

## 经营稳健，低钙维持较快增长

增持 维持

### 投资要点:

公司发布 2014 年三季报，1-9 月收入同比增长 2.14% 至 5.61 亿元，归母净利润同比增 5.72% 至 7255 万元，经营活动现金流净额为 -2.16 亿，同比大幅下降，EPS 为 0.39 元，同比增 8.33%。其中 2014Q3 实现收入 2.05 亿元，同比增长 12.85%，归母净利润 1832 万元，同比增长 20.17%。低于市场预期。

### 报告摘要:

业绩保持平稳，较上半年有一定改善。肝素制剂保持较快增长，肝素钠原料药销量下滑收窄。报告期内，公司经营业绩较半年报有较大改善，收入增速成功转正(半年报为 -3.17%)，归母净利润也实现了 5.72% 的小幅增长(半年报为 0.58%)。业绩反转主要是公司三季度营收和净利润表现靓丽，营收和净利润增速为年内最高。分品种来看，前三季度肝素制剂实现收入 3.9 亿元，同比增长 33.64%，销量为 1153.05 万支，同比增长 25.54%。普通肝素原料药实现收入 1.28 亿元，同比下降 41.39%，销量为 6568.12 亿单位，同比下降 26.87%。其中三季度，低钙销量在 420 万支左右，销售额接近 1.5 亿，增速均在 35% 以上。通过公司销售调整，普通肝素原料药销量下滑趋势较 2 季度明显改善，但是由于厂家较多，且产能增加较多导致竞争激烈，出口价格同比下降较多(1-8 月平均单价同比下降 14%)，销售额整体改善不明显。由于公司制剂下半年是销售旺季，特别是四季度，因此我们预计公司低钙制剂仍会保持高增长，全年突破 1500 万支概率较大，收入接近 5 亿元。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(前 8 个月出口量较去年持平，但出口金额同比下降 8% 左右)。

毛利率同比提升 7.91%，环比变动不大，期间费用率同比增加 10.71%，净利率保持稳定。前三季度，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，销售费用延续上半年趋势，同比增加 8.2 个百分点。管理费用同比有一定增加，环比变动不大。尽管三季度有 2000 万净现金流，但上半年向美国公司采购 2.22 亿肝素粗品，致使公司净现金流同比下降仍然较大。报告期销售净利率同比变动不大。

### 医药生物研究组

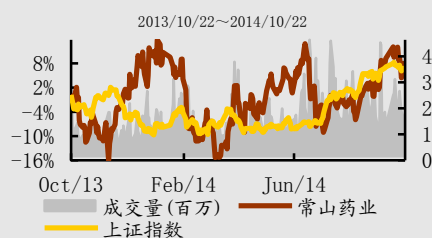
#### 分析师:

王晓锋(S1180512120001)

电话: 010-88085975

Email: wangxiaofeng@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

《太龙药业：老树新芽，枝繁叶茂》

2014/8/31

《科伦药业：经营稳健，非输液维持高增长》

2014/8/27

《精华制药：围绕核心战略，内外并举》

2014/8/24

《太龙药业：工业保持较快增长，新业务值得期待》

2014/8/24

《戴维医疗：经营稳健，所得税率拉低利润增速》

2014/8/22

《常山药业：制剂增速平稳，原料药增速放缓》

2014/8/22

《楚天科技：后 GMP 时代，新业务有望持续发力》

2014/8/21

➤ **盈利预测及评级。**公司作为国内肝素产业链最完整的上市企业，在肝素原料药和制剂领域深耕细作，不断推出依诺肝素原料药和达肝素制剂等新品种，提升公司在肝素产业领域的领导地位和持续盈利能力。此外，公司近期设立久康医疗投资管理河北有限公司，有望进入医疗服务行业，培育新的增长点。由于肝素原料药出口量价同比下降超出预期，我们下调公司业绩预期，预计 2014~2016 年 EPS 为 0.68、0.89 和 1.17 元，对应 PE 40X、31 X 和 23X。我们认为公司经营稳健，主业竞争优势明显，股价催化因素多，维持增持评级。

➤ **风险提示。**肝素钠原料药下降风险。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	575.56	704.54	789.09	946.90	1145.76
增长率 (%)	35.91	22.41	12.00%	20.00%	21.00%
归母净利润(百万)	99.09	115.18	127.65	167.97	219.84
增长率 (%)	39.96	16.24	10.82%	31.59%	30.88%
每股收益	0.53	0.61	0.68	0.89	1.17
市盈率	65.39	56.26	40.30	30.62	23.40

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	267	306	617	营业收入	705	789	947	1146
应收票据及账款	1	0	1	1	营业成本	310	324	386	464
应收账款	9	9	11	10	营业税金及附加	5	6	7	8
预付款项	357	290	354	333	销售费用	159	209	246	286
其他应收款	10	9	12	11	管理费用	85	95	116	141
存货	374	345	428	393	财务费用	13	1	-6	-10
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	262	217	营业利润	132	147	194	254
在建工程	137	0	0	0	营业外收支净额	2	3	4	5
无形资产	118	120	105	91	税前利润	135	150	198	259
长期待摊费用	0	0	0	0	减：所得税	20	23	30	39
资产总计	1621	1461	1617	1806	净利润	115	128	168	220
短期借款	264	0	0	0	减：少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	18	16	20	18	归母净利润	115	128	168	220
预收款项	19	16	21	20	EPS	0.61	0.68	0.89	1.17
其他应付款	13	10	10	10	EPS (稀释)	0.61	0.68	0.89	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%	12.0%	20.0%	21.0%
负债合计	336	64	74	71	EBIT 增长率	27.7%	4.3%	26.3%	29.9%
股东权益合计	1286	1397	1544	1736	净利润增长率	16.4%	10.8%	31.6%	30.9%
现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E	盈利性				
净利润	115	125	165	216	销售毛利率	56.0%	59.0%	59.2%	59.5%
非现金损益	18	64	62	60	销售净利率	16.4%	16.2%	17.7%	19.2%
营运资本减少	-163	110	-170	59	ROE	9.4%	9.5%	11.3%	13.1%
其他经营活动现金流	15	1	-6	-10	ROIC	14.74%	9.63%	13.99%	16.59%
经营活动现金流	-12	300	50	324	估值倍数				
投资活动现金流	-268	3	3	4	PE	44.7	40.3	30.6	23.4
融资活动现金流	5	-281	-15	-18	P/S	7.3	6.5	5.4	4.5
现金净变动	-275	22	39	311	P/B	4.18	3.84	3.46	3.06
期初现金余额	540	246	267	306	股息收益率	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%
期末现金余额	246	267	306	617	EV/EBITDA	32.1	23.7	19.8	15.1

## 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	010-88013561	13631508075	liqian@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@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
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		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经营范围包括证券投资咨询业务。