

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

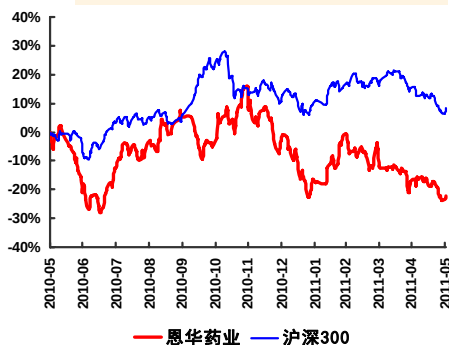
Tel： 021-68634510-8721

Mail： cgd2854@xcsc.com

基础数据：

收盘价： 18.59 元
 流通 A 股市值： 16.13 亿元
 总市值： 43.50 亿元
 沪深 300 指数： 3001.56
 评级： 增持（维持）

一年内股价与大盘走势：



事件概述：

与以色列 D-Pharm 公司就 DP-VPA 化合物签署《许可与共同开发协议》。许可公司独家在中国开展 DP-VPA 用于治疗癫痫患者方面的临床研究、注册、生产和销售。

投资要点：

□ DP-VPA 主要用于治疗癫痫、偏头痛和双向情感障碍。目前已在癫痫患者身上完成首个 II 期临床。丙戊酸是一线抗癫痫用药，DP-VPA 是通过前药活化技术得到丙戊酸衍生物，表现出更好的安全性和药代动力学特性，一天只需服药一次。服药后，体内 VPA 浓度较低，且无需肝脏首过代谢，降低与其他药物的不良反应风险。临床试验数据显示对于健康人群和癫痫患者，DP-VPA 都有着较好依从性。对于耐药性癫痫患者，能显著降低癫痫发作次数。该协议签署后公司需支付 100 万美元，如能获得新药批准，将合计支付 240 万美元。公司获准在中国独家研究生产和销售限于治疗癫痫症的 DP-VPA。

□ WHO 资料显示全球癫痫发病人数约为 5000 万人，占世界总人口的 8.2%。我国癫痫发病率略低，患者接近 1000 万人，每年增加约 40 万人，儿童患者居多。丙戊酸钠、托吡酯和拉莫三嗪等传统药物仍是治疗抗癫痫药市场的主要品种，占据大多数市场份额。

□ 公司是中枢神经类药物龙头企业，已上市抗癫痫类药物有加巴喷丁，另有普瑞巴林胶囊即将获批。在神经类药物销售领域有着丰富经验和营销队伍，凭借较强学术推广能力，有利于新药快速上量。

投资建议：

今年 2 月公司已披露将与 D-Pharm 合作开发抗癫痫药 DP-VPA，且研发周期长，短期难以贡献业绩。公司看点在于较强仿制能力，拥有丰富后续产品梯队，其中不乏丙泊酚、芬太尼等潜力品种。我们预测公司 2011 年-2013 年每股收益分别为 0.48、0.65、0.95 元，依然维持“增持”评级。

风险因素：新药研发失败；新药获批进度晚于预期

盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入（百万元）	1110.94	1300.61	1435.29	1599.94	1806.06
增长率	16.63%	17.07%	10.36%	11.47%	12.88%
净利润（百万元）	55.29	76.44	112.25	151.46	222.63
增长率	35.84%	38.25%	46.85%	34.93%	46.99%
摊薄后每股收益（元）	0.24	0.33	0.48	0.65	0.95

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	653	785	823	975	营业收入	1301	1435	1600	1806
现金	223	317	307	405	营业成本	805	861	919	979
应收账款	246	273	304	343	营业税金及附加	10	11	13	14
其他应收款	16	23	26	29	营业费用	309	337	384	433
预付账款	28	28	31	32	管理费用	81	85	95	105
存货	134	130	140	150	财务费用	6	6	6	6
其他流动资产	6	14	15	16	资产减值损失	3	3	3	3
非流动资产	301	278	394	462	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	165	179	312	380	营业利润	87	131	181	266
无形资产	35	35	35	35	营业外收入	4	4	1	1
其他非流动资产	101	65	47	48	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	954	1063	1217	1438	利润总额	90	134	181	266
流动负债	482	490	510	531	所得税	15	22	30	44
短期借款	166	166	166	166	净利润	75	112	151	222
应付账款	173	172	184	196	少数股东损益	(1)	(0)	(0)	(0)
其他流动负债	142	152	160	169	归属母公司净利润	76	112	151	223
非流动负债	10	10	10	10	EBITDA	115	159	220	322
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.33	0.48	0.65	0.95
其他非流动负债	10	10	10	10	主要财务比率				
负债合计	492	501	520	541	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	4	4	3	3	成长能力				
股本	234	234	234	234	营业收入	17.1%	10.4%	11.5%	12.9%
资本公积	47	47	47	47	营业利润	39.1%	50.6%	37.7%	47.2%
留存收益	178	278	413	613	归属于母公司净利润	38.3%	46.9%	34.9%	47.0%
归属母公司股东权益	459	559	694	894	获利能力				
负债和股东权益	954	1063	1217	1438	毛利率(%)	38.1%	40.0%	42.6%	45.8%
现金流量表					净利率(%)	5.9%	7.8%	9.5%	12.3%
单位:百万元					ROE(%)	16.7%	20.1%	21.8%	24.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	20.1%	29.9%	29.4%	35.9%
经营活动现金流	62	119	163	245	偿债能力				
净利润	75	112	151	222	资产负债率(%)	51.5%	47.1%	42.7%	37.6%
折旧摊销	22	22	34	51	净负债比率(%)	33.87%	33.26%	32.02%	30.79%
财务费用	6	6	6	6	流动比率	1.36	1.60	1.61	1.84
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.07	1.34	1.34	1.55
营运资金变动	-47	-20	-31	-37	营运能力				
其他经营现金流	5	-1	2	3	总资产周转率	1.50	1.42	1.40	1.36
投资活动现金流	-85	-7	-150	-119	应收账款周转率	6	5	5	5
资本支出	86	0	150	120	应付账款周转率	5.74	4.99	5.16	5.16
长期投资	0	-1	-0	-0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	0	-8	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.48	0.65	0.95
筹资活动现金流	8	-18	-23	-28	每股经营现金流(最新)	0.26	0.51	0.70	1.05
短期借款	24	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.96	2.39	2.96	3.82
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	54	0	0	0	P/E	56.91	38.75	28.72	19.54
资本公积增加	-54	0	0	0	P/B	9.49	7.78	6.27	4.87
其他筹资现金流	-16	-18	-23	-28	EV/EBITDA	37	27	19	13
现金净增加额	-15	94	-10	97					

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其中的风险。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。