

2010年4月2日

医药行业

海翔药业 (002099)

买入

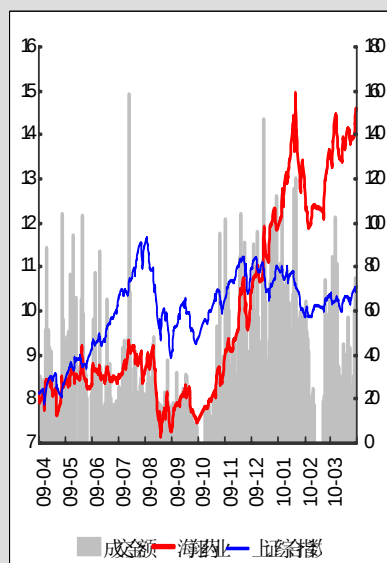
医药行业研究员

李伟志

010-88086830-676

liwz@rxzq.com.cn

海翔药业与上证指数走势对比图



## 业绩拐点出现，医药巨头产业转移带来发展机遇

**世界原料药重要生产国，产业转移生产带来机遇。**公司所有产品都属于医药行业中的原料药子行业，目前中国已经跃升为世界原料药第2大生产国，而全球原料药消耗量接近200亿美元，并以每年10% - 15%的速度在增长，我国能生产的原料药有1,400多种，90%主要供应国际市场，占全球原料药贸易额的1/4左右，60多种原料药在国际市场上具有较强的竞争力。

**抗生素、心血管和降糖类别收入利润增速加快。**公司主营收入来源于6大产品群，分别为抗生素类、精细化学品类、抗病毒类、心血管类、驱虫类和降糖类别。2009年实现营业收入和营业利润分别为8.6亿和1.7亿元，同比下降14%和增长21%，营业利润增长超过收入增长原因为公司进行了产品结构调整，聚焦抗生素、心血管、降糖药大治疗领域等高毛利产品，逐步萎缩精细化工、驱虫、抗病毒、贸易类产品，我们可以看到公司毛利率指标从2008年的14%大幅度提升到2009年的19%。

**战略联盟的合同订单未来有望爆发性增长。**公司08年下半年与德国原研药厂BII（勃林格殷格翰）达成战略联盟协议，BII在09年下半年开始商业化采购达比加群（dabigatran、Pradaxa）的两个关键中间体，09年采购金额大约3000万元，预计2010年采购金额将不低于6000万元，几乎是翻倍的增长。达比加群是德国BII公司重点要推出的“重磅炸弹”之一，它隶属于抗血栓药物市场，从行业来看全球每年脑血栓、脑梗塞、心肌梗塞、冠心病、动脉硬化等心脑血管疾病夺走1200万人的生命，接近世界总死亡人数的四分之一，成为人类健康的头号大敌。2007年抗血栓市场规模大约是150亿美元，到2012年有望超过200亿美元，公司的达比加群被称为是继华法林上市之后50年来的首个新类别口服抗凝血药物，应用前景广阔。

**盈利预测和估值。**我们预计公司2010年每股收益将会达到0.42元，业绩同比增长超过100%，目前动态PE只有35倍，基本与海正和华海的平均动态PE持平，但是由于公司成长性（100%）远远高于前两家公司（25% - 30%），所以理应给予更高的估值，未来公司同BII及其他海外巨头的合作范围将大幅拓展，这种业绩高成长还将持续，鉴于此我们给予公司“买入”的投资评级。

|      | 2009        | 2010E       | 2011E         | 2012E         |
|------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 893,369,047 | 969,444,107 | 1,153,798,959 | 1,378,160,924 |
| 增长率  | -16%        | 9%          | 19%           | 19%           |
| 毛利率  | 19%         | 22%         | 23%           | 24%           |
| 净利润  | 30,301,759  | 66,935,510  | 99,093,239    | 134,099,842   |
| 增长率  | 18%         | 121%        | 48%           | 35%           |
| 每股收益 | 0.19        | 0.42        | 0.62          | 0.84          |

