

# 预期差导致股价大跌，但经营向好趋势明确

■ 预计贝科能2013年销量增长超30%，回收利润举措尚未体现在财务报表，2014年会逐步体现：双鹭药业公布业绩快报，实现收入11.6亿元，同比增15.35%。净利润5.86亿元，同比增21.76%，低于市场此前预期（25-30%）；

我们预计贝科能2013年全年实现销量增长超过30%，在产能不足和去年三季度医药行业反商业贿赂的政策背景下，贝科能实现这样的增长反映出很强的产品竞争力。由于2013年底开票地区增长超过高开地区（如福建），预计贝科能的收入增速小于量的增速。

同时，二线竞争性品种（竞争较激烈的品种），如胸腺五肽、白介素-2、立生素等，2012年度降价幅度较大，2013年销量增长被降价冲淡，预计整体表现不佳。两项因素叠加导致公司2013年表现收入增速不快。

我们认为于2013年十月初与代理商海南康永签订新的代理合同时，双方重新商谈了关于贝科能的利润分配，实质是向代理商回收利润。我们判断这些措施由于财务确认的原因，四季度尚未体现，将在2014年全年得以体现。

■ 预计子公司亏损拖累合并报表利润增速：我们预计母公司净利增长30%以上，加拿大子公司亏损3200万；新乡子公司亏损400-500万，大兴基地亏损300万。子公司亏损较2012年加大是公司业绩低于预期的重要原因。

■ 我们判断2013年是公司业绩速度的低点：子公司亏损+二线品种降价效应体现+贝科能提效未体现，2014年我们相对乐观，子公司扭亏+贝科能提效+销售加强+新产品获批：贝科能向代理商回收利润将于2014年体现，锁定利润增长。我们预计，即使不考虑量的增长，贝科能单品利润将增加30%。而在招标、进入地方医保的效应拉动下，贝科能销量稳健增长仍是大概率事件。

■ 风险提示：新产品获批慢于预期，医保控费等政策影响行业增速。

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	622.8	1,007.0	1,161.6	1,486.4	1,866.8
净利润	523.3	481.0	585.5	798.7	1,042.3
每股收益(元)	1.15	1.05	1.28	1.75	2.28
每股净资产(元)	3.55	4.47	5.66	7.16	9.12

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	41.4	45.0	32.3	23.6	18.1
市净率(倍)	13.3	10.6	8.3	6.4	5.0
净利润率	84.0%	47.8%	50.4%	53.7%	55.8%
净资产收益率	31.1%	22.7%	22.0%	23.9%	24.6%
股息收益率	0.3%	0.4%	0.4%	0.6%	0.8%
ROIC	81.6%	46.6%	41.1%	49.0%	52.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

12个月目标价

60.00元

股价(2014-02-28)

41.31元

交易数据

总市值(百万元) 18,872.06

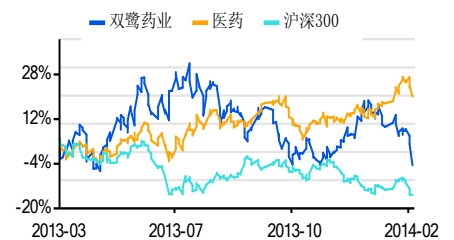
流通市值(百万元) 15,492.45

总股本(百万股) 456.84

流通股本(百万股) 375.03

12个月价格区间 41.31/71.67元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-20.20	-3.30	-5.84
绝对收益	-21.27	-13.96	-24.33

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

三季度控货增速略缓，明年高增长确定 2013-10-28

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

2014 年子公司迎来经营拐点：我们预计 1) 加拿大子公司近几个月有望获得 23 价肺炎疫苗的临床批件，根据会计准则，相关研发费用开始资本化，同时通过生产认证后将开展 CMO 业务，此外该子公司有望获加拿大政府给予的研发费用 15% 的补贴，预计加拿大子公司今年实现盈亏平衡；2) 福尔生物复产，狂犬疫苗下半年销售将为公司带来收益；3) 参股公司有望近期获批注射用透明质酸；4) 子公司股权处置有望带来大额投资收益。

