

重磅产品注射用那曲肝素钙获CFDA现场检查受理

——东诚药业（002675）事件点评

2014年06月23日

强烈推荐/维持

东诚药业 | 事件点评

事件：

2014年06月23日，公司发布公告称重磅产品注射用那曲肝素钙粉针及原料药获得CFDA现场检查受理，如果进展顺利预计公司将于7月底拿到新药证书。国内肝素制剂市场超过30亿元，其中低分子钙制剂超过20亿元，目前60%以上是由葛兰素史克所占据，常山药业和港股上市公司李氏大药房控股的合肥兆科的低分子钙制剂分别占据第二、三位。合肥兆科的立迈青为注射用粉针剂，按出厂价口径2013年销售超过1.4亿元，近5年复合增长率超过40%，增长及其迅猛。由于东诚药业的那曲肝素钙制剂是按照欧盟质量标准执行，剂型与兆科药业同为粉针剂，所以如能顺利获批在定价上可比兆科药业（目前兆科立迈青中标价在50元以上，5000IU/支）。我们认为，如果公司注射用那曲肝素钙获批，将是天时，恰赶上各省非基药招标的高峰期，迅速放量可期，有望复制常山药业的成功模式。

主要观点：

1. 公司发展进入2.0版本药业时代

公司修改章程，将“烟台东诚生化股份有限公司”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。公司今年获批注射用那曲肝素钙，明年将多个重磅产品集中上市，依诺肝素制剂、达肝素制剂和长效避孕产品醋酸乌利司他等，公司业绩将进入爆发期。

2. 公司业绩拐点已经确立

2014年Q1，公司扣非后净利润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，制剂产品快速增长。

分析师：宋凯

010-66554087

songkai@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1489512040001

联系人：张文录

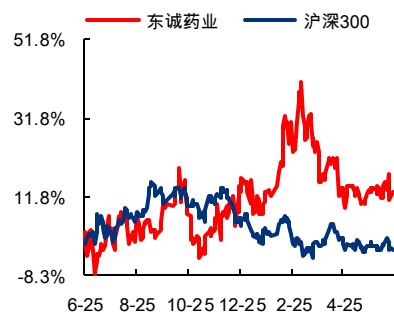
010-66554022

zhang-wl@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间（元）	17-23.63
总市值（亿元）	29.38
流通市值（亿元）	20.18
总股本/流通A股（万股）	17280/11869
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	2.8

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《东诚生化（002675）：告别1.0时代东诚生化，迎来2.0时代东诚药业》2014-04-21
- 2、《东诚生化（002675）深度报告：安全边际高，打通肝素产业链与外延式发展提升公司估值》2014-03-27

3、购并业务是未来公司重要看点

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。那曲肝素钙制剂等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(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		9.65%	8.21%	8.25%	10.36%	11.36%
经营活动现金流	45	-21	193	149	203	偿债能力					
净利润	105	104	114	158	193	资产负债率(%)	7%	10%	19%	13%	13%
折旧摊销	48.41	75.62	0.00	44.28	44.28	流动比率	15.11	6.06	3.20	5.79	5.72
财务费用	-6	4	2	-4	-5	速动比率	12.22	4.21	2.21	4.01	4.06
应收账款减少	0	0	26	-26	-23	营运能力					
预收账款增加	0	0	18	22	26	总资产周转率	0.76	0.67	0.67	0.72	0.78
投资活动现金流	-72	-399	11	-5	-5	应收账款周转率	8	6	7	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	12.17	24.14	22.00	17.93	17.74
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	4	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.09	0.58	0.66	0.91	1.12
筹资活动现金流	520	17	101	-45	-53	每股净现金流(最新摊薄)	4.56	-2.33	1.77	0.57	0.84
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	9.40	6.29	7.08	7.71	8.50
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	27	65	0	0	0	P/E	16.67	31.01	27.51	19.82	16.22
资本公积增加	612	-55	55	0	0	P/B	1.93	2.88	2.56	2.35	2.13
现金净增加额	493	-403	306	99	145	EV/EBITDA	8.08	16.79	15.08	11.25	9.14

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：宋凯

中小市值研究员，制药工程专业硕士，研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011年加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究。

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，医药行业从业经验八年，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，任医药生物行业高级研究员。

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。