

湘财证券研究所

医药行业研究小组

陈国俊 分析师

执业编号： S0500511010012

联系人：

陈国栋

Tel: 021-68634510-8721

Mail: cgd2854@xcsc.com

基础数据：

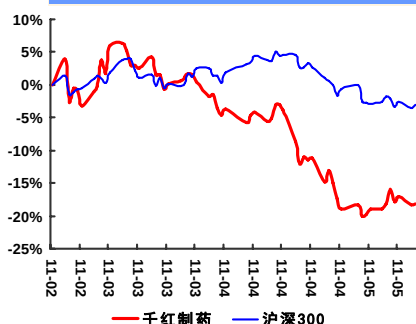
收盘价： 32.08 元

流通 A 股市值： 10.27 亿元

总市值： 51.33 亿元

沪深 300 指数： 3116.03

近期股价与大盘走势：



近期对公司进行调研，与高管交流公司经营情况和未来发展方向

投资要点：

- 一季度肝素钠系列产品销售额下降 41.41%，主要是肝素价格出现剧烈波动，原料肝素粗品价格从 2.5 万下降到 2 万元。价格大幅下降主要是有两方面原因造成，一方面是百特事件后肝素价格暴涨，出口均价从 2006 年 90 万美元/吨上涨至 1047 万美元/吨，价格过度上涨使下游制剂厂商难以承受。另一方面是依诺肝素面临仿制药上市挑战，价格下调压力大。而经销商买涨不买跌的心态，导致肝素价格短期跌幅较大。尽管肝素销售总量下降，但山德士一季度采购量还有所上升。山德士加拿大公司在取得依诺肝素仿制许可后，正在申请标准肝素仿制，山德士在公司肝素销售比重有望进一步增加。
- 公司产品不局限于肝素，在酶制剂领域也有较强竞争优势。其中胰激肽原酶是其拳头产品，用于治疗糖尿病导致微循环障碍，属于优质优价品种，市场占有率在 60% 以上。目前覆盖 1000 多家医院，产品进入三分之一三级医院。胰激肽原酶制剂在各区域销售情况差别较大，江苏、天津、北京等地是其销售情况较好的地区。用得好的医院，例如江苏省人民医院，年销售额达到 200 万元以上。公司也在总结相关经验，逐步向其他地区推广。
- 产品研发方向从生物提取向基因工程过渡，国家一类新药抗血栓蛋白完成临床前研究，有望年内进入临床阶段。
- 聘请华夏基石企业管理咨询有限公司重新制订职工的薪酬考核体系，对公司人力资源架构进行调整。原先在销售部门，公司已提取部分超额利润作为激励基金。此举有利于调动员工工作热情，对制剂销售和海外原料药客户拓展有着积极意义。

投资建议：

肝素价格下行风险已基本释放，公司肝素原料药下游客户稳定，销量基本能得到保证。胰激肽原酶安全性高，适用范围广阔，还有较大市场开拓空间。我们预计 2011 年-2013 年每股收益分别为 0.95、1.21、1.50 元，目前股价对应的 PE 分别是 33.77、26.51、21.39 倍。估值充分反应公司基本面，我们首次给予“增持”评级。

风险因素：肝素钠价格剧烈波动

盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入（百万元）	743.8	1144.77	944.9	1117.33	1324.74
增长率	18.46%	53.91%	-17.46%	18.25%	18.56%
净利润（百万元）	125.69	150.53	151.18	193.22	239.43
增长率	38.98%	19.76%	0.43%	27.81%	23.92%
摊薄后每股收益（元）	0.78	0.94	0.95	1.21	1.50

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	456	1836	1975	2190	营业收入	1145	849	1007	1198
现金	123	1571	1652	1864	营业成本	837	576	663	773
应收账款	86	78	121	106	营业税金及附加	5	6	7	8
其他应收款	2	4	5	6	营业费用	48	55	70	87
预付账款	20	29	33	39	管理费用	77	59	71	84
存货	219	144	154	164	财务费用	13	-4	-16	-20
其他流动资产	5	9	11	12	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	92	84	78	70	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	78	73	69	65	营业利润	165	157	213	266
无形资产	12	9	6	3	营业外收入	10	10	5	5
其他非流动资产	2	2	2	2	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	549	1920	2053	2260	利润总额	174	166	217	270
流动负债	99	113	62	68	所得税	24	25	33	40
短期借款	55	55	0	0	净利润	151	141	185	229
应付账款	33	21	24	28	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	11	37	38	40	归属母公司净利润	151	141	185	229
非流动负债	35	36	36	36	EBITDA	189	158	202	252
长期借款	29	29	29	29	EPS (元)	1.25	0.88	1.15	1.43
其他非流动负债	6	7	7	7	主要财务比率				
负债合计	135	149	97	103	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	20	20	20	20	成长能力				
股本	120	160	160	160	营业收入	53.9%	-25.8%	18.6%	19.0%
资本公积	8	1184	1184	1184	营业利润	9.6%	-5.1%	35.7%	24.8%
留存收益	266	408	592	794	归属于母公司净利润	19.8%	-6.1%	30.5%	24.3%
归属母公司股东权益	394	1752	1936	2138	获利能力				
负债和股东权益	549	1920	2053	2260	毛利率(%)	26.9%	32.2%	34.2%	35.5%
现金流量表					净利率(%)	13.1%	16.7%	18.3%	19.1%
单位:百万元					ROE(%)	38.2%	8.1%	9.5%	10.7%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	40.7%	45.4%	49.9%	64.4%
经营活动现金流	172	226	118	219	偿债能力				
净利润	151	141	185	229	资产负债率(%)	24.6%	7.7%	4.7%	4.6%
折旧摊销	11	5	5	6	净负债比率(%)	62.34%	56.46%	29.83%	28.13%
财务费用	13	-4	-16	-20	流动比率	4.60	16.21	32.03	32.42
投资损失	-0	0	0	0	速动比率	2.38	14.89	29.44	29.90
营运资金变动	-1	73	-58	4	营运能力				
其他经营现金流	-1	10	2	-0	总资产周转率	2.12	0.69	0.51	0.56
投资活动现金流	-11	2	2	2	应收账款周转率	12	10	10	10
资本支出	11	0	0	0	应付账款周转率	25.47	21.37	29.73	29.90
长期投资	-0	-0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-0	2	2	2	每股收益(最新摊薄)	0.94	0.88	1.15	1.43
筹资活动现金流	-136	1220	-39	-8	每股经营现金流(最新摊薄)	1.07	1.41	0.74	1.37
短期借款	-52	0	-55	0	每股净资产(最新摊薄)	2.46	10.95	12.10	13.36
长期借款	20	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	40	0	0	P/E	34.58	36.81	28.21	22.69
资本公积增加	-0	1176	0	0	P/B	13.21	2.97	2.69	2.43
其他筹资现金流	-104	4	16	-8	EV/EBITDA	27	33	26	21
现金净增加额	23	1448	81	212					

分析师说明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。