

双鹭药业 (002038.SZ)

加强在糖尿病领域的研发实力

评级: **增持**

前次: **增持**

目标价(元):

41.56-44.24

联系人

分析师

裴倩倩 CFA
谢刚

生物医药小组

S0740510120005

021-20315202

021-20315178

qiuqq@r.qlzq.com.cn

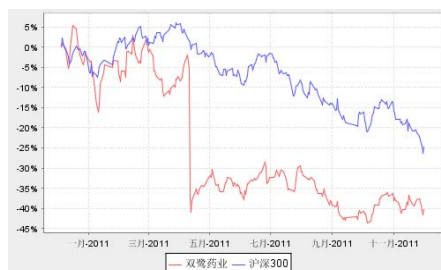
xiegang@r.qlzq.com.cn

2011 年 12 月 19 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)	33.50
市值(百万元)	12753.45
流通市值(百万元)	12482.10

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 17 日, 双鹭药业公告拟出资 **200 万美元** (约合 1280 万元人民币) 拟与 LIN CHAI 合作在美国特拉华州合资设立新公司 DIAPIN THERAPEUTICS, LLC (简称 DT 公司), 双鹭药业将占 DT 公司 21.05% 股权, LIN CHAI 以其拥有独家许可开发权的 Diapin 项目作价 750 万美元出资, 占 DT 公司 78.95% 股权, DT 公司主要从事糖尿病预防或治疗药物 Diapin 的研发生产。
- 我们认为该投资将**增强公司在糖尿病药物治疗领域的研发实力, 丰富公司的产品储备**。这符合公司在产品研发方面的战略, 即: 内部研发和利用外部资源并举, 不断丰富产品储备、提高研发技术水平, 培育新利润增长点。
- DT 公司合作双方的利益分配机制如下:
 - Diapin 产品未来上市后将由新设立的美国 DT 公司负责该产品的全球 (除中国) 市场开发和销售推广, 主要供应除中国以外的国际市场, 双鹭药业按投资比例享有相应权益。
 - 双鹭药业将在美国 DT 公司的许可和技术支持下, 负责 Diapin 项目在中国申报、生产和商业化。
- Diapin 项目的特点:
 - Diapin 是一种新型抗糖尿病的多肽化合物, Diapin 在体外和动物实验均显示具有**良好的促 GLP-1 分泌、促胰岛素分泌作用**;
 - 该化合物口服给药, 作用时间更长, 其代谢产物为天然产物, 从而避免产生早期抗糖尿病药物 (噻唑烷二酮类等) 的化学毒性。
 - 基于 GLP-1 的治疗药物有望成为治疗糖尿病的重要方向。目前成功上市的基于 GLP-1 的治疗药物主

要有 GLP-1 受体激动剂艾塞那肽和人 GLP-1 类似物利拉鲁肽。

图表 1：全球已经上市的基于 GLP-1 的糖尿病治疗药物

产品名称	药厂	上市时间	类别	剂型	10 年市场规模
艾塞那肽	礼来	2005 年	GLP-1 受体激动剂	注射剂	约 9 亿美元
利拉鲁肽	诺和诺德	2009 年	GLP-1 类似物	注射剂	约 2 亿美元

来源：齐鲁证券研究所

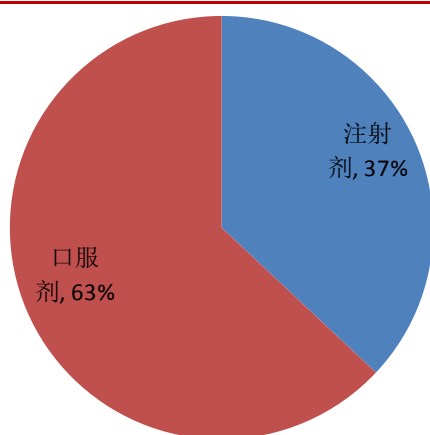
■ Diapin 项目的进程预计：

- 预计 2013 年 1 月完成所有临床前评估并向美国 FDA 提交临床研究申请。
- 预计 2016 年完成临床研究并提交新药上市申请。
- 计划申请美国上市后，将针对糖尿病人群进行更大规模的临床研究，同时进行全球推广销售。
- 公司预计该产品未来上市后将带来良好收益，不排除 DT 公司授权跨国制药企业提前投资取得优先购买权和国际市场开发权。

