万元，贾宝山将向双鹭药业无偿转让福尔生物 2,250 万股，这样双鹭药业**持股比例将提升至 33.17%**；

若福尔生物 2013 年及 2014 年两年累计净利润达到或超过 4,500 万元，不足 9,000 万元，则贾宝山将向双鹭药业无偿转让福尔生物的股份数量=1500 万股 × (9000 万 - 两年完成的净利润) / 4500 万；若福尔生物 2013 年及 2014 年两年累计净利润达到或超过 9,000 万元，福尔生物股权结构不做任何调整。

该项业绩规定也使得此次投资具有较强的安全边际。

### **第三， 预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 1.46 元、1.43 元，维持公司“推荐”评级**

公司此次投资福尔生物，布局国内疫苗产业，其营销网络也将有助于未来公司自主疫苗产品打开市场，长期来看有助于公司发展。同时公司主打产品贝科能在 2010 年新进 10 个省市医保，并于今年上半年进入北京医保，有望在 2011 年实现销售收入的放量；股权激励完成之后业绩重回高增长通道。预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 1.46 元（主营业务 EPS1.03 元）和 1.43 元，维持公司“推荐”评级。

## 财务报表及指标预测

| 利润表（百万元）   |       |       |       |       | 资产负债表（百万元） |       |       |       |       |
|------------|-------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|-------|
|            | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |            | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 营业收入       | 458   | 670   | 923   | 1216  | 货币资金       | 446   | 786   | 1063  | 1464  |
| 营业成本       | 107   | 147   | 203   | 268   | 交易性金融资产    | 12    | 12    | 12    | 12    |
| 毛利         | 351   | 522   | 720   | 949   | 应收账款       | 140   | 212   | 293   | 386   |
| % 营业收入     | 76.7% | 78.0% | 78.0% | 78.0% | 存货         | 30    | 40    | 56    | 73    |
| 营业税金及附加    | 6     | 8     | 11    | 15    | 预付账款       | 59    | 81    | 111   | 147   |
| % 营业收入     | 1.2%  | 1.2%  | 1.2%  | 1.2%  | 其他流动资产     | 79    | 105   | 129   | 158   |
| 销售费用       | 19    | 27    | 33    | 43    | 流动资产合计     | 765   | 1238  | 1666  | 2244  |
| % 营业收入     | 4.1%  | 4.0%  | 3.6%  | 3.5%  | 可供出售金融资产   | 93    | 93    | 93    | 93    |
| 管理费用       | 69    | 90    | 111   | 134   | 持有至到期投资    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入     | 15.0% | 13.5% | 12.0% | 11.0% | 长期股权投资     | 134   | 164   | 193   | 222   |
| 财务费用       | -7    | -2    | -3    | -5    | 投资性房地产     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入     | -1.6% | -0.3% | -0.4% | -0.4% | 固定资产合计     | 182   | 188   | 201   | 222   |
| 资产减值损失     | 1     | 0     | 0     | 0     | 无形资产       | 37    | 37    | 37    | 36    |
| 公允价值变动收益   | -9    | 0     | 0     | 0     | 商誉         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益       | 26    | 10    | 10    | 10    | 递延所得税资产    | 4     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润       | 282   | 409   | 578   | 772   | 其他非流动资产    | 33    | 33    | 33    | 33    |
| % 营业收入     | 61.5% | 61.1% | 62.6% | 63.5% | 资产总计       | 1249  | 1753  | 2223  | 2850  |
| 营业外收支      | 38    | 240   | 50    | 50    | 短期贷款       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额       | 320   | 649   | 628   | 822   | 应付款项       | 8     | 11    | 15    | 20    |
| % 营业收入     | 69.8% | 97.0% | 68.1% | 67.6% | 预收账款       | 2     | 3     | 5     | 6     |
| 所得税费用      | 43    | 88    | 85    | 111   | 应付职工薪酬     | 2     | 3     | 4     | 5     |
| 净利润        | 276   | 562   | 543   | 711   | 应交税费       | 21    | 41    | 41    | 54    |
| 归属于母公司所有者  |       |       |       |       | 其他流动负债     | 4     | 5     | 7     | 9     |
| 的净利润       | 272.7 | 555.2 | 542.7 | 710.4 | 流动负债合计     | 37    | 63    | 72    | 94    |
| 少数股东损益     | 4     | 6     | 1     | 1     | 长期借款       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| EPS（元/股）   | 0.72  | 1.46  | 1.43  | 1.87  | 应付债券       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 现金流量表（百万元） |       |       |       |       | 递延所得税负债    | 0     | 0     | 0     | 0     |
|            | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | 其他非流动负债    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 经营活动现金流净额  | 238   | 458   | 399   | 555   | 负债合计       | 37    | 63    | 72    | 94    |
| 取得投资收益     | 3     | 0     | 0     | 0     | 归属于母公司     | 1191  | 1663  | 2124  | 2728  |
| 收回现金       |       |       |       |       | 所有者权益      |       |       |       |       |
| 长期股权投资     | 0     | -20   | -20   | -20   | 少数股东权益     | 21    | 27    | 28    | 29    |
| 无形资产投资     | 0     | 0     | 0     | 0     | 股东权益       | 1211  | 1690  | 2152  | 2756  |
| 固定资产投资     | -43   | -17   | -24   | -32   | 负债及股东权益    | 1249  | 1753  | 2223  | 2850  |
| 其他         | -121  | 0     | 0     | 0     | 基本指标       |       |       |       |       |
| 投资活动现金流净额  | -164  | -37   | -44   | -52   |            | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 债券融资       | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS        | 0.716 | 1.458 | 1.426 | 1.866 |
| 股权融资       | 4     | 0     | 0     | 0     | BVPS       | 4.71  | 6.57  | 5.58  | 7.17  |
| 银行贷款增加（减少） | 0     | 0     | 0     | 0     | PE         | 77.28 | 37.96 | 38.83 | 29.67 |
| 筹资成本       | 50    | -81   | -78   | -102  | PEG        | 2.06  | 1.01  | 1.03  | 0.79  |
| 其他         | -101  | 0     | 0     | 0     | PB         | 11.76 | 8.42  | 9.92  | 7.73  |
| 筹资活动现金流净额  | -46   | -81   | -78   | -102  | EV/EBITDA  | 71.62 | 48.54 | 34.14 | 25.14 |
| 现金净流量      | 28    | 341   | 277   | 401   | ROE        | 22.9% | 33.4% | 25.6% | 26.0% |

### 分析师介绍

刘元瑞，长江证券研究部分析师；  
邹朋，武汉大学细胞生物学硕士/生物技术学士毕业，从事生物制药与医疗器械行业研究

### 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工      | 电话              | E-mail                             |
|-----|---------|-----------------|------------------------------------|
| 伍朝晖 | 副主管     | (8621) 68752398 | 13564079561 wuzh@cjsc.com.cn       |
| 甘 露 | 华东区总经理  | (8621) 68751916 | 13701696936 ganlu@cjsc.com.cn      |
| 鞠 雷 | 华南区总经理  | (8621) 68751863 | 13817196202 julei@cjsc.com.cn      |
| 程 杨 | 华北区总经理  | (8621) 68753198 | 13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn |
| 李劲雪 | 上海私募总经理 | (8621) 68751926 | 13818973382 lijx@cjsc.com.cn       |
| 张 晖 | 深圳私募总经理 | (0755) 82766999 | 13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn  |

### 投资评级说明

|      |                                                                                                                                                                                                                     |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>看淡： 相对表现弱于市场                                                                                                          |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间<br>中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于-5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

### 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。