

化工行业研究小组

分析师：李琳琳 Lilll2345@sina.com

执业证书编号：S0730511010010

联系人：顾敏豪 gumh00@ccnew.com

罗氏新药进入 NCCN 目录，抗肿瘤中间体业务高增长可期

——雅本化学（300261）年报点评

研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期：2012 年 4 月 9 日

报告关键要素：

下游产品的旺盛需求带来收入的快速增长，而较高的研发投入则影响了业绩的增长。随着罗氏抗黑色素瘤药物新药成功上市，公司的医药中间体业务爆发在即，而为杜邦提供的杀虫剂中间体BPP则仍将快速增长，保障公司业绩。众多的储备项目有望为公司提供新的业绩增长点。预计公司2012年、2013年EPS分别为0.69元和0.93元，以4月5日收盘价18.17元计算，对应市盈率分别为26倍和20倍。考虑到公司业绩的成长性，给予“增持”的投资评级。

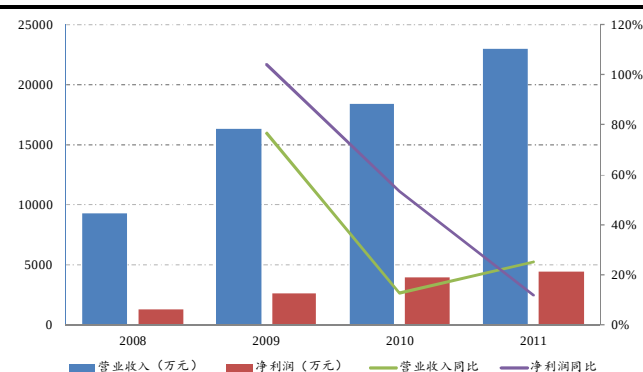
事件：

- **雅本化学（300261）公布2011年年报。**2011年，公司实现营业收入2.30亿元，同比增长24.92%；营业利润4739万元，同比增长5.99%；归属于上市公司股东的净利润4438万元，同比增长11.88%；基本每股收益0.49元。公司同时发布2012年一季度业绩预告，预计一季度实现净利润1259万元-1319万元，同比变动幅度为5%-10%。公司同时公布了利润分配方案，拟每10股派发现金红利3元，并以资本公积金每10股转增6股。

点评：

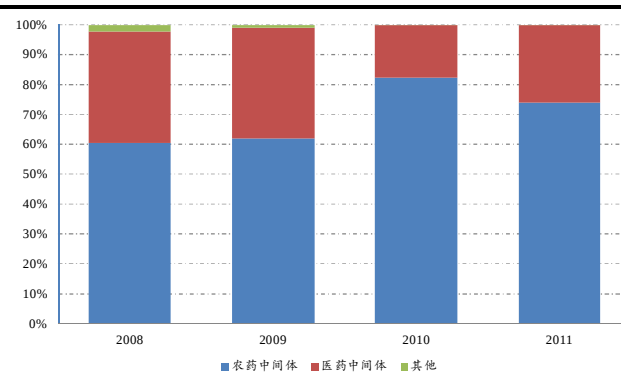
- **农药、医药中间体共同快速增长。**公司产品分为农药中间体和医药中间体两大类。2011年农药、医药中间体均实现了快速增长，这主要受益于下游产品旺盛的需求。公司农药中间体主要为向杜邦提供的新型杀虫剂氯虫苯甲酰胺的高级中间体BPP。氯虫苯甲酰胺凭借其高效、低毒的特性，自2008年问世以来实现了快速增长，2011年的全球销量达到5.8亿美元，同比增长45%。在此带动下，公司农药中间体业务实现收入1.67亿元，同比增长21.06%。医药中间体则在罗氏抗黑色素瘤新药成功上市与抗癫痫药物市场份额提升的带动下共同实现了快速增长。2011年公司医药中间体实现收入0.58亿元，同比增长35.56%。