2014 年批量品种已在申报生产，未来两年产品线将获大幅充实，其中依诺肝素钠、扶济复凝胶有望于上半年获批生产；达沙替尼在走报生产的绿色通道，来那度胺将报生产、谷胱甘肽、腺苷蛋氨酸、甲磺酸伊马替尼等有望下半年获批生产。这些含金量较高的新药，获批后有望通过代理制营销，借各地招标之势，快速铺向市场。

2013 年底公司新增销售力量，着力开拓空白区域，2014 年营销改善将见成果。新增的销售力量同时带入代理商资源，着力开拓空白区域，带来销售增量。同时新销售力量对公司原有的销售团队构成激励，预计销售力度的加强将力促二级品种恢复快增长。

■ **投资建议：**考虑上述因素，我们预计公司 2014 年将实现超 35% 的增长。2015 年，新药将带来业绩增量，贝科能提效效应分步体现，仍将是快速增长的年份。当前市场的恐慌，正是逐步介入双鹭的上好时机。

我们调整 2014-15 年 EPS 为 1.75、2.28 元（原预测为 1.94、2.44 元，下调 10.86% 与 7.02%），维持买入-A 的投资评级，下调 12 个月目标价为 60 元（原目标价 72 元），相当于 2014 年 34XPE。

## 财务报表预测和估值数据汇总(2014年02月28日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>622.8</b>	<b>1,007.0</b>	<b>1,161.6</b>	<b>1,486.4</b>	<b>1,866.8</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	153.1	330.3	344.0	409.9	497.7	营业收入增长率	36.0%	61.7%	15.3%	28.0%	25.6%
营业税费	7.0	12.5	14.4	18.4	23.1	营业利润增长率	110.6%	-6.4%	21.7%	36.2%	30.3%
销售费用	18.0	34.8	38.9	47.6	57.9	净利润增长率	91.9%	-8.1%	21.7%	36.4%	30.5%
管理费用	78.6	111.6	127.8	148.6	168.0	EBITDA 增长率	109.0%	-6.3%	18.6%	35.8%	30.0%
财务费用	-8.5	-11.4	-28.7	-42.8	-58.5	EBIT 增长率	113.0%	-7.0%	18.9%	35.6%	30.0%
资产减值损失	2.0	0.8	-	-	-	NOPLAT 增长率	91.6%	-9.2%	18.6%	35.8%	30.1%
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%	13.8%	21.1%	20.2%
投资和汇兑收益	223.3	26.4	10.0	15.0	20.0	净资产增长率	39.2%	25.3%	25.7%	25.9%	26.8%
<b>营业利润</b>	<b>593.0</b>	<b>555.1</b>	<b>675.3</b>	<b>919.7</b>	<b>1,198.6</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	11.4	5.2	12.0	18.0	25.0	毛利率	75.4%	67.2%	70.4%	72.4%	73.3%
<b>利润总额</b>	<b>604.5</b>	<b>560.3</b>	<b>687.3</b>	<b>937.7</b>	<b>1,223.6</b>	营业利润率	95.2%	55.1%	58.1%	61.9%	64.2%
减:所得税	80.1	80.4	103.1	140.7	183.5	净利率	84.0%	47.8%	50.4%	53.7%	55.8%
<b>净利润</b>	<b>523.3</b>	<b>481.0</b>	<b>585.5</b>	<b>798.7</b>	<b>1,042.3</b>	EBITDA/营业收入	96.7%	56.0%	57.6%	61.1%	63.2%
						EBIT/营业收入	93.9%	54.0%	55.7%	59.0%	61.1%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	固定资产周转天数	104	71	86	94	93
货币资金	572.8	660.9	1,134.5	1,541.7	2,113.9	流动营业资本周转天数	233	232	251	243	242
交易性金融资产	8.8	8.9	9.0	9.0	9.0	流动资产周转天数	565	480	546	566	590
应收账款	211.4	289.0	321.4	411.3	516.6	应收账款周转天数	101	87	92	88	89
应收票据	3.6	60.7	6.4	12.2	20.5	存货周转天数	27	22	18	16	16
预付帐款	105.9	168.9	234.3	312.2	406.7	总资产周转天数	863	707	771	753	754
存货	64.6	57.0	61.3	73.0	88.6	投资资本周转天数	473	421	448	412	396
其他流动资产	222.2	250.4	262.7	288.7	319.1	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	58.9	72.4	80.0	90.0	100.0	ROE	31.1%	22.7%	22.0%	23.9%	24.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	30.2%	21.7%	21.2%	23.0%	23.8%
长期股权投资	161.4	184.0	188.8	185.3	186.0	ROIC	81.6%	46.6%	41.1%	49.0%	52.7%
投资性房地产	-	17.4	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	179.6	215.8	336.3	436.1	525.8	销售费用率	2.9%	3.5%	3.4%	3.2%	3.1%
在建工程	18.2	116.1	70.4	52.2	60.9	管理费用率	12.6%	11.1%	11.0%	10.0%	9.0%
无形资产	34.8	31.0	43.0	58.8	78.2	财务费用率	-1.4%	-1.1%	-2.5%	-2.9%	-3.1%
其他非流动资产	49.9	7.3	10.6	-12.3	-59.9	三费/营业收入	14.2%	13.4%	11.9%	10.3%	9.0%
<b>资产总额</b>	<b>1,736.1</b>	<b>2,216.7</b>	<b>2,758.6</b>	<b>3,458.2</b>	<b>4,365.3</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	2.9%	4.7%	3.8%	3.4%	3.0%
应付帐款	13.4	31.3	33.0	39.3	47.7	负债权益比	3.0%	5.0%	3.9%	3.5%	3.1%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	26.30	16.22	22.10	26.89	32.44
其他流动负债	30.4	47.1	45.1	45.4	45.6	速动比率	24.87	15.60	21.43	26.15	31.61
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-68.38	-47.57	-22.51	-20.48	-19.49
其他非流动负债	5.3	13.0	12.9	18.6	23.3	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>50.5</b>	<b>105.2</b>	<b>104.8</b>	<b>117.0</b>	<b>130.4</b>	DPS(元)			0.19	0.26	0.34
<b>少数股东权益</b>	<b>61.6</b>	<b>71.4</b>	<b>70.2</b>	<b>68.6</b>	<b>66.5</b>	分红比率	12.1%	15.8%	15.0%	15.0%	15.0%
股本	380.7	380.7	456.8	456.8	456.8	股息收益率					
留存收益	1,243.3	1,659.6	2,126.8	2,815.7	3,711.6						
<b>股东权益</b>	<b>1,685.6</b>	<b>2,111.5</b>	<b>2,653.9</b>	<b>3,341.2</b>	<b>4,234.9</b>						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	524.4	480.0	585.5	798.7	1,042.3	EPS(元)			1.28	1.75	2.28
加:折旧和摊销	18.3	20.9	22.2	31.3	40.6	BVPS(元)			5.66	7.16	9.12
资产减值准备	2.0	0.8	-	-	-	PE(X)					
公允价值变动损失	2.8	-0.1	0.1	-	-	PB(X)					
财务费用	0.3	-1.2	-28.7	-42.8	-58.5	P/FCF					
投资损失	-223.3	-26.4	-10.0	-15.0	-20.0	P/S					
少数股东损益	1.0	-1.0	-1.3	-1.7	-2.2	EV/EBITDA	19.7	25.5			
营运资金的变动	-295.3	-46.5	-47.6	-169.8	-206.6	CAGR(%)	15.0%	29.4%	30.1%	27.1%	23.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>228.6</b>	<b>398.6</b>	<b>520.1</b>	<b>600.7</b>	<b>795.6</b>	PEG					
投资活动产生现金流量	-82.5	-248.4	-122.7	-130.0	-135.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-19.2	-62.6	100.8	-67.0	-87.8	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	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
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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

