

双鹭药业 (002038)

业绩受产能影响，新品种曙光初现

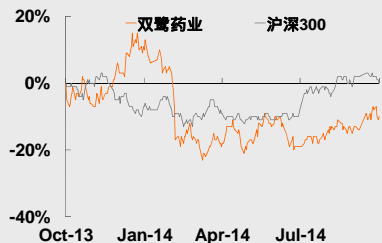
推荐 (维持)

现价：42.8 元

主要数据

行业	平安生物医药
公司网址	www.slpharm.com.cn
大股东/持股	徐明波/22.54%
实际控制人/持股	徐明波/22.54%
总股本(百万股)	457
流通 A 股(百万股)	377
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	195.53
流通 A 股市值(亿元)	161.56
每股净资产(元)	6.55
资产负债率(%)	3.7

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

邹敏 投资咨询资格编号
S1450511080003
Zoumin787@pingan.com.cn

叶寅 投资咨询资格编号
S1450513100001
yeyin757@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项：公司公布三季报，前三季度实现收入 8.97 亿元，同比增长 8.15%，实现净利润 5.31 亿元，同比增长 20.48%，扣非后净利润 4.93 亿元，同比增长 17.93%，EPS 为 1.16 元。第三季度单季实现收入 3.10 亿元，同比增长 8.79%，实现净利润 1.74 亿元，同比增长 16.58%，扣非后净利润 1.57 亿元，同比增长 7.92%，EPS 为 0.38 元。业绩基本符合预期，经营性现金流为 3.74 亿元。

平安观点：

■ 贝科能受停产影响，二线品种增速提升

7 月份公司两大生产基地同时处于停产状态（每年七月昌平园区停汽，以往有八大处加紧生产，今年八大处 GMP 改造，7 月份两边都处于停产状态），昌平基地产能有限且生产品种较多协调难度大。受这些因素影响，贝科能增长约 5%，但终端数据显示，上半年贝科能增长 13%，明显好于 2013 年全年 4.6% 的水平，预示未来贝科能销售额的增速有望回升。随着大兴生产基地建设完工后投产，公司产能瓶颈有望彻底解除。二线生物制品普遍增速较快，胸腺五肽、扶济复和白介素-2 增速约为 30%，立生素增长 25%，白介素-11 增长 24%。公司引入新的营销队伍，鲑鱼效应激活营销效率提升，预计二线品种将维持较高的增速。

■ 在研品种丰富，长期前景光明

挑战专利的来那度胺仍有望成为首家获批的国内企业，未来在专利药经营模式上或有创新。除此以外，公司还有众多重磅储备品种，包括达沙替尼、扶济复凝胶、长效立生素、长效干扰素、伊马替尼、依诺肝素、替诺福韦、泊马度胺、阿哌沙班、依普利酮以及子公司的疫苗单抗糖尿病药物等。其中泊马度胺作为来那度胺的升级产品，去年由 Celgene 在美国上市，阿哌沙班是新型口服抗凝药，这些品种的申报反映了公司研发的前瞻性和及时性。另外，已经上市的替莫唑胺、杏林滴丸和利塞膦酸也均具备大品种的潜质。蒙博润注射级透明质酸钠上半年拿到生产批文，公司借此进入美容产业。

■ 费用控制良好，盈利能力提升

受益于贝科能回收利润，前三季度毛利率达到 72.31%，同比提升 4.28pp，销售费用率 2.12% 略增 0.05pp，而管理费用率则下降 1.40pp 至 7.73%，因此净利率提升 6.27pp 至 59.17%，整体来看盈利能力有所提高。

■ 维持“推荐”评级，目标价 55 元

公司近两年将受益于贝科能的提价增利效应，营销改革唤醒二线产品重燃增长，储备品种丰富，经营明确向好。预计 2014-16 年 EPS 为 1.60、2.02 和 2.55 元（原预测 1.65、2.14 和 2.70 元），维持“推荐”评级，目标价 55 元相当于 2015 年 27 倍 PE。

