

日期: 2011 年 8 月 25 日

行业: 原料药

雅本化学 (300261)

证券研究报告/公司研究/新股定价



赵冰

021-53519888\*1902



Zhaobing1704@hotmail.com

执业证书编号: S0870511030004

## 医药和农业中间体行业的龙头企业

IPO 询价区间 RMB 15.41-18.49  
首日定价区间 RMB 19.26-23.11

### 基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 22.70  
发行后总股本 (百万股) 90.70  
发行方式 网下询价配售  
网上定价发行  
保荐机构 东方证券股份有限公司

### 主要股东 (IPO 前)

雅本投资 69.88%  
大盈投资 15.12%  
张宇鑫 10.00%

### 收入结构 (MRQ)

杀虫剂中间体 62.69%  
除草剂中间体 11.96%  
抗癫痫药物中间体 10.75%  
抗肿瘤药物中间体 10.65%

报告编号: YGQ11-NSP07

首次报告日期: 2011 年 8 月 25 日

### ■ 投资要点

#### 技术优势领先、产品竞争力强

公司致力于高端医药化学技术的研发,目前在手性技术、含氮杂环衍生物领域内的研究成果已达到国际先进水平或国内领先水平。公司申请的 19 项发明专利中有 7 项涉及手性技术,8 项涉及含氮杂环衍生物。同时,公司准确把握下游产业的发展趋势,在研发方向及业务拓展方面瞄准市场容量大、高成长性、高利润率的下流产品,如抗肿瘤药物、新型杀虫剂等,开发出适合其发展趋势的中间体产品。

#### 与国际大公司合作,客户优势明显

公司主要中间体产品的销售对象均为国际知名化学及制药公司,比如杜邦公司、罗氏公司、梯瓦公司等。这些客户实力强、资信高,且与公司已保持较长时间业务往来。其中,公司成功地成为杜邦公司新型杀虫剂产品“氯虫苯甲酰胺”的中间体的高级供应商。

#### 上市 6 个月内的估值区间为 19.26-23.11 元

我们认为给予公司 11 年每股收益 35 倍市盈率这一接近于同行业公司平均的估值水平较为合理。以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 19.26-23.11 元,相对于 2010 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 44.04-52.84 倍。

#### 建议询价区间为 15.41-18.49 元

近期医药类新股和创业板新股上市首日的平均涨幅为 59.52%,目前股价距其发行价的平均累计溢价率为 25.32%,发行价对应折扣率为 20.20%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况,建议选取 20% 的折扣率,对应的询价区间为 15.41-18.49 元,相对于 2010 年的静态 PE (发行后摊薄) 为 35.23-42.28 倍。

### 数据预测与估值:

| 至 12 月 31 日 (¥.百万元) | 2010A   | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入                | 1,063.8 | 1,321.7 | 1,675.1 | 2,073.5 |
| 年增长率                | 31.3%   | 24.2%   | 26.7%   | 23.8%   |
| 归属于母公司的净利润          | 90.8    | 118.8   | 165.3   | 231.1   |
| 年增长率 (%)            | 14.0%   | 30.9%   | 39.2%   | 39.8%   |
| (发行后摊薄)每股收益 (元)     | 0.49    | 0.64    | 0.89    | 1.24    |

注: 有关指标按最新总股本为 90.70 百万股计算

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺、公司资格说明和免责条款。

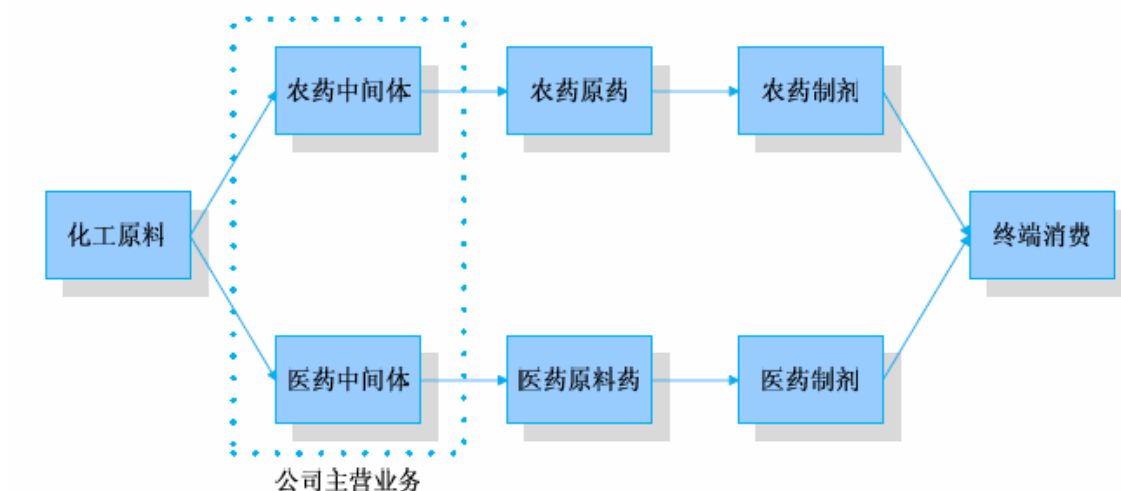
## 一、行业背景

### 发行人所处行业及简况

公司专业从事高级农药、医药中间体产品的研发、生产和销售。根据下游应用领域划分，公司主要产品可划分为两大系列四大类，即农药中间体系列（含杀虫剂中间体和除草剂中间体）和医药中间体系列（含抗肿瘤药中间体和抗癫痫药中间体）。依托全球化的经营视野、业内领先的研发平台以及完善的生产流程，公司紧跟世界农药、医药行业的步伐，不断推出新产品，并迅速实现规模化生产，主要产品在技术和成本上处于国内领先水平。

