

业绩符合预期，看好公司外延转型

2016.01.14

强烈推荐(维持)

分析师：姬浩 **研究员：唐爱金**
 电话：020-88836125 020-88836115
 邮箱：jih_a@gzgzhs.com.cn tangaij@gzgzhs.com.cn
 执业编号：A1310515020001

现价：10.78
 目标价：-
 股价空间：-

医药生物行业

事件：

2016年01月14日公司公告了2015年业绩快报，报告期营收为22.99亿，同比增42.63%；营业利润7056.5万，同比减少2.26%；利润总额7371.7亿元同比增2.89%；归母净利润6456.7万，同比增5.75%，EPS为0.16元；净利润增长符合第三季报公告的-20%~20%增长幅度。

投资观点：

● 受制于费用提升，主业收入增长超预期但业绩增长乏力

公司扩展营销渠道销售发力，15年营收22.99亿，同比增42.63%，收入增长超预期，但营业利润增长7056万，同比减2.26%。主要是以下三个原因：1) 研发投入增大，2015年研发支出2827万，聘任了高技术人才提升研发团队实力，包括FDA认证以及多肽领域技术研发人员，成本上升；2) 财务费用大幅提高，公司外延并购及宁波肿瘤基地投资大量资金，使得公司资产负债率超30%，对比2014年同期5.3%，大幅提升，公司财务费用率从-2.87%提升到6.7%，全年财务费用超1000万，而2014年为-463万元；3) 2015年新增员工激励成本。

● 澳亚CMO业务拓展，推动双成战略转型

公司已收购杭州澳亚46%股权，切入制剂CMO业务，剩余股权预计通过定增收购，澳亚主要集中在注射剂的代工和生产，且投资5000万建立冻干大学，建立的MES系统可实时全程在线监控生产全过程保证质量，老板是个工匠，对冻干工艺有20多年的研究经验，澳亚是国内冻干工艺的标准制定者。澳亚与复旦复华，绿叶制药多家大型企业有长期的战略合作关系。虽2015年澳亚因行业变化影响客户销量而业绩低于预期，但其未来有望拓展与延伸新业务：1) 帮客户做冻干针剂工艺的改进往，与CRO企业谋求合作，往上游延伸并技术输出。2) 拓展国际CMO订单，加速国际化，CMO企业中做欧美标准的国际代工制剂。3) 正开始谋合作，化妆品的冻干的生产代工。4) 澳亚有望受益于上市许可人制度的落地，从而订单增多。

● 成立医药产业并购基金助公司外延并购加速落地

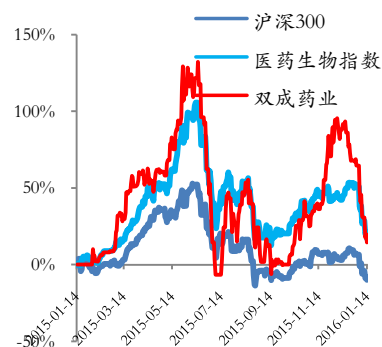
公司关联方石河子双成与北京旗隆医药公司成立并购基金规模约20亿，目的为双成医药大健康战略升级，支持和帮助公司实现相关并购，有专业投资团队的支持以及其在医药生物领域资源的对接，有望加速公司外延的步伐。

● 盈利预测与估值：澳亚46%股权计入股权投资收益，预计公司15-16年EPS分别为0.16、0.22、0.29元，对应70.3、48、36倍PE。公司胸腺法新持续稳定增长，国际化发展路线清晰，处于转型发展拐点期，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：单一产品风险，研发以及外延并购不达预期风险

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	161.20	222.99	265.21	315.53
同比(%)	7.75%	42.63%	18.94%	18.97%
归属母公司净利润	58.93	64.56	94.14	122.98
同比(%)	-11.74%	5.75%	46.45%	30.63%
每股收益(元)	0.14	0.16	0.22	0.29
P/E	97.11	70.30	48.00	36.74
P/B	6.40	4.85	4.70	4.38

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
双成药业	-37.7	-0.8	28.0
医药生物	-15.9	-8.4	-17.8
沪深300	-13.2	-7.6	-21.7

基本资料

总市值(亿元)	45.19亿
总股本(亿股)	4.19
流通股比例	96.2%
资产负债率	49.75%
大股东	海南双成投资有限公司
大股东持股比例	30.31%

相关报告

广证恒生-双成药业(002693)-深度报告-着眼全球，深谋远虑国际化战略布局-2015-08-25

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2014	2015E	2016E	2017E	现金流量表	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	621.20	759.94	837.34	884.65	经营活动现金流	51.00	213.13	-63.36	232.35
现金	85.40	317.49	259.05	378.73	净利润	58.93	64.28	94.14	122.98
应收账款	3.11	2.94	4.31	4.64	折旧摊销	17.88	28.94	37.82	42.17
其它应收款	11.62	0.00	6.03	0.00	财务费用	-4.63	15.05	13.26	12.62
预付账款	79.99	53.40	127.99	73.38	投资损失	-13.98	-34.41	-46.00	-55.50
存货	53.05	69.99	83.89	87.27	营运资金变动	-225.71	138.95	-162.42	110.00
其他	388.03	316.12	356.07	340.63	其它	218.50	0.32	-0.16	0.08
非流动资产	322.35	433.89	515.86	616.36	投资活动现金流	-277.07	-106.76	-73.44	-87.34
长期投资	0.00	29.41	69.41	119.41	资本支出	57.34	100.99	45.83	48.57
固定资产	217.12	286.18	319.40	359.49	长期投资	-0.12	29.47	39.97	50.02
无形资产	48.17	63.02	73.29	85.09	其他	-219.85	23.70	12.36	11.24
其他	57.06	55.29	53.76	52.37	筹资活动现金流	-36.00	-33.33	-80.50	-62.84
资产总计	943.54	1193.84	1353.20	1501.01	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	22.68	227.34	359.61	434.76	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	159.05	317.92	355.43	其他	-36.00	-33.33	-80.50	-62.84
应付账款	6.54	25.47	6.60	29.81	现金净增加额	-262.07	73.04	-217.30	82.17
其他	16.14	42.82	35.09	49.53					
非流动负债	27.31	9.08	4.91	6.99	主要财务比率	2014	2015E	2016E	2017E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	27.31	9.08	4.91	6.99	营业收入增长率	0.08	0.38	0.19	0.19
负债合计	49.99	236.42	364.52	441.76	营业利润增长率	-0.07	0.04	0.50	0.30
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	-0.12	0.09	0.46	0.31
归属母公司股东权益	893.55	930.84	962.10	1032.68	获利能力	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	943.54	1167.26	1326.62	1474.43	毛利率	0.65	0.59	0.63	0.66
					净利率	0.37	0.29	0.35	0.39
利润表	2014	2015E	2016E	2017E	ROE	0.07	0.07	0.10	0.12
营业收入	161.20	222.99	265.21	315.53	ROIC	0.07	0.06	0.07	0.09
营业成本	55.92	91.55	97.93	107.67	偿债能力				
营业税金及附加	1.42	2.41	2.61	3.26	资产负债率	0.05	0.20	0.27	0.29
营业费用	18.84	26.31	31.15	37.14	净负债比率	0.00	0.17	0.33	0.34
管理费用	33.94	49.82	57.54	69.47	流动比率	27.39	3.34	2.33	2.03
财务费用	-4.63	15.05	13.26	12.62	速动比率	25.05	3.03	2.10	1.83
资产减值损失	0.02	0.00	0.02	0.01	营运能力	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.17	0.21	0.21	0.22
投资净收益	13.98	34.41	46.00	55.50	应收账款周转率	0.02	0.01	0.02	0.01
营业利润	69.66	72.25	108.71	140.85	应付账款周转率	6.49	5.72	6.11	5.91
营业外收入	2.92	3.40	3.16	3.28	每股指标 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	3.47	1.94	2.70	2.32	每股收益(最新摊薄)	0.14	0.15	0.22	0.29
利润总额	69.11	73.72	109.16	141.81	每股经营现金流(最新)	0.12	0.51	-0.15	0.55
所得税	10.18	9.44	15.02	18.83	每股净资产(最新摊薄)	2.13	2.22	2.30	2.46
净利润	58.93	64.28	94.14	122.98	估值比率	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	97.11	70.30	48.00	36.74
归属母公司净利润	58.93	64.56	94.14	122.98	P/B	6.40	4.85	4.70	4.38
EBITDA	86.99	102.65	146.98	183.99	EV/EBITDA	64.80	42.56	31.17	24.47
EPS (摊薄)	0.14	0.16	0.22	0.29					

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼
电话：020-88836132, 020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。