

分析师: 刘元瑞 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490209080266

联系人: 冯先涛 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

梅崧奎 (8621) 68751310 meiyx@cjsc.com.cn

2010 年上半年净利润增长 20%，基本符合我们预期

事件描述

九九久公布 2010 年上半年业绩快报，主要内容和我们的主要观点如下：

- 2010 年上半年，公司实现收入 4.38 亿元，同比增长 39.14%；归属于上市公司股东的净利润 2505.55 万元，同比增长 20.45%；按照 8600 万股本计算，每股收益 0.29 元。公司本次业绩增长主要源于产能的逐步释放，产品产销量和市场占有率提高。我们此前预计公司全年每股收益 0.59 元，公司本次公布的业绩基本符合我们的预期。
- 我们认为，除了公司目前的医药中间体之外，第四代头孢中间体 GCLE、抗癫痫药物中间体氯代环己烷和毒死蜱的中间体三氯吡啶醇钠都将成为公司未来重要的利润增长点。
- 我们维持之前的盈利预测，维持公司的“谨慎推荐”评级。我们预计，2010-2012 年，公司每股收益分别为 0.59、0.91 和 1.37 元，目前股价 40.68 元，对应的市盈率分别为 69、45 和 30。
- **股价刺激性因素：**募投项目投产；六氟磷酸锂项目取得进展。

事件评论

2010 年上半年净利润增长 20%，每股收益 0.29 元，与我们预期基本一致

九九久的业绩快报显示，2010 年上半年，公司实现收入 4.38 亿元，同比增长 39.14%；归属于上市公司股东的净利润 2505.55 万元，同比增长 20.45%；按照 8600 万股本计算，每股收益 0.29 元。公司本次业绩增长主要源于产能的逐步释放，产品产销量和市场占有率提高。

我们此前预计公司全年每股收益 0.59 元，公司本次公布的业绩基本符合我们的预期。

医药中间体：公司收入和利润的主要来源

公司目前的医药中间体主要是 7-ADCA、苯甲醛、5,5-二甲基海因和氯代环己烷；作为募投项目之一的医药中间体 GCLE 正在中试，未来也将成为公司收入和利润的重要来源。

7-ADCA 和 GCLE：头孢中间体

7-ADCA 和 GCLE 都是重要的头孢类抗生素中间体。7-ADCA 是传统的合成头孢菌素三大母核之一，是头孢类系列产品头孢氨苄、头孢拉定、头孢羟氨苄、头孢克罗和头孢他美酯等抗生素的中间体；GCLE 是第四代头孢中间体，用于头孢克肟、头孢地尼等第四代头孢类药物的合成，目前国内只有个别企业掌握其生产技术。

7-ADCA 和 GCLE 都已得到我国产业政策支持。我国发布的《产业结构调整指导目录（2007 年）》中将 7-ADCA 和 GCLE 作为急需支持发展的紧缺医药中间体之一；《中国鼓励引进技术目录》将“头孢类药物中间体 GCLE 高收率、高质量的生产技术”列为鼓励引进的技术之一，鼓励对该领域先进技术的引进及国内企业的自主创新。

国内 7-ADCA 和 GCLE 都存在供需缺口。2006-2008 年，我国 7-ADCA 市场需求量分别为 2500、4000 和 6100 吨，而国内产量只有 1500 吨、2700 吨、4600 吨；GCLE 国内供给不足更为明显，2010 和 2011 年，国内 GCLE 需求量在 4500 吨和 5900 吨，并且以后几年仍将能够保持 30%左右的复合增长率，而国内目前全部产能也不足 700 吨。

表 2：国内 7-ADCA 厂商统计

公司名称 产能（吨）	2008 年		2007 年		2006 年	
	产能（吨）	市场占有率	产能（吨）	市场占有率		
江苏九九久科技股份有限公司	1,000	21.74%	500	18.52%	450	30.00%
山东新时代药业有限公司	1,000	21.74%	100	3.70%	—	—
华北制药集团倍达有限公司	900	19.57%	700	25.93%	600	40.00%
浙江新东海医药化工有限公司	800	17.39%	700	25.93%	300	20.00%
上海怀德新先锋药业有限公司	500	10.87%	500	18.52%	—	—
市场总产能	4,600	100%	2,700	100%	1,500	100%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

九九久是国内 7-ADCA 和 GCLE 生产领先企业。公司 7-ADCA 规划产能为 2000 吨/年，达产后将成为国内最大的企业，市场占有率超过 20%；公司的 GCLE 正在中试，在产业化完成之后将成为公司成长的动力之一。

表 3：以 GCLE 为主要原料的头孢克肟市场份额逐步提高

年份	头孢克洛	头孢拉定	头孢呋辛酯	头孢羟氨苄	头孢克肟	头孢他美酯	头孢氨苄
2002 年	50.40%	17.38%	8.40%	11.94%	3.12%	0.32%	5.47%
2003 年	39.32%	17.05%	11.05%	11.81%	4.74%	2.79%	4.69%
2004 年	34.99%	12.13%	13.31%	10.10%	5.94%	6.44%	3.29%
2005 年	31.29%	9.60%	13.99%	7.38%	10.43%	7.10%	3.43%
2006 年	30.97%	5.82%	12.89%	4.79%	17.49%	5.02%	3.01%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 4：国内 GCLE 生产企业

公司名称	产能（吨/年）
天津信汇制药有限公司	300
江苏海慈生物药业有限公司	250
山东菏泽睿鹰制药集团	100
常州康丽制药有限公司	30
合计	680

资料来源：公司公告，长江证券研究部

苯甲醛：头孢侧链中间体

苯甲醛是头孢菌素的重要侧链中间体，用于合成 D-苯甘氨酸、D-对羟基苯甘氨酸、D-双氢苯甘氨酸等头孢菌素侧链；除了在医药领域应用外，苯甲醛作为中间体还用于燃料、香料等行业。

从供给来看，苯甲醛厂商主要集中在美国、荷兰和比利时等欧美国家，集中度高；从消费地区来看，欧洲是苯甲醛需求量最大的国家，占到世界消费量的 52%，美洲占 22%，其他地区占 26%。

我国苯甲醛仍处于供给偏紧状态,每年都需要从国外进口来满足国内需求。2006-2008年,我国苯甲醛产量分别为1.84、2.93和3.15万吨,2006年至2008年表观消费量分别为2.39、3.57和4.21万吨。

表 5: 国内苯甲醛厂商统计

公司名称 产能	2008 年		2007 年		2006 年	
	产能	市场	产能	市场	产能	市场
江苏九九久科技股份有限公司	7,000	22.22%	6,500	22.18%	6,500	35.33%
石家庄化纤有限责任公司	6,000	19.05%	4,500	15.36%	4,000	21.74%
连云港泰乐化学工业有限公司	2,400	7.62%	1,500	5.12%	1,000	5.43%
南昌市兴赣科技实业有限公司	1,200	3.81%	800	2.73%	500	2.72%
仙桃市中楚化工有限责任公司	1,000	3.17%	-	-	-	-
市场总产能	31,500	100%	29,300	100%	18,400	100%
我国的表观消费量	42,100	-	35,700	-	23,900	-

资料来源:公司公告,长江证券研究部

九九久的子公司天时化工目前拥有 10000 吨/年苯甲醛产能,是我国苯甲醛产能和产量最大的公司,公司对下游也具有很强的议价能力。

5,5-二甲基海因: 医用消毒剂中间体

5,5-二甲基海因用于生产医药消毒剂和治癫痫药物。从世界范围来看,该产品的主要生产国有美国(规模最大)、日本、瑞士、德国及英国等;我国 5-5 二甲基海因厂商不超过 20 家,年产量在 1.2 万吨左右,并且一半以上的产量出口。

九九久是我国的主要出口商。从 2006-2008 年的数据来看,公司出口量占到我国出口总量的 40%以上。

表 6: 公司 5,5-二甲基海因占国内出口量的 40%以上

项目	2008 年	2007 年	2006 年
公司出口量(吨)	1,921	2,004	1,023
国内出口量(吨)	4,689	4,574	1,798
出口市场占有率	40.97%	43.81%	56.90%