由于中间体行业所涉产品种类众多，产品具体功能差异较大，即使是同类产品也会由于所处生产环节的不同，在质量要求及毛利水平方面存在较大差异。同时，全球农药、医药行业的产业集中度日趋提高，绝大部分高毛利产品均为欧美跨国公司所掌握。因此，精细化工中间体厂商的核心竞争力直接体现为企业在全球产业链中的地位以及其下游产品的发展前景。公司所处行业为精细化工行业，精细化工行业是化学工业的重要分支之一。

图 1 公司所处细分行业产业链



数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

### 行业增长前景

#### 1) 精细化工行业的发展状况

全球精细化工行业蓬勃发展，农药、医药中间体占比明显提高从上世纪 70 年代开始，发达国家就相继将化学工业发展的战略重点转移到了精细化工，90 年代之后全球精细化工迅猛发展，进入 21 世纪，精细化工形成了产业集群，产品日益专业化和多样化，新工艺的开发

受到了广泛的重视。目前，世界精细化学品产业化品种已超过 10 万种，据统计，2009 年世界化工产品年总销售额约为 3.2 万亿美元，其中精细化学品的市场规模超过 5,000 亿美元。精细化工市场的构成中，医药中间体和农药中间体占据主导地位，分居第一、二位，且二者占比合计从 2005 年的 26% 提高至 2009 年的 32%。近年来，中国精细化工产业在全球地位迅速提高，数据显示：2006 年底全国精细化工企业年产值达到 1 万亿元，2009 年末，产值提升到 1.8 万亿元。中国精细化工产业销售额在全球的排名亦由 2005 年的第四位升至 2009 年的第三位。随着全球化分工的日趋深入，发达国家医药及农业公司越来越注重于加强其核心竞争力——产品研发和市场开拓，而加快把中间体和原药合成转移到成本较低的发展中国家。这些发展中国家特别是中国，相对于发达国家具有显著的成本优势。

## 2) 公司所处细分行业下游的发展

### A. 农药行业的发展

农药中间体行业的产业链下游为农药原药/制剂行业。根据最终产品的用途不同，可将农药区分为除草剂、杀菌剂、杀虫剂三大类及植物生长调节剂和熏蒸剂等其他类别。20 世纪 60 年代至 90 年代是全球农药行业的高速发展期，1990 年全球农药市场销售额为 264 亿美元，较 1960 年的 8.5 亿美元，增长了 31 倍。20 世纪 90 年代以后，全球农药市场进入一个相对稳定的发展期，2007 年全球农药销售额创历史新高，达到 333.9 亿美元，其中除草剂、杀菌剂、杀虫剂的销售总额占总销售总额的比重分别为 48%、24%、24%。经过几十年的激烈竞争与发展，世界农药行业已呈现明显的寡头垄断格局。世界大型农药企业已由 1994 年的 10 家减少为 2002 年的 6 家，目前这 6 家企业构成了世界农药产业的第一集团，2007 年合计销售额占全球农药销售总额的 86.13%。

自 20 世纪 90 年代以来，全球各大农药公司出于成本的考虑，或选择在发展中国家建立自己的生产基地；或选择与发展中国家中工艺、成本、技术具有相对优势的本土农药企业建立战略合作关系，委托其进行中间体或原药生产。目前，以中国和印度为代表的国家已成为全球农药中间体及原药的主要生产地。全球农药新产品的开发日益集中于世界 6 大农药企业，根据 Phillips McDougall 的统计，1980-2005 的 25 年间，6 大农药企业共推出农药新品种 220 个，占全球农药新品种的 70%。国际跨国公司对农药新产品开发的垄断间接强化了其在全球农药市场的垄断地位。

### B. 医药行业的发展背景

20 世纪 70 年代以来,全球医药行业药品消费保持快速增长,1970 年-2007 年全球药品消费复合增长率达到 9.8%,高于同期全球 GDP 增长率。目前排名全球前 50 强的大型医药集团均属美国、日本和欧洲等经济发达国家。这些医药企业凭借雄厚的资本和技术实力,在全球范围内进行了大规模的购并重组,使市场份额增加,市场控制力增强。同时,他们投入巨资进行研发,成果颇丰,通过国际化的市场运作,产品畅销全球。因此,大企业、国际化、畅销产品已成为当代世界医药产业发展的显著标志。2009 年,世界 16 大医药公司药品销售额合计达到 4,092 亿美元,占全球药品销售总额的 50.64%。

### 3) 公司所处细分行业的现状及发展方向

#### A. 全球杀虫剂市场现状及发展方向

公司主要产品之一是为杜邦公司定制生产的农药中间体产品,其对应的下游原药为杜邦公司的新型杀虫剂“氯虫苯甲酰胺”。目前全球气候变暖引发病虫害活动,进而带来杀虫剂用量增长。在农业生产中,病虫害的发生与气候变化联系紧密,假如气候条件对害虫的生长不利则会大大降低病虫害发生的程度,从而降低杀虫剂的使用量。通常,低温天气会大量杀灭越冬害虫,而暖冬则会使得病虫害在来年出现大规模爆发。据世界气象组织发布的最新监测结果显示,2000-2009 年是 1880 年全球有系统气象观测记录以来最暖的 10 年,气候变暖将引发病虫害活动增强,从而导致杀虫剂用量持续增长。

杀虫剂、杀菌剂和除草剂等三大种类农药是国际农药市场的主体。2004 年杀虫剂、杀菌剂、除草剂占全球农药市场销售额的比例为 25:24:48。2009 年,杀虫剂仍占据全球农药市场的 25%,其中北美和西欧仍将保持最大的市场份额,约占整个市场的 70%。

全球农药产业在不断发展的同时也面临着一系列的新要求,即多年来的农药使用对环境以及人畜都造成了不同程度的污染,因此,近年来,国际社会对农药的高效、低毒、低残留、无污染等要求越来越高,特别在杀虫剂行业更为明显。因此,随着人们对食品安全意识和环境保护意识的进一步提高,高毒、高残留杀虫剂的品种和范围将会进一步受到限制,而高效、低毒、对环境友好且不易产生抗性的杀虫剂将会得到愈来愈广泛的应用。由此带来的是高毒杀虫剂中间体产品的生命周期已经结束或步入衰退期,而新型杀虫剂中间体由于其下游产品具有高效、低毒、低残留等特点,正处于成长期,利润较丰厚。

#### B. 全球除草剂市场现状和发展方向

公司主要产品之一是为杜邦公司定制生产的磺酰脲类除草剂中间体。目前除草剂销量多年位居三大类农药之首。得益于农业生产的集约化及转基因作物的推广,除草剂自 1980 年首次超过杀虫剂,成

为销量最大的农药品种，并一直保持稳定发展，且其占全球农药销售额的比重亦稳中有升。

#### C. 全球抗肿瘤药物市场现状和发展方向

公司主要产品之一是为罗氏公司的定制生产的抗肿瘤药物中间体。目前全球肿瘤发病率与死亡率快速上升。据报告，2008 年全球有 760 万人死于恶性肿瘤，新发病例 1,270 万；到 2010 年全球将有超过 800 万人死于癌症，取代心血管病成为世界死亡人数最多的疾病；到 2020 年，因癌症死亡的人数将超过 1,000 万人，2030 年，癌症新发病例将超过 2,000 万人。自上世纪 90 年代至今，抗肿瘤药物销售额的年增长率始终保持在 2 位数，平均年复合增长率达到 12.5%，大大高于同期其它药物 7% 的增长率。2007 年全球抗肿瘤药销售总额达到 414 亿美元，较 2003 年的 212 亿美元增长近一倍，同时抗肿瘤药占药品市场的份额也提高到 6.2%，跃居治疗类药物第一位。

抗肿瘤药物市场集中度不断提高。自 2000 年以来，全球抗肿瘤药行业的市场集中度呈现快速提高的趋势。跟据公开信息披露，2003 年，全球八大抗肿瘤药生产企业的抗肿瘤药销售额占全球销售额的比重约为 71.5%，而 2007 年这一比例就已迅速提高至 90.7%，其中罗氏公司的市场份额连续 5 年居全球首位，其市场占有率由 22% 提高到近 40%。

#### D. 抗癫痫药物市场现状和发展方向

公司主要产品之一是为梯瓦公司生产的抗癫痫药物中间体。目前癫痫患者人数众多，治疗缺口巨大癫痫是世界上最古老的疾病之一。据世界卫生组织报告，2004 年全球癫痫患者约 5,000 万人，同时每年新增 200 万癫痫患者，其中发达国家、经济转轨国家、发展中国家和不发达国家的癫痫患病率分别为 5.0‰、6.1‰、7.2‰和 11.2‰，大部分新增癫痫患者来自发展中国家和不发达国家。

1983 年，我国癫痫患病率仅为 4.4‰，到 2008 年该比例已上升至 7‰，其中约 63% 的活动性癫痫患者未能得到正规诊疗，即使在北京、上海等大城市，亦有 10% 的癫痫治疗缺口。抗癫痫药物属于中枢神经系统药物，该系统药物还包括抗抑郁和抗焦虑药以及抗精神病药两大类，三者合计占整个中枢神经系统用药市场的 85% 以上。据统计数据，2006 年全球中枢神经系统药物销售额达到 591 亿美元，较 2000 年的 377 亿美元大幅增长 56.8%，复合增长率 7.8%，同期全球治疗类药物复合增长率为 4-6%。随着国际社会对癫痫患者的关注度提高，目前庞大的癫痫治疗缺口将逐渐得以弥补，由此带来的抗癫痫药物需求将得到极大的释放。

## 行业竞争结构及公司地位

医药和农药中间体行业是一个基于全球化产业分工充分竞争的市场。从整个医药和农药中间体行业角度来看,市场参与者主要包括:全球大型医药和农药企业集团、发达国家中小型中间体生产厂商和发展中国家中间体生产厂商。具体到细分市场领域,由于医药中间体和农药中间体种类繁多,不同的中间体产品市场格局差异较大。公司主要农药、医药中间体产品均为高级中间体产品,主要采用定制生产的方式向杜邦公司、罗氏公司和梯瓦公司等大型跨国公司销售。通常对于该类高级中间体产品大型跨国公司一般会在全球范围内择少数供应商。

公司现有主要农药和医药中间体产品均为国际化学及制药企业的定制产品,这些产品均为市场垄断性较强的专利产品或非专利产品,由杜邦公司、罗氏公司和梯瓦公司在全球范围内确定少数厂商作为其供应商,因此该等中间体产品的技术、采购、生产、销售等情况均属商业秘密。经过多年发展,我国已经形成较为完善的医药和农药中间体产业集群,主要分布于山东、江苏、浙江和上海地区,形成了一批具有一定研发和制造能力的高级中间体厂商,广泛参与到全球产业链的竞争之中,在部分中间体产品中具有较强的竞争实力。这些企业作为公司现有产品以及未来新产品的潜在竞争对手,随着未来中间体产业发展持续深入、行业逐渐向优势厂商集中,他们中将有可能产生公司的竞争对手。目前,国内医药、农药中间体行业中,实力较强的企业有联化科技、江苏九九久、天马精化、江苏华瑞和江苏海翔化工。

