



安全边际高，打通肝素产业链，外延式发展提升公司估值预期

——东诚生化（002675）深度报告

2014年03月24日

强烈推荐/首次

东诚生化 深度报告

报告摘要：

- 公司以北方制药为生物化学制剂平台，以心脑血管和泌尿生殖类药物为两翼，近两年将有多个制剂产品注入。正在生产的有新版基药产品注射用氯化可的松琥珀酸钠和绒促性素、尿促性素等，申请 GMP 的有注射用那曲肝素钙（低分子量），预计今年下半年获批，并打通肝素产业链。随着低分子肝素进入国家基本药物目录和医院控费的驱动，20 亿元进口肝素制剂存量市场有望被国产制剂取代，低分子肝素制剂正处于国产产品的景气周期中。预计明年将获批的重要制剂产品有依诺肝素、达肝素、长效避孕药醋酸乌利司他和保健食品氨基葡萄糖硫酸软骨素胶囊等。
- 公司将以去年收购的大洋制药为中药制剂平台，发展中成药业务。目前主要的品种有消风止痒颗粒、银黄滴丸、穿龙骨刺和消糜阴道泡腾片等。随着公司逐步扩充营销网络至全国，预计两年内 40%左右的利润增速。
- 公司传统肝素钠原料药业务占利润的 70%左右，随着终端需求的扩大和集中度的提高、原料成本的降低，原料出口业务利润将企稳回升。硫酸软骨素原料业务走高端保健食品级、药用级市场，迎来毛利率和增速的双回升。
- 目前公司制剂与原料的利润比大约 1: 8，公司目标力争 15 年底制剂与原料药利润比达到 1:1。公司未来发展方向将逐步摆脱对原料药业务的依赖，通过外延式并购和内生性发展快速进入制剂领域，外延式发展是公司未来重要看点之一。
- 公司盈利预测及投资评级。随着公司原料药业务的企稳回升和制剂销售规模的扩大，公司业绩已经进入拐点期，预计 2014-2015 年 EPS 为 0.70 元、1.00 元，对应 PE 为 26、19X。首次给予公司“强烈推荐”的投资评级，6 个月目标价 28 元。

陈恒

010-66554018

chenheng@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120015

张文录

010-66554022

zhang-wl@dxzq.net.cn

邱旻

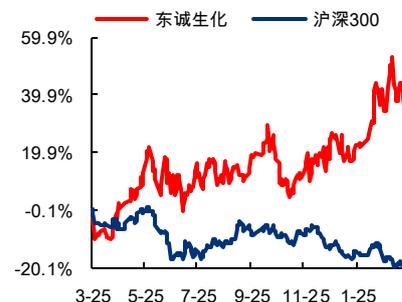
010-66554128

qiumin@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	18.99-22.38
总市值 (亿元)	32.81
流通市值 (亿元)	15.23
总股本/流通 A 股 (万股)	17280/8019
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	3.22

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

财务指标预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	857.57	587.75	765.63	927.00	1,131.00
增长率 (%)	29.22%	-31.46%	30.26%	21.08%	22.01%
净利润 (百万元)	127.94	104.94	83.17	120.35	172.63
增长率 (%)	152.71%	-17.98%	-20.75%	44.71%	43.44%
净资产收益率 (%)	42.05%	10.35%	7.31%	9.84%	12.85%
每股收益 (元)	1.58	1.09	0.48	0.70	1.00
PE	12.23	17.79	40.14	27.74	19.34
PB	5.14	2.05	2.93	2.73	2.49

注：长沙双鹤 2013 年第四季度剥离，顾不统计 2013 年医药商业相关数据

目 录

1. 公司简介.....	3
2. 公司业务情况.....	4
2.1 肝素钠原料药业务	4
2.2 硫酸软骨素原料业务	6
2.3 公司制剂业务	7
3. 盈利预测及估值.....	9
4. 投资评级.....	10

表格目录

表 1: 2011H1 国内肝素原料药市场格局	5
表 2: 公司并购业务情况	8
表 3: 公司在研产品列表	8
表 4: 可比估值	9
表 5: 公司营业收入预测表（万元）	10
表 : 公司盈利预测表.....	11

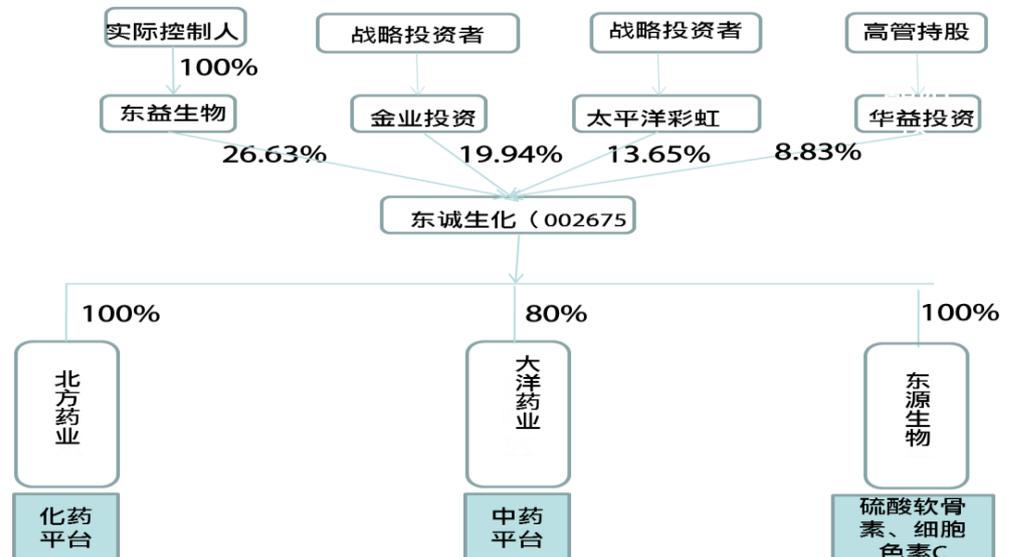
插图目录

图 1: 公司股权结构图.....	3
图 2: 2011H1-2013H2 公司营业收入和扣非净利润变化情况.....	3
图 3: 2013H1 公司产品营业收入占比和营业利润占比情况.....	4
图 4: 2011H1-2013H1 公司各产品营业收入占比和毛利润占比情况.....	5
图 5: 公司肝素钠营业收入、增长率及毛利率变化情况	5
图 6: 2005-2013 年中国出口肝素钠原料药价格.....	6
图 7: 2005-2013 年中国出口肝素钠原料药出口量	6
图 8: 2008-2013H1 国内主要肝素原料药企业毛利率变化情况	6
图 9: 2008-2013 年公司硫酸软骨素营业收入、增长率及毛利率情况	7
图 10: 2008-2013 年公司硫酸软骨素营业收入、增长率及毛利率情	9

1. 公司简介

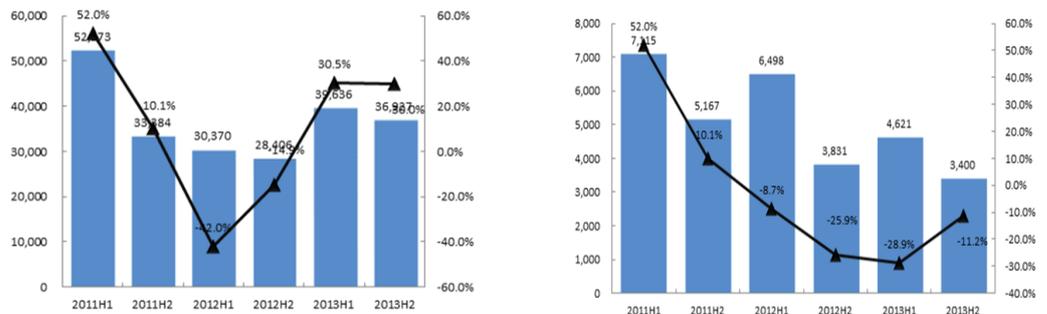
东诚生化（002675）是国内肝素钠原料药排名第三、硫酸软骨素排名第一的原料药企业，公司在山东烟台，于2012年5月份登陆中小板。受国内要素价格上升、人民币持续升值等因素影响，公司传统业务发展较为缓慢。上市后，公司管理层迅速做出反应，开拓下游制剂市场，企业进入转型期，2013年5月份收购烟台大洋制药，进入中药制剂行业；6月份公司开始以北方制药为依托建立生物化学制剂平台，目前主要生产的制剂产品有绒促性素、尿促性素和注射用氯化可的松琥珀酸钠等，未来公司将通过外延式发展和内生性肝素等制剂获批扩展下游制剂市场。