资料来源:公司公告,长江证券研究部

三氯吡啶醇钠: 受益于毒死蜱需求增长 未来将成为公司利润增长点

毒死蜱是一种高效、安全和广谱的含氮杂环类杀虫杀螨剂,具有触杀、胃毒和熏蒸三种作用方式,对农作物(小麦、水稻、棉花、花生、蔬菜、果树等)和所有的虫害均有较高的杀虫活性。随着以甲胺磷、1605、久效磷等为代表的五种高毒有机磷农药禁止生产,以毒死蜱为代表的五种高效低毒低残留的有机磷杀虫剂获得发展空间。

三氯吡啶醇钠是生产毒死蜱的重要中间体之一。2008 年,九九久采用无溶剂法生产三氯吡啶醇钠获得成功,该技术填补了国内无溶剂法、工业化和清洁生产三氯吡啶醇钠的空白,并使得产品收率提高到 80%以上,产品成本大大降低。目前,公司的三氯吡啶醇钠产品已经批量生产,公司规划建成 10000 吨/年产能,因此,三氯吡啶醇钠将成为公司新的利润增长点。

盈利预测与投资评级

我们维持之前的盈利预测。我们预计,2010-2012 年,公司每股收益分别为 0.59、0.91 和 1.37 元,目前股价 40.68 元,对应的市盈率分别为 69、45 和 30。维持公司的“谨慎推荐”评级

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	678	727	1199	1432	货币资金	9	508	498	588
营业成本	569	609	1015	1182	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	109	118	185	250	应收账款	63	58	96	115
% 营业收入	16.0%	16.2%	15.4%	17.5%	存货	66	67	112	130
营业税金及附加	2	2	4	5	预付账款	14	12	20	24
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	57	32	51	60
销售费用	15	16	27	33	流动资产合计	209	676	776	916
% 营业收入	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	36	38	63	75	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	9	1	-2	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.4%	0.1%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	158	158	175	194
资产减值损失	2	0	0	0	无形资产	27	26	25	23
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	1	1	1
营业利润	45	60	92	139	其他非流动资产	2	26	64	87
% 营业收入	6.6%	8.2%	7.7%	9.7%	资产总计	397	886	1040	1221
营业外收支	11	0	0	0	短期贷款	146	0	0	0
利润总额	56	60	92	139	应付款项	47	52	86	100
% 营业收入	8.2%	8.2%	7.7%	9.7%	预收账款	23	47	86	134
所得税费用	9	9	14	21	应付职工薪酬	4	0	0	0
净利润	47	51	78	118	应交税费	3	0	0	0
归属于母公司所有者					其他流动负债	3	3	5	5
的净利润	40.3	50.9	78.1	118.1	流动负债合计	226	101	177	240
少数股东损益	6	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.63	0.59	0.91	1.37	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	2	2	2	2
经营活动现金流净额	-7	123	64	153	负债合计	228	103	179	242
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	151	764	842	960
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	19	19	19	19
无形资产投资	27	0	0	0	股东权益	170	783	861	979
固定资产投资	0	-40	-75	-65	负债及股东权益	397	886	1040	1221
其他	-63	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-36	-40	-75	-65		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.627	0.591	0.908	1.373
股权融资	0	22	0	0	BVPS	2.64	9.10	10.01	11.38
银行贷款增加（减少）	0	-146	0	0	PE	53.15	56.35	36.71	24.27
筹资成本	-9	-1	2	2	PEG	1.47	1.56	1.01	0.67
其他	44	541	0	0	PB	12.62	3.66	3.33	2.93
筹资活动现金流净额	34	416	2	2	EV/EBITDA	42.09	30.63	21.31	14.10
现金净流量	-8	499	-10	90	ROE	27.6%	6.5%	9.1%	12.1%

分析师介绍

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

梅崧玺，上海交通大学学士，硕士，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。