

现有业务触底反转，国际合作前景巨大

研究结论

公司近期公布非公增发预案，预计增发不超过 3000 万股，募集不超过 45,350 万元，用于出口制剂、原料药和中药制剂项目建设。我们认为，国际制药产业转移大潮仍在持续，公司有望充分在此次大潮中收益；并且，公司现有主业已逐渐渡过低点，未来改善可期。

我们的分析：

- **国际合作生产前景广阔：**目前国际上从中间体到制剂的制药生产向亚洲转移的大趋势仍在持续。中国一些技术储备丰富，国际经验成熟的企业有望在此次大潮中收益，比如海正药业、海翔药业、华海药业均已在前期公告了和国际大型制药企业的生产合作，产品涉及中间体到制剂的各个环节。此次京新药业增发预案的项目也显示，将有近一半的资金投入到出口制剂项目中，未来公司或将持续受益于转移大潮。
- **喹诺酮已过平衡点：**喹诺酮是公司目前主要的原料药产品，其销售收入占比约为 60% 左右；由于受到搬迁等影响，产能利用率一直较低，导致连续数年亏损。但随着公司产能利用率的逐渐提高，我们预计该部分业务已经在去年实现扭亏。由于其销售规模已过平衡点，未来其收入增长对业绩的贡献将显著提高，该部分业务的盈利水平有望快速恢复。
- **心血管类制剂业务发展势头良好：**辛伐他汀已经进入基本药物目录，未来市场容量有望得到保证；但由于生产者较多，降价将难于避免。凭借原材料一体化的优势，预计其销售毛利率仍能维持 60% 左右的毛利率水平。而公司新药超级他汀瑞舒伐他汀也于去年开始招投标并逐渐投放市场；匹伐他汀等产品也在审评过程中。我们认为凭借公司对辛伐他汀的销售市场铺垫，公司其他他汀产品的市场销售看好。
- **中药制剂等产品快速增长：**公司的中药品种主要是康复新液，由内蒙京新药业生产，主要应用于创面修复领域，属于国家中药保护品种，市场需求较好，预计未来增速将维持在 30% 以上。随着康复新液销售规模的扩大，其对公司的边际业绩贡献将迅速扩大。此外，公司头孢菌素制剂这两年增长迅速，预计也将贡献不小的收益。

盈利预测：

- **首次给予增持的投资评级：**我们预测公司 10-12 年的业绩为 0.13 元，0.25 元和 0.58 元。业绩快速增长主要来自于原料药规模效应体现和制剂产品的快速增长。虽然静态来看 PE 高，但考虑到公司股本较小，业绩弹性较大，行业趋势好，公司高管亦决定参与增发，因此我们认为其值得积极关注，首次给予公司增持的投资评级，目标价 22 元。
- **风险因素：**增发失败，基药价格，原料药价格下滑，国际合作低于预期。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

庄琰

医药行业分析师

8621-63325888 × 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030004

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 2 月 22 日) 19.38 元

目标价格 22.00 元

总股本/A 股 (亿股) 102

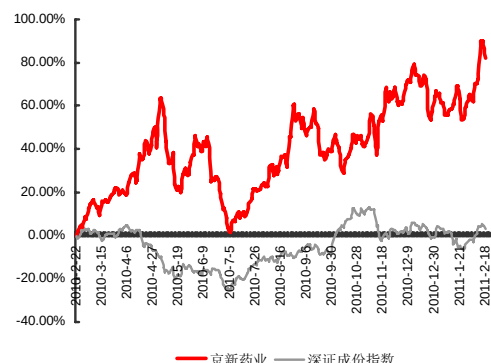
A 股市值 (亿元) 19

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 2 月 23 日

股价表现



— 京新药业 — 深证成份指数

资料来源：WIND

财务预测	单位：百万元			
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	531	638	758	923
同比(%)	4%	20%	19%	22%
净利润	4	13	26	59
同比(%)	-122%	237%	92%	129%
毛利率(%)	30.9%	31.2%	32.5%	35.8%
ROE(%)	1.3%	4.2%	7.4%	14.8%
每股收益(元)	0.04	0.13	0.25	0.58
P/E (倍)	514.16	144.21	75.23	32.86
P/B (倍)	6.28	6.02	5.57	4.86

目 录

公司简介	4
国际合作生产前景广阔:	5
行业趋势仍在持续	5
增发预案显信心	6
现有业务触底反弹:	7
一次意外 沉默五年	7
喹诺酮原料药已过平衡点	7
公司业务逐渐扭亏	7
行业规模较大 市场格局向好	8
国内制剂销售趋势向好	9
心血管类制剂业务发展势头良好	10
中药制剂快速增长	12
储备制剂产品种类丰富	12
盈利预测与评级	13
风险因素	13

图表目录

图 1. 2011 年以后过专利保护期的原研药数量	5
图 2. 2010 年调研显示制药企业有很强意愿进行产业转移	5
图 3. 公司喹诺酮原料药业务毛利率	7
图 4. 喹诺酮市场目前的发展情况	8
图 5. 主要喹诺酮类药品价格	9
图 6. 公司制剂销售占比情况	9
图 7. 公司毛利占比情况	9
图 8. 国际调脂药物销售情况	10
图 9. 全球舒降之和国内辛伐他汀销售收入情况	10
图 10. 公司心血管类药物销售增速情况	11
图 11. 国际上瑞舒伐他汀的销售情况	11
图 12. 公司中药制剂快速增长	12
表 1. 公司主要收入来源	4
表 2. 公司主要生产结构图	4
表 3. 公司增发项目表	6
表 4. 氯吡格雷国际市场销售情况表	6
表 5. 公司喹诺酮业务盈利情况	8
表 6. 公司国内市场在研产品	13
附表: 财务报表预测与比率分析	14