图 1：公司股权结构图



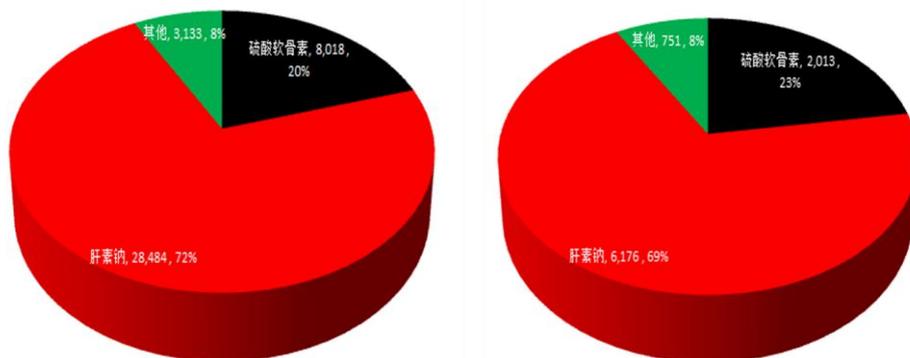
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 2:2011H1-2013H2 公司营业收入和扣非净利润变化情况



资料来源：wind、东兴证券研究所

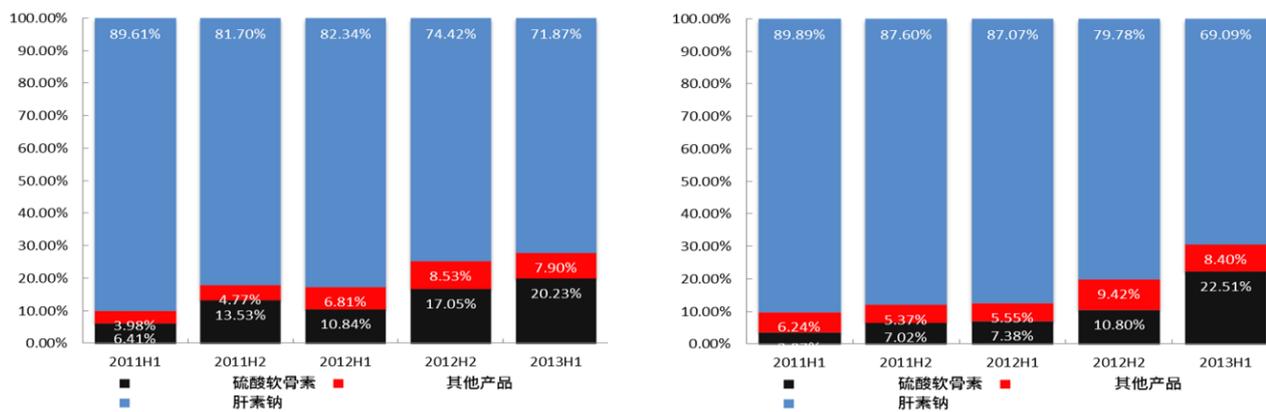
图 3:2013H1 公司产品营业收入占比和营业利润占比情况



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2013 年上半年公司肝素钠原料药业务占比营业收入的 72%和营业利润的 69%，硫酸软骨素由于从毛利率低的食物级原料药升级到高端食品级原料药和药用级原料药，进而营业利润占比达到了 23%；公司上半年制剂业务的营业收入主要是北方制药所贡献，占比 8%和营业利润的 8%，处于微亏状态，随着公司新的北方制药工业园项目的投产，注射用氯化可的松琥珀酸钠、绒促性素和尿促性素等的放量，那曲肝素（低分子肝素钙）产品的获批，2014 年下半年有望实现盈利。

图 4: :2011H1-2013H1 公司各产品营业收入占比和毛利润占比情况



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2. 公司业务情况

2.1 肝素钠原料药业务

肝素是一种抗凝剂，是由二种多糖交替连接而成的多聚体，在体内外都有抗凝血作用。临床上主要用于血栓栓塞性疾病、心肌梗死、心血管手术、心脏导管检查、体外循环、血液透析等，是目前应用最为广泛的抗凝类一级预防药物。目前全球市场上需求增长

较为平稳，在 10%以内，赛诺菲的低分子肝素钠（商品名：克赛）专利已于 2010 年到期，山德士公司等仿制药迅速上量。目前全球原料药约 70%是由中国出口，中国市场上约 75%由海普瑞、南京健友、东诚生化与千红生化等公司垄断。

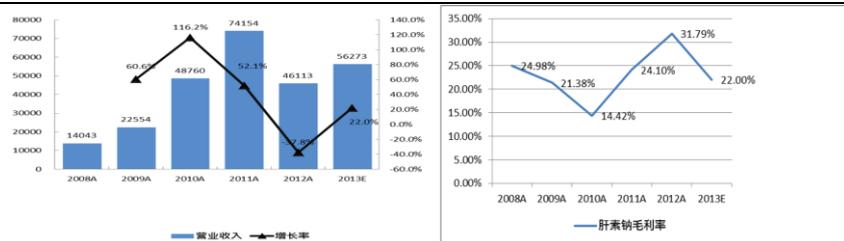
2013 年上半年公司肝素钠原料业务占比公司毛利 69%，并逐年摆脱对肝素钠原料业务的依赖。我们预计，未来两年随着基础原材料猪小肠成本的下降，人民币汇率的稳定，终端需求的提升，公司肝素钠原料利润将触底微幅回升。

表 1: 2011H1 国内肝素原料药市场格局

公司	出口额（万美元）	出口份额占比
海普瑞	21213	40.24%
南京健友	10159	18.27%
东诚生化	6366	12.08%
千红制药	3103	5.89%

资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

图 5: 公司肝素钠营业收入、增长率及毛利率变化情况

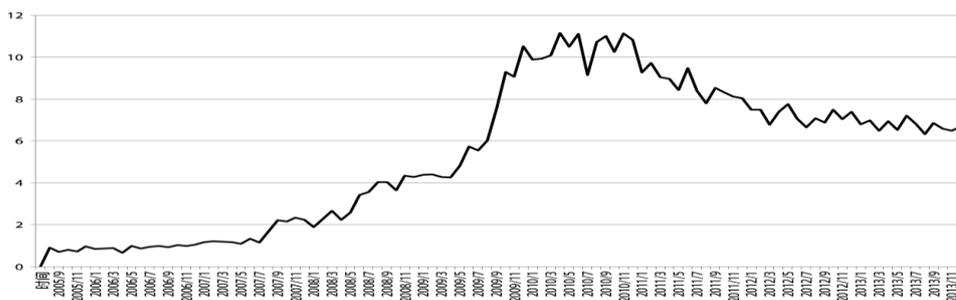


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2010 年由于“百特事件”的影响，全球肝素原料药价格飙升，部分不合格肝素钠原料企业被淘汰，肝素钠原料的审批和企业认证更加严格。我们认为，肝素钠不是一种大宗原料药，其进入壁垒较高。主要是相关认证壁垒高，需要通过美国 USP 或者欧洲 EP 等认证，并且制剂企业更换原料药供应商需要通过 FDA 等评估和备案，所以进入壁垒更高，需求端的平稳和供给端集中度的进一步提高，使得肝素原料价格趋于稳定。

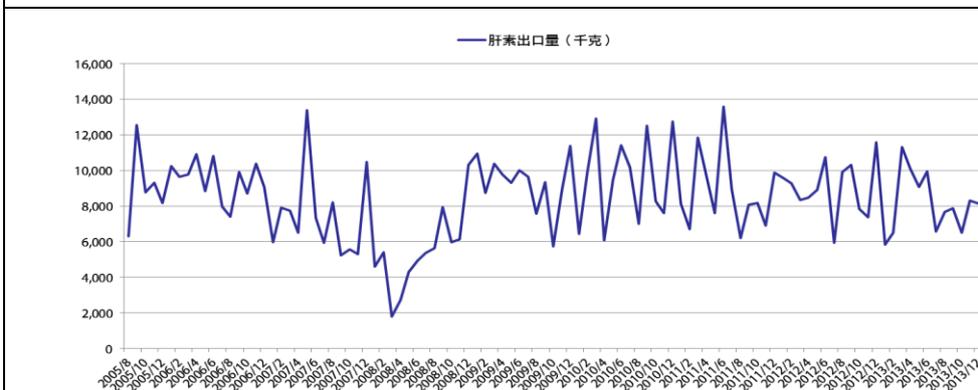
图 6: 2005-2013 年中国出口肝素钠原料药价格

肝素钠价格 (美元/克)