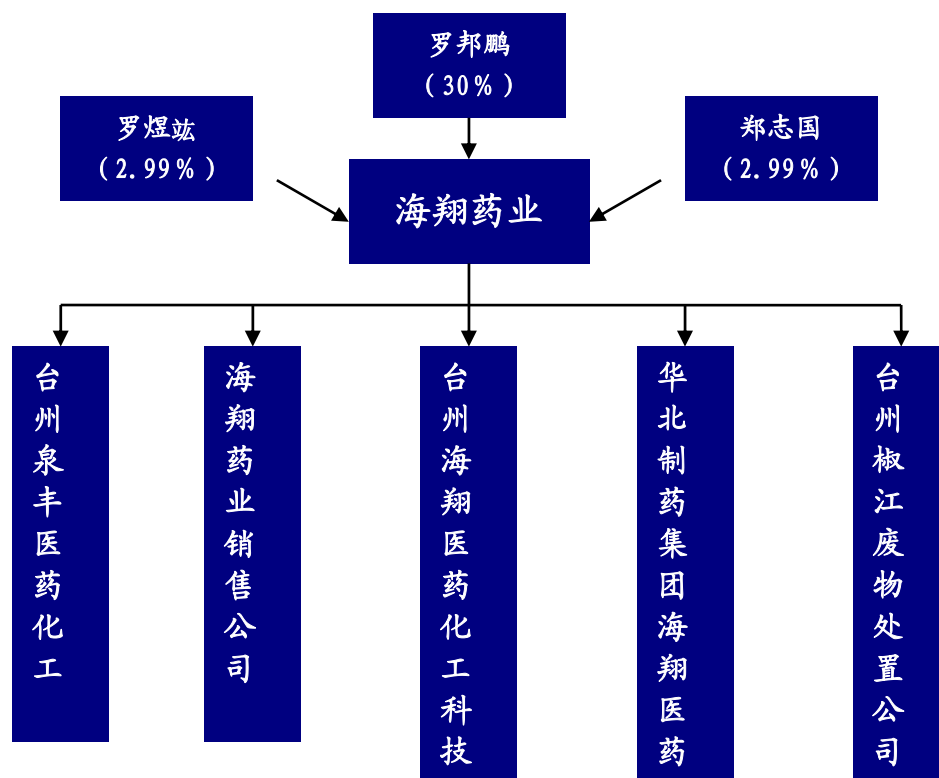
## 目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 1、公司概况.....                  | 3  |
| 2、世界原料药重要生产国，产业转移生产带来机遇..... | 4  |
| 3、抗生素、心血管和降糖类别收入利润增速加快.....  | 5  |
| 4、未来加大重点产品的推广力度.....         | 8  |
| 5、战略联盟的合同订单未来有望爆发性增长.....    | 9  |
| 6、站的高才能看的远，向高层次原料药企业进军.....  | 10 |
| 7、股权激励计划促增长.....             | 11 |
| 8、盈利预测和估值.....               | 12 |
| 9、投资风险 .....                 | 13 |

## 1、公司概况

公司是在2004年5月由浙江海翔医药化工有限公司整体变更而设立的股份有限公司，2006年在深圳证券交易所挂牌上市，公司位于经济发展迅速的浙江台州，该地区的原料药及医药中间体的生产在国内同行业中占有重要地位，并在国际市场上具备相当的竞争力，公司主要从事原料药和医药中间体的生产和销售，经过多年的发展已经形成较为完整的产品链。公司生产的药品种类包括：抗生素类、精细化学品类、抗病毒类、心血管类、驱虫类和降糖类等多个药物品种。

公司属于典型的民营控股企业，罗邦鹏目前持有公司 30% 的股份，其儿子和女婿各自持有 2.99% 的股份，三人合计持有公司接近 36% 的股份，占有绝对控制地位。公司目前控股和参股 5 家子公司，分别为台州泉丰医药化工有限公司、海翔药业销售公司、台州海翔医药化工科技有限公司、华北制药集团海翔医药有限公司和台州椒江废物处置公司，但 5 家公司净利润都较低。



资料来源：日信证券

## 2、世界原料药重要生产国，产业转移生产带来机遇

公司所有产品都属于医药行业中的原料药子行业，目前中国已经跃升为世界原料药第2大生产国，而全球原料药消耗量接近200亿美元，并以每年10% - 15%的速度在增长，我国能生产的原料药有1,400多种，90%主要供应国际市场，占全球原料药贸易额的1/4左右，60多种原料药在国际市场上具有较强的竞争力。从目前原料药行业的全球竞争格局来看，美国拥有药品专利优势，西欧拥有工艺优势，发展中国家拥有成本优势。而发展中国家又以印度和中国为首，中国企业在全球原料药及医药中间体市场上扮演非常重要的角色，已经成为世界原料药市场的重要出口商。与印度相比，我国原料药企业的劣势在于应用能力较弱，理解和进入规范市场的步伐不够迅速，印度企业具有更强的化学合成技术和更丰富的国际仿制药行业经验，但是我国企业在发酵工艺和中间体生产方面有优势，同时拥有更大的国内市场规模和更快的市场增长速度。

目前我国正面临国际医药产业转移生产的历史性机遇，推动这一进程的因素主要包括以下几点：一是海外药品专利到期高峰时段来临：数据显示2001年到2010年是世界制药史上商标名药品专利到期高峰时段，一些大型跨国制药公司陆续有一半以上的药品专利到期，一大批单品种销售额超过10亿美元的药品专利保护期也已届满。而从2011年至2015年，又将有价值770亿美元的药品专利过期。如此大规模的专利药解禁对于仿制药来说是个千载难逢的机会，这也将对原料药市场形成巨大需求。中国有显著的规模优势和成本优势，世界制药巨头一定会增加对华的原料药采购，尤其是特色原料药。二是出于对成本及环保等方面的因素考虑，海外药企开始将产业转移的目光投向中国。而从90年代中后期开始，国内一批优秀的原料药企业，如海正、华海等，在掌握避工艺专利技术的同时，也逐步积累起了规范市场药证注册的经验，并和国际知名的制剂厂商建立起了相互信任的合作关系。在内外一拍即合的大环境下，国际医药产业向中国转移生产的趋势基本确立。三是印度较早地完成了医药产业转移及升级的进程，目前同海外专利药企业的差距很小，引起了海外巨头的警惕，因此海外药企倾向于改往中国转移生产。而前不久通过的美国新医改的核心之一就是要求降低医疗成本，其中重要的一块就是药品价格。美国医药巨头为了适应新医改定价压力将采用削减成本、外包生产等手段来过渡。这正是中国医药企业的强项，医药产业向中国转移直接的成本削减效应对金融危机阴影下的海外药企也具有很大的诱惑力。

