

双鹭药业（002038）中报点评：子公司情况向好，下半年业绩有望加速

评级 增持 首次

公司事件点评

太平洋证券股份有限公司

经营证券业务许可 Z32253000

已获业务资格：证券投资咨询

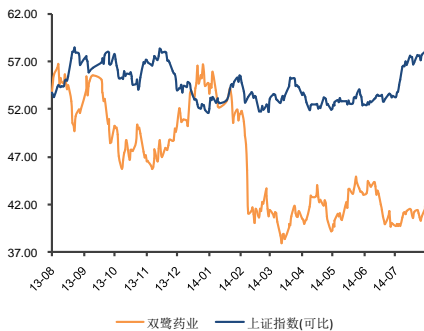
研究员：景莹

电话：010-88321902

Email: jingying@tpvzq.com.cn

执业证书编号：S0070513070001

走势比较



相关报告

- ◆ **上半年业绩平稳,下半年有望加速:**公司 2014 年上半年实现销售收入 5.87 亿元,同比增长 7.81%, 归属母公司净利润 3.57 亿元,同比增长 22.74%, 扣非后净利润为 3.36 亿元,同比增长 23.29%。公司实现 EPS0.78 元。公司同时公告了前三季度归属上市股东净利润同比增长 20%-40%。
- ◆ **受产能影响,主打产品贝克能、三氧化二砷增速下滑:**上半年因原针剂车间改造影响,八大处、昌平基地原针剂车间进行新版 GMP 改造和认证,有部分品种由八大处向昌平基地转移。公司产品基地转换给药品生产带来了一定的影响。由此带来 2 季度库存不足导致贝克能、三氧化二砷增速下滑,目前八大处和昌平生产基地的新版 GMP 已经完成,将于近期恢复生产,贝克能和三氧化二砷下半年增速有望回升。
- ◆ **二线产品增速加快:**今年以来二线品种增长明显,扶济复、胸腺五肽、白介素-2, 白介素-11、立生素等均保持 20% 以上的快速增长。下半年预计此态势仍将持续。替莫唑胺、杏灵滴丸主要看招标进展,随着招标的推进,有望快速上量。
- ◆ **在研产品情况:**在研产品公司今年扶济复凝胶、腺苷蛋氨酸、氨基葡萄糖、依诺肝素钠、谷胱甘肽等品种将陆续上市。三氧化二砷正在申报肺癌适应症,可能于 16 年获批,获批后有望快速增大销售量。重磅品种达沙替尼有望于 2015 年上市,来那度胺正在申报生产。随着更多具有市场潜力的新品种上市,有望改善公司产品贝克能一支独大的现状。
- ◆ **子公司情况好转:**2013 年子公司大多处于投入阶段,拖低了整体业绩。今年加拿大子公司已经获得生产许可,上半年有一些委托加工订单,目前已经实现盈利。
- ◆ **给予“增持”评级:**公司有多个二三线品种和待上市品种,其中白介素-2、白介素-11、扶济复、胸腺五肽等产品在销售改革后增长迅速,来那度胺和达沙替尼具有巨大潜力,公司的子公司卡文迪许研发实力雄厚,有多个产品在研。公司的子公司情况正在好转。我们预计 14-16 年 EPS 为 1.64、2.03、2.61 元。首次给予“增持”评级。
- ◆ **风险提示:**医保控费对公司销售模式冲击超出预期,新药报批进展的延后。

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2012年	2013年	2014E	2015E	2016E	会计年度	2012年	2013年	2014E	2015E	2016E
流动资产	1,496	1,726	1,833	2,669	3,790	营业收入	1,007	1,162	1,466	1,842	2,395
现金	661	763	802	1,572	2,111	营业成本	330	379	454	571	742
应收账款	275	448	582	437	903	营业税金及附加	12	14	18	22	29
其它应收款	14	14	19	23	30	营业费用	35	31	39	37	48
预付账款	169	83	261	420	467	管理费用	112	130	161	203	263
存货	57	111	120	156	201	财务费用	(11)	(13)	(3)	(6)	(9)
其他	320	308	48	61	78	资产减值损失	1	4	2	3	3
非流动资产	721	986	650	671	674	公允价值变动收益	0	(0)	(1)	(0)	(0)
长期投资	184	218	154	155	154	投资净收益	26	39	65	50	53
固定资产	216	305	187	178	164	营业利润	555	655	857	1,062	1,371
无形资产	31	76	55	77	102	营业外收入	5	19	19	19	19
其他	290	387	253	261	254	营业外支出	0	0	0	0	0
资产总计	2,217	2,712	2,483	3,340	4,464	利润总额	560	674	876	1,081	1,390
流动负债	92	104	99	112	131	所得税	80	102	131	162	209
短期借款	-	-	-	-	-	净利润	480	572	743	919	1,182
应付账款	27	34	46	54	71	少数股东损益	(1)	(5)	(5)	(7)	(9)
其他	65	69	53	58	59	归属母公司净利润	481	577	749	926	1,191
非流动负债	13	20	15	16	16	EBITDA	565	664	875	1,078	1,385
长期借款	-	-	-	-	-	EPS (元)	1.26	1.26	1.64	2.03	2.61
其他	13	20	15	16	16	主要财务比率					
负债合计	105	123	114	128	147	会计年度	2012年	2013年	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	71	23	56	49	40	成长能力					
股本	381	457	457	457	457	营业收入	61.7%	15.4%	26.2%	25.6%	30.0%
资本公积	(8)	41	-	-	-	营业利润	-6.4%	17.9%	31.0%	23.8%	29.1%
留存收益	1,668	2,074	1,936	2,787	3,901	归属于母公司净利润	-8.1%	20.0%	29.8%	23.6%	28.6%
归属母公司股东权益	2,040	2,566	2,389	3,239	4,352	盈利能力					
负债和股东权益	2,217	2,712	2,559	3,416	4,540	毛利率	67.2%	67.4%	69.0%	69.0%	69.0%
						期间费用率	12.8%	13.4%	12.7%	12.6%	12.8%
现金流量表						净利率	47.8%	49.7%	51.1%	50.3%	49.7%
						ROE	23.6%	22.5%	31.4%	28.6%	27.4%
						ROIC	49.2%	48.3%	68.2%	80.6%	72.5%
会计年度	2012年	2013年	2014E	2015E	2016E	偿债能力					
经营活动现金流	94	(7)	279	830	576	资产负债率	4.7%	4.5%	4.4%	3.7%	3.2%
净利润	480	572	743	919	1,182	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
折旧摊销	21	22	21	22	23	流动比率	16.22	16.67	18.55	23.92	28.99
财务费用	(11)	(13)	(3)	(6)	(9)	速动比率	15.60	15.60	17.34	22.52	27.45
投资损失	(26)	(39)	(65)	(50)	(53)	营运能力					
营运资金变动	(419)	(53)	(419)	(53)	(562)	总资产周转率	0.51	0.47	0.56	0.63	0.61
其它	50	(497)	2	(3)	(4)	应收账款周转率	4.15	3.22	2.85	3.61	3.58
投资活动现金流	(101)	2	3	10	30	应付账款周转率	18.02	12.40	11.34	11.42	11.87
资本支出	11	(6)	11	(6)	(1)	每股指标 (元)					
长期投资	46	14	46	14	(6)	EPS	1.05	1.26	1.64	2.03	2.61
其他	(44)	9	61	17	24	每股经营现金流	0.87	0.76	0.00	0.10	0.13
筹资活动现金流	(53)	43	(53)	(69)	(68)	每股净资产	4.47	5.62	5.23	7.09	9.53
短期借款	-	-	-	-	-	估值比率					
长期借款	-	-	-	-	-	P/E	31.2	31.2	24.1	19.5	15.1
普通股增加	-	76	-	-	-	P/B	7.36	7.02	7.54	5.56	4.14
资本公积增加	11	49	20	-	-	EV/EBITDA	30.6	26.0	19.7	16.0	12.5
其他	(65)	(82)	(73)	(69)	(68)						
现金净增加额	(61)	37	229	771	539						

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5% 与 5% 之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远 企业号 D 座

电话：(8610) 88321528

传真：(8610) 88321566

重要声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对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