公司简介

京新药业位于总部浙江新昌县，实际控制人为董事长兼总经理吕刚。根据 2010 年半年报信息，吕总持有京新药业 3019.22 万股，占京新药业总股本 29.73%。

京新药业业务可以分为原料药业务，国内制剂业务和国外合作生产三个板块，其中原料药业务主要是喹诺酮类抗生素原料药，其销售收入占比最大，约占总收入 60%以上；制剂业务主要包括心血管类制剂（调脂药辛伐他汀、瑞舒伐他汀等），中药制剂以及头孢菌素类制剂等品种，制剂品种贡献毛利 60%以上；国外制剂业务主要是合作生产，目前规模较小，但行业趋势向好。

表 1. 公司主要收入来源

主要产品 百万元	2006	2007	2008	2009	1H2010
喹诺酮类药物	333.51	424.11	331.76	351.42	191.18
增速		27.17%	-21.78%	5.93%	19.70%
心脑血管药物	38.65	59.59	77.70	72.67	42.53
增速		54.19%	30.39%	-6.47%	25.70%
头孢菌素类药物	20.32	29.40	30.60	20.96	21.89
增速		44.69%	4.09%	-31.50%	133.00%
中药类药物	0	2.00	15.10	22.89	13.57
增速			653.43%	51.58%	39.70%
总收入	432.59	565.22	510.31	531.47	304.03
增速		30.66%	-9.72%	4.15%	22.30%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司目前在浙江新昌、上虞、江西上饶广丰、内蒙古巴彦淖尔建有四大生产基地，在上海浦东张江高科技园区建有研发中心，在杭州建有营销中心。其中国内和出口的化学制剂业务主要集中在新昌本部；喹诺酮原料药业务主要集中在上虞、江西广丰两大生产基地，以及浙江京新进出口有限公司；中药制剂业务主要集中内蒙分公司。

表 2. 公司主要生产结构图

京新药业 新昌总部		以制剂生产为主
100% →	上虞京新药业	喹诺酮原料药
100% →	江西广丰京新	喹诺酮中间体和原料药
100% →	浙江京新进出口	主要是喹诺酮原料药进出口
100% →	内蒙京新药业	康复新液等中成药品种
70% →	上海京新药业	研发

资料来源：东方证券研究所

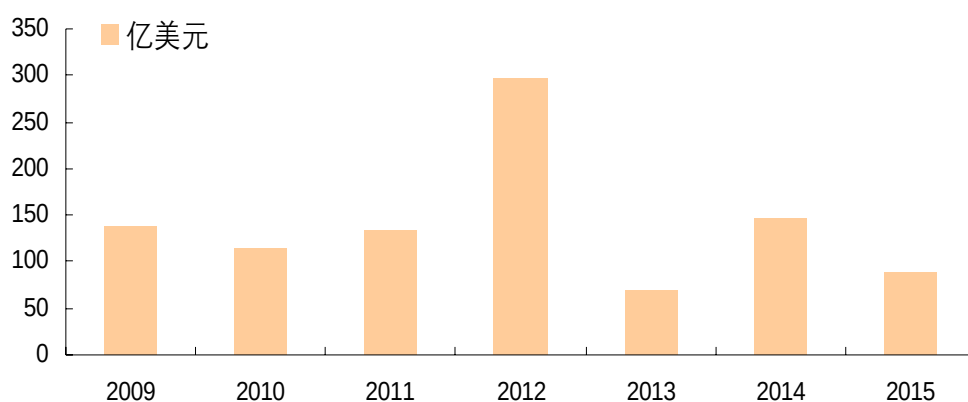
我们认为，在国际生产转移的大趋势下，公司的国际合作业务有望在中长期受益；而公司目前的原料药业务已经渡过最低点，国内制剂业务有望保持稳定较快增长，整体经营趋势向好。

国际合作生产前景广阔:

行业趋势仍在持续

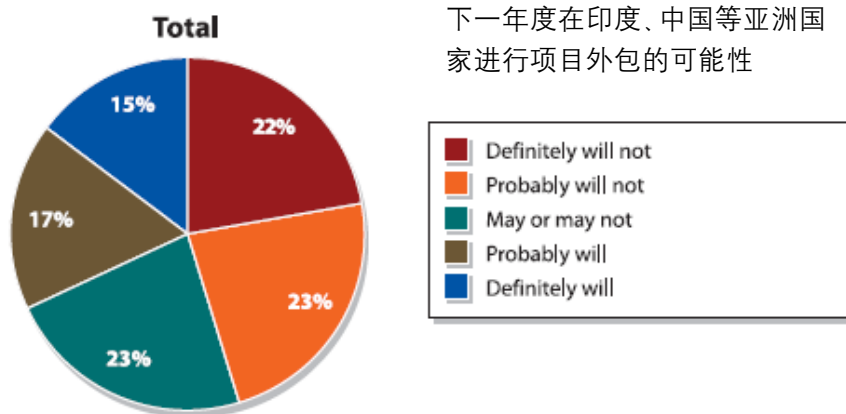
目前在国际专利药过保护期, 仿制药竞争日趋激烈的大背景下, 从中间体到制剂的制药生产向中国转移的大趋势已经形成。中国一些技术储备丰富, 国际经验成熟的企业有望在此次大潮中收益, 比如海正药业、海翔药业、华海药业等企业均已在前期公告了和国际大型制药企业的定制生产合同, 产品涉及从中间体到制剂的各个环节, 显示生产转移的趋势的确已经形成。