### 3、抗生素、心血管和降糖类别收入利润增速加快

公司主营收入来源于 6 大产品群，分别为抗生素类、精细化学品类、抗病毒类、心血管类、驱虫类和降糖类别。2009 年实现营业收入和营业利润分别为 8.6 亿和 1.7 亿元，同比下降 14% 和增长 21%，营业利润增长超过收入增长原因为公司进行了产品结构调整，聚焦抗生素、心血管、降糖药大治疗领域等高毛利产品，逐步萎缩精细化工、驱虫、抗病毒、贸易类产品，我们可以看到公司毛利率从 2008 年的 14% 大幅度提升到 2009 年的 19%。从细分领域来看，抗生素和精细化学品类两大产品群继续占据着主导地位，两者 09 年合计贡献收入和利润分别为 7.5 亿和 1.4 亿元，占公司总收入、利润比高达 88% 和 83%；但二者地位已经发生变化，其中抗生素类产品收入 09 年达到 5.9 亿元，同比增长 15%，占公司总收入比已经上升到 68%（08 年只有 51%），毛利率也从 13% 大幅度提升到 21%，为公司未来主推产品。而精细化学品类由于其较低的毛利率水平，再加上全球金融危机的影响，业务已经逐步萎缩，09 年收入只有不到 1.7 亿元，同比大幅度下降 51%。此外抗病毒和驱虫类产品收入也都下滑明显。最值得关注的是公司心血管类产品，2009 年产品收入和利润分别为 3570 万元和 1982 万元，同比增长 442% 和 4001%，毛利率接近 56%，成为公司 2009 年的明星类别产品，主要原因为公司 09 年下半年开始与德国原研药厂 BII 合作，其采购合同金额 3000 万元推动的。所以我们认为公司未来业绩增长点将集中在抗生素类、心脑血管类和降糖类三大高毛利率领域。

从区域分类来看，公司过去 5 年国外销售一直占据着主导地位，05 - 08 年国外收入占比一直保持在 70% 以上，但受到 08 - 09 年爆发的金融危机影响，出口订单快速下滑导致公司 2009 年国外收入只有 4.8 亿元，同比下降 34%，占总收入比也下滑到 56%，但我们认为随着经济危机的结束，需求开始逐步回暖，在保持国内收入快速增长的同时，未来国外收入占比还会提升到 60% 以上的水平。

**公司 2006 - 2009 年主营业务收入和利润情况**

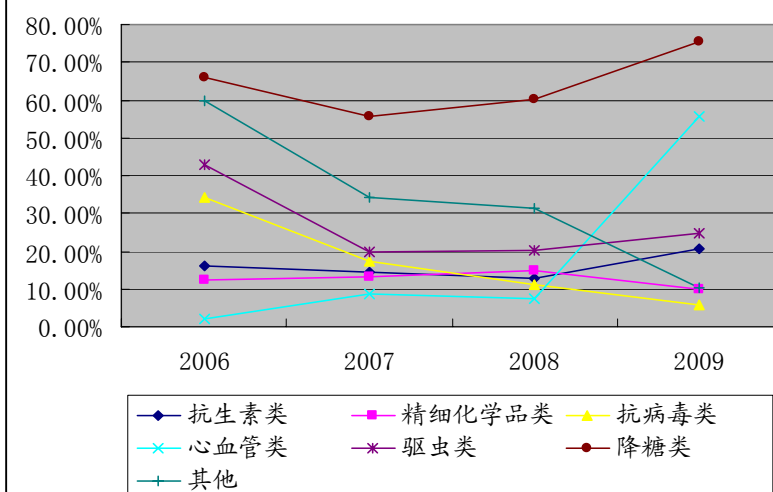
| 营业收入   | 2006 年报     | 2007 年报     | 2008 年报     | 2009 年报     |
|--------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 抗生素类   | 391,587,800 | 508,712,300 | 507,945,900 | 585,698,800 |
| 增长率    |             | 30%         | 0%          | 15%         |
| 占比     | 51%         | 52%         | 51%         | 68%         |
| 精细化学品类 | 277,073,100 | 379,733,700 | 346,752,500 | 168,576,800 |

