

## 内生外延发展提速，业绩增长符合预期

- **事件:** 2015 年上半年公司实现营业收入、扣非后净利润分别为 8804 万元、1624 万元，同比增长分别为 25.8%、-21.6%。2015Q2 公司营业收入、扣非后净利润分别为 6062 万元、1441 万元，同比增长分别为 30%、-17.5%。
- **上半年业绩增长符合预期，核心产品业绩稳定。** 2015 年上半年营业收入增速约 26%，增幅符合市场预期。主要原因如下：1) 随着抗肿瘤市场的进一步扩大，公司主打核心产品胸腺法新的销售额持续增长；结合样本医院数据，我们判断胸腺法新销售额超过 5000 万元，维持市场的高占有率地位。2) 公司积极拓展多肽类产品出口业务，报告期内原料药出口额有 33.8% 增长幅度；3) 以卡尼丁为代表的其他产品销售情况良好，同比增长 53.2%。4) 公司在各地区销售均有较大幅度的增长，受招标工作的积极影响，公司在华东、华中及西南地区增幅较大，其中西南地区增幅超过 55%。公司上半年期间营业成本增加 41%，主要原因是销量的增加导致销售成本的增加。
- **加快内生与外延发展，看好公司未来业绩。** 1) 公司报告期内实行股权激励以及银行贷款 2.5 亿收购杭州澳亚 46% 股权对公司短期业绩造成一定的负面影响。其中，收购澳亚短期加大了财务压力及管理费用，管理费用与财务费用分别同比增长 99.6% 与 265.6%；而从长期来看，公司将受益于杭州澳亚盈股权购买，进军合同加工外包 (CMO) 业务，杭州澳亚是全国最大的冻干粉针加工外包企业，2014 年营业收入和净利润分别为 2.29 亿元和 1.03 亿元，是公司同期的 142% 和 170%，收购成功并表后将大幅提升公司业绩与盈利能力。2) 公司加快了宁波双城抗肿瘤药物与口服固体制剂基地的建设速度，全力加码抗肿瘤药物产业的衍生，专注于发展抗肿瘤产业，将宁波抗肿瘤药物基地发展成为年产值超 10 亿元的生产中心。3) 公司拟以 0.7-2 亿元收购德国 Lyomark Pharma GmbH 和 Bendalis GmbH 各 74.9% 的股权，增强仿制药和专利肿瘤药的实力；并出资 0.6 亿元参与并购基金运作，进一步加强价值链整合和产业链扩张，外延扩张趋势明显。
- **盈利预测及评级:** 从目前公司产品的市场竞争力情况分析，我们假设主营多肽产品增速为 20%，其他产品增速 15%；由于今年 5 月份完成了对澳亚公司 46% 股权的购买，暂时不考虑对澳亚剩余股权的收购，只将澳亚收益部分计入长期股权投资收益部分。我们预计 2015-2017 年的每股收益为 0.20 元、0.30 元、0.36 元，我们认为公司核心产品胸腺法新市场竞争力强，内生与外延活动短期影响净利润，但对公司未来盈利能力有明显的提高作用，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 外延收购进展及效果或低于预期。

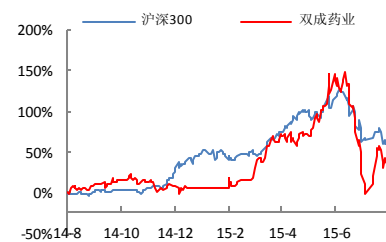
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	161.2	191.4	227.3	269.9
增长率	7.75%	18.72%	18.76%	18.79%
归属母公司净利润 (百万元)	58.9	84.4	124.0	152.1
增长率	-11.7%	43.2%	46.9%	22.6%
每股收益 EPS (元)	0.14	0.20	0.30	0.36
净资产收益率 ROE	6.6%	7.8%	10.7%	12.2%
PE	81	56	38	31
PB	5.33	4.40	4.11	3.83

数据来源: Wind, 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: 021-68413530  
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn  
 联系人: 何治力  
 电话: 023-67898264  
 邮箱: hzl@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)	4.19
流通 A 股(亿股)	2.01
52 周内股价区间(元)	8.16-21.62
总市值(亿元)	47.62
总资产(亿元)	12.71
每股净资产(元)	2.29

### 相关研究

1. 双成药业 (002693): 第三季度或将告别负增长 (2014-08-15)
2. 双成药业 (002693): 签订抗肿瘤建设项目，迈入蓝海 (2014-07-30)

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	161.20	191.37	227.26	269.97	净利润	58.93	84.37	124.00	152.05
营业成本	55.92	63.98	74.87	87.66	折旧与摊销	17.88	21.13	25.29	28.05
营业税金及附加	1.42	1.69	2.01	2.39	财务费用	-4.63	7.92	8.06	3.59
销售费用	18.84	22.37	26.56	31.56	资产减值损失	0.02	0.00	0.00	0.00
管理费用	33.94	40.29	47.85	56.84	经营营运资本变动	-227.46	204.71	-109.59	-142.70
财务费用	-4.63	7.92	8.06	3.59	其他	206.25	-43.00	-77.00	-90.00
资产减值损失	0.02	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>51.00</b>	<b>275.13</b>	<b>-29.24</b>	<b>-49.01</b>
投资收益	13.98	43.00	77.00	90.00	资本支出	-56.08	-83.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-220.98	-235.00	17.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-277.07</b>	<b>-318.00</b>	<b>-3.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>69.66</b>	<b>98.12</b>	<b>144.91</b>	<b>177.95</b>	短期借款	0.00	250.00	-250.00	94.40
其他非经营损益	-0.55	1.00	0.74	0.61	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>69.11</b>	<b>99.12</b>	<b>145.65</b>	<b>178.56</b>	股权融资	0.00	135.00	0.00	0.00
所得税	10.18	14.75	21.65	26.51	支付股利	-36.00	-31.77	-45.49	-66.86
净利润	58.93	84.37	124.00	152.05	其他	0.00	-7.92	-8.06	-3.59
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-36.00</b>	<b>345.31</b>	<b>-303.54</b>	<b>23.96</b>
归属母公司股东净利润	58.93	84.37	124.00	152.05	<b>现金流量净额</b>	<b>-262.36</b>	<b>302.44</b>	<b>-335.79</b>	<b>-25.05</b>
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	85.40	387.83	52.05	27.00	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	102.75	77.75	98.38	115.59	销售收入增长率	7.75%	18.72%	18.76%	18.79%
存货	53.05	60.70	71.04	83.16	营业利润增长率	-7.31%	40.85%	47.69%	22.80%
其他流动资产	380.00	195.97	279.28	398.12	净利润增长率	-11.74%	43.16%	46.98%	22.62%
长期股权投资	0.00	278.00	338.00	408.00	EBITDA 增长率	3.28%	53.38%	40.17%	17.57%
投资性房地产	2.96	2.96	2.96	2.96	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	264.15	327.09	322.88	315.91	毛利率	65.31%	66.57%	67.05%	67.53%
无形资产和开发支出	48.17	47.40	46.62	45.85	三费率	29.87%	36.88%	36.29%	34.07%
其他非流动资产	7.07	6.76	6.45	6.14	净利率	36.56%	44.09%	54.56%	56.32%
<b>资产总计</b>	<b>943.54</b>	<b>1384.48</b>	<b>1217.65</b>	<b>1402.74</b>	ROE	6.60%	7.80%	10.69%	12.21%
短期借款	0.00	250.00	0.00	94.40	ROA	6.25%	6.09%	10.18%	10.84%
应付和预收款项	20.81	23.88	28.18	33.25	ROIC	8.21%	12.07%	17.79%	18.07%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	51.44%	66.45%	78.44%	77.63%
其他负债	29.18	29.45	29.81	30.24	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>49.99</b>	<b>303.33</b>	<b>57.99</b>	<b>157.88</b>	总资产周转率	0.17	0.16	0.17	0.21
股本	270.00	419.00	419.00	419.00	固定资产周转率	0.76	0.78	0.80	0.90
资本公积	421.53	407.53	407.53	407.53	应收账款周转率	77.25	62.72	69.90	68.63
留存收益	202.03	254.62	333.14	418.33	存货周转率	1.34	1.12	1.14	1.14
归属母公司股东权益	893.55	1081.15	1159.66	1244.86	销售毛利率/净利率	115.67%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>893.55</b>	<b>1081.15</b>	<b>1159.66</b>	<b>1244.86</b>	资产负债率	5.30%	21.91%	4.76%	11.26%
负债和股东权益合计	943.54	1384.48	1217.65	1402.74	带息债务/总负债	0.00%	82.42%	0.00%	59.79%
					流动比率	27.39	2.62	16.32	4.78
					速动比率	25.05	2.40	14.01	4.14
					股利支付率	61.09%	37.66%	36.68%	43.97%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	82.91	127.17	178.26	209.58	每股收益	0.14	0.20	0.30	0.36
PE	80.80	56.44	38.40	31.32	每股净资产	2.13	2.58	2.77	2.97
PB	5.33	4.40	4.11	3.83	每股经营现金	0.12	0.66	-0.07	-0.12
PS	29.54	24.88	20.95	17.64	每股股利	0.09	0.08	0.11	0.16
EV/EBITDA	35.81	36.24	26.34	22.97					
股息率	0.76%	0.67%	0.96%	1.40%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 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

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@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 楼

邮编：100033

### 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

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn