

双鹭药业

利润增速放缓，期待新品种

业绩回顾

业绩略低于预期

双鹭药业发布 2015 年半年报：实现销售收入 5.39 亿元，同比下滑 8.20%；实现归属于母公司股东净利润 3.79 亿元，对应 EPS 0.55 元，同比增长 6.11%，扣非后同比下滑 12.16%，略低于我们预期。预计 1~9 月公司净利润同比变动幅度为-10%~15%。

发展趋势

收入同比下滑：2015 上半年公司收入同比下滑，我们认为有两点原因：1、公司昌平和八大处的基地进行新版 GMP 改造，产能受到一定影响，拖累销售；2、包括贝科能在内的原有产品线在已经进入全国大部分地区医保的背景下，受到医保控费压力较大，增长逐步放缓。

期间费用率有所提升：报告期内公司销售费用率提升 0.8 个百分点，管理费用率提升 2.26 个百分点，费用率的提升主要是由于研发投入增加，加强终端学术推广。

期待公司产品线升级：2014 年公司扶济复凝胶获批，来那度安胶囊开始申报生产，同时长效立生素获得补充临床批件。后续公司将重点打造糖尿病产品线，达格列净、卡格列净等品种已经申报临床研究，GLP-1 类似物产品进入临床前安全性评价。加拿大子公司的肺炎 23 价疫苗也已经进入临床研究阶段。在公司原有产品线增速放缓的背景下，公司亟待推进产品线的升级。近几年公司加大了研发投入，在肿瘤、心血管、糖尿病等大病种领域推进研发，期待新产品推出为公司带来持续增长。

盈利预测调整

维持公司 2015/16 年 EPS 预期分别为 1.17/1.37 元（按最新股本摊薄），同比增长分别为 15%/17%。

估值与建议

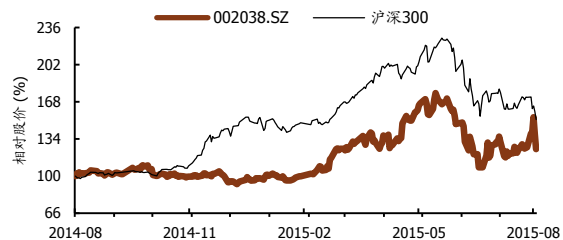
目前股价对应 15/16 年 P/E 分别为 30x 和 25x。贝科能的基层放量能够保持销售稳定，来那度安等储备品种的申报进展将支撑公司估值，维持“推荐”评级，重申目标价 47 元（按最新股本摊薄），对应 15 年 P/E 为 40x。

风险

主打产品贝科能增速放缓的风险，在研产品进度不达预期的风险。

维持推荐

股票代码	002038.SZ
评级	推荐
最新收盘价	人民币 34.63
目标价	人民币 47.00
52 周最高价/最低价	人民币 50.59~25.67
总市值(亿)	人民币 237
30 日日均成交额(百万)	人民币 754.65
发行股数(百万)	685
其中：自由流通股(%)	51
30 日日均成交量(百万股)	20.75
主营行业	医疗保健



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	1,162	1,243	1,366	1,569
增速	15.4%	7.0%	9.9%	14.9%
归属母公司净利润	577	695	802	941
增速	20.0%	20.4%	15.3%	17.4%
每股净利润	0.84	1.01	1.17	1.37
每股净资产	3.75	4.60	5.57	6.71
每股股利	0.13	0.20	0.23	0.27
每股经营现金流	0.51	0.68	1.05	1.16
市盈率	41.1	34.1	29.6	25.2
市净率	9.2	7.5	6.2	5.2
EV/EBITDA	36.5	30.4	25.6	22.0
股息收益率	0.4%	0.6%	0.7%	0.8%
平均总资产收益率	23.4%	23.0%	21.9%	21.4%
平均净资产收益率	25.1%	24.3%	23.0%	22.4%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