|        |             |             |               |             |
|--------|-------------|-------------|---------------|-------------|
| 增长率    |             | 37%         | -9%           | -51%        |
| 占比     | 36%         | 39%         | 35%           | 20%         |
| 抗病毒类   | 63,930,100  | 74,535,300  | 116,783,700   | 56,371,100  |
| 增长率    |             | 17%         | 57%           | -52%        |
| 占比     | 8%          | 8%          | 12%           | 7%          |
| 心血管类   | 7,571,100   | 10,453,500  | 6,591,500     | 35,698,700  |
| 增长率    |             | 38%         | -37%          | 442%        |
| 占比     | 1%          | 1%          | 1%            | 4%          |
| 驱虫类    | 3,008,900   | 6,820,000   | 10,362,800    | 8,729,900   |
| 增长率    |             | 127%        | 52%           | -16%        |
| 占比     | 0%          | 1%          | 1%            | 1%          |
| 降糖类    | 4,136,600   | 3,181,800   | 4,087,300     | 5,410,200   |
| 增长率    |             | -23%        | 28%           | 32%         |
| 占比     | 1%          | 0%          | 0%            | 1%          |
| 其他     | 22,893,300  | 2,446,400   | 7,900,200     | 307,400     |
| 总收入    | 770,200,900 | 985,883,000 | 1,000,423,900 | 860,792,900 |
| 增长率    |             | 28%         | 1%            | -14%        |
|        |             |             |               |             |
| 营业利润   | 2006 年报     | 2007 年报     | 2008 年报       | 2009 年报     |
| 抗生素类   | 62,489,200  | 73,830,900  | 65,414,700    | 121,302,800 |
| 增长率    |             | 18%         | -11%          | 85%         |
| 占比     | 46%         | 52%         | 47%           | 73%         |
| 精细化学品类 | 34,741,900  | 50,231,300  | 52,113,600    | 16,648,700  |
| 增长率    |             | 45%         | 4%            | -68%        |
| 占比     | 25%         | 35%         | 38%           | 10%         |
| 抗病毒类   | 21,914,900  | 12,799,000  | 13,067,800    | 3,242,300   |
| 增长率    |             | -42%        | 2%            | -75%        |
| 占比     | 16%         | 9%          | 9%            | 2%          |
| 心血管类   | 140,600     | 923,300     | 483,300       | 19,819,900  |
| 增长率    |             | 557%        | -48%          | 4001%       |
| 占比     | 0%          | 1%          | 0%            | 12%         |
| 驱虫类    | 1,294,600   | 1,336,200   | 2,096,500     | 2,155,800   |
| 增长率    |             | 3%          | 57%           | 3%          |
| 占比     | 1%          | 1%          | 2%            | 1%          |
| 降糖类    | 2,726,700   | 1,768,500   | 2,461,700     | 4,076,700   |
| 增长率    |             | -35%        | 39%           | 66%         |
| 占比     | 2%          | 1%          | 2%            | 2%          |
| 其他     | 13,646,900  | 834,200     | 2,471,900     | 31,200      |
| 总营业利润  | 136,954,800 | 141,723,400 | 138,109,500   | 167,277,400 |
| 增长率    |             | 3%          | -3%           | 21%         |

### 2005 - 2009 年公司国内外收入情况

|      | 2005 年报     | 2006 年报     | 2007 年报     | 2008 年报     | 2009 年报     |
|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 国内收入 | 185,108,800 | 198,601,100 | 253,353,600 | 272,187,600 | 379,131,400 |
| 增长率  |             | 7%          | 28%         | 7%          | 39%         |
| 占比   | 27%         | 26%         | 26%         | 27%         | 44%         |
| 国外收入 | 505,655,400 | 571,604,800 | 732,529,400 | 728,236,300 | 481,661,500 |
| 增长率  |             | 13%         | 28%         | -1%         | -34%        |
| 占比   | 73%         | 74%         | 74%         | 73%         | 56%         |

2006-2009年公司主营产品毛利率情况



|   | 产品类别                       |        | 产品                                    |
|---|----------------------------|--------|---------------------------------------|
| 1 | 抗<br>生<br>素<br>类           | 克林霉素   | 盐酸克林霉素、克林霉素磷酸酯、克林霉素棕榈酸酯、克林霉素醇化物、4-AA  |
|   |                            | 甲砒霉素   | 氟苯尼考、甲砒霉素、D-乙酯、甲砒霉素甘氨酸酯盐酸盐            |
| 2 | 抗病毒类                       |        | 联苯双酯、联苯醇酸、环丙乙炔                        |
| 3 | 精<br>细<br>化<br>学<br>品<br>类 | 烟酸系列   | 2-氯代烟酸、2-氯-3-氰基吡啶、6-羟基烟酸、6-氯烟酸        |
|   |                            | BIT 系列 | 1,2-苯并噻唑啉-3-酮 (BIT)                   |
|   |                            | 苯乙酮系列  | 3-羟基苯乙酮、3-乙酰氨基苯乙酮、2-羟基-5-氟苯乙酮、3-硝基苯乙酮 |
| 4 | 心血管类                       |        | 氟伐他汀、菲诺贝特中间体                          |
| 5 | 驱虫类                        |        | 布帕伐醌、氯索龙                              |
| 6 | 降糖类                        |        | 伏格列波糖                                 |

