

业绩基本符合预期，期待外延性拓展

2015年02月06日

强烈推荐/维持

东诚药业

财报点评

——东诚药业（002675）财报点评

姓名	分析师 宋凯	执业证书编号: S1489512040001
	Email: songkai@dxzq.net.cn Tel: 010-66554087	
姓名	联系人 张文录	
	Email: zhang-wl@dxzq.net.cn Tel: 010-66554022	

事件:

2014年东诚药业实现营业收入7.51亿元(-3.06%)，归属母公司净利润1.04亿元(3.08%)，EPS0.60元，略低于预期，主要原因是非经常性收益大幅减少2000万，扣除此因素，主营业务利润增长29.67%，符合预期。分业务板块，肝素钠原料药系列实现营业收入3.96亿元(-23.00%)，毛利率34.50%(+13.10%)，营业收入下降的主要原因是需求放缓所致销售量下降8.4%，价格疲软销售单价下滑15.94%，毛利率上升主要是由于粗品肝素采购成本大幅下降所致；硫酸软骨素原料药实现营收2.12亿元(+27.09%)，毛利率25.9%(+5.16%)；制剂产品营收1.04亿元(+63.83%)，毛利率51.86%(+8.80%)，其中2013年收购的以中药品种为主的大洋制药营业收入为8323万，净利润1954万，以绒促性素、尿促性素和氯化可的松琥珀酸钠为主的北方制药营业收入2128万，净利润为-151万。

公司分季度财务指标

指标	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
营业收入(百万元)	207.23	173.79	204.59	196.12	208.57	177.19	169.14
增长率(%)	37.43%	27.22%	38.75%	3.70%	0.65%	1.96%	-17.33%
毛利率(%)	23.04%	21.65%	26.52%	27.66%	34.33%	35.42%	35.38%
期间费用率(%)	8.34%	10.85%	15.87%	13.25%	15.55%	19.31%	18.46%
营业利润率(%)	13.66%	10.87%	10.92%	15.40%	17.98%	16.31%	17.64%
净利润(百万元)	25.23	21.77	22.14	25.27	32.22	24.17	26.21
增长率(%)	-15.79%	-07.74%	35.23%	-27.05%	27.72%	11.00%	18.37%
每股盈利(季度,元)	0.23	0.12	0.12	0.14	0.18	0.13	0.15
资产负债率(%)	16.25%	11.30%	10.35%	9.55%	14.13%	12.97%	15.00%
净资产收益率(%)	2.39%	2.02%	2.01%	2.24%	2.84%	2.09%	2.21%
总资产收益率(%)	2.00%	1.79%	1.80%	2.03%	2.44%	1.82%	1.88%

结论:

公司战略明确, 原料药和制剂业务并重、内生式增长与外延性拓展共进, 在生物制药领域实现持续快速增长, 目前是公司业务发展的关键时期, 期待公司外延式拓展进展。我们预计2015-2016年EPS为0.91元、1.12元, 对应PE为26、22X, 维持公司“强烈推荐”的投资评级。

表 1:近期公司主要制剂产品列表

产品	市场规模	适用症	进程
那曲肝素原料药及制剂	15 亿元以上	栓塞的一级预防	现场检查, 即将获批
依诺肝素原料药及制剂	5 亿元以上	栓塞的一级预防	完成检查, 即将获批
达肝素原料药及制剂	10 亿元以上	栓塞的一级预防	完成检查, 即将获批
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	新药注册资料已受理

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

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
预收账款增加	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：宋凯

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，任医药生物行业资深研究员。

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。