图 1. 2011 年以后过专利保护期的原研药数量



资料来源：东方证券研究所

图 2. 2010 年调研显示制药企业有很强意愿进行产业转移



资料来源：CP, 东方证券研究所

2010 年国际第三方机构最新调研显示, 有 32% 的被访公司很有可能会在下一年在亚洲进行新的项目生产转移, 23% 的被访公司可能考虑, 这一比例与 2009 年的调研相差无几, 显示即使在亚洲生

产成本逐渐提高的情况下，国际企业转移意愿仍然较强。与此相对应的是，44%的被访企业显示在上一年度外包生产转移的金额有提高。

增发预案显信心

京新药业较早的进行了国际合作的储备工作，根据公司的增发预案中所披露的信息，“2008 年公司即实现辛伐他汀片出口英国，成为首批进入英国高端市场的中国制药企业，2009 年又向德国成功出口了氯吡格雷片。公司已经与英、德等国家的多个客户建立了长期稳固的合作关系。”可见公司已经和欧洲的企业进行了多年的合作，并且已经进行了多年积极的项目储备，因此在国际转移生产的大趋势下，获得海外订单也成为顺理成章的事。

此次公司的非公增发项目显示,公司将投资合计 4.5 亿元进行制剂出口等项目建设（如下表）

表 3. 公司增发项目表

项目名称	项目投资额
浙江京新药业股份有限公司年产 10 亿粒药品制剂出口项目	20,356.91
内蒙古京新药业有限公司年产 1,000 万盒康复新液技术改造项目	9,997.55
上虞京新药业有限公司年产 1,000 吨左氧氟沙星技术改造项目	14,997.31

资料来源：增发预案说明书，东方证券研究所

涉及的 10 亿粒口服制剂项目主要包括氯吡格雷片、辛伐他汀片、甲氧苄啶片、柳氮黄吡啶片等。其中英国是批准调脂药辛伐他汀 OTC 销售的国家，市场需求量较大，而血小板凝集抑制剂氯吡格雷则是国际市场上的重磅药物，2012 年该产品将在美国和部分欧洲国家失去专利保护，因此仿制药市场将有很大的拓展空间，京新药业有望受益。而且根据公司的预案中的估算，完全达产后预计可增厚公司业绩 0.6 元以上，有效提高公司的盈利水平。

表 4. 氯吡格雷国际市场销售情况表

全球瑞舒伐他汀	2004	2005	2006	2007	2008	2009
金额 亿美元	9.08	12.68	20.53	29	37.78	48
增速		39.65%	61.91%	41.26%	30.28%	27.05%

资料来源：东方证券研究所

而且，此次增发预案中增发底价为 15.79 元，由公司高管持股的元金投资（董事长直接和间接持有 78.44% 的股权，其余控股权由公司其他高管所有）也将以现金的方式认购不低于发行股票的 10%，不超过 20%，同样显示了高管对公司未来的信心。

我们现在仍然看好国际制药企业的生产转移的大趋势，当然我们也认为，国际供应链的生产者角色并不是医药行业发展的高级阶段，但考虑我国现阶段医药企业的研发实力和市场能力，参与国际合作可以很好的为国内企业提供资金的积累和国际市场经验，有利于企业的学习和成长，其带来的利润和经验的成长可能对于一些中小企业更具价值。而且这些小市值的企业业绩弹性也更大，我们看好如京新药业这样的小市值企业的长期受益程度。

现有业务触底反弹：

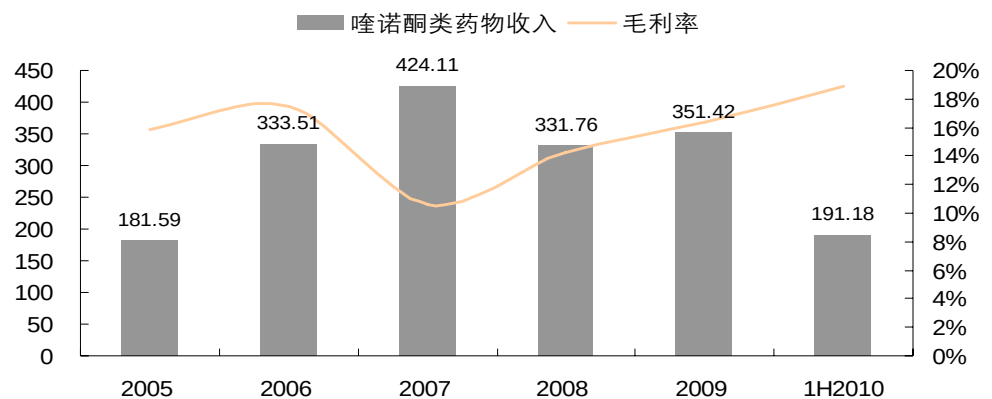
一次意外 沉默五年

京新药业在 2004 年下半年上市，当时可谓我国喹诺酮和辛伐他汀制剂的行业龙头企业。根据当时招股说明书，2002 年其环丙沙星原料药产量占国内的 57.7%，左氧氟沙星则占国内的 44.36%；而辛伐他汀则占据国产辛伐他汀 83% 左右的市场份额。