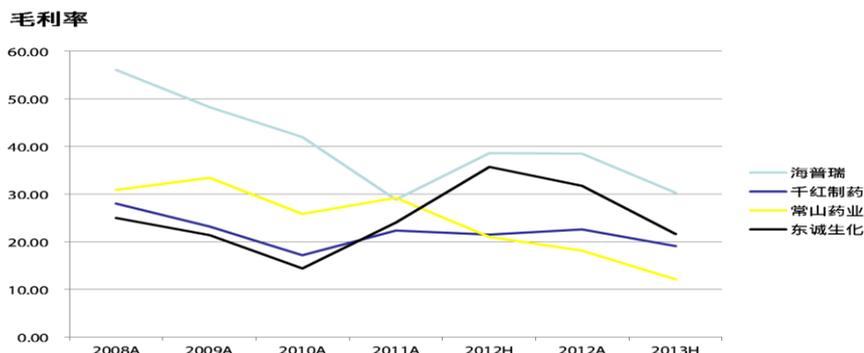
资料来源: CEIC, 东兴证券研究所

图 7: 2005-2013 年中国出口肝素钠原料药出口量



资料来源: CEIC, 东兴证券研究所

图 8: 2008-2013H1 国内主要肝素原料药企业毛利率变化情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.2 硫酸软骨素原料业务

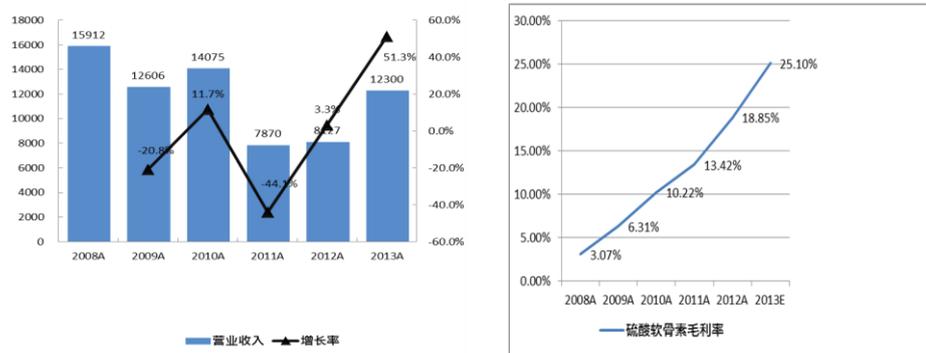
硫酸软骨素 (CS) 是共价连接在蛋白质上形成蛋白聚糖的一类糖胺聚糖。在医学上, 主要的应用途径是作为治疗关节疾病的药品, 与氨基葡萄糖配合使用, 具有止痛, 促

进软骨再生的功效，可以从根本改善关节问题；在日常中，作为保健品、食品中的添加剂，具有增强人体体质及抗病菌、美容、抗衰老等作用，改善听力和肌肤干燥，在体内可抑制小肠对脂质和葡萄糖的吸收以达到减肥作用。