邹朋

强静, CFA

分析师

分析师

peng.zou@cicc.com.cn

jing.qiang@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080513090001

SAC 执业编号: S0080512070005

SFC CE Ref: BCC313

SFC CE Ref: AWU229



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	1,162	1,243	1,366	1,569	营业收入	15.4%	7.0%	9.9%	14.9%
营业成本	379	372	355	392	营业利润	17.9%	19.2%	16.0%	18.1%
营业税金及附加	14	16	18	21	EBITDA	17.1%	19.6%	15.4%	13.0%
营业费用	31	30	30	31	净利润	20.0%	20.4%	15.3%	17.4%
管理费用	130	100	127	141	盈利能力				
财务费用	-13	-21	-22	-38	毛利率	67.4%	70.0%	74.0%	75.0%
其他	34	36	47	47	营业利润率	56.3%	62.8%	66.3%	68.1%
营业利润	655	780	905	1,068	EBITDA 利润率	54.3%	60.7%	63.7%	62.7%
营业外收支	58	76	76	76	净利润率	49.7%	55.9%	58.7%	60.0%
利润总额	674	812	937	1,100	偿债能力				
所得税	102	111	128	151	流动比率	16.67	19.73	24.35	27.27
少数股东损益	-5	6	7	8	速动比率	15.60	18.76	23.46	26.41
归属母公司净利润	577	695	802	941	现金比率	7.37	7.40	12.00	15.46
EBITDA	630	754	870	983	资产负债率	4.5%	4.2%	3.6%	3.3%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	763	857	1,443	2,117	回报率分析				
应收账款及票据	487	668	736	849	总资产收益率	23.4%	23.0%	21.9%	21.4%
预付款项	83	73	70	77	净资产收益率	25.1%	24.3%	23.0%	22.4%
存货	111	112	107	118	每股指标				
其他流动资产	282	572	572	572	每股净利润 (元)	0.84	1.01	1.17	1.37
流动资产合计	1,726	2,283	2,929	3,734	每股净资产 (元)	3.75	4.60	5.57	6.71
固定资产及在建工程	359	414	442	444	每股股利 (元)	0.20	0.30	0.23	0.27
无形资产及其他长期资产	409	530	532	533	每股经营现金流 (元)	0.51	0.68	1.05	1.16
非流动资产合计	986	1,036	1,066	1,070	估值分析				
资产合计	2,712	3,319	3,995	4,803	市盈率	41.1	34.1	29.6	25.2
短期借款	0	0	0	0	市净率	9.2	7.5	6.2	5.2
应付账款及票据	46	57	53	59	EV/EBITDA	36.5	30.4	25.6	22.0
其他流动负债	57	59	67	78	股息收益率	0.4%	0.6%	0.7%	0.8%
流动负债合计	104	116	120	137					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	20	22	22	22					
负债合计	123	138	142	159					
股东权益合计	2,566	3,148	3,813	4,596					
少数股东权益	23	33	40	48					
负债及股东权益合计	2,712	3,319	3,995	4,803					
现金流量表									
净利润	577	695	802	941					
折旧和摊销	23	31	35	41					
营运资本变动	-213	-226	-55	-114					
其他	-72	-70	-87	-106					
经营活动现金流	347	465	722	794					
投资活动现金流入	-41	-136	44	44					
投资活动现金流出	-109	-151	-65	-44					
投资活动现金流	-150	-287	-21	0					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	0	0	0	0					
其他	0	-3	0	0					
筹资活动现金流	-95	-95	-115	-120					
汇率变动对现金的影响	0	-1	0	0					
现金净增加额	102	82	587	674					

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

公司简介

双鹭药业是一家主要从事基因工程和生化药物研究开发、生产和经营的高新技术企业, 系北京市首家登陆中小企业板的上市公司, 是国家认定的企业技术中心。主要从事基因工程药物的研究开发、生产和经营。公司共研究开发并投放市场 2 个具有自主知识产权的国家一类新药和 8 个国家二类新药, 形成以肿瘤、老年病、肝病为主导的产品线。