**表 1 公司竞争对手情况**

| 主要产品 |    | 主要竞争对手及国内外竞争情况                                                     |
|------|----|--------------------------------------------------------------------|
| BPP  | 国内 | 有一家竞争对手,公司的竞争优势在于技术的领先性和环保性,工艺上的持续改进使成本保持优势,生产设备的自动化保证了产品的质量稳定。    |
|      | 国外 | 无                                                                  |
| CHP  | 国内 | 有 2、3 家竞争对手,公司的竞争优势在于工艺上的领先性和规模化效应,成本具有优势。作为 BPP 的上游产品,公司的产销量得到保证。 |
|      | 国外 | 无                                                                  |
| ECBS | 国内 | 公司是杜邦公司的唯一供应商                                                      |
|      | 国外 | 无                                                                  |
| MSP  | 国内 | 公司是杜邦公司的唯一供应商                                                      |
|      | 国外 | 无                                                                  |
| DPEA | 国内 | 公司是杜邦公司的唯一供应商                                                      |

|                           |    |                                                                               |
|---------------------------|----|-------------------------------------------------------------------------------|
| 7-氮杂吡啶系列（抗肿瘤中间体）          | 国外 | 美国有一家公司生产该产品，产品生产成本比较高，同时也是公司客户。                                              |
|                           | 国内 | 公司是国内生产规模最大生产从 7-氮杂吡啶到衍生物产品的。国内有 4 家竞争对手，但是规模都小，品种也有局限。其中有 2 个衍生物，公司是罗氏唯一供应商。 |
|                           | 国外 | 印度有一家竞争对手，但是生产成本比较高。                                                          |
| L-2-氨基丁酰胺盐酸盐（抗癫痫中间体 ABAH） | 国内 | 有 5 家竞争对手，其中只有 2 家规模较大。公司的生产规模最大，同时因为具有专利工艺技术，所以在生产成本上有很大的优势。而且公司目前是梯瓦的唯一供应商。 |
|                           | 国外 | 印度有 2 家竞争对手，但成本优势不如中国供应商。                                                     |

数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

## 公司竞争优势

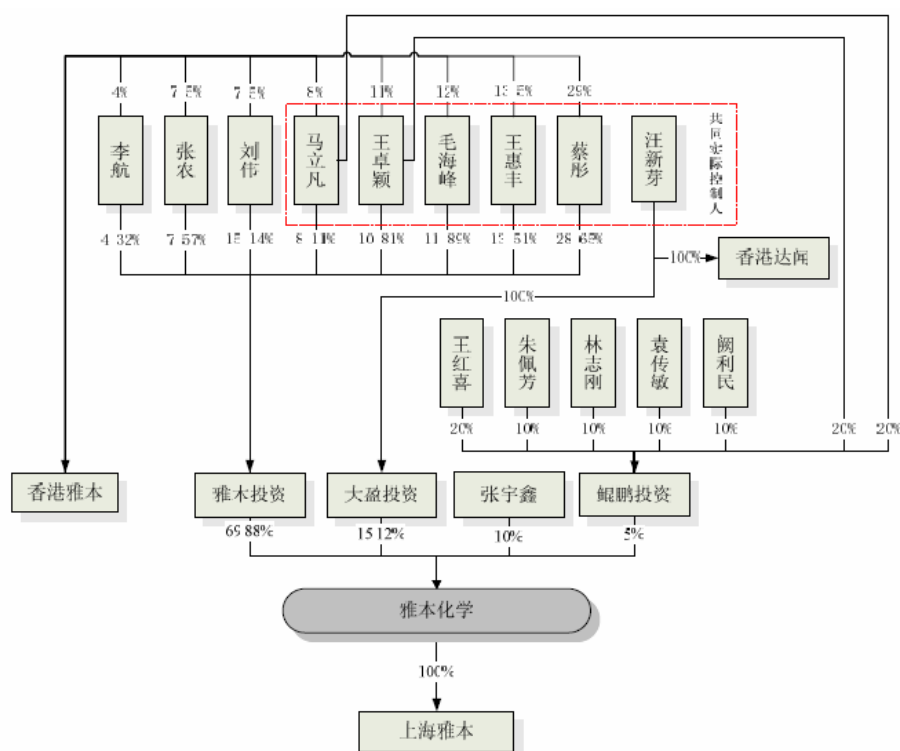
1) 技术优势。公司自创始之初就十分注重技术研发工作。公司在结合业务拓展进行研发工作的同时，还非常注重形成自身的技术特点。公司始终致力于高端医药化学技术的研发，目前在手性技术、含氮杂环衍生物领域内的研究成果已达到国际先进水平或国内领先水平。公司申请的 19 项发明专利中有 7 项涉及手性技术，8 项涉及含氮杂环衍生物。2) 客户优势。公司主要中间体产品的销售对象均为国际知名化学及制药公司，比如杜邦公司、罗氏公司、梯瓦公司等。这些客户实力强、资信高，且与公司已保持较长时间业务往来。3) 产品优势。公司准确把握下游产业的发展趋势，在研发方向及业务拓展方面瞄准市场容量大、高成长性、高利润率的下游产品，如抗肿瘤药物、新型杀虫剂等，开发出适合其发展趋势的中间体产品。4) 管理优势。公司参照跨国公司的要求，采用先进的管理模式对企业进行管理。同时，公司管理层非常了解国际化分工的规则，自与跨国公司接洽之初，就十分强调按照国际通行规则参与国际化分工，在产品质量、生产控制和合同履行等方面严格遵守国际规则。

## 二、公司分析及募集资金投向

### 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

苏州雅本投资成立于 2009 年 9 月 15 日，注册地为太仓市，法定代表人为蔡彤，注册资本为 2,000 万元，主要从事投资和投资咨询。雅本投资的股东为蔡彤、王惠丰、毛海峰、王卓颖、马立凡、刘伟、张农、李航等 8 位自然人，持股比例分别为 28.65%、13.51%、11.89%、10.81%、8.11%、15.14%、7.57%、4.32%。2010 年 1 月 14 日，雅本有限整体变更为股份有限公司。

