

日期: 2019年04月26日

行业: 医药制造业



分析师: 金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518030001

基本数据 (2019Q1)

报告日股价 (元)	33.39
12mth A 股价格区间 (元)	17.11-39.47
总股本 (百万股)	552.43
无限售 A 股/总股本	52%
流通市值 (亿元)	93
每股净资产 (元)	4.65
PBR (X)	7.18
DPS (Y2018, 元)	10 转 3 派 1.50

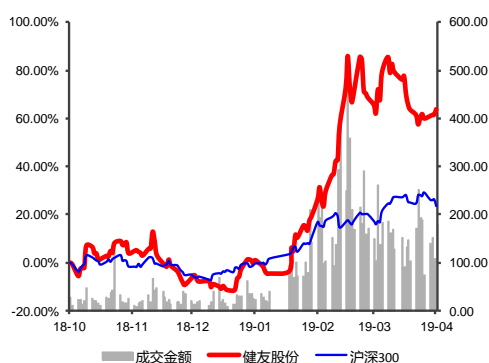
主要股东 (2019Q1)

谢菊华	28.26%
江苏省沿海开发集团有限公司	21.81%
TANG YONGQUN	20.27%

收入结构 (2018Y)

标准肝素原料药	69.6%
国内制剂	21.0%
CDMO	5.4%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



业绩持续快速增长 海外制剂业务有望成为新的业绩增长点

■ 公司动态事项

公司发布2018年年度报告和2019年第一季度报告。

■ 事项点评

业绩持续快速增长, 拓展国内市场导致销售费用率同比有所提升

公司2018年实现营业收入17.00亿元, 同比增长52.81%; 实现归母净利润4.25亿元, 同比增长35.11%。公司2019年第一季度实现营业收入6.10亿元, 同比增长40.02%; 实现归母净利润1.49亿元, 同比增长22.38%; 实现扣非归母净利润1.44亿元, 同比增长25.28%, 利润增速低于收入增速的主要原因是销售费用同比大幅增长等因素。公司2019年第一季度期间费用率为18.62%, 同比增长3.85个百分点, 其中销售费用率为11.30%, 同比增长4.37个百分点, 主要是公司通过第三方临床代表学术推广的模式重点拓展国内低分子肝素制剂业务, 扩大销售团队, 导致销售费用持续增长。

肝素原料药景气度维持高位

分产品来看, 标准肝素原料药业务2018年实现营业收入11.84亿元, 同比增长28.83%。根据海关总署的数据, 2018年全年我国肝素出口均价为5,501.70美元/千克, 同比增长23.92%, 累计出口量达199.48吨, 同比增长12.29%, 肝素原料药持续呈现量价齐升的良好态势。根据国家统计局数据, 我国19Q1生猪出栏1.88亿头, 同比下降5.1%; 3月底生猪存栏3.75亿头, 同比下降10.4%, 生猪出栏量、存栏量同比下降有望导致肝素原料药供应持续趋紧。肝素原料药持续呈现供不应求的市场格局, 受猪小肠供应限制、技术工艺门槛高、下游质量控制要求趋平等因素影响, 高品质肝素原料药保持较高景气度, 叠加下游补库存等因素, 有助于原料药业务保持业绩快速增长。

国内制剂业务2018年实现营业收入3.58亿元, 同比增长228.72%。根据Wind数据, 我国低分子肝素制剂2018年前三季度在样本医院的销售额达10.92亿元, 同比增长35.6%, 保持快速增长的态势。公司2018年积极拓展内销市场, 随着销售网络的逐步完善, 低分子肝素制剂受益于进口替代等因素, 有望延续快速增长。

依诺肝素在英国获批, 国外制剂业务有望成为公司新的业绩增长点

公司2018年研发费用达1.01亿元, 同比增长31.09%。截至2018年末, 公司拥有在研项目51项, 其中已申报14项, 利用通过FDA审计的制剂生产和研发平台, 向国家药监局和FDA同时提交产品注册申请,

加速产品审评审批及快速产业化。公司依诺肝素钠注射液已于2019年3月在英国获批上市，进一步拓展公司对国际高端制剂市场的布局，预计后三季度有望在更多欧盟国家陆续获批，带动公司海外制剂业务高速增长。未来随着在申报和在研品种在美国、欧盟等海外市场不断上市，海外制剂业务有望成为公司新的业绩增长点。

■ 风险提示

汇率波动、市场竞争加剧、原料药订单量低于预期、海外市场销售推进缓慢、新产品获批进度不及预期、财务投资者减持风险、国际贸易环境变化等。

■ 投资建议

未来六个月，维持“谨慎增持”评级

结合2019年一季报调整公司19、20年EPS至1.07、1.41元，以4月25日收盘价33.39元计算，动态PE分别为31.3倍和23.7倍。我们认为，公司是国内少数同时通过美国FDA和欧盟EDQM认证的肝素原料药生产企业之一，也是国内唯一同时拥有依诺肝素钠、达肝素钠、那屈肝素钙三种低分子肝素制剂批件的生产企业，在保持标准肝素原料药业务、低分子肝素制剂业务高速增长的基础上，申报产品持续获得美国FDA上市许可，进而布局高端制剂出口业务，未来2-3年国际制剂业务方面将为公司贡献新的利润增量。未来六个月，维持“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至12月31日(¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,700.33	2,440.55	3,274.71	4,185.37
年增长率	52.81%	43.53%	34.18%	27.81%
归属于母公司的净利润	424.55	590.15	777.08	982.62
年增长率	35.11%	39.01%	31.67%	26.45%
每股收益(元)	0.77	1.07	1.41	1.78
PER(X)	43.45	31.26	23.74	18.77

注：有关指标按最新股本摊薄

■ 附表

■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	435	244	327	772
存货	1,952	2,759	3,688	4,582
应收账款及票据	255	465	895	820
其他	197	286	403	314
流动资产合计	2,838	3,754	5,314	6,488
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	244	203	163	122
在建工程	227	227	227	227
无形资产	74	72	70	68
其他	16	30	32	25
非流动资产合计	564	536	496	447
资产总计	3,402	4,290	5,809	6,934
短期借款	320	450	743	743
应付账款及票据	561	585	984	1,029
其他	66	70	84	99
流动负债合计	947	1,105	1,812	1,871
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	34	35	35	35
非流动负债合计	34	35	35	35
负债合计	981	1,140	1,846	1,906
少数股东权益	0	80	186	320
股东权益合计	2,421	3,150	3,963	5,028
负债和股东权益总计	3,402	4,290	5,809	6,934

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	425	590	777	983
折旧和摊销	40	42	42	42
营运资本变动	58	(1,092)	(1,066)	(663)
经营活动现金流	62	(377)	(131)	502
资本支出	(29)	0	0	0
投资收益	9	0	0	0
投资活动现金流	204	0	0	0
股权融资	129	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	0	(40)	(70)	(52)
融资活动现金流	(56)	186	214	(58)
净现金流	211	(191)	83	444

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,700	2,441	3,275	4,185
营业成本	859	1,247	1,707	2,190
营业税金及附加	4	7	9	12
营业费用	248	281	427	513
管理费用	37	162	145	231
财务费用	(0)	2	9	7
资产减值损失	(1)	1	(0)	0
投资收益	9	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	460	741	978	1,232
营业外收支净额	7	8	9	10
利润总额	468	749	987	1,242
所得税	43	79	104	125
净利润	425	671	883	1,117
少数股东损益	0	80	106	134
归属母公司股东净利润	425	590	777	983

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	52.81%	43.53%	34.18%	27.81%
EBITDA 增长率	54.58%	30.68%	31.03%	24.43%
EBIT 增长率	61.31%	32.40%	32.80%	25.48%
净利润增长率	35.11%	39.01%	31.67%	26.45%
毛利率	49.47%	48.90%	47.88%	47.69%
EBITDA/总收入	35.37%	32.20%	31.44%	30.61%
EBIT/总收入	33.02%	30.46%	30.15%	29.60%
净利润率	24.97%	24.18%	23.73%	23.48%
资产负债率	28.84%	26.57%	31.78%	27.49%
流动比率	3.00	3.40	2.93	3.47
速动比率	0.94	0.90	0.90	1.02
总资产回报率 (ROA)	12.48%	15.63%	15.20%	16.10%
净资产收益率 (ROE)	17.54%	19.23%	20.58%	20.87%
EV/营业收入	10.9	6.0	7.7	5.8
EV/EBITDA	17.0	23.8	18.5	14.6
PE	43.4	31.3	23.7	18.8
PB	7.6	6.0	4.9	3.9

分析师承诺

金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。