

原料成本上涨吞噬利润

增持首次评级

目标价格：140 元

投资要点：

- 产品涨价促使收入猛增、原料成本上升吞噬利润；
- 市场增长放缓，原料药价格或将下降。

报告摘要：

- 业绩略低于预期。**公司 2010 年实现营业总收入 3.85 亿元，同比增长 73.26%。实现归属于上市公司股东的净利润 1.21 亿元，同比增长 49.50%，基本每股收益 3.13 元，略低于我们此前的预期，加权平均的净资产收益率为 22.06%。利润分配预案为 10 转增 10 派 20。
- 价格猛涨是增长主要原因。**报告期内，肝素钠出口量基本稳定，单价为 10474 美元/公斤，同比增长了 67.59%，相比百特事件前的价格提高了近 6 倍；2010 年，公司凭借质量和技术优势，向赛诺菲等客户出口肝素钠原料药，实现了销售收入的高速增长。但销售结构发生较大变化：FDA 级肝素钠销售额下降了 30%，普通级同比增长 121.2%
- 原料成本上涨吞噬利润。**报告期内，主导产品肝素钠原材料成本上涨明显，营业成本同比增长 93.98%，导致毛利率下降 6.18 个百分点，到 42.08%，其中 FDA 等级肝素钠毛利率稳定，而普通等级肝素钠毛利率下降了 9.75 个百分点。管理费用同比增长 137.68%，费用率上升 1.6 个百分点，主要是职工薪酬、研发费用及折旧费用的增加。
- 肝素市场增长放缓，原料药价格或将下降。**全球范围来看，肝素市场规模增长稳定，竞争对手逐渐增多，公司的地位受到挑战。而且，受原料价格波动及市场竞争等因素影响，未来肝素钠的平均价格将会有一定程度的下降。公司或将考虑其他新的业务来保证业绩增长，如进入附加值更高的肝素钠制剂等业务等。另外，公司超募资金达 49 亿元，可能会通过并购来实现外延式增长。
- 预计公司 2011~2013 年每股收益为 4.04 元、5.28 元、6.92 元。按照 2011 年 35 倍 PE，目标价 140 元，给予增持评级。**

主要指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	2224	3853	4961	6392	8240
EBITDA（百万元）	983	1405	1824	2405	3186
净利润（百万元）	809	1209	1618	2111	2768
EPS（元）	2.02	3.02	4.04	5.28	6.92
P/E	57.36	42.64	31.87	24.44	18.63
P/S	106.62	23.19	13.38	10.39	8.07
P/B	43.36	6.43	6.43	4.86	3.99

联系人

吴 洋

电话：01088085967

Email: wuyang@hysec.com

分析师

张延明（S1180510120009）

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20101231	1183	非常分散
20100930	1250	非常分散
20100630	1012	非常分散

数据来源：港澳资讯

相关研究

宏源证券*行业策略*医药行业—紧跟政策，寻找确定性增长的个股 06.21

宏源证券*行业策略*医药行业—政策总体偏利好，行业增长无悬念 11.25

宏源证券*公司点评*哈药股份—资产注入提升估值水平 02.17

宏源证券*公司点评*信立泰—短期增长无忧，长期看新药 02.28

宏源证券*公司点评*康恩贝—聚焦核心业务，受益基药改革 03.17

联系人简介:

吴 洋: 宏源证券医药行业分析师, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2 年医药行业研究经验。

主要研究覆盖公司: 上海凯宝、信立泰、华海药业、华润三九、哈药股份、达安基因、天目药业、亚太药业、新和成等

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiahong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。