

# 达肝素获批巩固肝素制剂龙头地位

**增持 维持**

## 事件:

- 公司今日发布公告，近日收到国家食品药品监督管理总局下发的达肝素钠原料药(化药3.1类)及注射液(化药6类)新药证书和药品注册批件，注射液批准的适应症与原研辉瑞一致。该领域的三大品种，公司已经成功首仿其中的两个。

## 点评:

- 达肝素作为肝素制剂领域的大品种，市场空间较大。达肝素钠是低分子肝素的一种，辉瑞原研，94年FDA批准上市，主要用于治疗深静脉血栓和肺栓塞，13年全球销售额3.59亿美元，销售额排在依诺肝素钠之后，是肝素制剂领域的第二大品种，我们预计公司该品具备冲击年销售额5亿的目标。
- 达肝素获批有助于巩固公司在肝素制剂领域的领先优势。公司作为那曲肝素钙的标准制定者，凭借单独定价优势和招商代理模式实现低钙制剂快速放量，确立了公司在国内低分子肝素制剂领域的龙头地位。此次达肝素获批，不仅体现了公司在肝素制剂领域的技术优势，而且丰富了产品线，避免过度依赖单品种的风险。我们预计该品种3季度有望上市，定价会介于公司低钙和普通低分子肝素制剂之间，形成高中低三个价格梯队，与公司现有品种发挥协同作用，助推制剂业务保持快速发展，使公司在低分子肝素制剂的领先优势进一步巩固。
- 维持增持评级。我们认为以低分子肝素制剂为代表的抗凝药市场仍会保持较快增长，肝素原料药价格会短幅震荡。作为肝素领域为数不多的全产业链企业，公司通过内生增长和外延式并购，深挖肝素产业链，不断培育新的增长点，看好公司的长期发展。短期来看，达肝素的销售推广，西地那非仿制药上市是公司主要股价催化因素。预计公司14、15、16年每股收益为0.81和1.08元和1.37元，对应市盈率分别为31、24和19倍，维持“增持”评级。

主要经营指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	575.56	704.54	849.36	1055.13	1312.99
增长率 (%)	35.91%	22.41%	20.56%	24.23%	24.44%
归母净利润(百万)	99.09	115.18	152.27	203.08	258.39
增长率 (%)	39.96%	16.24%	32.20%	33.37%	27.23%
每股收益	0.53	0.61	0.81	1.08	1.37
市盈率	48.39	41.63	31.49	23.61	18.56

## 医药生物研究组

### 分析师:

王凤华(S1180511010001)

电话: 010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

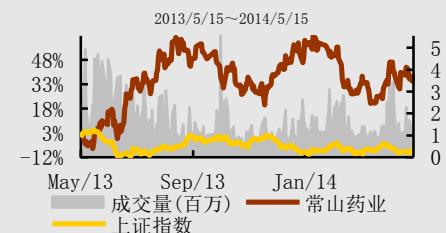
### 研究助理:

王晓峰

电话: 010-88085975

Email: wangxiaofeng@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

《常山药业：制剂高增长，费用压力较大》

2013/10/22

《常山药业：由点到面，构筑长期业绩支撑》

2013/9/8

《常山药业：短期费用压力不改长期成长性》

2013/8/19

《常山药业：原料药到制剂企业的华丽转身》

2013/6/4

《常山药业：低钙制剂继续保持高增长》

2013/4/24

《常山药业：发展战略清晰，低钙增长可期》

2012/12/25

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	246	205	494	854	营业收入	705	849	1055	1313
应收票据及账款	1	1	1	1	营业成本	310	356	432	532
应收账款	9	10	12	13	营业税金及附加	5	6	7	9
预付款项	357	355	365	422	销售费用	159	191	237	295
其他应收款	10	10	13	13	管理费用	85	103	129	161
存货	374	418	447	494	财务费用	13	10	9	13
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	0	7	5	3
固定资产	221	309	352	369	营业利润	132	176	235	299
在建工程	137	100	80	60	营业外收支净额	2	3	4	5
无形资产	118	120	105	91	税前利润	135	179	239	304
长期待摊费用	0	0	0	0	减：所得税	20	27	36	46
资产总计	1621	1658	2017	2479	净利润	115	152	203	258
短期借款	264	0	0	0	减：少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	18	20	21	23	归母净利润	115	152	203	258
预收款项	19	18	22	25	基本每股收益	0.61	0.81	1.08	1.37
其他应付款	13	10	10	10	稀释每股收益	0.61	0.81	1.08	1.37
其他流动负债	0	0	0	0	财务指标	2013A	2014E	2015E	2016E
长期借款	0	150	300	500	成长性				
其他非流动负债	22	22	22	22	营收增长率	22.4%	20.6%	24.2%	24.4%
负债合计	336	221	376	580	EBIT 增长率	27.7%	27.7%	31.6%	27.8%
股东权益合计	1286	1438	1641	1899	净利润增长率	16.4%	32.2%	33.4%	27.2%
现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E	盈利性				
净利润	115	150	200	254	销售毛利率	56.0%	58.1%	59.0%	59.5%
非现金损益	18	64	72	78	销售净利率	16.4%	17.9%	19.3%	19.7%
营运资本减少	-163	-43	-56	-116	ROE	9.4%	11.0%	12.8%	14.0%
其他经营活动现金流	15	6	5	8	ROIC	13.87%	11.28%	13.90%	16.80%
经营活动现金流	-12	177	221	224	估值倍数				
投资活动现金流	-268	-97	-77	-56	PE	41.6	31.5	23.6	18.6
融资活动现金流	5	-120	145	192	P/S	6.8	5.6	4.5	3.7
现金净变动	-275	-41	289	360	P/B	3.90	3.47	3.03	2.60
期初现金余额	540	246	205	494	股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	246	205	494	854	EV/EBITDA	30.4	20.1	15.3	12.0

**作者简介：**

**王凤华：**宏源证券研究所首席分析师，分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组，《新财富》2013年最佳中小市值研究机构第三名，得分7197分。中国人民大学硕士研究生，本科毕业于江西财经大学。17年从业经历，曾在多家券商任职，任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职，2010年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖：宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

机构销售团队					
公募 机构	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
		李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
	上海片区	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@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
保险/私募	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@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。