

明年北京市场将成为增长主力

研究结论

- **明年北京市场将成为增长主力。**目前北京市新的医保目录自今年 7 月 1 日起实施,品种招标工作已经完成,但大部分医院尚未贡献销量,以核心品种贝科能为例,今年 1-9 月份北京以外市场增长较快,预计同比增速在 40%以上,而北京地区基本没有增长,目前仍然依靠 301 等部队医院支持使用额,预计明年随着北京地区医院使用量的上升,北京市场将成为收入增长的主力军。
- **胸腺五肽引领二线品种增长。**随着胸腺五肽最近两年的快速增长,该品种已经成为公司的第二大品种,样本医院数据显示今年 1-6 月份公司的胸腺五肽销售额同比增速在 82%,预计今年全年增速有望在 65%以上,2012 年将达到过亿规模,成为公司众多二线品种中第一个突破上亿规模的产品,意义重大。另一品种三氧化二砷今年进行销售体制改革,导致同比无增长,但今年规模预计可以达到 3500-4000 万,考虑到该品种在急性早幼粒细胞白血病治疗上的明确疗效以及国家对儿童白血病治疗费用的支持,明年有望迎来恢复性高增长。另外预计今年阿德福韦酯同比增速在 50%以上,预计紫杉醇同比增速在 40%、预计长春瑞滨为 10%,白介素 5%-10%。
- **在研品种中长效立生素有望成为大品种。**扶济复凝胶剂正在等待现场考核, GMP 认证后有望在明年中期开始生产,扶济复之前一直没有做起量,随着新剂型的上市,未来发展值得期待;替莫唑胺正在等待新药生产批件,目前国内只有天士力在销售;长效立生素正在准备进入三期临床,国内尚无同类生产厂家,未来将逐步替代普通的立生素,立生素是防治肿瘤放疗所致中性粒细胞减少症的主流支持治疗药物,据 IMS 统计,癌症支持治疗药物占据了抗肿瘤药物市场的 48%,增白剂是重要的肿瘤治疗辅助药物之一,假设 10%的化疗病患使用公司的产品,则相应的市场容量在 40 亿元左右。另外复合干扰素实验进展难度较大,未来可能逐渐淡出视野。
- **投资建议:**我们维持原有盈利预测,预计公司 2011-2013 年实现每股收益分别为 1.51 元(主业为 1.10 元), 1.54 元、2.16 元,公司基本面向好的趋势不变,明年主业有望继续保持 40%的较快增长,维持公司买入评级,目前股价相对于 2012 年动态市盈率在 22 倍左右,中长期投资价值明显,建议积极关注。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

李淑花

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860208110154

联系人

田加强

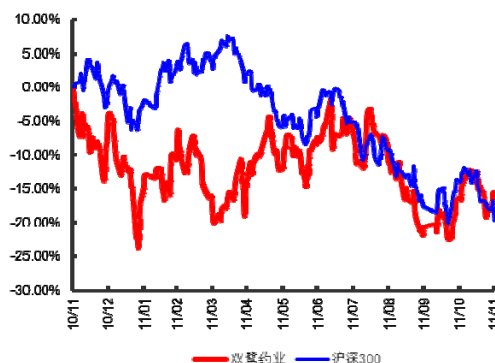
8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2011 年 12 月 2 日)	34.90 元
目标价格	49.60 元
总股本/A 股(万股)	38070/38070
国家/地区	中国
行业	医药
报告发布日期	2011 年 12 月 5 日

股价表现



资料来源: WIND

财务预测	单位: 百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	458	632	883	1236
同比(%)	17%	38%	40%	40%
归属母公司净利润	273	574	587	821
同比(%)	12%	110%	2%	40%
毛利率(%)	76.7%	83.0%	83.0%	83.0%
ROE(%)	22.9%	33.7%	25.6%	26.7%
每股收益(元)	0.72	1.51	1.54	2.16
P/E (倍)	48.72	23.15	22.63	16.18
P/B (倍)	11.16	7.80	5.80	4.32

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。

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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	765	1465	1549	1971	营业收入	458	632	883	1236
现金	446	1079	1030	1263	营业成本	107	107	150	210
应收账款	139	189	272	379	营业税金及附加	6	8	11	15
其它应收款	1	10	14	19	营业费用	19	20	26	37
预付账款	59	132	164	221	管理费用	69	92	122	161
存货	30	35	49	69	财务费用	-7	-21	-27	-30
其他	91	20	20	20	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	483	260	770	1143	公允价值变动收益	-9	0	0	0
长期投资	134	0	0	0	投资净收益	26	234	49	75
固定资产	181	207	700	1064	营业利润	282	660	650	918
无形资产	37	37	37	37	营业外收入	38	0	25	25
其他	132	15	33	42	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1249	1724	2319	3114	利润总额	320	660	675	943
流动负债	37	120	127	140	所得税	43	86	88	123
短期借款	0	80	80	80	净利润	276	574	587	820
应付账款	8	11	15	21	少数股东损益	4	0	0	0
其他	29	29	32	39	归属于母公司净利润	273	574	587	820
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	288	656	662	966
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.72	1.51	1.54	2.16
其他	0	0	0	0					
负债合计	37	120	127	140	主要财务比率				
少数股东权益	21	21	21	21	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	253	381	381	381	成长能力				
资本公积	39	9	9	9	营业收入	17.4%	38.0%	39.7%	40.0%
留存收益	899	1313	1900	2683	营业利润	7.1%	134.3%	-1.5%	41.3%
归属母公司股东权益合计	1191	1703	2290	3072	归属于母公司净利润	11.7%	110.5%	2.3%	39.7%
负债和股东权益	1249	1843	2438	3232	获利能力				
					毛利率	76.7%	83.0%	83.0%	83.0%
现金流量表				单位:百万元	净利率	59.6%	90.8%	66.5%	66.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	22.9%	33.7%	25.6%	26.7%
经营活动现金流	238	251	426	618	ROIC	55.6%	108.8%	51.0%	50.2%
净利润	276	574	587	820	偿债能力				
折旧摊销	14	17	39	78	资产负债率	3.0%	6.5%	5.2%	4.3%
财务费用	-7	-21	-27	-30	净负债比率				
投资损失	-26	-234	-49	-75	流动比率	20.56	12.25	12.17	14.10
营运资金变动	-35	-78	-125	-176	速动比率	19.77	11.95	11.78	13.60
其它	16	-8	1	1	营运能力				
投资活动现金流	-164	344	-502	-376	总资产周转率	0.40	0.43	0.44	0.45
资本支出	43	53	550	450	应收账款周转率	3	4	4	4
长期投资	-128	-138	0	0	应付账款周转率	10.78	11.43	11.66	11.67
其他	-250	258	48	74	每股指标（元）				
筹资活动现金流	-46	39	27	-9	每股收益	0.72	1.51	1.54	2.16
短期借款	0	80	0	0	每股经营现金流	0.63	0.66	1.12	1.62
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.13	4.47	6.01	8.07
普通股增加	2	128	0	0	估值比率				
资本公积增加	1	-30	0	0	P/E	48.72	23.15	22.63	16.18
其他	-49	-139	27	-9	P/B	11.16	7.80	5.80	4.32
现金净增加额	28	633	-49	234	EV/EBITDA	29	13	12	9

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