

经营低点已过 重拾高速增长可期

研究结论

短期不利因素逐渐褪去，四季度开始增速回升。今年前三季度公司业绩增速明显下滑的原因主要是：BI 的订单大幅波动（主要在消化库存），期权费用影响（今年上半年 716 万，估计全年一千多万，去年上半年没有），所得税因素（川南分公司改为子公司，暂时未取得高新技术企业优惠税率，我们估计仅上半年影响 400-500 万左右的利润），以及原材料和人员成本的上升。但从公司的全年预增情况来看，全年仍然有 20%-50% 的增长，显示公司四季度开始经营有明显好转。这是符合我们预期的，主要原因是 BI 订单开始逐渐恢复、所得税因素将在四季度冲回（川南公司重新获得高新认证）。从短期的增长来看，我们仍然认为培南系列的较快增长（主要是下游中间体，我们预计至少将保持 30% 以上），BII 合作的明显回升（去库存结束，终端销售良好，我们预计订单较今年将有成倍的恢复性增长），以及克林霉素、伏格列波糖等其他品种的稳步增长（20% 以上）将是 2012 年的主要增长动力。

长期发展战略清晰 2013 年增长有望提速。公司长期战略规划清晰，从一年以上的时看，公司业务板块将从目前的以合成板块为主，逐步扩展到合成、发酵、制剂三大业务板块。在合成板块中，BI 等国际合作预计将在 2013 年取得高速增长，4AA 下游产品将进一步丰富，其他高端 API 也有望在 12-13 年开始贡献业绩；在发酵板块中，江苏海阔生物是公司十二五重点发展的生物医药核心板块，预计 3-5 年内将成为与合成板块并重的重要战略支柱；而制剂板块则将以公司目前的特色原料药为基础，逐步向下游制剂延伸，面向国内外市场，预计其在制剂领域的拓展或将超出市场预期。我们认为，按照目前的业务增长和规划，三年内公司实现利润翻倍以上增长将是大概率事件。

定增显示公司信心。公司的定向增发项目已经获得证监会通过，我们估计如果顺利，4 季度应能完成增发过程。定增对象包括董事长和总经理在内，底价 21.58 元，显示内部人员对公司未来发展前景的信心，且目前股价对 2012 年市盈率约 22 倍左右，具有较强的安全边际。

盈利预测：

总体来看，我们认为公司短期业绩开始好转明确，中长期发展前景值得期待，而且目前股价对应 2012 年市盈率 22 倍左右，尚在前期公布的增发底价附近，安全边际较高，因此建议积极关注。我们维持对公司 2011 年-2012 年 0.75 元，0.97 元的业绩预测，维持公司买入评级。

风险因素：国际合作低于预期，产品价格大幅下滑，人民币大幅升值。

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声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

庄琰

8621-63325888 × 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030004

李淑花

8621-63325888 × 6088

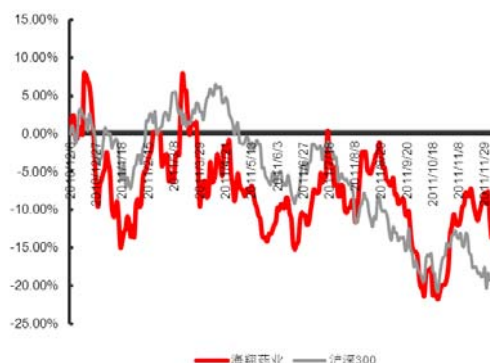
lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 12 月 5 日)	21.28 元
目标价格	28.00 元
总股本/A 股 (亿股)	1.6
A 股市值 (亿元)	32
国家/地区	中国
行业	医药
报告发布日期	2011 年 12 月 6 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	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	893	1075	1393	1726
同比(%)	-16%	20%	30%	24%
净利润	30	86	120	156
同比(%)	19%	183%	40%	30%
毛利率(%)	18.7%	26.3%	25.2%	25.5%
ROE(%)	5.4%	13.5%	16.5%	18.4%
每股收益(元)	0.19	0.53	0.75	0.97
P/E (倍)	113.88	37.41	26.72	20.56
P/B (倍)	6.14	5.02	4.41	3.79

相关报告

时间

三季度增速低点 四季度开始回升	2011-10-28
培南系列带动一季度业绩快速增长	2011-04-21

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	2009	2010	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	567	653	901	1104	营业收入	893	1075	1393	1726
现金	123	129	215	258	营业成本	726	792	1043	1286
应收账款	188	160	207	257	营业税金及附加	4	5	6	8
其它应收款	1	25	33	41	营业费用	13	18	21	26
预付账款	12	54	71	87	管理费用	96	134	162	198
存货	211	260	343	422	财务费用	15	16	16	19
其他	32	24	32	39	资产减值损失	5	9	7	6
非流动资产	429	488	493	495	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	3	3	3	投资净收益	-0	-1	0	0
固定资产	357	389	390	392	营业利润	34	100	138	184
无形资产	48	47	47	47	营业外收入	4	7	5	1
其他	20	49	52	52	营业外支出	4	7	2	1
资产总计	996	1140	1393	1599	利润总额	34	100	141	184
流动负债	402	423	547	623	所得税	4	14	21	28
短期借款	210	147	217	217	净利润	30	86	120	156
应付账款	89	127	168	207	少数股东损益	0	0	0	0
其他	103	148	163	200	归属于母公司净利润	30	86	120	156
非流动负债	32	79	120	130	EBITDA	77	148	181	227
长期借款	30	78	118	128	EPS (元)	0.19	0.53	0.75	0.97
其他	2	1	2	2					
负债合计	434	502	667	753	主要财务比率				
少数股东权益	3	3	3	4	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
股本	161	161	161	161	成长能力				
资本公积	227	234	234	234	营业收入	-16.0%	20.3%	29.7%	23.9%
留存收益	147	208	284	389	营业利润	14.4%	193.3%	38.6%	32.8%
归属母公司股东权益	559	635	723	843	净利润	19.0%	183.0%	39.9%	30.0%
负债和股东权益	996	1140	1393	1599	获利能力				
					毛利率	18.7%	26.3%	25.2%	25.5%
现金流量表					净利率	3.4%	8.0%	8.6%	9.0%
					ROE	5.4%	13.5%	16.5%	18.4%
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	ROA	3.0%	7.5%	8.6%	9.8%
经营活动现金流	98	181	82	132	偿债能力				
净利润	30	0	120	156	资产负债率	43.6%	44.0%	47.9%	47.1%
折旧摊销	43	0	43	43	净负债比率				
财务费用	13	0	16	19	流动比率	1.41	1.54	1.65	1.77
公允价值变动损益	0	0	0	0	速动比率	0.88	0.93	1.02	1.09
营运资金变动	5	0	-97	-85	营运能力				
其它	8	181	0	0	总资产周转率	0.90	0.94	1.00	1.08
投资活动现金流	-53	-145	-48	-45	应收账款周转率	-	-	-	-
资本支出	-54	-147	-48	-45	应付账款周转率	8.17	6.22	6.22	6.22
长期投资	0	1	0	0	每股指标 (元)				
其他	1	0	0	0	每股收益	0.19	0.53	0.75	0.97
筹资活动现金流	-24	-32	53	-45	每股经营现金流	0.61	1.13	0.51	0.82
短期借款	1	2	60	0	每股净资产	3.50	3.98	4.52	5.27
长期借款	0	0	40	10	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	113.88	37.41	26.72	20.56
资本公积增加	0	7	0	0	P/B	6.14	5.02	4.41	3.79
其他	-25	-40	-47	-55					
现金净增加额	21	4	86	42					

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

分析师声明

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