

**证券研究报告—动态报告/公司快评**
**医药保健**
**制药与生物**
**双鹭药业 (002038)**
**重大事件快评**
**推荐**

(维持评级)

2014年11月07日

# 扶济复凝胶获批，助力长期发展

**证券分析师：张其立**

0755-82139908

zhangqil@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514070004

**证券分析师：贺平鸽**

0755-82133396

hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120026

## 事项：

双鹭药业公告：公司申请的治疗用生物制品新药重组人碱性成纤维细胞生长因子凝胶(扶济复凝胶)获得国家食品药品监督管理总局的生产许可(药品注册批件国药准字 S20140009)。

## 评论：

### ■ 扶济复凝胶使用方便、适应症广，如进国家医保，有望成重磅品种

扶济复凝胶具备成为重磅品种的潜力：①适应症广：适应症为促进创面愈合，可用于烧伤创面(包括浅Ⅱ度、深Ⅱ度、肉芽创面)、慢性创面(包括慢性肉芽创面、溃疡和褥疮等)。②使用方便：扶济复凝胶是一类新药外用重组人碱性成纤维细胞生长因子的新剂型，在各类创伤和微创面修复上具有良好的市场前景，公司已有扶济复粉针剂型，但是使用过程明显没有凝胶剂型方便。③我们预计扶济复凝胶定价较高，如果能够进入国家医保目录，将打开未来成长空间。

### ■ 全年看预计贝科能销售平稳，欧宁与基因工程产品约 30%增速

①贝科能、三氧化二砷7月份生产尚未转移成功，昌平园区停气，前三季度贝科能持平、持平略有增长，三氧化二砷下滑50%，随着产能恢复，增速有望加快；②公司自有产品总体销售正常，欧宁、基因工程产品尤其突出：欧宁增速接近30%，基因工程产品30%增长，阿德福韦酯有所下降，雷宁略有增长。

### ■ 近期一系列仿制药申报生产

①蒙博润的玻尿酸已正式面世，质量媲美瑞蓝，后续还将开发新款系列产品；②依诺肝素钠注射液、伊马替尼片、达沙替尼片已报产，10月底来那度胺原料药、还原型谷胱甘肽肠溶胶囊、注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸等也申报生产，我们认为这些产品均有成为大品种的条件，我们预计来那度胺制剂四季度也有望报产。

### ■ 风险提示

贝科能、欧宁等大品种医保控费受影响的风险；扶济复凝胶等新药不能如期获批的风向；三氧化二砷等新进国家基药品种招标缓慢的风险。

### ■ 长期前景好，维持“推荐”评级

我们认为公司储备产品丰富，前三季度贝科能受产能转移影响，四季度收入增速有望加快。我们预计公司14-16年EPS为1.53/1.87/2.25元(13年EPS 1.26元)，对应PE分别为28/23/19x，维持“推荐”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	763	1648	1940	2456
应收款项	487	497	600	722
存货净额	111	130	155	185
其他流动资产	359	432	522	627
<b>流动资产合计</b>	<b>1726</b>	<b>2712</b>	<b>3224</b>	<b>3997</b>
固定资产	359	457	577	684
无形资产及其他	76	74	72	70
投资性房地产	333	333	333	333
长期股权投资	218	218	218	218
<b>资产总计</b>	<b>2712</b>	<b>3795</b>	<b>4423</b>	<b>5301</b>
短期借款及交易性金融负债	0	500	300	200
应付款项	36	30	35	42
其他流动负债	67	74	88	105
<b>流动负债合计</b>	<b>104</b>	<b>604</b>	<b>424</b>	<b>347</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	20	20	120	220
<b>长期负债合计</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>120</b>	<b>220</b>
<b>负债合计</b>	<b>123</b>	<b>623</b>	<b>543</b>	<b>567</b>
少数股东权益	23	18	11	3
股东权益	2566	3154	3868	4731
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2712</b>	<b>3795</b>	<b>4423</b>	<b>5301</b>

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	1.26	1.51	1.84	2.22
每股红利	0.21	0.23	0.28	0.33
每股净资产	5.62	6.90	8.47	10.36
ROIC	24%	29%	37%	41%
ROE	23%	22%	22%	21%
毛利率	67%	67%	68%	68%
EBIT Margin	52%	54%	55%	55%
EBITDA Margin	54%	57%	58%	58%
收入增长	15%	24%	21%	20%
净利润增长率	20%	20%	22%	21%
资产负债率	5%	17%	13%	11%
息率	0%	1%	1%	1%
P/E	33.4	27.9	22.9	19.0
P/B	7.5	6.1	5.0	4.1
EV/EBITDA	30.8	24.2	19.8	16.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>1162</b>	<b>1439</b>	<b>1739</b>	<b>2091</b>
营业成本	379	469	564	673
营业税金及附加	14	17	21	25
销售费用	31	29	35	42
管理费用	130	141	165	191
财务费用	(13)	(6)	(7)	(20)
投资收益	39	3	3	3
资产减值及公允价值变动	(5)	15	15	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	655	806	980	1183
营业外净收支	19	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>674</b>	<b>806</b>	<b>980</b>	<b>1183</b>
所得税费用	102	121	147	177
少数股东损益	(5)	(6)	(8)	(9)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>577</b>	<b>692</b>	<b>841</b>	<b>1015</b>

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>净利润</b>	<b>577</b>	<b>692</b>	<b>841</b>	<b>1015</b>
资产减值准备	4	2	1	1
折旧摊销	23	39	48	58
公允价值变动损失	5	(15)	(15)	0
财务费用	(13)	(6)	(7)	(20)
营运资本变动	(268)	(99)	(98)	(132)
其它	(8)	(7)	(8)	(9)
<b>经营活动现金流</b>	<b>332</b>	<b>611</b>	<b>770</b>	<b>933</b>
资本开支	(45)	(122)	(152)	(164)
其它投资现金流	3	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(77)</b>	<b>(122)</b>	<b>(152)</b>	<b>(164)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(95)	(104)	(126)	(152)
其它融资现金流	37	500	(200)	(100)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(154)</b>	<b>396</b>	<b>(326)</b>	<b>(252)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>102</b>	<b>885</b>	<b>292</b>	<b>517</b>
货币资金的期初余额	661	763	1648	1940
货币资金的期末余额	763	1648	1940	2456
企业自由现金流	226	483	611	747
权益自由现金流	262	988	416	665

## 相关研究报告:

- 《双鹭药业-002038-2014年三季报点评: 业绩略低于预期, 期待新药进展》 —— 2014-10-24
- 《双鹭药业-002038-2014年半年报点评: 业绩略低于预期, 下半年有望加速》 —— 2014-08-20
- 《双鹭药业-002038-2013年报及2014一季报点评: 开局良好, 建议买入》 —— 2014-04-27
- 《双鹭药业-002038-2013年业绩快报点评: 长期价值不变, 恐慌中布局》 —— 2014-03-03
- 《双鹭药业-002038-买点再现》 —— 2013-12-10

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎推荐	预计6个月内, 股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	谨慎推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数5%-10%之间
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行