

生物制品

署名人: 江琦

S0960512080008

021-62178410

jiangqi@cjis.cn

署名人: 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

6-12个月目标价: 68.00元

当前股价: 57.35元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2193.80
总股本(百万)	380
流通股本(百万)	312
流通市值(亿)	179
EPS	1.37
每股净资产(元)	4.27
资产负债率	2.91%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
双鹭药业	-4.94	39.20	48.58
医药生物	2.68	25.86	15.35
沪深300指数	-3.20	-4.60	6.98



相关报告

双鹭药业 - 扣非后业绩继续快速增长, 一线品种快速增长二线品种培育中 2012-10-25  
双鹭药业 - 老品种快速增长, 新品种即将发力 2012-07-20

双鹭药业

002038

推荐

年报1季报业绩基本符合预期, 在研品种值得关注

公司公告12年年报及13年1季报, 12年实现收入10亿, 同比增61.7%, 扣非后净利4.67亿, 同比增41.39%, EPS1.26元, 10送2股派2.5元。1季度收入2.31亿, 同比增39.19%, 净利1.29亿, 同比增31.32%, EPS0.34元, 业绩基本符合预期。

投资要点:

- 12年全年及13年1季度收入保持快速增长, 投资加大, 净利增长略低于收入。公司12年实现收入10亿; 扣非后净利4.67亿, 同比增41.39%。扣非后净利继续快速增长, 预计主要为主打品种复合辅酶、胸腺五肽受益于限抗政策继续放量, 氟雷他定、阿德福韦酯受益于进基药放量。
- 12年4季度业绩快速增长, 13年1季度保持较快增长。12年4季度收入同比增99%, 净利增57.4%。4季度单季度实现收入3.7亿, 同比增99%; 营业利润1.5亿, 同比增74.4%; 净利润1.29亿, 同比增57.4%, 四季度增速很快, 同时利润增速要低于收入, 我们预计其中原因, 主要为政府补助同比减少、12年对外投资较多, 单抗投资、加拿大项目投资均处于研发投入阶段, 影响利润增速。13年1季度收入增39%, 净利增31.3%, 净利增速虽有下降, 保持较快。
- 二线品种梯队正在丰富: 替莫唑胺作为脑胶质瘤一线用药12年获批, 13年多省市招标开始, 有利于公司该产品快速进入市场, 放量可期, 同类产品市场容量6-7亿。
- 在研品种梯队丰富, 重磅品种多, 看点非常多, 值得关注。公司在研品种丰富, 申报生产批件的依诺肝素、扶济复凝胶剂(待现场检查); 处于三期临床的长效粒细胞集落刺激因子、生长激素等。值得注意的是卡文迪许研发的来那度胺、达沙替尼两大重磅品种, 目前均在临床阶段, 该两品种均获得两项国际PCT专利授权, 在国内完成申报注册即可上市。来那度胺12年全球销售37亿美元, 在国内原研产品13年1月刚刚获批, 有望先期打开市场, 未来公司产品获批后推广将更容易。
- 投资建议: 公司主营业务快速增长, 在研品种丰富, 后续看点多。预计13-15年EPS1.7、2.17、2.77元, 对应PE33、26、20倍, 长期价值显现, 持续推荐。

风险提示: 进产品申报进度的不确定性。

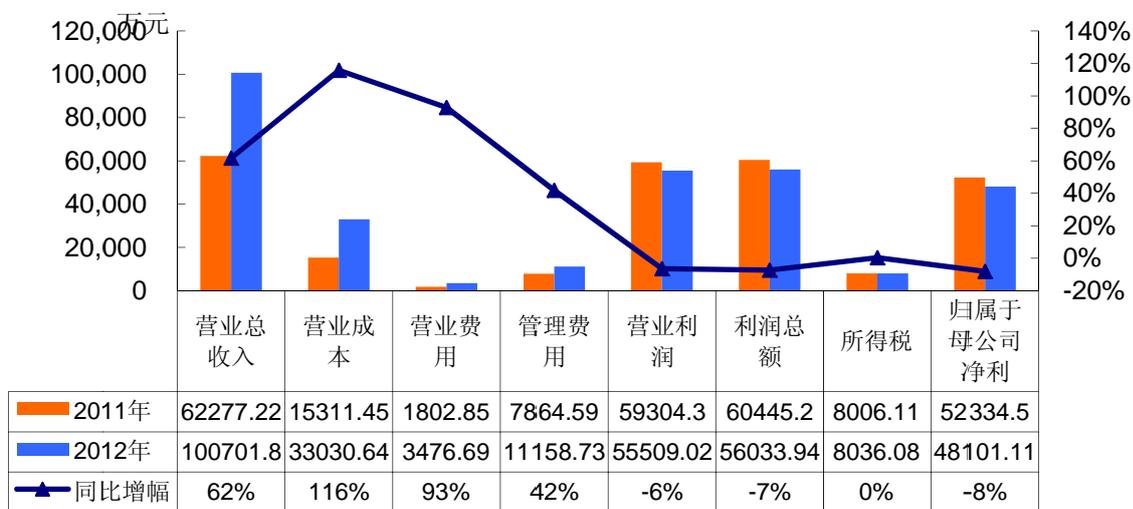
2015E

2228
29%
1055
28%
68.7%
23.1%
2.77
20.70
4.78
16

## 一、财务数据解读：1 季度收入利润增速保持较快

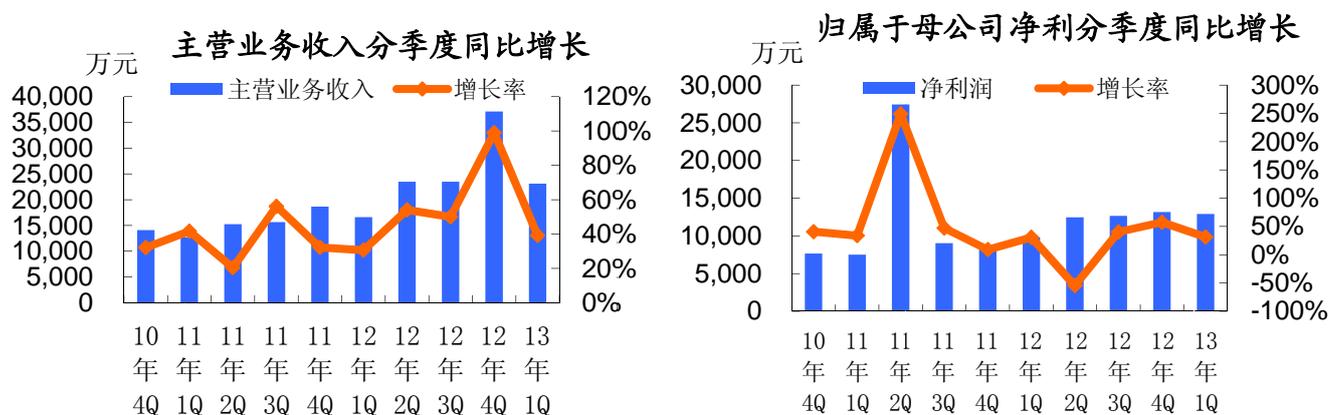
12 年收入利润快速增长，13 年 1 季度收入利润均保持较快增长，未来维持较快增长可以持续：12 年收入增 61.7%，扣非后净利增 41.39%；13 年 1 季度收入增 39%，净利增 31%。13 年 1 季度虽然增速有所下降，但仍然保持超过 30% 的快速增长。我们预计增速下降有 12 年 4 季度增速快，发货多的因素。影响基本面的主要因素限抗对贝科能、胸腺五肽品种的促进作用不变，同时多个产品如三氧化二砷新进基药，13 年各省招标纷纷开始，有利于新产品替莫唑胺招标进入医院，二线品种有望开始放量，预计维持较快的增长可以持续。

图 1：双鹭药业 12 年主要盈利性指标变化



资料来源：双鹭药业定期报告、中投证券研究总部

图 2：双鹭药业分季度收入和利润比较



资料来源：双鹭药业历年报表、中投证券研究所

**表 1: 双鹭药业的季度盈利性数据**

财务指标(万)	2011 年 4Q	2012 年 1Q	2012 年 2Q	2012 年 3Q	2012 年 4Q	2013 年 1Q	1Q 同比	1Q 环比
营业总收入	18,660.3	16,596.5	23,490.3	23,491.0	37,123.9	23,101.4	39.2%	-37.8%
营业成本	5,097.3	3,494.6	7,889.8	7,888.6	13,757.7	7,007.3	100.5%	-49.1%
营业费用	545.4	632.2	488.4	384.2	1,972.0	385.0	-39.1%	-80.5%
管理费用	3,248.8	1,616.7	1,558.3	1,234.7	6,749.0	1,808.0	11.8%	-73.2%
财务费用	-325.1	-361.8	-239.6	-410.9	-130.7	-305.9	-15.4%	134.0%
营业利润	8,622.2	11,317.7	14,576.2	14,581.1	15,034.1	14,403.8	27.3%	-4.2%
利润总额	9,763.6	11,452.4	14,581.1	14,810.4	15,190.0	15,016.5	31.1%	-1.1%
所得税	1,288.3	1,689.9	1,886.6	2,013.5	2,446.1	2,175.9	28.8%	-11.0%
归属于母公司净利润	8,357.9	9,825.4	12,471.5	12,646.8	13,157.4	12,903.2	31.3%	-1.9%
EPS	0.22	0.26	0.33	0.33	0.35	0.34	31.3%	-1.9%
毛利率	72.7%	78.9%	66.4%	66.4%	62.9%	69.7%	-9.3%	6.7%
营业费用率	2.9%	3.8%	2.1%	1.6%	5.3%	1.7%	-2.1%	-3.6%
管理费用率	17.4%	9.7%	6.6%	5.3%	18.2%	7.8%	-1.9%	-10.4%
营业利润率	46.2%	68.2%	62.1%	62.1%	40.5%	62.4%	-5.8%	21.9%
实际所得税率	13.2%	14.8%	12.9%	13.6%	16.1%	14.5%	-0.3%	-1.6%

资料来源: 双鹭药业历年报表、中投证券研究所

## 二、在研品种丰富，长期价值不变

**在研品种梯队丰富，长期价值不变:** 公司在研品种丰富，申报生产批件的依诺肝素、扶济复凝胶剂(待现场检查); 处于三期临床的长效粒细胞集落刺激因子、生长激素等。卡文迪许研发的来那度胺、达沙替尼两大重磅品种等。

预计 13-15 年 EPS1.7、2.17、2.77 元，对应 PE33、26、20 倍，长期价值显现，持续推荐。

**表 2: 双鹭药业分产品预测数据**

产品分类(万元)	2012E	2013E	2014E	2015E
复合辅酶	57835	80969	105260	136838
粒细胞集落刺激因子	5020	6024	7228	8674
白介素	4868	5842	7010	8412
酒石酸长春新滨	10812	14056	17570	21962
胸腺五肽	1788	2324	3021	3927
三氧化二砷	4370	6118	8565	11991
阿德福韦酯	4650	6743	9440	13215
氯雷他定	3000	3900	5070	6591
其他	8,405	9,246	10,170	11,187
合计(万元)	100748	135220	173334	222798
毛利率	67.20%	68.75%	68.69%	68.66%

数据来源: 历年报表, 中投证券研究所总部

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	1496	1943	2576	3459
现金	661	1126	1544	2148
应收账款	275	369	473	608
其他应收款	14	19	24	31
预付账款	169	216	278	357
存货	57	73	94	121
其他流动资产	320	140	163	193
<b>非流动资产</b>	721	851	1054	1238
长期投资	184	189	189	189
固定资产	216	496	728	927
无形资产	31	31	31	31
其他非流动资产	290	135	106	91
<b>资产总计</b>	2217	2794	3630	4697
<b>流动负债</b>	92	38	49	63
短期借款	0	0	0	0
应付账款	27	35	44	57
其他流动负债	65	4	4	6
<b>非流动负债</b>	13	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	13	0	0	0
<b>负债合计</b>	105	38	49	63
少数股东权益	71	70	68	66
股本	381	381	381	381
资本公积	-8	-8	-8	-8
留存收益	1668	2314	3140	4195
归属母公司股东权益	2040	2686	3513	4568
<b>负债和股东权益</b>	2217	2794	3630	4697

**现金流量表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	399	524	635	818
净利润	480	645	825	1053
折旧摊销	21	25	45	64
财务费用	-11	-4	-7	-9
投资损失	-26	-25	-25	-25
营运资金变动	-76	-110	-208	-269
其他经营现金流	12	-7	4	5
<b>投资活动现金流</b>	-248	-64	-223	-223
资本支出	248	248	248	248
长期投资	-42	-90	0	0
其他投资现金流	-42	94	25	25
<b>筹资活动现金流</b>	-63	4	7	9
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	11	0	0	0
其他筹资现金流	-74	4	7	9
<b>现金净增加额</b>	88	465	418	604

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	1007	1352	1733	2228
营业成本	330	423	543	698
营业税金及附加	12	17	21	28
营业费用	35	41	52	67
管理费用	112	149	191	245
财务费用	-11	-4	-7	-9
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	26	25	25	25
<b>营业利润</b>	555	752	958	1224
营业外收入	5	0	5	5
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	560	752	963	1229
所得税	80	108	138	176
<b>净利润</b>	480	645	825	1053
少数股东损益	-1	-1	-2	-2
<b>归属母公司净利润</b>	481	646	826	1055
<b>EBITDA</b>	565	773	996	1279
<b>EPS (元)</b>	1.26	1.70	2.17	2.77

**主要财务比率**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
营业收入	61.7%	34.3%	28.2%	28.5%
营业利润	-6.4%	35.6%	27.3%	27.8%
归属于母公司净利润	-8.1%	34.3%	27.9%	27.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	67.2%	68.7%	68.7%	68.7%
净利率	47.8%	47.8%	47.7%	47.3%
ROE	23.6%	24.0%	23.5%	23.1%
ROIC	49.4%	52.2%	51.7%	53.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	4.7%	1.4%	1.3%	1.3%
净负债比率				
流动比率	16.22	50.98	52.64	54.93
速动比率	15.60	49.07	50.72	53.02
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.51	0.54	0.54	0.54
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	18.02	13.71	13.73	13.74
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.26	1.70	2.17	2.77
每股经营现金流(最新摊薄)	1.05	1.38	1.67	2.15
每股净资产(最新摊薄)	5.36	7.06	9.23	12.00
<b>估值比率</b>				
P/E	45.39	33.80	26.42	20.70
P/B	10.70	8.13	6.22	4.78
EV/EBITDA	37	27	21	16

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内  
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 研究团队简介

**中投医药团队荣誉：** 2007——2012 年连续 6 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜，2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名，2012 年获第 1 名。

#### 中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，10 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；  
余方升，医药行业分析师，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，负责中药研究；  
余文心，医药行业分析师，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；  
江琦，医药行业分析师，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药及医药流通研究；  
王威，医药行业分析师，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及部分中药股研究。

### 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

### 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434