

背靠北大方正，业绩持续改善

西南合成（000788）

评级：无

股价：17.41 元

调研报告

2010 年 1 月 18 日 星期一

东海证券医药研究小组

屈昶、袁舰波

021-50586660-8643

qy@longone.com.cn

医药生物/化学原料药

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

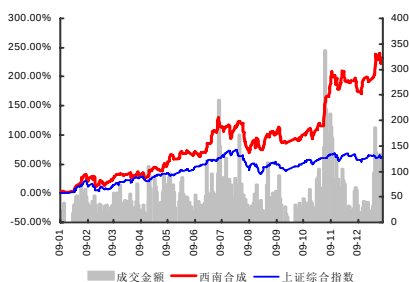
重要数据

总股本(亿股)	2.60
流通股本(亿股)	1.52
总市值(亿元)	45.27
流通市值(亿元)	26.46

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	11.53	13.07
3 个月	72.89	64.69
6 个月	43.88	42.76

个股相对上证综指走势图



投资要点

□ 公司基本情况

公司的实际控制人是北大方正集团。方正集团依托北大计算机研究所和北大医学部的优质资源，确立了 IT 和医药医疗双主业的发展战略。西南合成是方正集团旗下医疗医药产业唯一的上市平台，是方正集团整合医药资产，最终实现集团医药产业整体上市的战略性基地。

公司是西部最大的化学合成药物生产企业，经营范围包括磺胺类、抗生素、维生素、解热镇痛类、喹诺酮类、抗焦虑类、抗结核类、抗病毒类、脑代谢用药类、降糖类、抗过敏类、抗溃疡类等 12 个大类。主要产品有磺胺嘧啶（SD）、维生素 E（VE）、氯霉素等原有品种以及新收购的大新药业旗下的洛伐他汀（LOV）和霉酚酸（MMF）等。

□ 产品盈利能力逐步提升

公司主要产品中最值得关注的是 VE 的盈利能力明显提升。09 年二季度开始，受行业景气提升的推动，VE 价格出现了快速的地价量齐升，三季度至今 VE 油的价格一直在 300 元/公斤附近的高位徘徊。2010 年我们预计随着全球经济的复苏，VE 的终端需求仍将持续回暖，主要厂商寡头竞争的格局也难以改变，VE 的价格预计将在高位继续运行。

公司 VE 的产能约为 1000 吨，我们预计 2010 年全年 VE 大约能为公司贡献 3 亿元的销售收入。

公司新收购的大新药业主营心血管类、抗生素类、免疫调节类、代血浆类等原料药及制剂，在品种上与公司形成了良好的补充，且共享研发销售平台，提升了经营效率。大新药业主要产品中妥布霉素、洛伐他汀、阿米卡星、硫酸阿米卡星等四个原料药通过了美国 FDA 认证，制剂方面羟乙基淀粉也属于潜力比较大的品种。大新药业的注入明显提升了公司的盈利能力，09 年三季度并表后，公司的毛利率及净利润环比均明显提高。

□ 拥有持续注入方正集团其他医药资产的预期

作为方正集团旗下唯一的医药上市平台，我们推测公司有望持续的整合方正集团的其他医药资产，并逐步实现方正集团医药资产的整体上市。

目前方正集团旗下优良的医药资产包括武汉国药集团以及北京凌科尔医药经销有限公司等。武汉国药集团是方正集团于 2008 年 9 月收购的区域医药商业龙头，公开资料显示，武汉国药集团的销售网络覆盖湖北省内三甲医院，医院终端销售占总销售的 90% 以上，达 2.5 亿元；凌科尔医药则由北大国际医院集团控股 95%，主营化学制剂及原料药、抗生素等，未来如能注入上市公司也将进一步完善公司的制剂原料药产业链。

□ 新医改契机下深度开发医院资源

新医改最终方案中“稳步推进公立医院改革的试点”，“鼓励民营资本举办非营利性医院”等政策明确了公立医院改革的迫切性。公司背靠北大医学部，在医院资源上拥有竞争企业难以比拟的优势，因此也将在公立医院改革进程中拥有更多的机会。

方正集团投资 32 亿元的北大国际医院项目拟建设一家与国际接轨的医教研一体化的非营利性大学医院。医院宗旨是建设国际一流医院，领跑医疗体制改革。医院建成后将进一步加强渠道整合和资源共享，实现医药一体化，提升上市公司的终端销售及研发实力。此外，在新医改契机下，公司如能与北大医学部丰富的医院资源进行深度合作，也将充分分享公立医院改革所带来的机遇。

□ 我们的判断

我们认为，随着外部产品市场环境的改善以及内部大新药业资产的注入，公司的产品盈利能力正逐步提升，未来公司经营业绩的增长趋势比较明确。同时，由于公司是方正集团唯一的医药上市平台，我们推测方正集团其他医药资产也具有持续注入的预期，公司的基本面正得到持续改善。

不过，鉴于原料药价格的波动及医药资产注入预期等均具有较大的不确定性，我们暂不对公司进行评级，但将密切关注公司的后续发展情况。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122