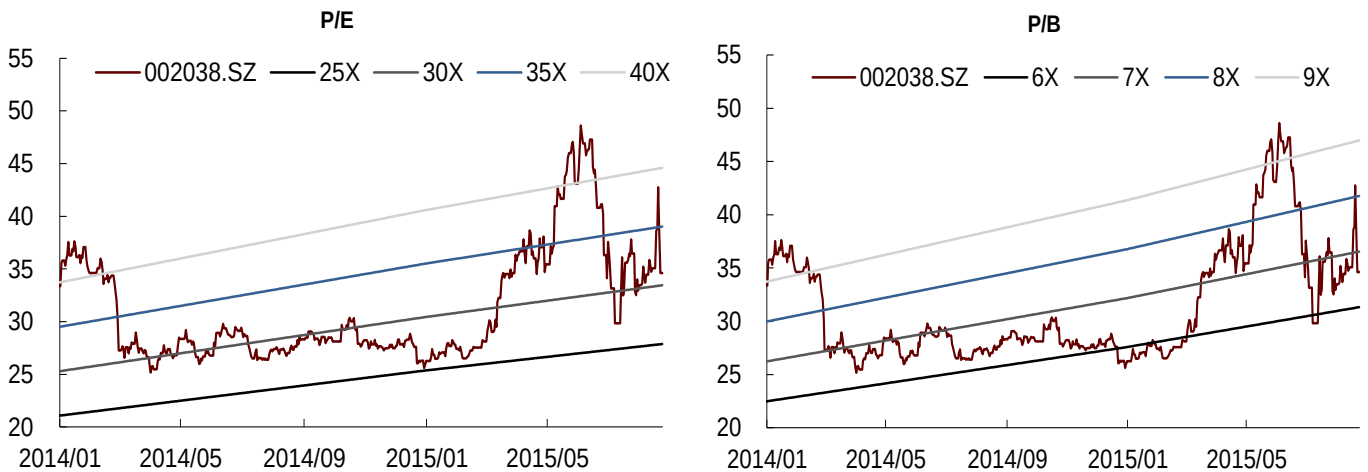


图表 1: 半年度业绩拆解分析

(人民币百万元)	1H15A	YoY	HoH	2015E	1H as % of FY
收入	539	-8.2%	-17.9%	1,366	39.4%
毛利	392	-9.0%	-11.0%	1,011	38.8%
营业利润	430	8.4%	12.2%	905	47.5%
净利润	379	6.1%	12.2%	802	47.3%
全面摊薄每股收益 (元)	0.55	6.1%	12.2%	1.17	47.3%
毛利率	72.7%	-0.6ppt	5.6ppt	74.0%	
营业利润率	79.9%	12.2ppt	21.4ppt	66.3%	
净利润率	70.4%	9.5ppt	18.9ppt	58.7%	

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 2: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 3: 可比公司估值表

公司名称	代码	收盘价 2015/8/23	总市值 (百万元)	每股收益(元)			P/E			企业价值倍数		股息收益率	净资产收益率		P/B			P/S	
				2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E		2014A	2015E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E
化学制剂药——中值			9,867				67x	40x	33x	29x	44x	0.4%	9%	12%	6.68	6.30	5.77	7.1x	9.3x
现代中药——中值			9,547				50x	36x	30x	24x	28x	0.4%	10%	12%	5.48	4.56	4.01	5.1x	7.2x
双鹭药业	002038	34.63	23,718	1.01	1.17	1.37	34x	30x	25x	21x	27x	0.4%	22%	22%	7.5x	6.4x	5.1x	14.6x	19.1x
华兰生物	002007	43.25	25,141	0.93	1.08	1.29	47x	40x	34x	26x	34x	0.9%	16%	16%	7.4x	6.3x	5.4x	15.6x	20.2x
长春高新	000661	122.66	16,109	2.42	2.99	3.66	51x	41x	34x	18x	26x	0.3%	22%	20%	11.0x	8.3x	6.7x	5.0x	7.1x
上海莱士	002252	83.01	114,399	0.37	0.86	0.98	224x	97x	85x	89x	167x	0.1%	6%	11%	13.3x	10.8x	9.7x	46.7x	86.7x
沃森生物	300142	48.70	22,792	0.31	0.15	0.31	159x	335x	156x	26x	59x	0.0%	5%	2%	7.9x	7.4x	7.2x	13.1x	31.7x
天坛生物	600161	30.16	15,546	0.25	-	-	121x	-	-	28x	33x	0.0%	7%	-	8.0x	-	-	7.3x	8.5x
智飞生物	300122	24.70	19,760	0.19	-	-	134x	-	-	81x	102x	0.4%	6%	-	8.0x	-	-	19.9x	24.7x
生物制药——中值			17,317				88x	42x	34x	27x	55x	0.4%	11%	16%	8.02	7.17	6.41	9.5x	17.8x
化学原料药——中值			8,416				80x	52x	37x	28x	42x	0.2%	5%	12%	5.21	4.76	4.16	4.4x	6.6x
品牌中药——中值			16,139				47x	36x	30x	22x	25x	0.7%	14%	16%	5.84	5.26	4.49	5.4x	6.7x
医疗服务——中值			16,360				105x	75x	56x	33x	66x	0.2%	16%	17%	15.55	13.02	10.66	7x	13x
器械和诊断——中值			8,660				105x	61x	45x	41x	66x	0.2%	10%	14%	9.14	9.24	7.68	9x	14x
综合性制药企业——中值			13,418				53x	26x	21x	18x	22x	0.6%	6%	13%	3.49	3.32	2.78	2.5x	3.1x
医药商业——中值			13,936				49x	37x	29x	21x	24x	0.3%	9%	11%	6.69	5.31	4.53	0.9x	1.3x
全行业——中值			11,883				61x	42x	34x	26x	37x	0.3%	10%	14%	6.34	5.45	4.78	5x	8x

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部; 注: 浅灰色背景表示的是中金覆盖公司 (采用中金预测), 白色背景为未覆盖公司 (采用万得资讯一致预期)



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

