



告别1.0时代东诚生化，迎来2.0时代东诚药业

——东诚生化（002675）财报点评

2014年04月19日

强烈推荐/维持

东诚生化

财报点评

姓名	分析师 陈恒	执业证书编号: S1480510120015
	Email: chenheng@dxzq.net.cn Tel: 010-66554018	
姓名	联系人 张文录	
	Email: zhang-wl@dxzq.net.cn Tel: 010-66554022	
姓名	联系人 邱旻	
	Email: qiumin@dxzq.net.cn Tel: 010-66554128	

事件:

2013年，东诚生化实现营业收入7.74亿元（+31.81%），归属母公司净利润1.01亿元（-4.01%），扣除非经常性损益之后净利润7677万元（-25.67%），扣非后EPS0.44元，基本符合预期。分业务板块，肝素钠原料药系列实现营业收入5.14亿元（+11.39%），毛利率21.4%（-10.39%），主要是由于行业竞争激烈，价格下降所致，预计2014年价格将在企稳；硫酸软骨素原料药实现营收1.67亿元（+105.22%），毛利率20.03%（+1.18%），主要是由于下游需求旺盛，产品由食品级普通原料药向高端保健食品和药品级原料药转变所致；制剂实现营业收入6348万元（+249.45%），毛利率43.06%（+18.25%），主要是由于2013年6月收购烟台大洋制药80%股权合并报表所致。

公司分季度财务指标

指标	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1
营业收入（百万元）	136.6	147.45	189.12	207.23	173.79	204.59	196.12
增长率（%）	-22.16%	-6.88%	23.69%	37.43%	27.22%	38.75%	3.70%
毛利率（%）	26.42%	24.02%	22.02%	23.04%	21.65%	26.52%	27.66%
期间费用率（%）	7.57%	9.70%	6.43%	8.34%	10.85%	15.87%	13.25%
营业利润率（%）	18.95%	13.43%	14.32%	13.66%	10.87%	10.92%	15.40%
净利润（百万元）	23.60	16.37	34.64	25.23	21.77	22.14	25.27
增长率（%）	03.67%	-47.07%	-01.05%	-15.79%	-07.74%	35.23%	-27.05%
每股盈利（季度，元）	0.22	0.15	0.32	0.23	0.12	0.12	0.14
资产负债率（%）	2.62%	6.69%	3.92%	16.25%	11.30%	10.35%	9.55%
净资产收益率（%）	2.36%	1.61%	3.30%	2.39%	2.02%	2.01%	2.24%
总资产收益率（%）	2.30%	1.50%	3.17%	2.00%	1.79%	1.80%	2.03%

观点:

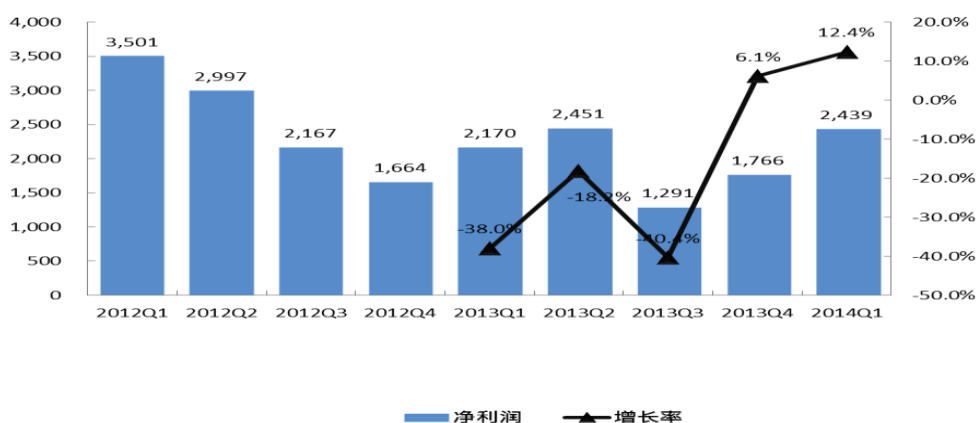
- **公司修改章程，将“烟台东诚生化股份有限公司”拟修改为“烟台东诚药业集团股份有限公司”彰显了公司坚定不移扩展下游，进军制剂领域的决心和信心。**上市前收购了烟台北方制药100%股权，扩展了泌尿生殖类系统药物（主要生产注射用绒促性素、尿促性素和氢化可的松琥珀酸钠和在研品种长效避孕药醋酸乌利司他等重磅产品）和心血管类药物（预计今年两年将获批的有那曲肝素钙制剂、依诺肝素制剂和达肝素制剂等）。

表 1: 近期公司主要制剂产品列表

产品	市场规模	适用症	预计获批时间及其他
那曲肝素原料药及制剂	15 亿元以上	栓塞的一级预防	2014 年中期
依诺肝素原料药及制剂	5 亿元以上	栓塞的一级预防	2015 年
达肝素原料药及制剂	10 亿元以上	栓塞的一级预防	2015 年
醋酸乌利司他原料药及制剂	10 亿元以上	终止 120 小时内无保护性交或避孕失败的紧急避孕	2015 年
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
注射用绒促性素	数亿元级	助排卵	扩产至 1493 万支
注射用尿促性素	数亿元级	助排卵	扩产至 120 万支
注射用氢化可的松琥珀酸钠	数亿元级	抗过敏、急性休克等	扩产至 1000 万支

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

- **公司业绩拐点已经确立。**2014 年第一季度，公司扣除非经常性损益后净利润 2439 万，达到了公司近 7 个季度的利润次高点，同比增长 12.4%，公司业绩拐点非常明确。公司传统肝素钠原料药业务占营业利润的比重已由 2011 年末的 90% 左右降低到 2013 年末的 60% 左右，制剂产品的快速增长，硫酸软骨素原料药业务走高端保健食品级、药用级市场是目前公司业绩拐点的驱动因素。

图 1: 2012Q1-2014Q1 公司分季度净利润情况（扣除非经常性损益）


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 2: 产业营业收入与毛利预测表

		2012A	2013A	2014E	2015E
肝素钠原料药	营业收入	46,113	51,367	56,504	62,154
	增长率 (%)	-38	11	10	10
	毛利率	32	21	22	22
硫酸软骨素原料药	营业收入	8,127	16,679	23,351	32,691
	增长率 (%)	3	105	40	40
	毛利率	19	20	23	25
制剂及其他	营业收入	3,673	9,211	12,435	16,787
	增长率 (%)	22	151	40	35
	毛利率	28	41	48	55
合计	营业收入	58,775	76,563	92,289	111,632
	增长率 (%)		30	21	21
	毛利率	30.00	23.38	25.76	27.84

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- 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, 发展速度迅猛。公司通过引进高端销售人才, 大洋制药销售有了很大程度的提升, 2013年净利润接近翻倍。自6月18日开始合并报表至期末, 实现净利润1485万。品种结构良好, 主要品种有氨溴索分散片、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, 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。
- 目前公司制剂与原料的利润比大约1: 5, 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。

结论:

随着制剂销售规模的扩大和公司原料药业务的企稳, 公司业绩已经进入拐点期。低分子肝素制剂等的获批和外延式扩张提升公司估值预期。我们预计2014-2015年EPS为0.7元、1元, 对应PE为26、18X。维持公司“强烈推荐”的投资评级, 6个月目标价28元。

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				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	925	702	912	1101	1321	营业收入	588	775	923	1116	1283
货币资金	620	216	369	462	597	营业成本	413	593	691	823	937
应收账款	94	152	126	153	176	营业税金及附加	3	4	6	7	8
其他应收款	2	10	11	14	16	营业费用	16	18	18	23	27
预付款项	10	11	18	26	35	管理费用	36	59	55	65	74
存货	177	215	284	338	385	财务费用	-6	4	2	-4	-5
其他流动资产	0	80	80	80	80	资产减值损失	1.67	3.42	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	163	526	466	422	378	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	-0.07	3.54	0.00	0.00	0.00
固定资产	90.58	178.38	279.34	241.50	203.66	营业利润	123	97	145	197	238
无形资产	39	64	58	52	45	营业外收入	2.46	28.44	40.00	40.00	40.00
其他非流动资产	2	12	0	0	0	营业外支出	0.39	0.07	50.00	50.00	50.00
资产总计	1088	1228	1378	1523	1699	利润总额	125	125	135	187	228
流动负债合计	61	116	285	190	231	所得税	20	21	21	29	35
短期借款	2	48	130	0	0	净利润	105	104	114	158	193
应付账款	37	27	57	68	77	少数股东损益	0	3	0	0	0
预收款项	16	4	22	44	70	归属母公司净利润	105	101	114	158	193
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	165	176	192	237	277
非流动负债合计	12	11	11	11	11	BPS (元)	1.09	0.58	0.66	0.91	1.12
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	73	127	296	202	242	成长能力					
少数股东权益	0	14	14	14	14	营业收入增长	-31.46%	31.81%	19.14%	20.91%	15.00%
实收资本(或股本)	108	173	173	173	173	营业利润增长	-15.27%	-21.25%	49.96%	35.79%	20.83%
资本公积	629	574	629	629	629	归属于母公司净利润增长	12.75%	38.78%	12.75%	38.78%	22.23%
未分配利润	227	277	329	400	486	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1015	1088	1223	1333	1468	毛利率(%)	29.65%	23.40%	25.10%	26.21%	27.00%
负债和所有者权益	1088	1228	1532	1548	1724	净利率(%)	17.85%	13.40%	12.32%	14.14%	15.03%
现金流量表						总资产净利润(%)	9.65%	8.21%	8.25%	10.36%	11.36%
	单位:百万元					ROE(%)	10.35%	9.27%	9.30%	11.84%	13.14%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	偿债能力					
经营活动现金流	45	-21	193	149	203	资产负债率(%)	7%	10%	19%	13%	
净利润	105	104	114	158	193	流动比率	15.11	6.06	3.20	5.79	5.72
折旧摊销	48.41	75.62	0.00	44.28	44.28	速动比率	12.22	4.21	2.21	4.01	4.06
财务费用	-6	4	2	-4	-5	营运能力					
应收账款减少	0	0	26	-26	-23	总资产周转率	0.76	0.67	0.67	0.72	0.78
预收帐款增加	0	0	18	22	26	应收账款周转率	8	6	7	8	8
投资活动现金流	-72	-399	11	-5	-5	应付账款周转率	12.17	24.14	22.00	17.93	17.74
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)	1.09	0.58	0.66	0.91	1.12
投资收益	0	4	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	4.56	-2.33	1.77	0.57	0.84
筹资活动现金流	520	17	101	-45	-53	每股净资产(最新摊薄)	9.40	6.29	7.08	7.71	8.50
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	16.67	31.01	27.51	19.82	16.22
普通股增加	27	65	0	0	0	P/B	1.93	2.88	2.56	2.35	2.13
资本公积增加	612	-55	55	0	0	EV/EBITDA	8.08	16.79	15.08	11.25	9.14
现金净增加额	493	-403	306	99	145						

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：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，医药生物行业资深研究员。

联系人简介

联系人：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、销售与股票股市场投资经历，2013 年加盟东兴证券，任医药生物行业高级研究员。

联系人：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。

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。