

双鹭药业 (002038.SZ)

参股福尔生物，在合适的时机做好的投资

 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@r.qlzq.com.cn

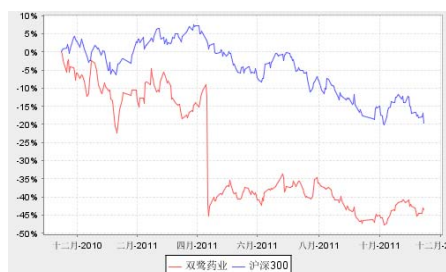
xiegang@r.qlzq.com.cn

2011 年 12 月 1 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)	34.42
市值(百万元)	13103.69
流通市值(百万元)	12824.89

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	642.85	964.20	1,331.9
营业收入增速	8.94%	17.39%	40.41%	49.99%	38.14%
净利润增长率	12.05%	11.72%	102.2%	-9.95%	30.36%
摊薄每股收益(元)	0.97	1.08	1.45	1.30	1.70
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	22.67	25.18	19.31
PEG	3.80	4.67	0.22	—	0.64
每股净资产(元)	3.84	4.71	4.66	5.97	7.67
每股现金流量(元)	0.69	0.94	0.63	0.91	1.25
净资产收益率	25.28%	22.90%	31.07%	21.86%	22.18%
市净率	11.56	12.53	7.04	5.50	4.28
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

- 12 月 1 日，双鹭药业公告拟投资福尔生物，将以 9,000 万元参与福尔生物增资扩股，获得 18% 的股权；在福尔生物取得 GMP 证书后半年内，公司有权再次增资 1,251 万元，将持股比例提高到 20%。投资协议中包含对赌条款，对福尔生物未来业绩指标及双鹭药业增持及退出情形作以下约定：
 - 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；
 - 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，即 13.5% 的股权；
 - 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，即 0 到 9% 的股权；
 - 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。
- 我们认为双鹭药业对福尔生物的投资是在合适的时机做了好的投资，可以从 3 个层次理解：
 - 一、福尔生物目前正处在黎明前的黑暗，如果能通过新版 GMP 认证，将得以复产，重新开始盈利。
 - 二、如果福尔药业未来的发展低于预期，投资协议中包含的对赌条款对双鹭药业的退出或者增持有帮助。
 - 三、福尔生物的 ACYW135 群四价脑膜炎球菌多糖疫苗和流感病毒裂解疫苗二个疫苗已经完成临床

验并已申报生产批件；福尔生物的原有产品人用狂犬病疫苗（地鼠肾细胞）虽然比人用狂犬病疫苗（VERO 细胞）落后，但是仍然有市场空间。投资福尔生物将有利于增强双鹭药业在疫苗及血液制品领域的研发和生产实力。

- 福尔药业的现状：目前处于停产整顿中，已被获准可按新版 GMP 提交认证申请。2009 年，国家食品药品监督管理局在对人用狂犬病疫苗进行市场抽查中发现福尔生物有 2 批产品效价检测结果低于标准值，2009 年 11 月 23 日，河北三河市食品药品监督管理局下发对福尔人用狂犬病疫苗暂停生产和销售的通知。

图表 1：福尔药业已获生产批件的生物制品

通用名称	规格	竞争格局
人用狂犬病疫苗（地鼠肾细胞）		人用狂犬病疫苗（地鼠肾细胞）5 家 人用狂犬病疫苗（VERO 细胞）8 家
人血白蛋白	20%25ml, 20%50ml, 20%10ml	>10 家
人免疫球蛋白	300mg	>10 家
静脉注射用人免疫球蛋白（pH4）	2.5g	>10 家

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：福尔生物的产品储备

品种	阶段	竞争格局
ACYW135 群四价脑膜炎球菌多糖疫苗	完成临床实验并已申报生产批件	成都康华、华兰生物、北京绿竹、浙江天元
流感病毒裂解疫苗	完成临床实验并已申报生产批件	9 家
乙脑疫苗	获得临床批件	8 家
甲肝疫苗	正在研发中	8 家
Hib 疫苗	正在研发中	兰州生物制品研究所、玉溪沃森
白百破疫苗	正在研发中	7 家

来源：齐鲁证券研究所

图表 3：福尔生物财务概况（百万元）

年度	2011/10/31	2010/12/31	2009/12/31
营业收入	0	0	14.19
营业成本	0	0	4.72
营业税金及附加	0	0.12	0.1
销售费用	0.54	0.87	10.02
管理费用	21.21	27.52	19.09
财务费用	7.69	8.28	3.3
资产减值损失		0	38.81
其他业务利润		1.42	-0.51
营业利润	-29.44	-35.37	-62.35
营业外收入	0.09	0.12	0.27
营业外支出	0	0.42	0
利润总额	-29.35	-35.68	-62.09
应交所得税	0	-5.26	-5.56
净利润	-29.35	-30.42	-56.52
资产负债率	82.59%	67.46%	56.70%

来源：齐鲁证券研究所

- 在新版 GMP 实施的过程中，由于投入要求较高（注射剂产生厂商的改造投入约 1000 万元），还会出现类似福尔药业的投资机会。有资金实力的绩优大企业最有可能受益于这一轮的投资机会。
- 我们不调整对双鹭药业的盈利预测，因为福尔生物目前处在停产阶段，如果福尔生物通过新版 GMP 认证，利润贡献将在 2013 年以后逐步体现，且最终的股权比例尚不确定。我们预计双鹭药业 2011-2013 年分别实现净利润 5.51、4.96 和 6.47 亿元，同比增长 102.16%、-9.95% 和 30.36%，对应 EPS 为 1.45、1.30 和 1.70 元。看好到公司主导产品贝科能的增长潜力、二线产品多点开花、产品储备不断丰富和壮大，保持“增持”评级，目标价 41.56-44.24 元。

图表 4：双鹭药业销售收入预测表（单位：百万元）

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	302.41	444.39	599.93
增长率（YOY）	1.48%	1.95%	44.69%	46.95%	35.00%
注射用胸腺五肽（欧宁）					
销售收入	22.00	40.02	68.04	101.02	141.43
增长率（YOY）	9.90%	81.91%	70.00%	48.48%	40.00%
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%
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	16.34	18.79	21.28
增长率（YOY）	14.99%	30.43%	8.90%	15.00%	13.26%
其他					
销售收入	49.51	47.69	72.22	166.67	280.00
增长率（YOY）	3.24%	-3.68%	51.46%	130.77%	68.00%
销售收入小计	390.02	457.84	642.85	964.20	1331.96
销售成本小计	66.98	106.74	149.98	244.31	362.40
毛利	323.04	351.10	492.87	719.89	969.56
平均毛利率	82.83%	76.69%	76.67%	74.66%	72.79%

来源：齐鲁证券研究所