目前，我国主要从动物软骨中提取硫酸软骨素粗品，继而生产硫酸软骨素，硫酸软骨素根据软骨的动物来源（如牛、猪、鸡、鱼等）、硫酸软骨素含量（如 85%以上、90%以上、95%以上等）可划分为不同规格，如牛 85%、鸡 90%、鱼 95%等，将软骨的来源和含量均相同的界定为同一规格。根据规格、用途、指标要求等可分为药品级硫酸软骨素（或称为硫酸软骨素原料药，达到相关国家药典标准）和食品级硫酸软骨素（或称为保健品成分、食品补充剂成分，可分为普通食品级硫酸软骨素和高规格食品级硫酸软骨素），分别用于硫酸软骨素类药物和保健品（或称为食品补充剂）等的生产。硫酸软骨素根据标准和用途不同，可分为药品级硫酸软骨素（或称为硫酸软骨素原料药）和食品级硫酸软骨素（或称为保健品成分、食品补充剂成分）。其中，药品级硫酸软骨素用于生产治疗骨关节炎、高血脂、头疼、偏头痛、动脉硬化、冠心病、心肌缺氧等疾病的药物，还可用于生产滴眼液；食品级硫酸软骨素包括高规格食品级和普通食品级，广泛用于对骨关节炎、关节痛等疾病有一定保健作用的保健食品，以及食品和饮料的生产。

公司上市前主要生产普通食品级硫酸软骨素，所以毛利率很低。上市后，公司压缩了普通硫酸软骨素的生产，进而转向高端的保健食品级和药品级硫酸软骨素的生产，从而毛利率逐年提升。目前公司的销售约 10%供给国内制剂企业，90%销售到海外。我们认为，硫酸软骨素毛利达到 25%左右后会稳定下来，后期主要靠国外企业采购的放量带动利润增长。

图 9:2008-2013 年公司硫酸软骨素营业收入、增长率及毛利率情况



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2.3 公司制剂业务

目前公司制剂与原料的利润比大约 1: 8，公司目标力争 15 年底制剂与原料利润比达到 1:1。公司未来发展方向将逐步摆脱对原料药业务的依赖，通过外延式并购和内生

性发展快速进入制剂领域，外延式发展是公司未来重要看点之一。

表 2:公司并购业务情况

时间	收购情况
2009 年（上市前）	收购烟台北方制药 100%股权，主要生产注射用绒促性素、尿促性素和氯化可的松琥珀酸钠等，非高新技术企业（目前执行 25%所得税税率）
2013 年 5 月（上市后）	收购烟台大洋制药 80%股权，主要生产氨溴索分散片、消风止痒颗粒、银黄滴丸、穿龙骨刺、消糜阴道泡腾片等产品占大洋制药收入的 70%左右，非高新技术企业（2014 年初取得高新技术企业资质，将执行 15%的所得税税率。）

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

北方制药主要生产注射用绒促性素、尿促性素和氯化可的松琥珀酸钠等，其中注射用氯化可的松琥珀酸钠是 2012 版基药目录新品种，公司在广东和山东等地独家中标。绒促性素和尿促性素是国内排名靠前的制剂企业，目前销售排名第一的是丽珠集团的相关产品。

公司 2013 年 5 月收购了烟台大洋制药，主要生产氨溴索分散片、消风止痒颗粒（儿童剂型独家）、银黄滴丸、穿龙骨刺、消糜阴道泡腾片、止痛化瘀颗粒（独家产品）等产品占大洋制药收入的 70%左右，目前销售主要以招商代理为主。日前，公司从外部引进了高端销售人才作为销售总监，希望能快速把销售区域铺向全国。按照收购条款中对于大洋制药 13-15 年三年的净利润做了约定，三年净利润之和不低于 7300 万元。我们预计，2013、2014 年公司能够分别实现净利润 2000 万元和 2800 万元净利润。

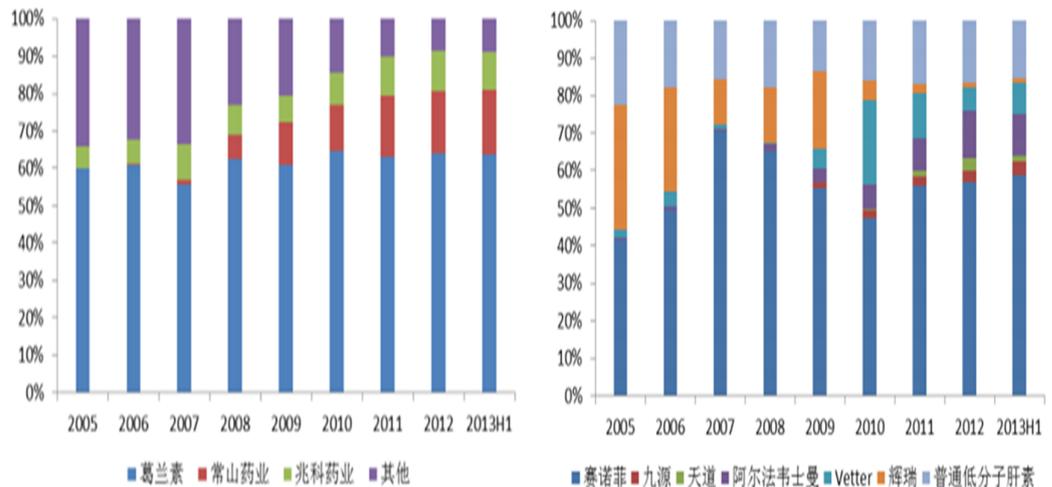
内生性增长方面，公司今年下半年那曲肝素钙制剂有望获批，明年依诺肝素和达肝素制剂有望获批。我们认为，未来几年市场中，由于制剂同类获批品种过多，所以具有原料药优势的企业将通过控制原料药来达到制剂的销售。目前我国肝素制剂市场超过 30 亿元，其中 20 亿元左右的产品还是由进口产品赛诺菲的克赛和葛兰素的速碧林所占据，随着未来招标价格的降低、基药非基药价格的联动，国产替代进程有望加速，东诚生化是其中受益企业之一。

表 3:公司在研产品列表

产品	市场规模	适用症	获批时间
注射用那曲肝素钙	15 亿元以上	栓塞的一级预防	2014 年中期
氨基葡萄糖硫酸软骨素胶囊(保健食品)	10 亿元以上	预防骨关节磨损、防止钙流失等	2014 下-2015 上
注射用依诺肝素	10 亿元以上	栓塞的一级预防	2015 年
注射用达肝素	5 亿元以上	栓塞的一级预防	2015 年
注射用绒促性素	数亿元级	助排卵	扩大产能 1493 万支
注射用尿促性素	数亿元级	助排卵	扩大产能至 120 万支
注射用氯化可的松琥珀酸钠	数亿元级	抗过敏、急性休克等	扩大产能至 1000 万支

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 10:2013H1 国内肝素制剂的市场竞争格局



资料来源: PDB, 东兴证券研究所

3. 盈利预测及估值

表 4: 可比估值

代码	公司	ROE (%)	(TTM) PE	PB
002675.SZ	东诚生化	10.29	30.5	2.94
002550.SZ	千红制药	9.95	33.6	3.24
300255.SZ	常山药业	8.03	39.4	3.69
000808	医药生物		33.7	4.24

资料来源: wind, 东兴证券研究所

盈利预测核心假设: 1、肝素钠原料药毛利率企稳回升; 2、硫酸软骨素毛利率稳定, 出口增长较快; 3、2015 年低分子肝素制剂进入销售阶段;

表 5: 公司收入预测表 (万元)

		2012A	2013E	2014E	2015E
肝素钠原料药	营业收入	46,113	56,273	64,713	74,420
	增长率（%）	-38	22	15	15
	毛利率	32	22	25	25
硫酸软骨素原料药	营业收入	8,127	12,191	17,067	23,893
	增长率（%）	3	50	40	40
	毛利率	19	25	25	25
成品药	营业收入	3,673	8,100	10,935	14,762
	增长率（%）	22	121	40	35
	毛利率	28	30	36	50
合计	营业收入	58,775	76,563	92,715	113,076
	增长率（%）		30	21	22
	毛利率	30	23	26	28

资料来源：东兴证券研究所

4. 投资评级

目前公司制剂与原料的利润比大约 1: 8，公司目标力争 15 年底制剂与原料药利润比达到 1:1。公司未来发展方向将逐步摆脱对原料药业务的依赖，通过外延式并购和内生性发展快速进入制剂领域，外延式发展是公司未来重要看点之一。

随着公司原料药业务的企稳回升和制剂销售规模的扩大，公司业绩已经进入拐点期，预计 2014-2015 年 EPS 为 0.70 元、1.00 元，对应 PE 为 26、19X。首次给予公司“强烈推荐”的投资评级，6 个月目标价 28 元。

