

证券研究报告

生物医药

强烈推荐(维持)

证券分析师

叶寅

投资咨询资格编号:S1060514100001
电话 021-22662299
邮箱 YEYIN757@pingan.com.cn

邹敏

投资咨询资格编号:S1060514080003
电话 021-20662997
邮箱 ZOUJIN787@pingan.com.cn

魏巍

投资咨询资格编号:S1060514110001
电话 021-20632019
邮箱 WEIWEI093@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

东诚药业(002675)

重磅那屈肝素钙制剂获批，继续强烈看好核医学行业前景

事项：

公司公告，子公司东诚北方制药近日分别收到CFDA核准签发的原料药“那曲肝素钙”（国药准字H20153154）和“注射用那曲肝素钙”（国药准字H20153155）的《药品注册批件》。近日，公司公告二股东金业投资股权结构变更为温雷持有90%，于耀华持10%。

平安观点：

- **那曲肝素是公司获批的第一个低分子肝素制剂，有望迅速成为过亿品种。**那屈肝素是全球销量最大的3种低分子肝素制剂之一，由GSK公司研发，全球销售额超过3亿美元。国内过去按照“低分子肝素钙”申报，有GSK、常山药业、合肥兆科等7家企业拥有制剂批文。标准提升后，按照“那曲肝素钙”申报获批的企业有3家，除了原研的GSK之外，南京健友与今年4月获得批文，东诚是第三家。国内那曲肝素钙制剂（含低分子肝素钙）市场规模约20亿元，GSK的速碧林占据接近50%市场份额（受商业贿赂事件影响2013年开始大幅下滑），常山药业的万脉舒超过20%，合肥兆科的立迈青约占10%，其余企业占据接近20%份额。其中合肥兆科和东诚药业的品种是粉针剂型，其余都是水针。我们认为那屈肝素钙作为其第一个获批的低分子肝素制剂意义重大，是公司肝素业务往制剂延伸的第一步，未来会逐步形成完整的低分子肝素制剂系列。
- **核医学新贵蛟龙出海，拉开行业整合序幕。**东诚药业定增重组方案（收购云克药业52%股权）已经过会，核医学新贵正式登堂入室，预计今年还会收购云克剩余48%股权！云克药业主打品种云克注射液（钨99-亚甲基二膦酸注射液）是唯一治疗类风湿关节炎的核素药物，疗效确切，无放射性，不占药占比，可提价，预计保持40%-50%增速，3-5年有望成为过10亿级别品种。另外，大股东拟收购新的核医学标的铼泰医药和君安药业并承诺注入上市公司。目前资本市场对核医学临床价值高、壁垒高、增速高的特征认识很不充分，核素药物行业竞争格局好、利润率高，预计2020年市场规模将达到100亿元。我们看好核医学行业的继续整合空间，以及作为精准医疗入口的向医疗服务延伸的潜力。
- **金业投资股权变更为公司长远发展消除隐患。**二股东金业投资，现持有东诚药业14.76%的股权。金业投资过去的股权结构，是山东鸿福集团持90%，于耀华10%。根据招股书，山东鸿福集团是集体所有制，由招远市温家村委全资控股，法定代表人就是温雷，于耀华与温雷夫妻关系。现在金业投资股权结构变更为温雷持有90%，于耀华持10%。此次股权变更，使得金业投资成为温雷夫妇全资控股的企业，决策更集中，控制力更强，预计不会再发生类似于上半年的减持事件，消除隐患，对公司及全体股东是很大的利好。

- **维持“强烈推荐”评级，目标价 70 元。**我们看好核医学行业的继续整合空间，以及作为精准医疗入口的向医疗服务延伸的潜力。完成定增后，大股东持股比例提升至 37%，核心员工激励到位，公司将进入快速增长期。预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.76 元、1.41 元、1.86 元，给予“强烈推荐”评级，目标价 70 元。
- **风险提示：**整合风险，产品销售风险。

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	702	802	841	1229
现金	216	161	109	146
应收账款	162	177	342	471
其他应收款	19	16	70	92
预付账款	11	11	13	16
存货	215	292	277	473
其他流动资产	295	436	307	503
非流动资产	526	592	626	646
长期投资	0	10	10	10
固定资产	178	339	382	403
无形资产	68	76	82	87
其他非流动资产	280	167	153	146
资产总计	1228	1393	1466	1875
流动负债	116	198	59	196
短期借款	48	98	0	50
应付账款	27	39	30	53
其他流动负债	41	61	29	93
非流动负债	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	11	11	11	11
负债合计	127	209	70	207
少数股东权益	14	15	47	69
股本	173	173	220	220
资本公积	574	574	574	574
留存收益	341	422	555	804
归属母公司股东权益	1088	1169	1349	1598
负债和股东权益	1228	1393	1466	1875

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	-21	52	90	97
净利润	104	108	166	311
折旧摊销	14	26	25	30
财务费用	-6	2	0	-1
投资损失	-4	-8	-2	-2
营运资金变动	-219	-131	-131	-264
其他经营现金流	90	55	31	23
投资活动现金流	-399	-132	-58	-48
资本支出	-28	-8	-60	-50
长期投资	-125	-10	0	0
其他投资现金流	-246	-114	2	2
筹资活动现金流	17	25	-84	-11
短期借款	46	50	-98	50
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	65	0	47	0
资本公积增加	-56	0	0	0
其他筹资现金流	-38	-26	-34	-61
现金净增加额	-403	-56	-52	37

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	775	751	1038	1463
营业成本	593	503	621	750
营业税金及附加	4	4	5	8
营业费用	18	36	88	181
管理费用	59	89	93	132
财务费用	4	-1	0	-1
资产减值损失	3	1	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	4	8	2	2
营业利润	97	126	230	392
营业外收入	28	5	5	5
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	125	132	235	397
所得税	21	24	38	64
净利润	104	108	197	334
少数股东损益	3	4	31	23
归属母公司净利润	101	104	166	311
EBITDA	114	152	256	422
EPS (元)	0.58	0.60	0.76	1.41

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	31.8	-3.1	38.2	40.9
营业利润(%)	-21.3	30.9	82.1	70.5
归属于母公司净利润(%)	-4.0	3.1	59.9	87.0
获利能力				
毛利率(%)	23.4	33.1	40.2	48.7
净利率(%)	13.0	13.8	16.0	21.3
ROE(%)	9.4	9.1	14.1	20.0
ROIC(%)	21.3	11.2	17.4	25.6
偿债能力				
资产负债率(%)	10.4	15.0	4.8	11.1
净负债比率(%)	-49.9	-11.5	-3.6	-2.3
流动比率	6.1	4.1	14.3	6.3
速动比率	4.2	2.6	9.6	3.9
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.9
应收账款周转率	6.0	4.4	4.0	3.6
应付账款周转率	24.1	22.8	30.1	35.1
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.60	0.76	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.12	0.30	0.41	0.44
每股净资产(最新摊薄)	6.3	6.8	6.1	7.3
估值比率				
P/E	81.0	78.5	62.6	33.5
P/B	7.5	7.0	7.7	6.5
EV/EBITDA	24.6	27.2	40.4	24.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：（0755）82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：（021）33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033