

短期费用压力不改长期成长性

增持 维持

投资要点:

- 上半年 EPS 为 0.28 元，扣非净利润增长 20.75%，略低于市场预期
- 低钙继续保持高增长，原料药保持稳步增长
- 盈利预测，维持增持评级

报告摘要:

- **上半年 EPS 为 0.28 元，扣非净利润同比增长 20.75%，略低于市场预期。**公司上半年营业收入 3.67 亿元，同比增长 50.56%，扣非净利润为 5231 万元，同比增长 20.75%(不考虑摊销费用同比增长 29.27%)，实现 EPS 为 0.28 元，略低于市场预期。其中 2013Q2 收入为 2.06 亿元，同比增长 63.49%，扣非净利润为 3144 万元，同比增长 23.88%。净利润增速低于收入增速的主要原因是股权激励摊销费、研发费用和利息支出增加导致期间费用率同比增加 5.16%。
- **低钙继续保持高增长，原料药保持稳步增长。**公司主要品种低分子肝素钙上半年收入 1.99 亿元，同比增长 69.81%。肝素钠原料药合计实现收入 1.49 亿元，同比增长 29.99%。此外，公司也在挖掘新的增长点，除了与美国合作开展糖尿病和抗肿瘤药物研发外，公司的透明质酸、西地那非及低分子肝素原料药将成为未来新的增长点，再者公司与美国 NantPharma LLC 签订的《肝素合作协议》有助于规避肝素原料药粗品来源和出口风险。
- **盈利预测，维持增持评级。**低钙放量是公司业绩的主要增长点，原料药出口有望提升公司业绩的弹性空间。公司低分子肝素钙销量预计仍会保持快速增长，肝素钠原料药价格整体稳定。而低分子肝素品种获得批文、原料出口美国获得突破及糖尿病药物合作的进展等均是公司股价上涨的催化因素。考虑股权激励费用及下半年提价因素，预计公司 13、14、15 年每股收益为 0.71 和 0.92 元和 1.16 元，对应市盈率分别为 37、29 和 23 倍，维持“增持”评级。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	423.48	575.56	753.98	965.10	1211.20
增长率 (%)	-9.26%	35.91%	31.00%	28.00%	25.50%
归母净利润(百万)	70.80	99.09	133.34	173.59	217.94
增长率 (%)	17.63%	39.96%	34.57%	30.18%	25.55%
每股收益	0.38	0.53	0.71	0.92	1.16
市盈率	70.26	50.20	37.30	28.66	22.82

医药研究组

分析师:

卫雯清(S1180512080003)

电话: 010-88085985

Email: weiwenzheng@hysec.com

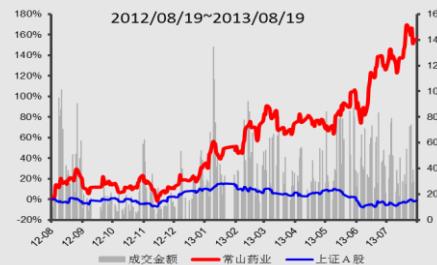
研究助理:

王晓峰

电话: 010-88085990

Email: wangxiaofeng@hysec.com

市场表现



相关研究

《中新药业：中美史克投资收益同比大幅减少》

2013/8/15

《康缘药业：短期业绩波动不改长期投资价值》

2013/8/8

《红日药业：双轮驱动，后续品种看点多》

2013/8/7

《天士力：业绩彰显中药现代化龙头地位》

2013/8/6

《汉森制药：产能即将释放，业绩将加速》

2013/7/24

《医药行业周报》

2013/7/21

利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	466.72	423.48	575.56	753.98	965.10	1211.20
减：营业成本	341.90	282.18	291.71	382.27	488.34	611.65
营业税金及附加	0.68	2.63	3.06	3.39	3.47	3.63
营业费用	10.89	10.95	114.99	146.27	188.19	236.18
管理费用	32.94	36.40	54.47	71.63	91.68	115.06
财务费用	12.14	14.12	2.97	-2.34	-6.70	-7.62
资产减值损失	0.73	0.44	2.27	1.00	1.00	1.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	67.44	76.77	106.10	151.76	199.11	251.28
加：其他非经营损益	2.24	5.84	5.56	5.00	5.00	5.00
利润总额	69.68	82.61	111.66	156.76	204.11	256.28
减：所得税	9.49	11.81	12.67	23.51	30.62	38.44
净利润	60.19	70.80	98.99	133.24	173.49	217.84
减：少数股东损益	0.00	0.00	-0.09	-0.10	-0.10	-0.10
归属母公司股东净利润	60.19	70.80	99.09	133.34	173.59	217.94
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	88.35	730.35	528.62	342.97	424.22	468.38
应收和预付款项	80.83	129.19	269.00	313.28	367.00	459.39
存货	149.91	172.85	308.15	356.67	412.37	500.55
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	49.74	82.32	214.55	206.91	187.27	176.62
无形资产和开发支出	57.37	56.06	78.70	70.52	62.34	54.16
其他非流动资产	0.13	0.10	0.06	0.03	0.00	0.00
资产总计	426.34	1170.87	1399.07	1290.38	1453.19	1659.11
短期借款	174.28	158.50	224.50	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	18.60	8.63	32.83	25.08	27.00	30.88
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	14.08	16.29	16.06	16.06	16.06	16.06
负债合计	206.96	183.42	273.39	41.13	43.05	46.94
股本	80.85	107.85	188.42	188.42	188.42	188.42
资本公积	60.90	731.16	685.26	685.26	685.26	685.26
留存收益	77.63	148.43	225.95	349.62	510.61	712.74
归属母公司股东权益	219.39	987.45	1099.63	1223.30	1384.29	1586.42
少数股东权益	0.00	0.00	26.05	25.95	25.85	25.75
股东权益合计	219.39	987.45	1125.68	1249.24	1410.14	1612.16
负债和股东权益合计	426.34	1170.87	1399.07	1290.38	1453.19	1659.11
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	32.73	23.12	-69.66	60.44	90.96	65.69
投资性现金净流量	-37.53	-28.93	-192.84	-15.75	-5.75	-15.75
筹资性现金净流量	70.50	664.08	61.09	-230.33	-3.97	-5.77
现金流量净额	65.71	658.28	-201.42	-185.64	81.25	44.16

作者简介:

卫雯清: 宏源证券医药行业分析师, 中国科学技术大学生物医学硕士。主要研究覆盖公司有红日药业、戴维医疗、康缘药业、中新药业等。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李嵒	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	银行/信托	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。