数据来源：日信证券

#### 4、未来加大重点产品的推广力度

公司目前收入最大的有三个品种，盐酸克林霉素、氟苯尼考和4-AA。2009年收入大约为1.5亿、2亿和1亿元，三个产品合计贡献52%的收入，公司计划未来通过与国内外大型制剂企业的合作来重点推广这些产品。

盐酸克林霉素又称氯洁霉素，属于抗感染类药物，是由林可霉素7位上的羟基被氯取代后所得的衍生物，抗菌活性比林可霉素强4倍。该产品于1966年由Magerlein等人合成，美国普强公司首先开发成功。1968年率先在瑞士上市，商品名为Dalacin，后又在德国上市。1970年在美国和英国上市，然后在许多国家上市。该产品已被收入中国、美国、英国、日本等国药典。该药已开发的剂型有注射剂、溶液剂、凝胶剂等，其特点是应用范围广、市场容量稳定，为世界各大普药厂开发的重点药物，目前全球销售额超过10亿美元。美国和日本分别占全球该产品消费市场的50%和25%的份额。公司同辉瑞合作的克林霉素项目令克林霉素实现了进入规范市场的产业升级。

氟苯尼考是美国先灵葆雅公司在80年代后期成功研制的一种新的兽医专用氯霉素类的广谱抗菌药，为氯霉素的第三代产品。1990年首次在日本上市，1993年挪威批准该药治疗鲑的疖病，1995年法国、英国、奥地利、墨西哥及西班牙批准用于治疗牛呼吸系统细菌性疾病，在日本和墨西哥还批准用作猪的饲料添加剂，预防和治疗猪的细菌性疾病。由于前几年价格下滑的原因，产品毛利率只有10%左右，但近期其产品价格有回升趋势。

4-AA 是所有碳青霉烯培南类抗生素产品的关键共同中间体。由于培南类产品目前用途越来越广泛，与万古霉素类似，临床效果明显，是目前最有效的抗生素产品，在临床上被作为人类仅次于万古霉素的抗生素防线，所以市场容量巨大，2008年全球市场规模约25亿美元，约占抗生素市场10%的份额，同比增长9.64%。根据抗生素的发展趋势，未来15-20年时间，培南类产品会成为抗生素一线用药。而4-AA是生产培南类药物的关键中间体，目前全球需求量约300-400吨，公司4-AA目前产能为全球最大的180吨，公司同日本曹达是全球最大的4-AA供应商，公司的4-AA出口量约占全国的80-90%。2009年销售量约70-80吨，同比增长超过100%，2010年预计销量120-150吨。该产品的毛利率水平大约在30%上下，预计未来将会成为公司业绩增长点之一。

## 5、战略联盟的合同订单未来有望爆发性增长

公司 08 年下半年与德国原研药厂 BII（勃林格殷格翰）达成战略联盟协议，BII 在 09 年下半年开始商业化采购达比加群（dabigatran、Pradaxa）的两个关键中间体，09 年采购金额大约 3000 万元。

德国勃林格殷格翰集团是全球前 20 位的领先医药公司之一，公司总部位于德国殷格翰，在全球 47 个国家拥有 138 家子公司，员工近 41300 名。自 1885 年创立以来，这个家族拥有的公司始终致力于研究、开发、制造及营销各种对人类和动物具有极高治疗价值的创新药品。涉及领域包括处方药、自主保健药品和动物保健药，目前公司在上海、北京、广州、成都等地设立了办事机构，拥有员工 1000 多人。公司 2009 年上半年实现销售额 64 亿欧元，同比增长 16%，在如此大的基数下近三年增长率一直保持在 15% 以上，是名副其实的医药巨头。

达比加群是德国 BII 公司重点要推出的“重磅炸弹”之一，它隶属于抗血栓药物市场，从行业来看全球每年脑血栓、脑梗塞、心肌梗塞、冠心病、动脉硬化等心脑血管疾病夺走 1200 万人的生命，接近世界总死亡人数的四分之一，成为人类健康的头号大敌。2007 年抗血栓市场规模大约是 150 亿美元，到 2012 年有望超过 200 亿美元，公司的达比加群被称为是继华法林上市之后 50 年来的首个新类别口服抗凝血药物，是抗凝血治疗领域和潜在致死性血栓预防领域的一项重大进展，临床应用前景非常乐观。华法林使用上存在较多的局限性，主要是应用剂量个体差异较大、需要严密的监测、有严重出血并发症及不能解决房颤的所有问题。相比之下，由于达比加群使用相比华法林更安全有效，因此未来有望全面替代华法林。达比加群 2008 年 4 月在欧洲和加拿大获准用于预防膝关节置换术的静脉血栓栓塞，2009 年在美国提交了新药申请。但是，对于达比加群来说，由房颤导致中风的预防用药才是最大的市场机会。今年达比加群的房颤 III 期临床试验结果有望公之于众，考虑到该药物遥遥领先于其他竞争者（至少 3 年），达比加群未来有望成为抗凝血药的霸主，从而终结华法林的统治时代，并快速跻身于“重磅炸弹”药物之列，预计上市后产品全球收入将会迅速过亿美元。