然而正当公司发展之关键时刻，公司位于嵊州和新昌交接处的厂房却受到人为冲击，造成原料药厂房停产并被迫搬迁异地。雪上加霜的是，公司的喹诺酮原料药厂被迫一分为二，搬迁至江西的广丰和浙江上虞。

2006-2007 年，新厂区终于开始投产，但是搬迁仍然导致了公司丢失了众多的市场，同时拆分异地生产、产能利用率不足也加大了公司的管理成本和生产成本，导致公司的原料药业务一直处于亏损状态。2008 年又遇到国际金融危机，因此直到 2009 年，公司的原料药业务亏损金额估计仍然在 500 万左右。

图 3. 公司喹诺酮原料药业务毛利率 百万元



资料来源：公司公告，东方证券研究所

喹诺酮原料药已过平衡点

➤ 公司业务逐渐扭亏

新厂区经过两年多的调整，也随着公司各项治理投入，和金融危机的逐渐缓解，公司喹诺酮的产能利用率逐渐提高，降低了公司的固定成本摊销，使喹诺酮业务逐渐扭亏。根据公司 2010 年中报，我们估计该部分业务实现净利润约 600 万左右（公司喹诺酮原料药的盈利主要体现在上虞京新，江西广丰京新和浙江京新药业进出口有限公司，由于母公司承担了很多管理和财务费用，因此实际喹诺酮业务 2010 年大概可以达到基本盈亏平衡）。我们估计目前公司的原料药产能在 2000 吨左右，而考虑到公司仍处在调整生产过程中，2010 年产能利用率估计仍未饱和。

表 5. 公司喹诺酮业务盈利情况

	2006	2007	2008	2009	1H2010
上虞京新	(6,695,455)	(1,970,404)	(7,633,129)	(6,984,025)	1,651,164
广丰京新	1,822,227	297,027	(4,302,060)	310,938	1,020,709
进出口公司	-	(8,497,452)	(2,952,101)	1,959,272	3,338,307
合计	(4,873,228)	(10,170,830)	(14,887,290)	(4,713,814)	6,010,180

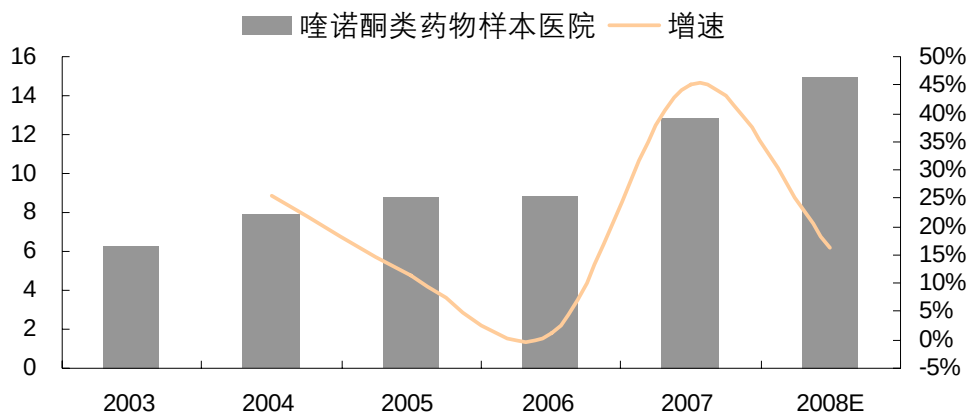
资料来源：公司公告，东方证券研究所

我们估计随着公司该部分业务产能利用率的提高，未来收入增长对业绩的贡献将显著提高，该部分业务的盈利水平有望快速恢复。

➤ 行业规模较大 市场格局向好

从行业上来看，虽然喹诺酮类抗生素属于较老的抗生素，但其应用领域较广，市场规模较大，近几年仍保持着稳定增长，因此公司在该产品上有较大的改善空间。

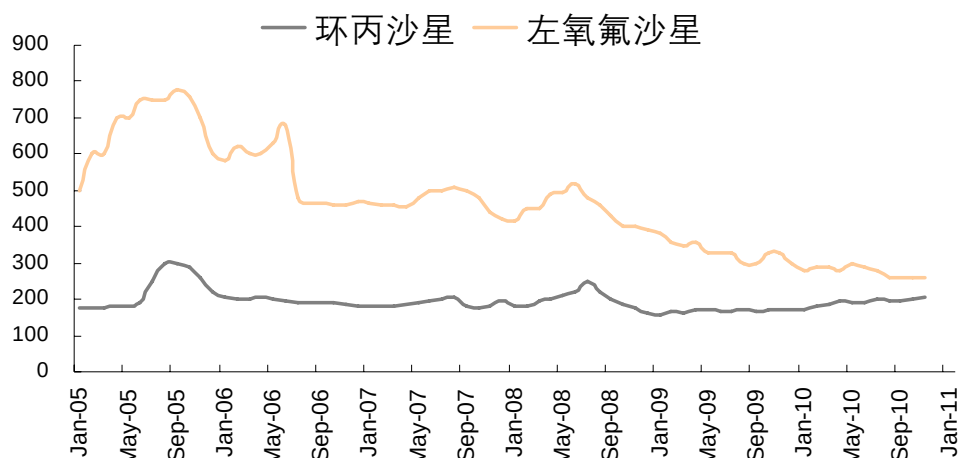
据统计，国外喹诺酮市场增速仍较快。2009 年全球抗生素规模 370 亿美元，其中喹诺酮 68.5 亿美元，未来有可能超过头孢成为排名第一的抗生素；而据估计 2008-2009 年周期抗感染药物市场规模在 500 亿，喹诺酮类药物约占市场总额的 10%，近四年平均增长率保持在 12%左右。2008 年之前，喹诺酮类药物规模列第二位，但在 2009 年之后降到第三位，次于青霉素类规模，整体市场规模和增长情况均较为稳定。