■ 糖尿病领域市场容量大：

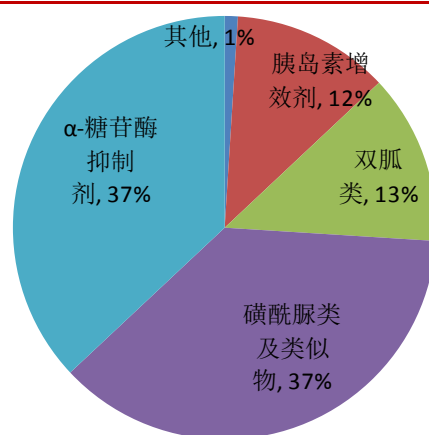
- 从疾病谱的迁移来看，糖尿病的患病人数将持续扩大。例如：国际糖尿病联盟近期发布的全球糖尿病统计数据显示，2011 年全球糖尿病患病人数已达到 3.66 亿，美国糖尿病患者目前大约 0.26 亿人，另有约 0.67 亿人为糖尿病前期患者。2008 年的调查显示，中国年龄标化的总糖尿病患病率和糖尿病前期患病率分别为 9.7% 和 15.5%，据此推算中国有 0.92 亿成年人患有糖尿病，1.49 亿成年人处于糖尿病前期。糖尿病多属于老年病、富贵病，随着人口老龄化和基层医疗服务的推进，预计我国糖尿病用药市场规模将持续增长。
- 糖尿病是慢性病，需要长期用药，用药金额大。例如：2009 年美国糖尿病患者的年均医保费用约 1.17 万美元/人，而非糖尿病人的医保费用约为 4,400 美元。
- 糖尿病目前尚没有一种有效的药物或手段能治愈，只能将血糖控制在一定的范围从而降低并延缓并发症的发生。目前降血糖的药物主要有胰岛素类、磺脲类、氯茴苯酸类、噻唑烷二酮类、非噻唑烷二酮类、 α -糖苷酶抑制剂、双胍类等。

图表 2：2010 年样本医院糖尿病用药剂型市场份额



来源：SFDA 南方所，齐鲁证券研究所

图表 3：2010 年样本医院口服用药各类型市场份额



来源：SFDA 南方所，齐鲁证券研究所

■ 风险因素：

- 新公司设立目前为筹备阶段，未来发展尚存在一定的不确定性，同时公司本次境外投资尚需获得政府有关管理部门批准。
- 从统计学的角度看，成功完成美国 FDA 临床 I 期后，最终新药申请的通过率只有 16-27%。Diapin 项目尚处在临床前阶段，有不确定因素。

- 我们不调整对双鹭药业的盈利预测，因为 Diapin 项目尚处在临床前阶段，未来该项目的利润贡献尚不确定。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

图表 5：双鹭药业财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	358	390	458	643	964	1,332	货币资金	421	418	446	782	761	921
增长率	50.72%	8.9%	17.4%	40.4%	50.0%	38.1%	应收账款	70	122	141	173	260	359
营业成本	-49	-67	-107	-150	-244	-362	存货	9	24	30	38	62	92
% 销售收入	13.7%	17.2%	23.3%	23.3%	25.3%	27.2%	其他流动资产	137	195	149	173	224	289
毛利	309	323	351	493	720	970	流动资产	637	759	765	1,166	1,307	1,661
% 销售收入	86.3%	82.8%	76.7%	76.7%	74.7%	72.8%	% 总资产	80.7%	74.4%	61.3%	59.8%	54.7%	53.9%
营业税金及附加	-4	-5	-6	-8	-12	-16	长期投资	17	72	227	417	607	837
% 销售收入	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	103	102	182	295	403	514
营业费用	-11	-14	-19	-27	-41	-59	% 总资产	13.1%	10.0%	14.6%	15.1%	16.9%	16.7%
% 销售收入	3.1%	3.7%	4.1%	4.2%	4.3%	4.4%	无形资产	30	54	71	69	69	68
管理费用	-60	-64	-69	-93	-137	-186	非流动资产	152	261	483	785	1,082	1,422
% 销售收入	16.7%	16.4%	15.0%	14.5%	14.2%	14.0%	% 总资产	19.3%	25.6%	38.7%	40.2%	45.3%	46.1%
息税前利润 (EBIT)	233	240	258	365	530	708	资产总计	789	1,020	1,249	1,950	2,389	3,083
% 销售收入	65.2%	61.5%	56.3%	56.8%	55.0%	53.2%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	5	7	7	7	13	12	应付款项	14	16	14	23	36	53
% 销售收入	-1.3%	-1.7%	-1.6%	-1.1%	-1.3%	-0.9%	其他流动负债	12	17	23	127	48	67
资产减值损失	0	-6	-1	-10	-8	-10	流动负债	26	32	37	150	85	120
公允价值变动收益	-19	11	-9	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	11	26	253	17	20	其他长期负债	0	5	0	0	0	0
% 税前利润	4.1%	3.9%	8.2%	38.9%	2.9%	2.6%	负债	26	37	37	150	85	120
营业利润	229	263	282	616	551	731	普通股股东权益	760	966	1,191	1,775	2,271	2,918
营业利润率	64.0%	67.4%	61.5%	95.8%	57.2%	54.9%	少数股东权益	2	18	21	26	33	45
营业外收支	7	10	38	35	35	35	负债股东权益合计	789	1,020	1,249	1,950	2,389	3,083
税前利润	236	273	320	651	586	766	比率分析						
利润率	65.9%	70.0%	69.8%	101.3%	60.8%	57.5%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-18	-29	-43	-94	-82	-107	每股指标						
所得税率	7.4%	10.7%	13.5%	14.5%	14.0%	14.0%	每股收益 (元)	0.877	0.971	1.078	1.448	1.304	1.700
净利润	218	244	276	557	504	659	每股净资产 (元)	3.061	3.841	4.707	4.661	5.965	7.665
少数股东损益	1	0	4	5	8	11	每股经营现金净流 (元)	0.782	0.694	0.941	0.634	0.908	1.254
归属于母公司的净利润	218	244	273	551.31	496.44	647.15	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.250	0.250	0.000	0.000
净利率	60.9%	62.6%	59.6%	85.8%	51.5%	48.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	28.65%	25.28%	22.90%	31.07%	21.86%	22.18%
净利润	218	244	276	557	504	659	总资产收益率	27.63%	23.94%	21.84%	28.27%	20.78%	20.99%
少数股东损益	0	0	0	5	8	11	投入资本收益率	69.11%	45.42%	42.27%	52.84%	49.25%	51.03%
非现金支出	12	19	14	30	34	42	增长率						
非经营收益	6	-23	-18	-288	-52	-55	营业总收入增长率	50.72%	8.94%	17.39%	40.41%	49.99%	38.14%
营运资金变动	-42	-64	-35	-57	-141	-168	EBIT增长率	148.49%	2.89%	7.37%	41.59%	45.22%	33.69%
经营活动现金净流	194	174	238	246	353	489	净利润增长率	61.62%	12.05%	11.72%	102.16%	-9.95%	30.36%
资本开支	24	30	43	96	98	107	总资产增长率	34.41%	29.33%	22.43%	56.21%	22.50%	29.06%
投资	5	-103	-128	-190	-230	-230	资产管理能力						
其他	0	-3	7	253	17	20	应收账款周转天数	61.8	91.9	106.8	95.0	95.0	95.0
投资活动现金净流	-19	-136	-164	-33	-271	-318	存货周转天数	55.4	90.1	92.3	92.3	92.3	92.3
股权募资	1	9	4	128	0	0	应付账款周转天数	91.0	60.9	33.9	33.9	33.9	33.9
债权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	105.1	92.5	111.4	121.3	104.6	91.3
其他	-12	-50	-50	0	-95	0	偿债能力						
筹资活动现金净流	-11	-41	-46	128	-95	0	净负债/股东权益	-56.78%	-44.76%	-37.76%	-44.07%	-33.53%	-31.47%
现金净流量	164	-3	28	341	-13	171	EBIT利息保障倍数	-48.6	-35.4	-35.7	-50.4	-41.7	-57.3
							资产负债率	3.29%	3.60%	2.98%	7.69%	3.55%	3.90%

来源：齐鲁证券研究所

图表 6：2011 年齐鲁证券对双鹭药业的系列报告

序号	日期	报告标题
01	2011 年 7 月 26 日	投资价值分析报告《回归快速增长，布局大健康产业》
02	2011 年 7 月 30 日	中报点评《主业稳健增长，转让普仁鸿贡献投资收益》
03	2011 年 8 月 14 日	事件点评《打造疫苗和抗体平台》
04	2011 年 10 月 20 日	季报点评《主业快速增长，投研项目稳步推进》
05	2011 年 11 月 17 日	事件点评《研发实力强，PnuVax SL 项目推进》
06	2011 年 12 月 1 日	事件点评《参股福尔生物，在合适的时机做好的投资》
07	2011 年 12 月 19 日	事件点评《加强在糖尿病领域的研发实力》

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