

2014年08月14日

证券研究报告·公司研究·医药生物

买入(维持)

当前价: 13.58元



双成药业(002693)2014年中报点评

第三季度或将告别负增长

投资要点

- 事件:** 2014年上半年营业收入、扣非净利润分别约为0.7亿元、0.2亿元,同比增长为2.0%、-22.5%。第二季度公司营业收入、扣非后净利润分别约为0.5亿元、0.17亿元,同比上升9.3%、-15.0%。14年上半年基本每股收益为-0.1元,同比增长-41.2%。
- 财务状况:** (1)上半年营业收入增长2%,相对去年同期增速有所放缓。其主要是第一季度冻干粉针二车间技术改造导致产能受限,使得上半年冻干产品(胸腺法新为主)销售收入下滑约5.11%。但目前二车间技改已经完成,已使用超募资金建设冻干生产第四车间,公司营业收入在第四车间通过新版GMP建设后可能恢复较快增长;(2)期间内扣非净利润增速远低于营业收入增速,原因有两点:其一是高毛利的多肽产品收入下滑,再加上人工成本、水电费用增加等,导致公司整体毛利率下降约6.7个百分点;其二是期间费用率上升5.5个百分点,其中销售费用增长43.6%是由于上半年对市场开发的投入费用增加;(3)净利润增速与扣非后净利润增速相差约10个百分点,主要是期间内投资收益同比增长约50%;(4)如果从单季度来看,第二季度营业收入、扣非净利润分别环比增长104.3%、466.7%,单季度呈现增长加速状态,主要原因是第二车间技改完成,且已恢复生产,第二季度公司营业收入增长已进入正常化。
- 胸腺法新产品质量已经达到或超过原研。**公司与美国Ambiopharm, Inc.等国外先进多肽原料药生产企业合作进展顺利,生产工艺技术也在转移的过程中。其中原料药生产已经通过FDA的cGMP审核、多肽原料药中间体已经对外出口;胸腺法新按照欧盟标准进行再研究,提升质量标准,实现质量标准高于《中国药典(2010版)》标准,达到或超过原研药品标准,为向欧盟等发达国家注册申请做准备。
- 估值分析与投资策略。**我们认为:公司14年业绩增速有所放缓,但只是短期现象。公司未来增长动力主要来自于胸腺法新在进口替代、科室拓展方面的新进展。且随着冻干产能问题逐渐解决,胸腺法新在老厂房技改完成及新项目建设完成后可维持增长。与宁波杭州湾新区建委签订协议,投资建设肿瘤项目,想象空间较大。且在研品种中如盐酸美金刚胶囊及艾塞那肽陆续上市及外延式扩张等均作为股价催化剂。我们预计14年、15年、16年EPS为0.27元、0.34元、0.53元,对应市盈率为50倍、40倍、26倍,维持“买入”评级。
- 风险提示:** 1)老产品挖潜进展低于预期;2)新产品上市进展低于预期;3)项目建设进展低于预期。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	149.60	161.07	201.94	308.12
增长率	15.38%	7.67%	25.37%	52.58%
归属母公司净利润(百万元)	66.77	72.63	91.98	142.76
增长率	-1.80%	8.78%	26.64%	55.20%
每股收益EPS(元)	0.25	0.27	0.34	0.53
净资产收益率ROE	7.67%	7.83%	9.19%	12.82%
PE	54	50	40	26
PB	3.46	3.24	3.01	2.70

数据来源:西南证券

西南证券研究发展中心

分析师:朱国广

执业证号:S1250513070001

电话:023-63812537

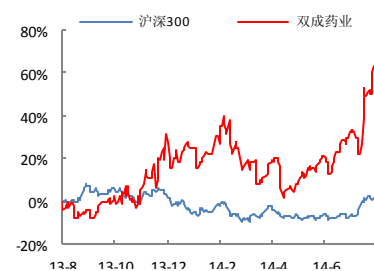
邮箱:zhugg@swsc.com.cn

研究助理:何治力

电话:023-67898264

邮箱:hzi@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源:西南证券

基础数据

总股本(亿股)	2.7
流通A股(亿股)	1.34
52周内股价区间(元)	7.55-14.25
总市值(亿元)	36.67
总资产(亿元)	9.13
每股净资产(元)	4.87

相关研究

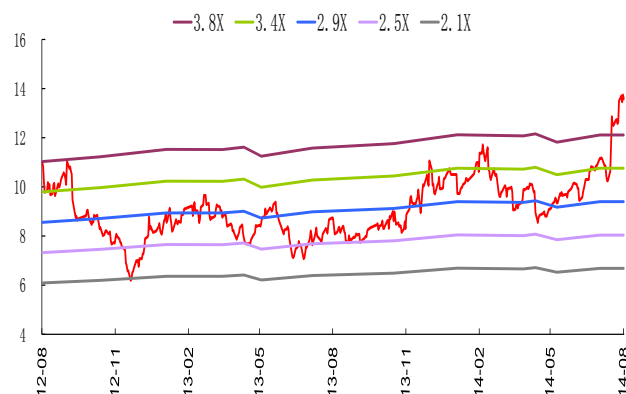
1. 双成药业(002693):签订抗肿瘤建设项目,迈入蓝海 (2014-07-30)

图 1：公司 PE-Band 分布



数据来源：Wind, 西南证券

图 2：PB-Band 分布



数据来源：Wind, 西南证券

财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	340.33	438.90	484.67	601.53
应收和预付款项	63.14	48.50	84.30	101.17
存货	30.62	19.82	39.21	40.78
其他流动资产	220.00	220.00	220.00	220.00
长期股权投资	0.00	10.00	20.00	30.00
投资性房地产	3.09	2.74	2.39	2.04
固定资产和在建工程	219.59	195.14	170.69	146.25
无形资产和开发支出	33.53	29.51	25.50	21.48
其他非流动资产	1.32	0.66	0.00	0.00
资产总计	911.62	965.27	1046.76	1163.24
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	17.30	13.54	22.33	25.99
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	28.11	28.11	28.11	28.11
负债合计	45.41	41.65	50.44	54.10
股本	180.00	180.00	180.00	180.00
资本公积	511.53	511.53	511.53	511.53
留存收益	179.09	236.50	309.20	422.02
归属母公司股东权益	870.62	928.03	1000.72	1113.55
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	870.62	928.03	1000.72	1113.55
负债和股东权益合计	916.03	969.68	1051.17	1167.65

数据来源：西南证券

利润表	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	149.60	161.07	201.94	308.12
减：营业成本	52.77	58.98	69.03	93.54
营业税金及附加	1.91	2.06	2.58	3.94
营业费用	11.46	11.92	16.16	24.65
管理费用	28.59	27.38	32.31	46.22
财务费用	-7.85	-8.77	-10.39	-12.22
资产减值损失	-0.02	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	12.40	10.00	10.00	10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	75.15	79.50	102.26	161.99
加：其他非经营损益	3.48	4.19	4.19	4.19
利润总额	78.63	83.69	106.45	166.19
减：所得税	11.86	11.05	14.47	23.43
净利润	66.77	72.63	91.98	142.76
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	66.77	72.63	91.98	142.76
现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	56.46	101.47	51.11	131.01
投资性现金净流量	-111.66	3.56	3.56	3.56
筹资性现金净流量	-44.00	-6.46	-8.90	-17.71
现金流量净额	-99.18	98.57	45.78	116.86

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：（023）63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：（010）57631234
邮箱：research@swsc.com.cn