图 4：喹诺酮市场目前的发展情况


资料来源：东方证券研究所

目前整个喹诺酮原料药行业基本稳定，每个品种的生产厂家都不多，行业盈利也处于较低的水平，新进入者的威胁较小。其中环丙沙星的竞争对手主要是国邦，浙江新华制药等 4-5 家企业，左氧氟沙星主要是司太立和康裕等 4-5 家竞争对手，生产者不少，但因为每家企业的盈利水平均较低，所以继续杀价的风险也较小。

图 5. 主要喹诺酮类药品价格 元/kg



资料来源：健康网，东方证券研究所

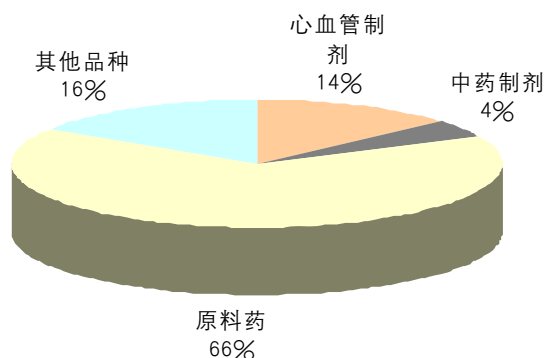
预计整个喹诺酮行业增速仍可维持稳定增长，其中左氧氟沙星进入基本药物目录，未来仍能带来一定增量，帕珠沙星等产品也有望带动公司增长。我们预计，公司的喹诺酮原料药业务在未来两年仍有望保持 10%左右的恢复性增长，由于其已经过了盈亏平衡点，所以我们预计喹诺酮业务毛利率将明显提升，对业绩的边际贡献应较大。

同时我们也要看到：2010 年 12 月 20 日，强生左氧氟沙星 Levaquin 专利到期和 2012 年秋，拜耳的莫西沙星 Avelox 专利也要到期。这两个产品在行业中都是重磅炸弹，年销售额分别为 18 亿美元和 50 亿美元左右。公司也在增发预案中表示，将扩产 1000 吨的左氧氟沙星，喹诺酮类业务的前景值得期待。

国内制剂销售趋势向好

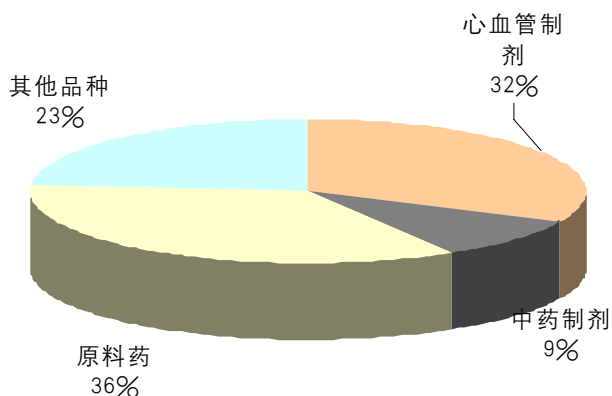
公司已经制定了以制剂为发展重点的战略方针，循序渐进的扩大自身的制剂产能，立足国内同时积极参与海外制剂生产的转移过程。目前公司的制剂生产规模已经占到了公司总收入的 36%左右，其中化学制剂占 32%，中药制剂占比超过 4%；在毛利润贡献方面，公司的制剂占比已经超过 50%，而公司净利润实际基本来自于制剂业务。

图 6. 公司制剂销售占比情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 7. 公司毛利占比情况

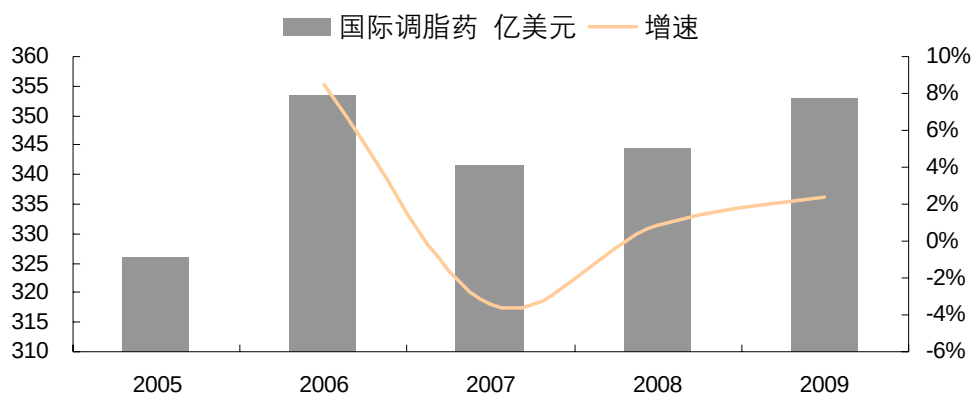


目前公司的制剂产品主要有一线产品辛伐他汀, 中药产品康复新液, 头孢地嗪等抗生素类产品、新产品瑞舒伐他汀等多个品种, 而且还有众多的心血管类新产品已经储备完毕。我们认为, 公司的各个制剂业务均有不错的看点, 有望逐渐壮大, 使公司的业务结构出现明显转变, 有望使公司的盈利水平在未来得到迅速的提高。

➤ 心血管类制剂业务发展势头良好

公司的心血管制剂业务主要集中在他汀类的调脂药物。血脂异常是导致动脉粥样硬化, 冠心病等心脑血管疾病的主要危险因素; 而有效的调节血脂能够预防血栓形成与栓塞, 对心脑血管疾病的防治有很大帮助, 因此调脂药物成为国际上非常重要的热销药物, 近几年其全球的销售额仅次于抗肿瘤药物, 排名第二。

图 8. 国际调脂药物销售情况

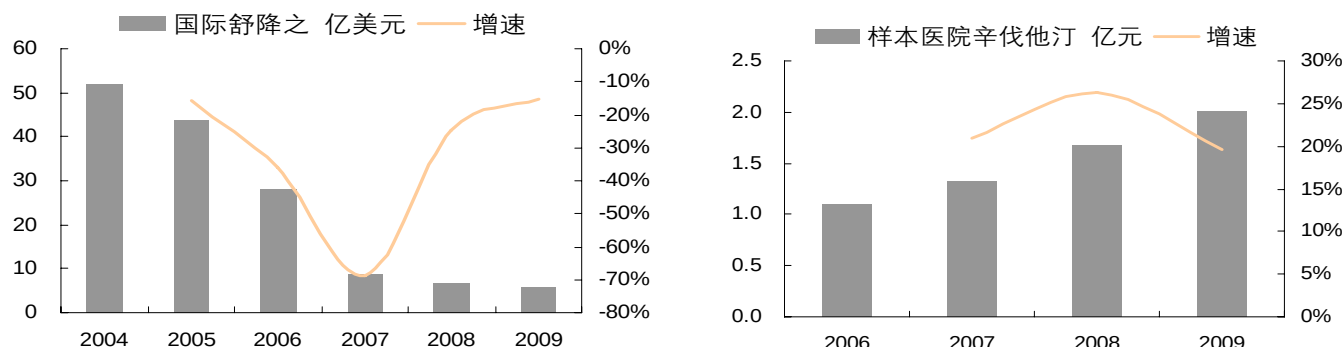


资料来源: IMS, 东方证券研究所

2009 年全球调脂药物市场规模是 352 亿美元, 而他汀类产品是最主要的调脂药, 仅阿托伐他汀 2009 年的全球收入就达 133 亿美元。

辛伐他汀是公司的主力品种, 目前销售势头良好。辛伐他汀早已过了专利保护期, 但其应用依然很广, 全球仅原研药舒降之的收入就在 6 亿美元左右。在国内, 22 个城市样本医院辛伐他汀收入也保持了近 20% 左右的增长。

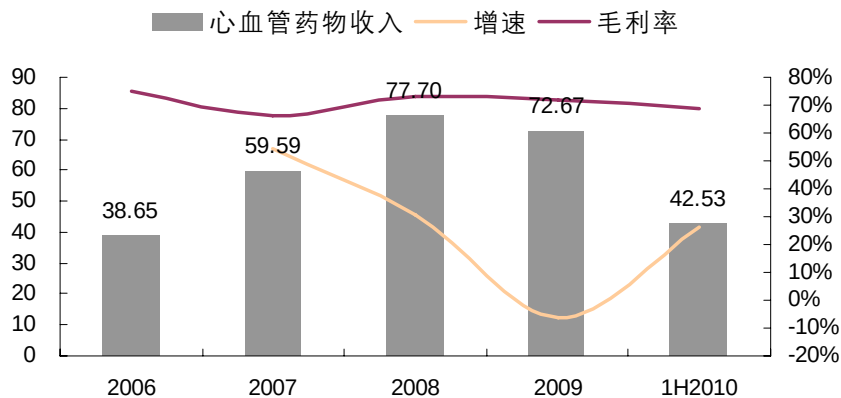
图 9. 全球舒降之和国内辛伐他汀销售收入情况



资料来源: 南方所, 东方证券研究所

虽然阿托伐他汀在国内医院市场份额上升很快,大有侵蚀辛伐他汀市场的势头,但是辛伐他汀作为唯一进入基本药物目录的调脂及抗动脉粥样硬化的药物,在基层市场将有很广阔的应用空间,随着社会老龄化进程的持续,价格合理而疗效明确的高血脂预防用药将在基层拥有广阔的空间。