图 2 公司股权结构图



数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

### 公司业务简况及收入利润结构变化

2008-2010 年，公司主营业务收入分别为 9,091.87 万元、16,216.13 万元、18,330.88 万元，占营业收入比重分别为 98.03%、99.11%、99.49%，公司主营业务突出。从产品结构来看，杀虫剂中间体和抗肿瘤药物中间体在 2010 年有较大的增长，其他各类产品收入都较稳定，但占比都有所下降。

图 3 公司近年来收入及净利润增长

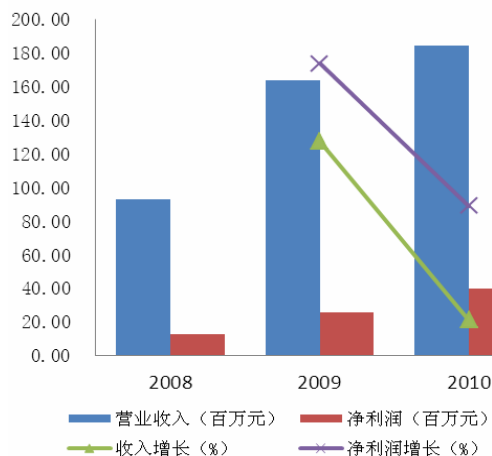
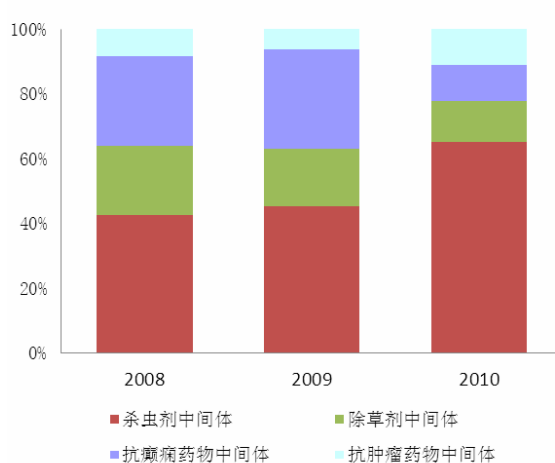


图 4 公司收入结构



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

## 募集资金投向

公司本次募集资金项目为年产 217 吨医药中间体建设项目，项目建设期为 12 个月，投资总额为 21,598.61 万元。募集资金投资项目所涉产品为农药中间体和医药中间体产品，与公司现有主营业务相同，按照下游应用领域划分包括杀虫剂中间体、抗肿瘤药物中间体以及部分手性催化剂，均为公司现有中间体产品已涉足的领域。

**表 2 募集资金投资项目所涉产品产量情况**

| 序号 | 名称                                           | 产量(吨)      | 类别           |
|----|----------------------------------------------|------------|--------------|
| 1  | BPP                                          | 200        | 农药中间体（杀虫剂）   |
| 2  | N, N-双[（6-叔丁基苯酚-2-基）甲基]-（1S, 2S）-1, 2-二苯基乙二胺 | 5          | 医药中间体（手性催化剂） |
| 3  | 5-溴-7-氮杂吡啶                                   | 2          | 医药中间体（抗肿瘤药物） |
| 4  | 5-氯-7-氮杂吡啶                                   | 2          | 医药中间体（抗肿瘤药物） |
| 5  | 盐酸埃罗替尼                                       | 1          | 医药中间体（抗肿瘤药物） |
| 6  | 甲磺酸伊马替尼                                      | 5          | 医药中间体（抗肿瘤药物） |
| 7  | 达沙替尼                                         | 1          | 医药中间体（抗肿瘤药物） |
| 8  | 拉帕替尼                                         | 1          | 医药中间体（抗肿瘤药物） |
|    | <b>合计</b>                                    | <b>217</b> |              |

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

项目分四年达产，第一年达产 30%，第二年达产 50%，第三年达产 75%，第四年达产 100%。项目全部达产后，每年能够增加营业收入 3.87 亿元，净利润 9,356 万元。预测内部收益率为 31.39%，投资回收期为 4.64 年。

## 三、财务状况和盈利预测

### 主营业务突出，毛利率保持稳定

2008-2010 年，公司营业收入分别为 9,274.4 万元、16,361.0 万元、18,425.7 万元；净利润分别为 1,266.2 万元、2,584.9 万元、3,966.7 万元，收入和利润规模逐步扩大，营业收入复合增长率达到 31.05%，利润复合增长率达到 74.61%。报告期内，公司农药中间体毛利率分别 17.94%、34.24%、40.42%；医药中间体毛利率分别为 37.59%、25.83%、36.95%，综合毛利率分别为 24.25%、30.92%、39.17%。公司主要产品毛利率保持稳步提升，其中，农药中间体毛利率由 2008 年的 17.94%提高至 2010 年的 40.42%，接近联化科技同期农药中间体毛利率，高于九九久农药中间体 14.58%的毛利率水平。在医药中间

体毛利率方面，公司亦高于可比上市公司水平。

### 公司主要资产周转能力指标良好

报告期内，公司各项资产周转率指标保持了较高水平，2010 年度应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率分别为 4.74 次、3.15 次和 1.06 次，资产周转速度与公司经营特点相符，资产周转能力较强。公司客户主要为国际知名化学及制药企业，资信等级高，公司规模大，信用期普遍为 3 个月左右。同时，公司利用客户的资信优势，积极与银行等金融机构开展应收账款保理服务，加快应收账款回款，使公司应收账款周转率在报告期间内保持在 5 次/年左右的较高水平。