表 6：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	352	925	1067	1235	1463	营业收入	858	588	766	927	1131
货币资金	125	620	684	777	912	营业成本	656	413	590	690	814
应收账款	57	94	105	127	155	营业税金及附加	4	3	5	6	7
其他应收款	8	2	2	2	3	营业费用	11	16	16	23	28
预付款项	5	10	15	22	30	管理费用	28	36	48	58	71
存货	144	177	242	283	335	财务费用	14	-6	-6	-7	-8
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-0.08	1.67	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	99	163	142	124	106	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	-0.04	-0.07	0.00	0.00	0.00
固定资产	78.03	90.58	104.77	90.61	76.45	营业利润	145	123	109	152	214
无形资产	10	39	35	32	28	营业外收入	6.04	2.46	40.00	40.00	40.00
其他非流动资产	0	2	0	0	0	营业外支出	0.02	0.39	50.00	50.00	50.00
资产总计	451	1088	1210	1359	1569	利润总额	151	125	99	142	204
流动负债合计	147	61	118	147	186	所得税	23	20	15	22	31
短期借款	86	2	0	0	0	净利润	128	105	83	120	173
应付账款	59	37	48	57	67	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	2	16	31	50	73	归属母公司净利润	128	105	83	120	173
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	177	165	120	163	223
非流动负债合计	0	12	12	12	12	BPS (元)	1.58	1.09	0.48	0.70	1.00
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	147	73	130	158	198	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	29.22%	-31.46%	30.26%	21.08%	22.01%
实收资本(或股本)	81	108	173	173	173	营业利润增长	144.20%	-15.27%	-11.45%	40.28%	40.27%
资本公积	17	629	629	629	629	归属于母公司净利润增长	-20.84%	44.71%	-20.84%	44.71%	43.44%
未分配利润	172	227	265	319	396	获利能力					
归属母公司股东权益合计	304	1015	1138	1223	1343	毛利率(%)	23.49%	29.65%	23.00%	25.60%	28.00%
负债和所有者权益	451	1088	1268	1381	1541	净利率(%)	14.92%	17.85%	10.86%	12.98%	15.26%
现金流量表						总资产净利润(%)	28.35%	9.65%	6.88%	8.85%	11.00%
	单位:百万元					ROE(%)	42.05%	10.35%	7.31%	9.84%	12.85%
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	偿债能力					
经营活动现金流	139	45	79	99	147	资产负债率(%)	33%	7%	10%	11%	
净利润	128	105	83	120	173	流动比率	2.40	15.11	9.01	8.41	7.87
折旧摊销	18.31	48.41	0.00	18.10	18.10	速动比率	1.41	12.22	6.97	6.48	6.07
财务费用	14	-6	-6	-7	-8	营运能力					
应收账款减少	0	0	-11	-22	-28	总资产周转率	2.12	0.76	0.65	0.70	0.77
预收账款增加	0	0	15	19	23	应收账款周转率	14	8	8	8	8
投资活动现金流	-18	-72	6	-5	-5	应付账款周转率	15.03	12.17	17.90	17.63	18.30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.58	1.09	0.48	0.70	1.00
投资收益	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	0.76	4.56	0.75	0.37	0.57
筹资活动现金流	-59	520	44	-31	-43	每股净资产(最新摊薄)	3.76	9.40	6.59	7.07	7.77
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	12.23	17.79	40.14	27.74	19.34
普通股增加	27	27	65	0	0	P/B	5.14	2.05	2.93	2.73	2.49
资本公积增加	-27	612	0	0	0	EV/EBITDA	8.62	8.88	22.07	15.69	10.86
现金净增加额	62	493	129	64	99						

资料来源: wind, 东兴证券研究所

分析师简介

陈恒

生物工程和金融工程专业毕业，2010年加盟东兴证券，从事生物医药行业研究五年，医药生物行业首席研究员。

联系人简介

张文录

吉林大学生物科学与金融学双学士，军事医学科学院与吉林大学药物化学硕士，医药行业从业经验七年，具有医药行业研发、销售与股票股权市场投资经历，2013年加盟东兴证券，任医药生物行业资深研究员。

邱旻

日本东京大学药学学士及技术经营战略学硕士，具有企业咨询、风险投资行业从业经历，2013年加盟东兴证券，任医药生物行业研究员。

单击此处输入文字。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。