图 10. 公司心血管类药物销售增速情况 百万元

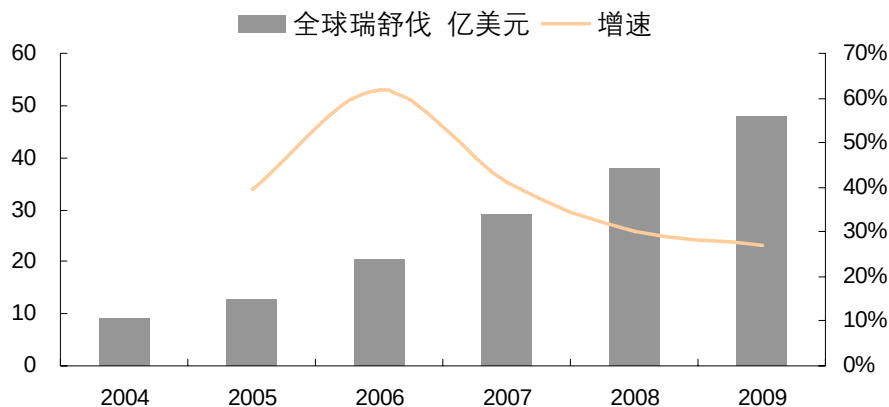


资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司在浙江、上海、江苏等成熟区域采用自己销售，而在其他地区，则采用代理销售的模式开拓市场。由于该产品已经进入基本药物目录，未来市场容量可以得到保证；该产品竞争激烈，因此产品价格有明显下降，但销售量仍然呈现快速增长。凭借原材料一体化的优势，预计其销售毛利率仍能维持 60%左右的毛利率水平。

公司新药瑞舒伐他汀也于去年开始逐渐投放市场。该药品由 AstraZeneca 进行全球销售，国际销售额接近 40 亿美元，是一代超级他汀。我们估计，公司可能将对其采用差异化的市场定位策略，错开与辛伐他汀的竞争。

图 11. 国际上瑞舒伐他汀的销售情况



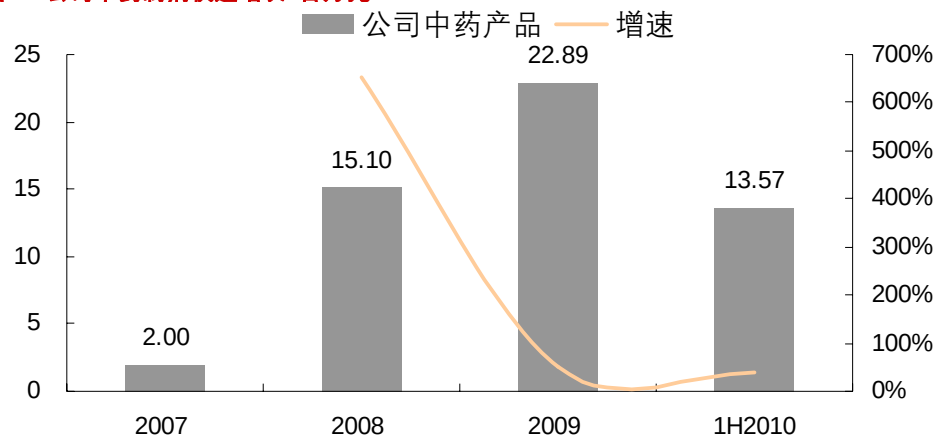
资料来源：东方证券研究所

目前药监局审批了 4 家瑞舒伐片剂的生产企业。我们认为凭借公司前期对新伐他汀的销售市场铺垫，公司瑞舒伐他汀等他汀产品的市场销售有望逐渐放量。

➤ 中药制剂快速增长

公司的中药品种主要是康复新液，由内蒙京新药业生产，主要应用于创面修复领域，市场需求较好。该产品出自苗药，在越战时曾发挥中药作用；该药品是美洲大蠊的醇提取物，具有促进肉芽组织生长，抗炎和提高机体免疫功能等作用，因此中医上有通利血脉，养阴生肌的功效；一般内服时用于瘀血阻滞，胃痛出血，胃、十二指肠溃疡的治疗；以及阴虚肺癆，肺结核的辅助治疗。外用时用于金疮、外伤、溃疡、瘰疬、烧伤、烫伤、褥疮等创面治疗。目前该产品属于国家中药保护品种，只有京新药业（子公司内蒙古京新），四川好医生，湖南中南科伦和昆明赛诺制药拥有生产批文，其中四川好医生是公司的主要竞争对手，终端销售已经过亿，而湖南科伦对该药品的重视程度也在增加。

图 12. 公司中药制剂快速增长 百万元



资料来源：东方证券研究所

总体而言，康复新液的竞争环境较好，而且也进入了 2009 版的医保目录，未来有望继续快速增长估计 2010 年公司康复新液的销售收入已经达到 3000 万元左右，预计未来增速将维持在 30% 以上。随着康复新液销售规模的扩大，其对公司的边际业绩贡献将迅速扩大。此次增发预案中也表明将增发进行 1000 万盒康复新液的技改项目，显示管理层对该产品的信心。

➤ 储备制剂产品种类丰富

除了公司的心血管制剂和中药制剂外，公司其他制剂产品也在快速的进行市场推广，如头孢地嗪钠、盐酸舍曲林等，预计头孢地嗪也将为公司贡献不少的收益；我们认为，随着公司向成品药转型的战略不断的推进，供公司成品药的销售和毛利占比将继续提高，公司的盈利水平和估值水平将得到显著提高。

同时，公司在目前自己的强项心血管领域也进行了较多的产品储备，从目前国内申报的情况来看，公司储备的产品包括匹伐他汀，氯吡格雷等多种药物，如果顺利上市，将为公司提供重要的产品线补充。

