

## 主力品种承压，二线品种增长迅速，产品结构正在改善

核心观点：

### 1、事件

公司发布中期报告，公司实现营业收入 538,750,011.60 元，较上年同期减少 8.20%；归属于上市公司股东的净利润 379,101,600.71 元，较上年同期增长 6.11%。实现 EPS 为 0.55 元。

### 2、我们的判断

#### （一）主力品种承压，二线品种增长迅速，产品结构正在改善。

由于受医保控费影响，复合辅酶、胸腺五肽收入均有所减少。复合辅酶的市场大多局限在大中型城市的三级医院，承压较大，我们估计增速约-10%左右。由于和代理商的利润重新分配，预计利润端增速优于收入端。目前，公司正在进行基层医院的开拓，随着新医院占比加大，预计下半年增速将好转。

二线品种中，三氧化二砷、扶济复增长势头良好。由于去年三氧化二砷车间停产改造造成增速下滑，基数较低，上半年实现翻倍以上增长。2014 年年底扶济复凝胶剂型获批，预计上半年扶济复实现 50%以上增长。另外，白介素-2、白介素-11 均维持较好的增长态势。

公司积极进行营销改革，促进二线品种的放量。7 月份公司参与上海信忠医药科技有限公司增资扩股，占股 30%。信忠医药的核心骨干均在跨国制药企业和本地上市医药企业有近 20 年的工作经验，信忠医药将接手三氧化二砷的销售。

另外，公司上半年投资收益较好，处置中科生物取得投资收益 1766 万，复星医药重分类后产生的公允价值变动收益及出售部分该股票时产生的投资收益 6413 万元。

费用方面，销售费用率 2.36%，同比增长 0.80pp，主要是因为新产品推广，服务费、工资、办公费用增加所致；管理费用率 9.29%，同比增长 2.26pp，主要是因为研发支出、职工薪酬加大所致。财务费用率-1.77%，同比减少 0.65pp。

双鹭药业（002038）

推荐 首次

### 分析师

☎：李平祝

✉：lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515040001

特此鸣谢

全铭

☎：(8610) 66568837

✉：quanming@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

### 市场数据 时间

2015.8.24

A 股收盘价(元)	31.17
A 股一年内最高价(元)	75.88
A 股一年内最低价(元)	29.88
上证指数	3209.91
市净率	6.68
总股本(亿股)	6.85
实际流通 A 股(亿股)	5.67
流通 A 股市值(亿元)	177

### 相关研究

## （二）产品储备丰富，重磅产品梯队正在形成。

公司重磅品种丰富，目前来那度胺、达沙替尼、富马酸替诺福韦、还原型谷胱甘肽肠溶胶囊、注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸等多项重磅产品已申报生产，有望年内获批。目前，公司正在探索新药和代理商的合作模式，上市之后预计能在较短时间内实现放量。

## （三）发挥前瞻性战略投资优势，积极布局慢病管理

公司董事长眼光独到，先后多次进行前瞻性产业布局，均取得了较好的投资收益。5月，公司参与时代怡诺科技有限公司增资扩股，占股 20%，布局慢病管理。我们认为，时代怡诺在糖尿病健康管理、移动医疗方面积累了丰富经验，公司有望在慢病管理上有所创新。

## 3、盈利预测与投资建议

预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.12 元、1.25 元、1.53 元，对应 PE 为 28 倍、25 倍、20 倍。我们看好公司产品梯队改善及重磅新药的潜力，给予“推荐”的评级。

## 4、主要风险因素

药品降价风险；招标进展低于预期

附表 1：公司财务报表（百万元）

利润表	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1242.95	1304.39	1503.15	1850.36	毛利率	70.04%	70.04%	70.04%	70.04%
营业成本	372.43	390.84	450.39	554.42	三费/销售收入	8.84%	5.85%	5.14%	4.83%
营业税金及附加	16.35	17.16	19.77	24.34	EBIT/销售收入	63.62%	66.33%	64.11%	63.43%
营业费用	30.39	31.89	36.75	45.24	EBITDA/销售收入	66.09%	72.52%	69.48%	67.79%
管理费用	100.38	97.83	112.74	138.78	销售净利率	56.40%	59.16%	57.63%	57.22%
财务费用	-20.93	-53.46	-72.25	-94.67	ROE	22.08%	20.15%	18.98%	19.38%
资产减值损失	11.10	5.43	5.43	5.43	ROA	25.09%	22.89%	21.16%	21.60%
投资收益	43.80	0.00	0.00	0.00	ROIC	38.49%	30.27%	43.23%	42.54%
公允价值变动损益	3.45	64.13	50.00	50.00	销售收入增长率	6.99%	4.94%	15.24%	23.10%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	19.66%	9.42%	11.37%	21.79%
营业利润	780.48	878.84	1000.32	1226.82	EBITDA 增长率	20.21%	15.15%	10.40%	20.11%
其他非经营损益	31.94	17.66	10.00	10.00	净利润增长率	22.56%	10.07%	12.26%	22.22%
利润总额	812.42	896.50	1010.32	1236.82	总资产增长率	18.61%	19.96%	20.45%	19.34%
所得税	111.37	124.85	144.05	178.02	股东权益增长率	22.70%	20.62%	19.19%	19.68%
净利润	701.05	771.64	866.27	1058.80	经营营运资本增长率	43.88%	-27.69%	60.67%	-13.37%
少数股东损益	5.96	6.56	7.37	9.01	资产负债率	1.91%	0.88%	1.55%	0.94%
归属母公司股东净利润	695.08	765.08	858.90	1049.79	投资资本/总资产	69.82%	47.00%	48.86%	35.88%
资产负债表	2014A	2015E	2016E	2017E	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

货币资金	850.49	1930.30	2220.20	3398.81	流动比率	35.35	85.11	52.58	91.03
应收和预付款项	741.78	424.92	919.56	735.48	速动比率	26.64	70.84	44.75	80.83
存货	112.21	64.37	139.12	111.37	股利支付率	13.14%	15.15%	15.15%	15.15%
其他流动资产	421.28	421.28	421.28	421.28	收益留存率	86.86%	84.85%	84.85%	84.85%
长期股权投资	92.09	92.09	92.09	92.09	总资产周转率	0.39	0.35	0.33	0.34
投资性房地产	22.23	19.30	16.37	13.44	固定资产周转率	3.95	3.68	5.08	7.83
固定资产和在建工程	414.15	354.89	295.64	236.39	应收账款周转率	1.94	5.17	1.94	3.78
无形资产和开发支出	198.43	174.46	150.48	126.50	存货周转率	3.32	6.07	3.24	4.98
其他非流动资产	298.62	298.62	298.62	298.62	业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E
资产总计	3151.28	3780.24	4553.36	5433.98	EBIT	790.72	865.21	963.63	1173.61
应付和预收款项	56.43	29.68	66.67	47.56	EBITDA	821.46	945.95	1044.36	1254.34
其他负债	3.71	3.71	3.71	3.71	NOPLAT	652.02	665.91	768.08	946.57
负债合计	60.13	33.38	70.37	51.27	净利润	695.08	765.08	858.90	1049.79
股本	456.84	456.84	456.84	456.84	EPS	1.015	1.117	1.254	1.533
资本公积	-2.07	-2.07	-2.07	-2.07	BPS	4.596	5.544	6.608	7.909
留存收益	2693.18	3342.33	4071.08	4961.80	PE	30.71	27.90	24.86	20.34
归属母公司股东权益	3147.94	3797.09	4525.85	5416.57	PB	6.78	5.62	4.72	3.94
少数股东权益	33.20	39.77	47.14	56.14	PS	17.18	16.37	14.20	11.54
股东权益合计	3181.15	3836.86	4572.98	5472.71	PCF	45.83	19.67	67.81	17.56
负债和股东权益合计	3241.28	3870.24	4643.36	5523.98	EV/EBIT	16.81	14.12	12.39	9.18
现金流量表	2014A	2015E	2016E	2017E	EV/EBITDA	16.18	12.92	11.43	8.59
经营性现金净流量	465.77	1085.32	314.85	1215.96	EV/NOPLAT	20.39	18.35	15.54	11.38
投资性现金净流量	-287.00	79.14	58.50	58.50	EV/IC	6.04	6.88	5.37	5.53
筹资性现金净流量	-94.84	-84.64	-83.45	-95.86	ROIC-WACC	38.49%	30.27%	43.23%	42.54%
现金流量净额	83.00	1079.82	289.90	1178.61	股息率	0.004	0.005	0.006	0.007

资料来源：中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**李平祝，行业分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)

北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)