我们认为公司同德国 BII 合作达比加群中间体只是一个开始，在积累了经验和巩固了关系后，公司同 BII 及其他海外巨头的合作范围将大幅拓展，而其 2010 年重点计划就是完善市场战略布局，目标是全面覆盖全球前 20 位的通用名药厂，与 3-4 家原发厂加深合作，有目的的覆盖新兴市场前 5-10 位的制剂厂。预计 2010 年采购金额将不低于 6000 万元，实现翻倍的增长。

## 6、站的高才能看的远，向高层次原料药企业进军

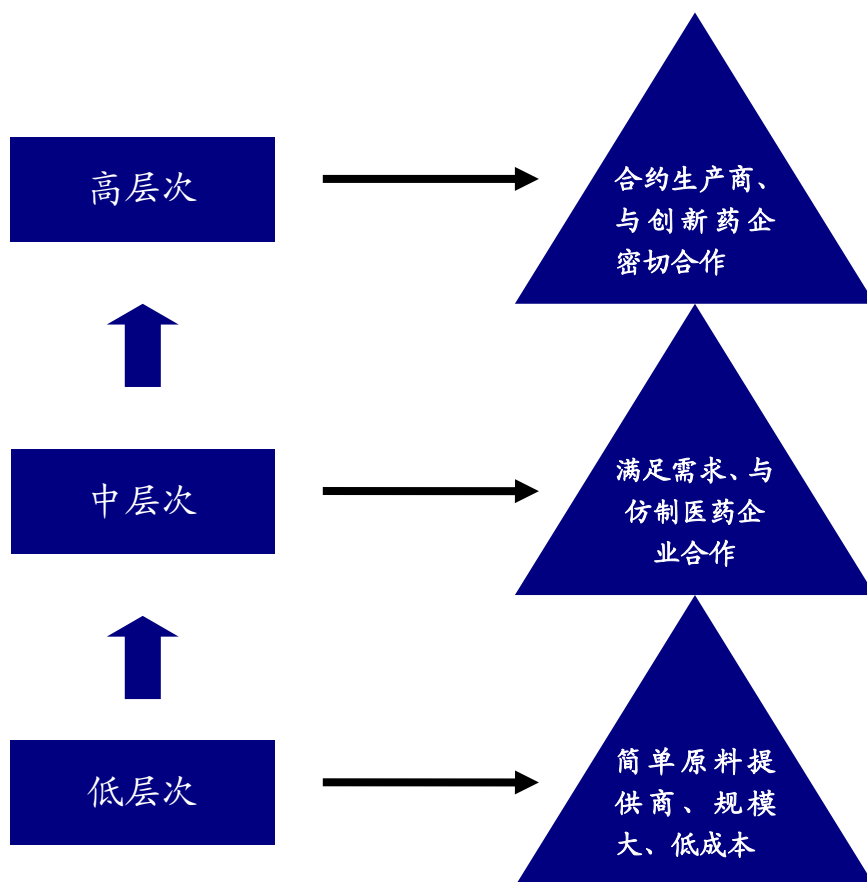
在全球专利药大规模到期的前提下，承接医药产品的国际加工转移是中国化学制剂和原料药生产企业今后发展的重要战略。而根据客户的不同，原料药企业可以划分为三个层次，层次越高，则进入的要求就越高：第一层次是合约生产商，这种企业都能直接与创新药商合作并保持密切的关系，由于这种药物制剂要求的产品质量较高，所以其原料药生产要求的技术也很高，这样导致了此种产品生产量较小但是毛利率却较高，而企业的盈利能力也会很强；第二层次是与仿制药行业企业密切联系的原料药生产商，他们往往能满足客户的特定需求，如向专利挑战、特殊药物活性成份的合成、按合同生产，这种企业的原料药产品毛利率和生产量比较适中；第三层次是简单的原料药供应商，这个层面竞争致胜的关键是规模大和低成本策略，毛利率一般较低，而我国80%的原料药企业都处于这个层面。

目前国内特色原料药走在前列的企业包括海正药业和华海药业，但海正原料药占比和出口占比都较低（70%和9%），其合作厂商为礼来和先灵葆雅；华海药业原料药占比和出口占比相对较高（89%和80%），其合作厂商为默克；海翔药业目前正在与BII和辉瑞合作，主要领域在抗生素和培南类中间体项目上，公司所有产品都是原料药，出口占比由于去年金融危机的影响下滑到54%，今年预计可以回升到70%的水平，从合作层次和整体实力来看，这三家公司都已经摆脱最低层次的简单原料药供应商地位，已经处于中高两个层次（与创新药和仿制药企业合作并根据客户特定需求按照合同生产），所以代工毛利率较高，盈利能力较强，随着与国际医药巨头合作的进一步深化，业绩有望出现爆发性增长。

| 证券简称 | 原料药占比 | 核心产品              | 出口占比 | 战略合作伙伴  | 成立时间  | 股权激励                | 股权结构                 |
|------|-------|-------------------|------|---------|-------|---------------------|----------------------|
| 海正药业 | 70%   | 抗肿瘤、抗感染、心血管、抗寄生虫  | 9%   | 礼来、先灵葆雅 | 1956年 | 无                   | 国有控股                 |
| 华海药业 | 89%   | 普利和沙坦类抗高血压产品      | 80%  | 默克等     | 1989年 | 行权价：14.02元；等待股东大会批准 | 民营控股（第一、第二大股东股权相差不大） |
| 海翔药业 | 100%  | 培南类关键中间体、兽药、糖尿病产品 | 54%  | BII、辉瑞等 | 1966年 | 行权价：10.71元；正在报批     | 民营控股（大股东相对控股28%）     |

资料来源：日信证券

原料药企业转移代工合作模式图



## 7、股权激励计划促增长

2009 年 12 月 15 日，公司公告董事会审议通过了股票期权激励计划草案，授予高管以及核心技术人员 500 万份股票期权，行权价格为 10.71 元。以 2009 年 0.19 元的 EPS 计算，行权价格对应的 PE 为 56 倍，在这么高的价格上公布股权激励草案，显示了公司对于未来几年业绩高成长的信心。目前股权激励草案已经报会，预计下半年能获批。

|        | 行权的业绩条件                                          | 行权期                              | 可行权数量       |
|--------|--------------------------------------------------|----------------------------------|-------------|
| 第一个行权期 | 2010 年度相比 2009 年度，净利润增长率不低于 30%，且净资产收益率不低于 9%。   | 自授权日起满一年后的下一交易日起至授权日起满两年的交易日当日止。 | 获授期权总量的 25% |
| 第二个行权期 | 2011 年度相比 2009 年度，净利润增长率不低于 60%，且净资产收益率不低于 9.5%。 | 自授权日起满两年后的下一交易日起至授权日起满三年的交易日当日止。 | 获授期权总量的 25% |

|        |                                                    |                                  |              |
|--------|----------------------------------------------------|----------------------------------|--------------|
| 第三个行权期 | 2012 年度相比 2009 年度, 净利润增长率不低于 90%, 且净资产收益率不低于 10%。  | 自授权日起满三年后的下一交易日起至授权日起满四年的交易日当日止。 | 获授期权总量的 25 % |
| 第四个行权期 | 2013 年度相比 2009 年度, 净利润增长率不低于 120%, 且净资产收益率不低于 11%。 | 自授权日起满三年后的下一交易日起至授权日起满五年的交易日当日止。 | 获授期权总量的 26 % |

资料来源：日信证券

## 8、盈利预测和估值

盐酸克林霉素、氟苯尼考和 4-AA 是公司抗生素类三大重点产品, 由于金融危机的影响, 这三个产品价格去年都有不同程度的下滑, 预计今年随着全球经济的逐步复苏, 需求和价格将会稳步回升, 这样我们预计公司抗生素产品收入 2010 年将会达到 7 亿元, 同比增长 20%; 公司降糖类伏格列波糖收入增长一直比较稳定, 今年公司将会加大产品推广力度, 预计今年产品收入增速在 40% 以上, 由于其它产品处于萎缩状态, 我们假设其收入 2010 年下降 10% 左右; 而与德国 BII 的合同生产订单预计 2010 年不低于 6000 万元, 公司期间费用率控制在 13% 以下, 这样其 2010 年每股收益将会达到 0.42 元, 同比增长超过 100%, 目前动态 PE 只有 35 倍, 基本与海正和华海两家公司的平均动态 PE 持平, 但是由于公司的成长性(100%) 远远高于前两家公司(25% - 30%), 所以理应给予其更高的估值, 我们认为公司同德国 BII 合作达比加群中间体只是一个开始, 在积累了经验和巩固了关系后, 公司同 BII 及其他海外巨头的合作范围将大幅拓展, 这种毛利率较高的合同订单将会越来越多, 所以业绩高成长还会持续下去, 鉴于此我们给予公司“买入”的投资评级, 看好其未来 3 年的发展。

2007 - 2012 年公司盈利预测表

|        | 2007        | 2008        | 2009        | 2010E       | 2011E       | 2012E         |
|--------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|
| 抗生素类   | 508,712,300 | 507,945,900 | 585,698,800 | 702,838,560 | 843,406,272 | 1,012,087,526 |
| 增长率    | 30%         | 0%          | 15%         | 20%         | 20%         | 20%           |
| 毛利率    | 15%         | 13%         | 21%         | 21%         | 21%         | 21%           |
| 毛利收入   | 73,830,900  | 65,414,700  | 121,302,800 | 147,596,098 | 177,115,317 | 212,538,381   |
| 精细化学品类 | 379,733,700 | 346,752,500 | 168,576,800 | 151,719,120 | 151,719,120 | 151,719,120   |
| 增长率    | 37%         | -9%         | -51%        | -10%        | 0%          | 0%            |
| 毛利率    | 13%         | 15%         | 10%         | 10%         | 10%         | 10%           |
| 毛利收入   | 50,231,300  | 52,113,600  | 16,648,700  | 15,171,912  | 15,171,912  | 15,171,912    |
| 抗病毒类   | 74,535,300  | 116,783,700 | 56,371,100  | 50,733,990  | 50,733,990  | 50,733,990    |
| 增长率    | 17%         | 57%         | -52%        | -10%        | 0%          | 0%            |
| 毛利率    | 17%         | 11%         | 6%          | 6%          | 6%          | 6%            |

|            |               |               |             |             |               |               |
|------------|---------------|---------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| 毛利收入       | 12,799,000    | 13,067,800    | 3,242,300   | 2,918,070   | 2,918,070     | 2,918,070     |
| 心血管类       | 10,453,500    | 6,591,500     | 5,698,700   | 5,698,700   | 5,698,700     | 5,698,700     |
| 增长率        | 38%           | -37%          | -14%        | 0%          | 0%            | 0%            |
| 毛利率        | 9%            | 7%            | 8%          | 8%          | 8%            | 8%            |
| 毛利收入       | 923,300       | 483,300       | 465,000     | 465,000     | 465,001       | 465,002       |
| 驱虫类        | 6,820,000     | 10,362,800    | 8,729,900   | 8,729,900   | 8,729,900     | 8,729,900     |
| 增长率        | 127%          | 52%           | -16%        | 0%          | 0%            | 0%            |
| 毛利率        | 20%           | 20%           | 25%         | 25%         | 25%           | 25%           |
| 毛利收入       | 1,336,200     | 2,096,500     | 2,155,800   | 2,155,800   | 2,155,800     | 2,155,800     |
| 降糖类        | 3,181,800     | 4,087,300     | 5,410,200   | 7,574,280   | 11,361,420    | 17,042,130    |
| 增长率        | -23%          | 28%           | 32%         | 40%         | 50%           | 50%           |
| 毛利率        | 56%           | 60%           | 75%         | 75%         | 75%           | 75%           |
| 毛利收入       | 1,768,500     | 2,461,700     | 4,076,700   | 5,707,380   | 8,561,070     | 12,841,605    |
| 合同生产 (BII) |               |               | 30,000,000  | 60,000,000  | 100,000,000   | 150,000,000   |
| 增长率        |               |               |             | 100%        | 67%           | 50%           |
| 毛利率        |               |               | 64.52%      | 60.00%      | 60.00%        | 60.00%        |
| 毛利收入       |               |               | 19,354,900  | 36,000,000  | 60,000,000    | 90,000,000    |
| 其他产品收入     | 51,449,422    | 70,472,268    | 32,883,547  | 32,883,547  | 32,883,547    | 32,883,547    |
| 总收入        | 1,034,886,022 | 1,062,995,968 | 893,369,047 | 969,444,107 | 1,153,798,959 | 1,378,160,924 |
| 毛利收入合计     | 140,889,200   | 138,733,704   | 167,246,200 | 210,014,260 | 266,387,170   | 336,090,770   |
| 营业税金及附加    | 4,167,565     | 2,590,946     | 3,794,675   | 4,117,811   | 4,900,877     | 5,853,877     |
| 占收入比       | 0.40%         | 0.24%         | 0.42%       | 0.42%       | 0.42%         | 0.42%         |
| 期间费用合计     | 82,370,248    | 104,267,185   | 123,661,152 | 126,027,734 | 144,224,870   | 172,270,115   |
| 占收入比       | 7.96%         | 9.81%         | 13.84%      | 13%         | 12.50%        | 12.50%        |
| 资产减值损失     | 2,246,912     | 1,833,876     | 5,418,795   | 2,000,000   | 2,000,001     | 2,000,002     |
| 投资净收益      | (3,707,412)   | (286,171)     | (261,610)   | (261,610)   | (261,610)     | (261,610)     |
| 营业外净收入     | 766,108       | (66,756)      | 268,568     | 268,568     | 268,568       | 268,568       |
| 利润总额       | 49,163,171    | 29,688,769    | 34,378,537  | 77,875,672  | 115,268,380   | 155,973,733   |
| 所得税        | 17,063,957    | 4,200,405     | 3,964,244   | 10,902,594  | 16,137,573    | 21,836,323    |
| 所得税率       | 35%           | 14%           | 12%         | 14%         | 14%           | 14%           |
| 少数股东损益     | 386,264       | -108,889      | 37,568      | 37,568      | 37,568        | 37,568        |
| 净利润        | 31,050,883    | 25,597,253    | 30,301,759  | 66,935,510  | 99,093,239    | 134,099,842   |
| 每股收益       | 0.19          | 0.16          | 0.19        | 0.42        | 0.62          | 0.84          |

数据来源：日信证券

## 9、投资风险

- 控股股东罗邦鹏减持风险
- 与德国 BII 合同订单收入低于我们的预期

## 投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

## 免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。