表 6. 公司国内市场在研产品

药品名称	申请类型	注册分类	企业名称	办理状态	状态开始时间
匹伐他汀钙分散片	新药	3.10	浙江京新药业股份有限公司	在审评	10-10-25
匹伐他汀钙分散片	新药	3.10	浙江京新药业股份有限公司	在审评	10-10-25
匹伐他汀钙	新药	3.10	上虞京新药业有限公司	在审评	10-10-15
左乙拉西坦片	仿制	6.00	浙江京新药业股份有限公司	在审评	10-9-16
左乙拉西坦片	仿制	6.00	浙江京新药业股份有限公司	在审评	10-9-16
左乙拉西坦	新药	3.10	上虞京新药业有限公司	在审评	10-8-13
头孢唑辛酯片	仿制	6.00	浙江京新药业股份有限公司	制证完毕	10-8-18
硫酸氢氯吡格雷	仿制	6.00	上虞京新药业有限公司	在审评	09-6-8
左氧氟沙星	仿制	6.00	上虞京新药业有限公司	审批完毕	10-11-10

资料来源：丁香园，东方证券研究所

盈利预测与评级

首次给予增持的投资评级：我们谨慎预测公司 10-12 年的业绩为 0.13 元，0.25 元和 0.58 元。业绩快速增长主要来自于原料药规模效应体现和制剂产品的快速增长。

- ✓ 其中预计喹诺酮类药物在产能利用率提高的带动下在未来连年预计保持高个位数增长，同时在产能利用率和价格企稳回暖的带动下毛利率将逐渐提高
- ✓ 预计心血管药物在新药和辛伐销量增长和瑞舒伐他汀的带动下保持 10%-20% 左右的增长，瑞舒伐他汀在未来有可能获得超预期增长
- ✓ 预计中药、头孢制剂品种保持 40% 左右快速增长
- ✓ 其余业绩弹性要看国际出口订单

虽然静态来看 PE 高，但考虑到公司股本较小，业绩弹性较大，行业趋势好，公司高管亦决定参与增发，因此我们认为其值得积极关注，给予其增持的投资评级。

风险因素

增发失败，基药利润被大幅压缩，原料药价格下滑，国际合作低于预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	427	481	561	669	营业收入	531	638	758	923
现金	223	229	265	318	营业成本	367	439	512	593
应收账款	72	89	106	129	营业税金及附加	4	5	6	7
其它应收款	14	19	23	28	营业费用	79	100	118	145
预付账款	21	26	31	36	管理费用	60	61	71	85
存货	84	101	118	136	财务费用	19	19	17	17
其他	13	15	18	22	资产减值损失	-2	2	2	3
非流动资产	490	549	545	541	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	338	397	393	389	营业利润	4	13	32	73
无形资产	92	92	92	92	营业外收入	6	5	3	3
其他	60	60	60	60	营业外支出	1	1	3	3
资产总计	917	1029	1106	1210	利润总额	8	17	32	73
流动负债	540	544	594	647	所得税	4	3	6	15
短期借款	227	227	227	227	净利润	4	13	26	59
应付账款	68	79	92	107	少数股东损益	0	0	0	0
其他	245	237	275	313	归属于母公司净利润	4	13	26	59
非流动负债	70	165	165	165	EBITDA	40	49	72	113
长期借款	65	165	165	165	EPS (元)	0.04	0.13	0.25	0.58
其他	5	0	0	0					
负债合计	610	709	759	812					
少数股东权益	4	4	4	4					
股本	102	102	102	102					
资本公积	131	131	131	131					
留存收益	54	65	87	129					
归属母公司股东权益	303	316	342	393					
负债和股东权益	917	1029	1106	1210					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流	119	59	89	113	成长能力				
净利润	4	13	26	59	营业收入	4.1%	20.1%	18.8%	21.7%
折旧摊销	39	37	39	39	营业利润	-119.1%	228.4%	151.9%	129.0%
财务费用	19	19	17	17	净利润	-121.8%	237.2%	91.7%	129.0%
公允价值变动损益	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	53	-8	6	-2	毛利率	30.9%	31.2%	32.5%	35.8%
其它	4	-1	0	0	净利率	0.7%	2.1%	3.4%	6.4%
投资活动现金流	-17	-96	-35	-36	ROE	1.3%	4.2%	7.4%	14.8%
资本支出	18	-96	-35	-36	ROA	0.4%	1.3%	2.3%	4.9%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他	-35	0	0	0	资产负债率	66.5%	68.9%	68.7%	67.2%
筹资活动现金流	-106	43	-17	-25	净负债比率				
短期借款	-131	-20	0	0	流动比率	0.79	0.88	0.94	1.03
长期借款	45	100	0	0	速动比率	0.63	0.70	0.75	0.82
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.58	0.62	0.69	0.76
其他	-21	-37	-17	-25	应收账款周转率	-	-	-	-
现金净增加额	-5	7	36	52	应付账款周转率	5.42	5.56	5.56	5.56

每股指标 (元)					估值比率				
2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E	
每股收益	0.04	0.13	0.25	0.58	P/E	514.16	144.21	75.23	32.86
每股经营现金流	1.17	0.58	0.87	1.11	P/B	6.28	6.02	5.57	4.86
每股净资产	3.02	3.16	3.41	3.91					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

公司投资评级的量化标准

买入: 相对强于市场基准指数收益率 15%以上;

增持: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内, 分析师基于当时对该股票的研究状况, 未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定, 研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形; 亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性, 缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级; 分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息, 投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5%以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

看淡: 相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级: 由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内, 分析师基于当时对该行业的研究状况, 未给予投资评级等相关信息。

暂停评级: 由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性, 缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级; 分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息, 投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn