

增速下滑，贝科能 Q4 贡献加大

双鹭药业（002038）2013 年三季度报点评

投资要点：

- ◆ **三季度增速下降明显。**2013年1~9月实现收入8.29亿元，同比增长30.49%；归属母公司净利润4.41亿元，同比增长26.10%；归属母公司扣非后净利润4.18亿元，同比增长23.60%。Q3单季度收入增长21.43%，环比Q2单季度增速33.39%下降11.96个百分点；Q3单季度净利润增长17.77%，环比Q2单季度增速30.44%下降12.67个百分点。公司预告2013全年净利润增幅20%~50%。
- ◆ **四季度贝科能业绩贡献加大。**贝科能销售主要通过母公司反映，预计Q3单季度增长25%左右。我们判断主要是大医院处方药终端整体受反商业贿赂影响较大，影响了贝科能增速。公司和海南康永的代理新合同四季度开始执行，出厂价不变，但是代理商将和公司分摊部分推广费，贝科能的盈利贡献将加大。目前贝科能终端规模30亿左右，相比于该产品较宽的适应症，我们判断贝科能还可以保持30%增长。此外，贝科能在广东、上海、北京三个最大的销售地区仍是自费用药，若进入医保目录或各地启动招标，增速会更快。
- ◆ **重点产品推进顺利。**替莫唑胺已在河南、安徽等四地中标，100mg规格正在做生物等效性，各地招标重启后将快速放量；达沙替尼正等待生产批文；来那度胺年底或年初完成临床；长效立生素和泰思胶囊正在三期临床试验；十个单抗品种处在研发或申报临床阶段。
- ◆ **投资建议：**我们认为贝科能目前的增长潜力还未完全挖掘，2~3年内仍将保持30%增速。公司更大的价值在于研发实力和丰厚的产品线，1~2年内多个处在临床后期的重磅产品将陆续上市，提升业绩和估值。预计2013/14/15年EPS分别为1.35/1.76/2.32元，对应PE分别为36.7X/28.1X/21.4X，维持增持评级。

推荐（维持）

风险评级：一般风险

2013 年 10 月 28 日

俞春燕

SAC 执业证书编号：
S0340511010001

研究助理

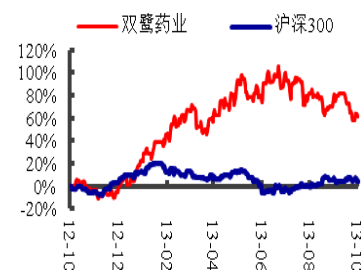
皮劲松

电话：0769-22119455

主要数据 2013 年 10 月 25 日

收盘价(元)	47.37
总市值(亿元)	216.41
总股本(百万股)	456.84
流通股本(百万股)	375.03
ROE(TTM)	23.8%
12月最高价(元)	63.32
12月最低价(元)	27.30

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

双鹭药业(002038)2013 年半年报点评：业绩平稳，新产品将陆续上市

附表：财务报表预测与比例分析

利润表					现金流量表				
科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E	科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	1,007.02	1,330.17	1,739.33	2,309.13	净利润	479.98	615.17	803.12	1,056.58
营业成本	330.31	412.35	521.80	692.74	折旧与摊销	21.67	13.01	25.13	31.67
营业税金及附加	12.47	15.96	20.87	27.71	财务支出	-1.17	-13.22	-14.03	-17.85
销售费用	34.77	53.21	69.57	92.37	投资损失	-26.43	-28.00	-30.00	-32.00
管理费用	111.59	186.22	243.51	323.28	净营运资本变动	-75.32	-437.78	-389.61	-492.79
财务费用	-11.43	-13.22	-14.03	-17.85	经营活动现金流	398.60	149.18	394.61	545.61
资产减值损失	0.78	1.33	1.74	2.31	资本支出	-999.99	-102.81	-86.41	-84.32
其他经营收益	26.56	28.00	30.00	32.00	其它投资	751.55	28.00	30.00	32.00
营业利润	555.09	702.31	925.87	1,220.58	投资活动现金流	-248.43	-74.81	-56.41	-52.32
利润总额	560.34	715.31	933.87	1,228.58	股权融资	10.80	76.14	0.00	0.00
减 所得税	80.36	100.14	130.74	172.00	债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	479.98	615.17	803.12	1,056.58	股利分配及其它	0.00	-110.10	-146.97	-193.96
减 少数股东损益	-1.03	-1.43	-1.87	-2.46	筹资活动现金流	10.80	-33.96	-146.97	-193.96
归母公司净利润	481.01	616.60	804.99	1,059.04	货币资金净变动	160.96	40.40	191.22	299.34
资产负债表					主要财务比率				
科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E	科目	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	660.89	701.29	892.51	1,191.86	成长能力 (YOY)				
应收账款	274.84	399.05	521.80	692.74	营业收入	61.70%	32.09%	30.76%	32.76%
预付账款	168.94	218.55	276.55	367.15	营业利润	-6.40%	26.52%	31.83%	31.83%
存货	57.05	196.76	253.04	336.17	归母公司净利润	-8.09%	28.19%	30.55%	31.56%
其它	334.12	480.30	664.39	855.09	盈利能力				
流动资产合计	1,495.84	1,995.95	2,608.30	3,443.01	销售毛利率	67.20%	69.00%	70.00%	70.00%
长期股权投资	183.95	185.00	185.00	185.00	销售净利率	47.77%	46.35%	46.28%	45.86%
固定资产合计	215.79	285.96	348.52	402.83	ROE	22.78%	23.01%	24.23%	25.42%
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	18.85%	21.01%	21.27%	22.88%
其它	321.12	336.75	335.49	333.81	偿债能力				
非流动资产合计	720.86	807.71	869.00	921.64	资产负债率	4.74%	4.43%	4.48%	4.54%
资产总计	2,216.70	2,803.66	3,477.30	4,364.65	流动比率	16.22	17.47	17.90	18.28
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	15.60	15.75	16.16	16.50
应付账款	27.06	28.86	36.53	48.49	营运能力				
预收款项	2.61	6.19	9.39	13.85	资产周转率	0.51	0.53	0.55	0.59
其它	62.56	79.17	99.81	125.96	存货周转率	5.43	3.25	2.32	2.35
流动负债合计	92.22	114.22	145.73	188.30	应收账款周转率	4.15	3.95	3.78	3.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标				
其它	5.30	12.95	10.00	10.00	每股收益	1.26	1.35	1.76	2.32
非流动负债合计	5.30	12.95	10.00	10.00	每股经营现金流	104.70	32.65	86.38	119.43
负债合计	105.17	124.22	155.73	198.30	每股净资产	5.36	5.87	7.27	9.12
实收资本	380.70	456.84	456.84	456.84	每股股利	0.25	0.27	0.35	0.46
资本公积	-8.12	-8.12	-8.12	-8.12	估值指标				
留存收益及其它	1,739.12	2,230.97	2,873.10	3,717.87	PE	39.27	36.76	28.16	21.40
所有者权益合计	2,111.70	2,679.69	3,321.81	4,166.59	PB	9.26	8.46	6.82	5.44
负债和权益总计	2,216.87	2,803.91	3,477.54	4,364.89	EV/EBITDA	40.90	32.67	24.29	18.32

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn