

制剂增速平稳，原料药增速放缓

增持 维持

投资要点：

公司发布2014年半年报，上半年收入同比下降3.17%至3.55亿元，扣非净利润同比增0.58%至5261万元，经营活动现金流净额为-2.36亿，同比大幅下降，EPS为0.29元，同比增3.57%。其中2014Q2实现收入1.77亿元，同比下降14.36%，归母净利润3177万元，同比下降0.42%。低于市场预期。

报告摘要：

- **低钙制剂实现较快增长，肝素钠原料药同比降幅较大。**报告期内，公司低分子肝素钙制剂销量为708万支，同比增长14.74%，实现收入2.43亿元，同比增长21.9%。收入增速实现了较快增长，但较历史增速下降较多，主要是公司去年初进行了营销调整，使13年上半年销量及收入增加较多，导致基数较高，因此同比增速放缓。下半年不存在高基数问题，预计低钙增速有望提升。肝素钠原料药实现收入8400万元，同比下降41.17%，主要是受行业竞争加剧影响，销量大幅下降的同时价格也有所下滑，特别是出口相对内销(24.14%)下滑较多(37.17%)。随着国内肝素原料药企业募投项目的达产(满负荷产量是现有产量的2.5倍左右)，我们预计肝素原料药竞争会进一步加剧，原料药价格会一定时期内处于震荡下行通道，届时公司自身在低分子原料药和制剂方面的产业链优势将会更加显现，能够最大限度避免价格下降的风险。
- **毛利率同比提升8.34%，期间费用率同比增加9.22%，净利率保持稳定。**上半年，由于低毛利的肝素钠原料药业务收入同比大幅下降，使公司整体毛利率提升明显。公司加大推广力度，广告宣传费用和会务费用同比增幅超过50%，此外利息支出同期增加较多，这些造成期间费用增幅较大。毛利率的提升与期间费用的增加接近，公司净利率保持稳定。根据合同，公司向肝素粗品供货商美国Active BioMaterials LLC公司采购2.22亿粗品，致使公司净现金流同比下降10796.04%。
- **优秀的全产业链企业，短中长期均有业绩支撑点。**作为肝素行业为数不多拥有原料药和制剂的全产业链企业，在取得那曲肝素钙首仿的基础上，取得了达肝素钠的首仿，进一步巩固公司在肝素制剂领域的领导地位。此外，低分子肝素原料药、透明质酸、透析粉以及公司在糖尿病领域的提前布局等，这些体现了公司在血液相关疾病领域的深耕和细作，必将成为未来业绩的有效支撑。

医药生物研究组

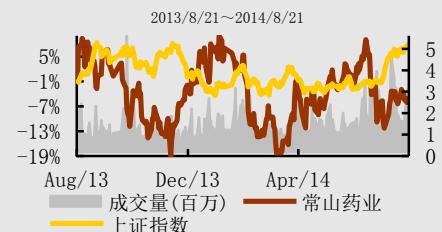
分析师：

王晓峰(S1180512120001)

电话：010-88085975

Email: wangxiaofeng@hysec.com

市场表现



相关研究

《楚天科技：后GMP时代，新业务有望持续发力》

2014/8/21

《医药周报：特殊审评通道，加速新药审批》

2014/8/17

《贵州百灵：基药效应初显，静待银丹发力》

2014/8/11

《太龙药业：巩固饮片业务，进军CRO领域》

2014/8/10

《天士力：医药工业维持高增长》

2014/8/10

《泰格医药：临床研究类业务保持高增长》

2014/8/7

《精华制药：拟收购金丝利药业，进军生物药领域》

2014/7/28

- **盈利预测及评级。**由于招标进度显著低于预期及肝素原料药竞争环境加剧，我们下调公司盈利预期，预计公司 2014~2016 年 EPS 为 0.71、0.90 和 1.17 元，对应 PE36X、28X 和 22X。维持增持评级。
- **风险提示。**肝素原料药价格下行风险。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	575.56	704.54	807.41	976.96	1201.66
增长率 (%)	35.91	22.41	14.60	21.00	23.00
归母净利润(百万)	99.09	115.18	134.52	169.60	221.04
增长率 (%)	39.96	16.24	16.79	26.08	30.33
每股收益	0.53	0.61	0.71	0.90	1.17
市盈率	65.39	56.26	35.90	28.47	21.85

盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	246	91	197	317	营业收入	705	807	977	1202
应收票据及账款	1	1	1	1	营业成本	310	331	399	487
应收账款	9	9	12	11	营业税金及附加	5	6	7	8
预付款项	357	305	360	361	销售费用	159	198	239	294
其他应收款	10	9	12	12	管理费用	85	105	132	156
存货	374	414	383	478	财务费用	13	6	0	-2
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	334	335	营业利润	132	155	196	255
在建工程	137	80	60	40	营业外收支净额	2	3	4	5
无形资产	118	120	117	110	税前利润	135	158	200	260
长期待摊费用	0	0	0	0	减: 所得税	20	24	30	39
资产总计	1621	1469	1625	1818	净利润	115	135	170	221
短期借款	264	0	0	0	减: 少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	18	17	21	20	归母净利润	115	135	170	221
预收款项	19	16	21	22	EPS	0.61	0.71	0.90	1.17
其他应付款	13	10	10	10	EPS(稀释)	0.61	0.71	0.90	1.17
其他流动负债	0	0	0	0	财务指标	2013A	2014E	2015E	2016E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	22	22	22	22	营收增长率	22.4%	14.6%	21.0%	23.0%
负债合计	336	66	74	74	EBIT增长率	27.7%	11.2%	21.6%	29.5%
股东权益合计	1286	1403	1551	1744	净利润增长率	16.4%	16.8%	26.1%	30.3%
现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E	盈利性				
净利润	115	132	166	217	销售毛利率	56.0%	59.0%	59.2%	59.5%
非现金损益	18	64	71	76	销售净利率	16.4%	16.7%	17.4%	18.4%
营运资本减少	-163	21	-44	-101	ROE	9.4%	10.0%	11.3%	13.1%
其他经营活动现金流	15	3	-3	-6	ROIC	14.74%	10.28%	12.39%	15.54%
经营活动现金流	-12	220	191	187	估值倍数				
投资活动现金流	-268	-90	-67	-45	PE	41.9	35.9	28.5	21.8
融资活动现金流	5	-284	-18	-22	P/S	6.9	6.0	4.9	4.0
现金净变动	-275	-154	106	120	P/B	3.93	3.59	3.23	2.86
期初现金余额	540	246	91	197	股息收益率	0.4%	0.4%	0.4%	0.6%
期末现金余额	246	91	197	317	EV/EBITDA	30.2	22.0	17.9	14.0

作者简介：

王晓锋：宏源证券研究所医药行业研究员，毕业于北京大学药学院，2012年加入宏源证券，主要从事医药生物领域上市公司研究。

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
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
		李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
	广深片区	赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
		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
机构	北京保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	上海保险/私募	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@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。