### 盈利预测及主要假设

1) 预计公司各产品营业收入和毛利率稳定。

2) 2011 年-2013 年的各项产品产能和销售收入增长迅速，根据公司招股说明书对未来三年的规划，以及公司募集资金投产率推导出。

基于以上假设，我们预计 2011-2013 年归属于母公司的净利润将实现年 38.40%、57.81%和 30.33%的增幅，相应的稀释后每股收益为 0.61 元、0.96 元和 1.24 元。

## 四、风险因素

### 客户相对集中的风险

报告期内，公司产品销售主要集中于几家国际大型化学及制药企业。2010 年、2009 年、2008 年，来自前五大客户的销售收入占公司营业收入的比例分别为 93.09%、97.34%、95.71%，其中对杜邦公司的销售额占公司营业收入的比例分别为 71.25%、48.82%、50.58%。公司自成立伊始就将融入全球农药、医药产业链作为长期发展目标。经过多年的努力，公司现已成为杜邦公司、罗氏公司、梯瓦公司的供应商，其中，与杜邦公司和梯瓦公司形成了战略合作关系。公司主营业务收入中来自定制生产的产品收入均超过 60%，其中 2010 年达到 81.13%。公司上述战略目标和产品特征决定了公司目前客户以杜邦公司、罗氏公司和梯瓦公司三大跨国公司为主，存在客户相对集中的风险。

### 汇率风险

报告期内，公司出口销售收入占比达到 80%以上，公司出口业务

主要以美元定价及结算，同时公司进口采购原材料占总物料采购的比例低于 10%。如果公司以美元计价的产品价格不变，2010 年、2009 年、2008 年，如汇率上升 1.5%，影响净利润的金额分别为-185.02 万元、-156.63 万元、-91.27 万元，占当期净利润的比例分别为-4.66%、-6.06%、-7.21%；如汇率下降 1.5%，影响净利润的金额分别为 185.02 万元、156.63 万元、91.27 万元，占当期净利润的比例分别为 4.66%、6.06%、7.21%。随着汇率的波动，公司的销售额以致净利润将会随之波动，汇率波动将会对公司的净利润产生一定的影响。

### 原材料价格波动的风险

公司上游行业为基础化工行业，公司原材料价格与石油价格存在较大的关联性。近年来，随着全球石油市场的价格波动，公司原材料的采购价格也存在一定的波动性。报告期内，公司原材料占生产成本的比重为 85%左右。根据对原材料价格变动所作的敏感性分析，在其他条件保持不变的情况下，所有原材料价格同比上涨 5%，公司的综合毛利率下降约 2.95%。因此，原材料价格的波动一定程度上影响公司盈利的稳定性。

## 五、估值及定价分析

### 国内/国际同类公司比较分析

基于已公布的 2010 年业绩和 2011、2012 年预测业绩的均值，国内同行业可比上市公司 11 年、12 年平均动态市盈率为 32.55 倍和 21.89 倍；国际同行业可比上市公司 11 年、12 年平均动态市盈率为 19.76 倍和 13.81 倍；最近上市的中小板医药公司 11 年、12 年平均动态市盈率为 36.07 倍和 26.83 倍；由于国内制造行业估值高于国际制造业公司的估值水平，且公司的产品均在国内销售，我们以国内公司的估值水平作为参考。

**表 5 国内同行业上市公司估值比较**

| 公司名称 | 股票代码   | 股价   | EPS   |       |       | P/E          |              |              |
|------|--------|------|-------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|
|      |        |      | 2010A | 2011E | 2012E | 2010A        | 2011E        | 2012E        |
| 联化科技 | 002250 | 31.6 | 0.77  | 1.09  | 1.52  | 41.20        | 28.94        | 20.79        |
| 天马精化 | 002453 | 28.9 | 0.48  | 0.93  | 1.51  | 60.44        | 30.92        | 19.11        |
| 九九久  | 002411 | 14.3 | 0.17  | 0.25  | 0.39  | 84.65        | 57.16        | 36.23        |
| 新和成  | 002001 | 26.8 | 1.52  | 2.03  | 2.34  | 17.65        | 13.18        | 11.41        |
| 平均   |        |      |       |       |       | <b>50.99</b> | <b>32.55</b> | <b>21.89</b> |

数据来源：Wind，上海证券研究所

**表 6 国际同行业上市公司估值比较**

| 公司简称                  | 股票代码      | 股价    | EPS   |       |       | P/E          |              |              |
|-----------------------|-----------|-------|-------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|
|                       |           |       | 2010A | 2011E | 2012E | 2010A        | 2011E        | 2012E        |
| DOW CHEMICALS         | US Equity | 37.46 | 1.86  | 2.60  | 3.36  | 20.11        | 14.42        | 11.14        |
| BASF                  | US Equity | 79.45 | 5.24  | 5.54  | 6.03  | 15.16        | 14.33        | 13.18        |
| DSM                   | US Equity | 44.10 | 3.17  | 3.38  | 3.87  | 13.93        | 13.04        | 11.41        |
| HUNTSMAN CORPORATION  | US Equity | 17.58 | 0.71  | 1.33  | 1.70  | 24.62        | 13.26        | 10.32        |
| KRONOS WORLDWIDE, INC | US Equity | 49.30 | 1.97  | 3.53  | 4.77  | 24.97        | 13.98        | 10.34        |
| 平均                    |           |       |       |       |       | <b>12.11</b> | <b>19.76</b> | <b>13.81</b> |

数据来源: Bloomberg, 上海证券研究所

**表 7 国内创业板医药行业公司估值比较**

| 公司名称 | 股票代码   | 股价   | EPS   |       |       | P/E          |              |              |
|------|--------|------|-------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|
|      |        |      | 2010A | 2011E | 2012E | 2010A        | 2011E        | 2012E        |
| 安科生物 | 300009 | 12.4 | 0.28  | 0.34  | 0.41  | 45.2         | 36.8         | 30.5         |
| 智飞生物 | 300122 | 30.8 | 0.64  | 0.76  | 1.08  | 47.9         | 40.5         | 28.5         |
| 福瑞股份 | 300049 | 14.6 | 0.37  | 0.52  | 0.71  | 39.0         | 28.3         | 20.6         |
| 上海凯宝 | 300039 | 26.0 | 0.47  | 0.69  | 0.93  | 55.3         | 37.9         | 27.8         |
| 阳普医疗 | 300030 | 12.5 | 0.20  | 0.31  | 0.41  | 63.7         | 41.0         | 30.3         |
| 红日药业 | 300026 | 29.2 | 0.68  | 0.91  | 1.25  | 43.2         | 32.0         | 23.3         |
| 平均   |        |      |       |       |       | <b>49.06</b> | <b>36.07</b> | <b>26.83</b> |

数据来源: Wind, 上海证券研究所

### 公司可给的估值水平及价格区间

公司未来保持着可持续的盈利能力，主要有如下原因：1）技术优势。公司致力于高端医药化学技术的研发，目前在手性技术、含氮杂环衍生物领域内的研究成果已达到国际先进水平或国内领先水平。2）客户优势、产品优势和管理优势。我们认为给予公司 11 年每股收益 35 倍市盈率这一接近于同行业公司平均的估值水平较为合理。以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 19.26-23.11 元，相对于 2010 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 44.04-52.84 倍。近期医药类新股和创业板新股上市首日的平均涨幅为 59.52%，目前股价距其发行价的平均累计溢价率为 25.32%，发行价对应折扣率为 20.20%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况，建议选取 20% 的折扣率，对应的询价区间为 15.41-18.49 元，相对于 2010 年的静态 PE（发行后摊薄）为 35.23-42.28 倍。

**附表 1 公司损益简表及预测（单位：百万元人民币）**

| 指标名称                 | 2009A        | 2010A        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>一、营业总收入</b>       | <b>163.6</b> | <b>184.3</b> | <b>236.0</b> | <b>346.4</b> | <b>435.2</b> |
| <b>二、营业总成本</b>       | <b>129.5</b> | <b>139.5</b> | <b>173.6</b> | <b>247.2</b> | <b>305.6</b> |
| 营业成本                 | 112.9        | 111.6        | 138.2        | 196.0        | 242.1        |
| 营业税金及附加              | 0.0          | 0.9          | 1.1          | 1.6          | 2.1          |
| 销售费用                 | 3.2          | 3.5          | 4.3          | 6.2          | 7.5          |
| 管理费用                 | 7.1          | 18.8         | 23.8         | 34.6         | 43.0         |
| 财务费用                 | 4.3          | 4.9          | 6.1          | 8.8          | 10.9         |
| <b>三、其他经营收益</b>      | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   |
| 公允价值变动净收益            | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 投资净收益                | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 汇兑净收益                | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>四、营业利润</b>        | <b>34.2</b>  | <b>44.7</b>  | <b>62.4</b>  | <b>99.2</b>  | <b>129.6</b> |
| 加：营业外收入              | 0.6          | 1.3          | 1.3          | 1.3          | 1.3          |
| 减：营业外支出              | 0.1          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>五、利润总额</b>        | <b>34.6</b>  | <b>46.0</b>  | <b>63.6</b>  | <b>100.4</b> | <b>130.9</b> |
| 减：所得税                | 8.8          | 6.3          | 8.7          | 13.8         | 18.0         |
| 加：未确认的投资损失           | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>六、净利润</b>         | <b>25.8</b>  | <b>39.7</b>  | <b>54.9</b>  | <b>86.6</b>  | <b>112.9</b> |
| 减：少数股东损益             | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>25.8</b>  | <b>39.7</b>  | <b>54.9</b>  | <b>86.6</b>  | <b>112.9</b> |
| <b>七、每股收益</b>        | <b>0.28</b>  | <b>0.44</b>  | <b>0.61</b>  | <b>0.96</b>  | <b>1.24</b>  |

资料来源：Wind，公司招股说明书，上海证券研究所

**附表 2 公司未来三年分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测（百万元）**

| 分业务主营收入测算(百万元) | 2009A     | 2010A     | 2011E     | 2012E     | 2013E     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 产能             | 350,000.0 | 450,000.0 | 550,000.0 | 650,000.0 | 700,000.0 |
| 产量             | 162,059.2 | 212,185.8 | 275,000.0 | 390,000.0 | 455,000.0 |
| 产能利用率          | 46%       | 47%       | 50%       | 60%       | 65%       |
| <b>杀虫剂中间体</b>  |           |           |           |           |           |
| 销量             | 131,900.0 | 149,400.0 | 192,500.0 | 292,500.0 | 364,000.0 |
| 产销率            | 81%       | 70%       | 70%       | 75%       | 80%       |
| 平均价格（元/千克）     | 553.43    | 773.12    | 788.59    | 804.36    | 820.45    |
| 收入(百万元)        | 73.00     | 73.00     | 115.50    | 151.80    | 235.27    |
| 产能             | 350,000.0 | 450,000.0 | 550,000.0 | 650,000.0 | 700,000.0 |
| 产量             | 180,231.0 | 199,900.6 | 231,000.0 | 266,500.0 | 280,000.0 |
| 产能利用率          | 51%       | 44%       | 42%       | 41%       | 40%       |
| <b>除草剂中间体</b>  |           |           |           |           |           |
| 销量             | 146,690.0 | 140,750.0 | 161,700.0 | 199,875.0 | 224,000.0 |
| 产销率            | 81%       | 70%       | 70%       | 75%       | 80%       |
| 平均价格（元/千克）     | 194.73    | 156.61    | 159.75    | 162.94    | 166.20    |
| 收入(百万元)        | 28.56     | 28.56     | 22.04     | 25.83     | 32.57     |
| <b>抗癫痫药物中间</b> |           |           |           |           |           |
| <b>体</b>       |           |           |           |           |           |
| 产能             | 160,000.0 | 160,000.0 | 175,000.0 | 180,000.0 | 185,000.0 |
| 产量             | 154,949.7 | 76,889.9  | 89,250.0  | 91,800.0  | 96,200.0  |
| 产能利用率          | 97%       | 48%       | 51%       | 51%       | 52%       |

|                   |             |              |              |              |              |              |
|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                   | 销量          | 150,828.0    | 88,531.0     | 89,250.0     | 91,800.0     | 96,200.0     |
|                   | 产销率         | 97%          | 115%         | 100%         | 100%         | 100%         |
|                   | 平均价格 (元/千克) | 325.87       | 223.76       | 228.23       | 232.80       | 237.45       |
|                   | 收入(百万元)     | 49.15        | 49.15        | 19.81        | 20.37        | 21.37        |
|                   | 产能          | 160,000.0    | 160,000.0    | 175,000.0    | 180,000.0    | 185,000.0    |
|                   | 产量          | 3,397.4      | 14,557.9     | 21,000.0     | 28,800.0     | 33,300.0     |
| 抗肿瘤药物中间           | 产能利用率       | 2%           | 9%           | 12%          | 16%          | 18%          |
| 体                 | 销量          | 3,307.0      | 16,762.0     | 21,000.0     | 28,800.0     | 33,300.0     |
|                   | 产销率         | 97%          | 115%         | 100%         | 100%         | 100%         |
|                   | 平均价格 (元/千克) | 3,013.06     | 1,170.21     | 1,287.23     | 1,415.96     | 1,557.55     |
|                   | 收入(百万元)     | 9.96         | 9.96         | 19.62        | 27.03        | 40.78        |
| 其他                | 收入(百万元)     | 2.93         | 7.28         | 10.93        | 16.39        | 24.59        |
| 合计                | 收入(百万元)     | <b>163.6</b> | <b>184.3</b> | <b>236.0</b> | <b>346.4</b> | <b>435.2</b> |
| <b>毛利率测算</b>      |             | <b>2009A</b> | <b>2010A</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
|                   | 杀虫剂中间体      | 30.2%        | 40.3%        | 42.0%        | 44.0%        | 45.0%        |
|                   | 除草剂中间体      | 44.7%        | 41.1%        | 41.0%        | 41.0%        | 41.0%        |
|                   | 抗癫痫药物中间体    | 19.9%        | 23.2%        | 23.0%        | 23.0%        | 23.0%        |
|                   | 抗肿瘤药物中间体    | 55.0%        | 50.9%        | 55.0%        | 56.0%        | 57.0%        |
|                   | 其他          | 23.6%        | 34.3%        | 35.0%        | 35.0%        | 35.0%        |
| <b>营业成本 (百万元)</b> |             | <b>2009A</b> | <b>2010A</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
|                   | 杀虫剂中间体      | 51.0         | 69.0         | 88.0         | 131.8        | 164.3        |
|                   | 除草剂中间体      | 15.8         | 13.0         | 15.2         | 19.2         | 22.0         |
|                   | 抗癫痫药物中间体    | 39.4         | 15.2         | 15.7         | 16.5         | 17.6         |
|                   | 抗肿瘤药物中间体    | 4.5          | 9.6          | 12.2         | 17.9         | 22.3         |
|                   | 其他          | 2.2          | 4.8          | 7.1          | 10.7         | 16.0         |
|                   | <b>合计</b>   | <b>112.9</b> | <b>111.6</b> | <b>138.2</b> | <b>196.0</b> | <b>242.1</b> |
| <b>分业务增速</b>      |             | <b>2009A</b> | <b>2010A</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
|                   | 杀虫剂中间体      | 96.2%        | 58.2%        | 31.4%        | 55.0%        | 26.9%        |
|                   | 除草剂中间体      | 53.0%        | -22.8%       | 17.2%        | 26.1%        | 14.3%        |
|                   | 抗癫痫药物中间体    | 102.5%       | -59.7%       | 2.8%         | 4.9%         | 6.9%         |
|                   | 抗肿瘤药物中间体    | 35.1%        | 96.9%        | 37.8%        | 50.9%        | 27.2%        |
|                   | 其他          | -43.7%       | 148.3%       | 50.0%        | 50.0%        | 50.0%        |

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

**表 8 公司主要财务指标**

| 财务指标         | 2008  | 2009   | 2010   |
|--------------|-------|--------|--------|
| ROE%         | 36.24 | 56.14  | 42.42  |
| 营业收入 (百万元)   | 92.74 | 163.61 | 184.26 |
| 收入增长率 (%)    | -     | 76.41  | 12.62  |
| 经营性现金流 (百万元) | 8.55  | 17.18  | 25.30  |

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 |                     | 定 义                       |
|------|---------------------|---------------------------|
| 超强大市 | <b>Superperform</b> | 股价表现将强于基准指数 20%以上         |
| 跑赢大市 | <b>Outperform</b>   | 股价表现将强于基准指数 10%以上         |
| 大市同步 | <b>In-Line</b>      | 股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| 落后大市 | <b>Underperform</b> | 股价表现将弱于基准指数 10%以上         |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 |                   | 定 义                           |
|------|-------------------|-------------------------------|
| 有吸引力 | <b>Attractive</b> | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%        |
| 中性   | <b>Neutral</b>    | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$ |
| 谨慎   | <b>Cautious</b>   | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%        |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。