

2013年10月28日

双鹭药业 (002038.SZ)

三季度控货增速略缓，明年高增长确定

■三季度控货因素导致增长略缓，合并报表的子公司亏损拉低表观增速：1-9月收入8.30亿元(增30.49%)，净利润4.41亿元(增26.10%)，扣非净利润4.18亿元(增23.60%)。第三季度收入2.85亿元(增21.43%)，净利润1.49亿元(增17.77%)，扣非净利润1.46亿元(增19.34%)，表观增速低于我们三季报展望给出的30%的增长，但是从1-9月母公司收入增27.60%(单季增22.07%)，营业利润增35.01%(单季增29.23%)，净利润37.50%(单季增27.83%)，母公司增长符合我们的预期，三季度由于产能因素控货和并表子公司卡文迪许(约-150万元)与加拿大公司(约-600-700万元)的亏损导致表观增长低于预期。经营活动产生的净现金1.76亿元，同比减少34.09%，加权平均净资产收益率为19.87%，同比提升了0.44个百分点。

■主导产品增长强劲，贝科能续签代理协议后销量暂未受影响：前三季度贝科能、三氧化二砷增长40%以上，胸腺五肽增长10%以上，扶济复增长90%以上等，固体制剂竞争加剧增长约10%左右。由于三季度公司发货控制，渠道中库存较轻，贝科能10月份代理协议续签后，销量暂时未受到影响，利润再分配锁定明年高增长。

■大品种储备和国际化合作持续推进：挑战专利的来那度胺、达沙替尼有望与外资企业合作就国内市场取得突破，将开创专利药发展新模式(达沙替尼申报生产已受理，来那度胺临床中预计年底结束)。加拿大公司持续的投入、参股福尔生物、大兴基地的开工都是意味着公司在疫苗单抗领域的研发进展顺利，这些都为公司储备了长期发展动力。

■投资建议：我们调整2013-2015年EPS预测为1.38、1.94与2.44元(原预测为1.50、2.04与2.50元，分别下调8.7%、5.2%与2.5%)。维持买入-A的投资评级，12个月目标价72元，相当于2014年37XPE。

■风险提示：医药政策环境变化引发公司“低开营销外包模式”调整的需要；新药研发的不确定性；管理层减持股份可能影响投资者心

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	622.8	1,007.0	1,253.9	1,761.8	2,217.1
净利润	523.3	481.0	629.3	884.4	1,115.3
每股收益(元)	1.15	1.05	1.38	1.94	2.44
每股净资产(元)	3.55	4.47	5.74	7.40	9.50
盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	41.4	45.0	34.4	24.5	19.4
市净率(倍)	13.3	10.6	8.3	6.4	5.0
净利润率	84.0%	47.8%	50.2%	50.2%	50.3%
净资产收益率	31.1%	22.7%	23.3%	25.6%	25.3%
股息收益率	0.3%	0.4%	0.4%	0.6%	0.8%
ROIC	81.6%	46.6%	44.4%	50.8%	46.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

生物医药 III

投资评级

买入-A

维持评级

12个月目标价 72.00元

股价(2013-10-25) 47.37元

交易数据

总市值(百万元) 21,640.51

流通市值(百万元) 17,765.12

总股本(百万股) 456.84

流通股本(百万股) 375.03

12个月价格区间 33.06/71.67元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-9.45	-26.24	25.74
绝对收益	-11.94	-20.39	29.11

吴永强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512060001

wuyyq@essence.com.cn

010-66581629

邹敏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511080003

zoumin@essence.com.cn

021-68766073

陈宁浦

分析师

SAC 执业证书编号：S1450512080006

chennp2@essence.com.cn

021-68765361

报告联系人

叶寅

021-68763590

yeyin@essence.com.cn

相关报告

中报符合预期，高增长将维持 2013-08-19

布局当下，收获未来 2013-08-06

双鹭药业：大品种与国际化 2013-05-28

推动公司更上层楼

财务报表预测和估值数据汇总(2013年10月27日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	622.8	1,007.0	1,253.9	1,761.8	2,217.1	成长性					
减:营业成本	153.1	330.3	398.0	543.7	675.5	营业收入增长率	36.0%	61.7%	24.5%	40.5%	25.8%
营业税费	7.0	12.5	15.5	21.8	27.5	营业利润增长率	110.6%	-6.4%	29.5%	41.0%	26.3%
销售费用	18.0	34.8	41.4	56.4	68.7	净利润增长率	91.9%	-8.1%	30.8%	40.5%	26.1%
管理费用	78.6	111.6	137.9	193.8	243.9	EBITDA 增长率	109.0%	-6.3%	26.5%	41.2%	26.3%
财务费用	-8.5	-11.4	-27.6	-37.1	-47.8	EBIT 增长率	113.0%	-7.0%	27.1%	41.2%	26.2%
资产减值损失	2.0	0.8	-	-	-	NOPLAT 增长率	91.6%	-9.2%	28.1%	40.8%	26.0%
加:公允价值变动收益	-2.8	0.1	0.1	-	-	投资资本增长率	59.0%	34.4%	23.0%	38.6%	23.9%
投资和汇兑收益	223.3	26.4	30.0	30.0	30.0	净资产增长率	39.2%	25.3%	27.4%	28.2%	27.7%
营业利润	593.0	555.1	718.7	1,013.3	1,279.3	利润率					
加:营业外净收支	11.4	5.2	20.0	25.0	30.0	毛利率	75.4%	67.2%	68.3%	69.1%	69.5%
利润总额	604.5	560.3	738.7	1,038.3	1,309.3	营业利润率	95.2%	55.1%	57.3%	57.5%	57.7%
减:所得税	80.1	80.4	110.8	155.7	196.4	净利率	84.0%	47.8%	50.2%	50.2%	50.3%
净利润	523.3	481.0	629.3	884.4	1,115.3	EBITDA/营业收入	96.7%	56.0%	56.9%	57.2%	57.4%
						EBIT/营业收入	93.9%	54.0%	55.1%	55.4%	55.5%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	104	71	79	79	78
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	流动营业资本周转天数	233	232	251	263	290
货币资金	572.8	660.9	1,063.5	1,257.6	1,730.5	流动资产周转天数	565	480	513	499	528
交易性金融资产	8.8	8.9	9.0	9.0	9.0	应收账款周转天数	101	87	89	84	89
应收帐款	211.4	289.0	347.0	487.5	613.5	存货周转天数	27	22	18	17	18
应收票据	3.6	60.7	6.9	14.5	24.3	总资产周转天数	863	707	720	652	661
预付帐款	105.9	168.9	244.6	347.9	476.2	投资资本周转天数	473	421	433	406	419
存货	64.6	57.0	70.9	96.8	120.3	投资回报率					
其他流动资产	222.2	250.4	339.3	586.3	725.9	ROE	31.1%	22.7%	23.3%	25.6%	25.3%
可供出售金融资产	58.9	72.4	80.0	90.0	100.0	ROA	30.2%	21.7%	22.4%	24.6%	24.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	81.6%	46.6%	44.4%	50.8%	46.2%
长期股权投资	161.4	184.0	188.8	185.3	186.0	费用率					
投资性房地产	-	17.4	-	-	-	销售费用率	2.9%	3.5%	3.3%	3.2%	3.1%
固定资产	179.6	215.8	336.3	436.1	525.8	管理费用率	12.6%	11.1%	11.0%	11.0%	11.0%
在建工程	18.2	116.1	70.4	52.2	60.9	财务费用率	-1.4%	-1.1%	-2.2%	-2.1%	-2.2%
无形资产	34.8	31.0	43.0	58.8	78.2	三费/营业收入	14.2%	13.4%	12.1%	12.1%	11.9%
其他非流动资产	49.9	7.3	1.4	-37.9	-92.4	偿债能力					
资产总额	1,736.1	2,216.7	2,800.9	3,584.0	4,558.2	资产负债率	2.9%	4.7%	3.9%	3.7%	3.3%
短期债务	-	-	-	-	-	负债权益比	3.0%	5.0%	4.1%	3.9%	3.4%
应付帐款	13.4	31.3	38.2	52.1	64.8	流动比率	26.30	16.22	21.45	25.15	29.80
应付票据	-	-	-	-	-	速动比率	24.87	15.60	20.72	24.28	28.83
其他流动负债	30.4	47.1	45.1	45.4	45.6	利息保障倍数	-68.38	-47.57	-25.05	-26.28	-25.76
长期借款	-	-	-	-	-	分红指标					
其他非流动负债	5.3	13.0	12.9	21.7	27.4	DPS(元)	0.14	0.17	0.21	0.29	0.37
负债总额	50.5	105.2	110.0	133.0	151.5	分红比率	12.1%	15.8%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东权益	61.6	71.4	70.1	68.3	66.1	股息收益率	0.3%	0.4%	0.4%	0.6%	0.8%
股本	380.7	380.7	456.8	456.8	456.8						
留存收益	1,243.3	1,659.6	2,164.0	2,925.8	3,883.8						
股东权益	1,685.6	2,111.5	2,691.0	3,450.9	4,406.7						

现金流量表

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	业绩和估值指标					
净利润	524.4	480.0	629.3	884.4	1,115.3	EPS(元)	1.15	1.05	1.38	1.94	2.44
加:折旧和摊销	18.3	20.9	22.2	31.3	40.6	BVPS(元)	3.55	4.47	5.74	7.40	9.50
资产减值准备	2.0	0.8	-	-	-	PE(X)	41.4	45.0	34.4	24.5	19.4
公允价值变动损失	2.8	-0.1	0.1	-	-	PB(X)	13.3	10.6	8.3	6.4	5.0
财务费用	0.3	-1.2	-27.6	-37.1	-47.8	P/FCF	144.0	160.8	68.1	89.4	38.3
投资损失	-223.3	-26.4	-30.0	-30.0	-30.0	P/S	34.7	21.5	17.3	12.3	9.8
少数股东损益	1.0	-1.0	-1.4	-1.9	-2.4	EV/EBITDA	19.7	25.5	29.0	20.4	15.8
营运资金的变动	-295.3	-46.5	-155.8	-455.7	-367.8	CAGR(%)	18.9%	32.4%	29.3%	24.1%	22.1%
经营活动产生现金流量	228.6	398.6	436.8	391.0	707.9	PEG	2.2	1.4	1.2	1.0	0.9
投资活动产生现金流量	-82.5	-248.4	-102.7	-115.0	-125.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-19.2	-62.6	93.1	-85.5	-109.5	REP					

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

吴永强、邹敏、陈宁浦分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
北京联系人	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