■ 风险提示：新产品获批晚于预期风险，医保控费风险。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1007	1162	1279	1563	1913
YoY(%)	61.7	15.4	10.1	22.2	22.4
净利润(百万元)	481	577	731	921	1164
YoY(%)	-8.1	20.0	26.5	26.1	26.4
毛利率(%)	67.2	67.4	73.2	75.0	77.2
净利率(%)	47.8	49.7	57.1	58.9	60.8
ROE(%)	22.7	22.1	22.7	23.1	23.5
EPS(摊薄/元)	1.05	1.26	1.60	2.02	2.55
P/E(倍)	42.1	35.1	27.7	22.0	17.4
P/B(倍)	9.9	7.9	6.4	5.1	4.1

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	1496	1726	2274	2950	3817
现金	661	763	1074	1621	2195
应收账款	289	461	605	698	896
其他应收款	61	25	81	49	110
预付账款	169	83	146	115	176
存货	57	111	60	135	83
其他流动资产	316	393	368	468	440
非流动资产	721	986	1062	1170	1279
长期投资	184	218	218	218	218
固定资产	216	305	385	466	546
无形资产	108	184	194	208	227
其他非流动资产	213	279	265	278	289
资产总计	2217	2712	3336	4121	5097
流动负债	92	104	108	131	139
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	27	34	23	42	31
其他流动负债	65	69	85	89	109
非流动负债	13	20	25	30	35
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	13	20	25	30	35
负债合计	105	123	133	161	174
少数股东权益	71	23	21	17	10
股本	381	457	457	457	457
资本公积	-8	41	43	43	43
留存收益	1668	2074	2682	3443	4412
归属母公司股东	2040	2566	3182	3943	4912
负债和股东权益	2217	2712	3336	4121	5097

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	399	347	510	787	848
净利润	480	572	731	921	1164
折旧摊销	21	23	28	37	46
财务费用	-1	0	-17	-24	-34
投资损失	-26	-39	-30	-30	-30
营运资金变动	-24	-306	-202	-111	-290
其他经营现金流	-50	98	-1	-5	-7
投资活动现金流	-248	-150	-101	-104	-114
资本支出	-29	-77	-125	-135	-145
长期投资	-23	-34	0	0	0
其他投资现金流	-197	-40	24	31	31
筹资活动现金流	-63	-95	-97	-136	-159
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	76	0	0	0
资本公积增加	11	43	8	0	0
其他筹资现金流	-74	-214	-106	-136	-159
现金净增加额	88	102	311	546	574

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1007	1162	1279	1563	1913
营业成本	330	379	343	391	436
营业税金及附加	12	14	15	19	23
营业费用	35	31	28	34	42
管理费用	112	130	102	123	149
财务费用	-11	-13	-17	-24	-34
资产减值损失	1	4	2	3	3
公允价值变动收益	0	0	2	0	0
投资净收益	26	39	30	30	30
营业利润	555	655	837	1047	1323
营业外收入	5	19	20	25	30
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	560	674	857	1072	1353
所得税	80	102	129	155	196
净利润	480	572	728	917	1157
少数股东损益	-1	-5	-2	-5	-7
归属母公司净利润	481	577	731	921	1164
EBITDA	564	664	848	1059	1335
EPS (元)	1.05	1.26	1.60	2.02	2.55

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力					
营业收入(%)	61.7	15.4	10.1	22.2	22.4
营业利润(%)	-6.4	17.9	27.8	25.1	26.4
归属于母公司净利润(%)	-8.1	20.0	26.5	26.1	26.4
获利能力					
毛利率(%)	67.2	67.4	73.2	75.0	77.2
净利率(%)	47.8	49.7	57.1	58.9	60.8
ROE(%)	22.7	22.1	22.7	23.1	23.5
ROIC(%)	46.8	40.5	43.7	45.6	52.0
偿债能力					
资产负债率(%)	4.7	4.5	4.0	3.9	3.4
净负债比率(%)	-24.7	-21.5	-20.0	-23.8	-29.7
流动比率	16.2	16.7	21.1	22.5	27.4
速动比率	15.6	15.6	20.6	21.4	26.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	4.0	3.1	2.4	2.4	2.4
应付账款周转率	54.9	38.0	44.8	48.0	52.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.05	1.26	1.60	2.02	2.55
每股经营现金流(最新摊薄)	1.05	0.76	1.12	1.72	1.86
每股净资产(最新摊薄)	4.5	5.6	7.0	8.6	10.8
估值比率					
P/E	42.1	35.1	27.7	22.0	17.4
P/B	9.9	7.9	6.4	5.1	4.1
EV/EBITDA	25.5	33.3	22.4	17.4	13.4

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	