图1：2008-2011年公司营收和利润



资料来源：中原证券、公司公告

图2：2008-2011年公司收入结构



资料来源：中原证券、公司公告

- **盈利能力保持较高水平。**2011年公司综合毛利率略有下滑，从2010年的39.43%下降到37.95%。毛利率下滑的主要原因是原材料成本的上涨以及人工费用的增加，此外毛利率较低的医药中间体占比上

升也拉低了公司综合毛利率。与中间体行业的其他公司相比，公司毛利率一直领先行业水平近10个百分点。这一方面是由于公司产品以附加值较高的产品为主，另一主要原因则是公司业务以附加值更高的定制模式为主。定制模式下的竞争秩序较高，盈利能力也能保持在较高水平。受益于公司定制业务占比的提升，公司毛利率保持在较高水平。

图3：2008-2011年公司毛利率

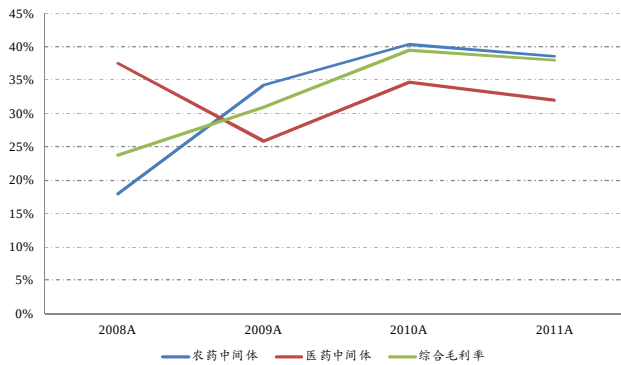
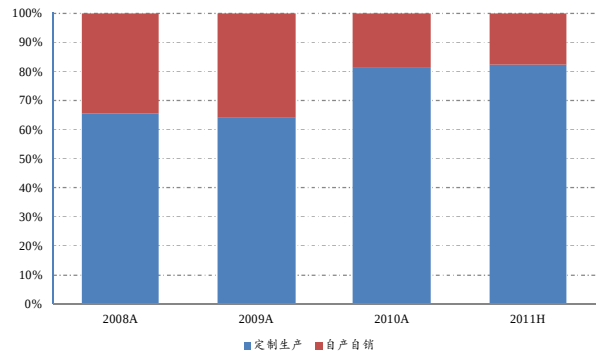


图4：公司定制业务占比



资料来源：中原证券、百川资讯

资料来源：中原证券、百川资讯

- **研发投入增加带来管理费用大幅提升。**2011年公司期间费用率16.90%，较2010年提升2.19个百分点。期间费用率提升的主要原因是公司加大了研发投入，管理费用率大幅上升。公司研发费用由611万元大幅增长到1483万元，主要用于引进高科技人才，健全研发体系，加大新产品的研发投入。这有利于公司增强研发能力，以满足开发高技术含量的新型药物所提出的需求。在研发费用大幅提升的带动下，公司期间费用同比增长67.19%。

公司销售费用率较为平稳，2011年销售费用率1.93%，同比上升0.05个百分点。公司的业务以定制模式为主，前期需通过客户的供应商考核体系，成为其供应商之后订单主要取决于下游产品的市场情况，因而公司的销售费用率较为稳定。

公司财务费用率1.34%，较上年下降1.31个百分点。主要是公司以上市募集资金偿还银行贷款，利息收入增加所致。

图5：2008-2011年公司期间费用率

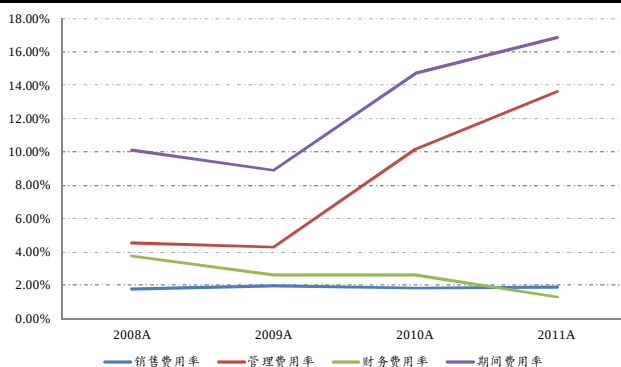
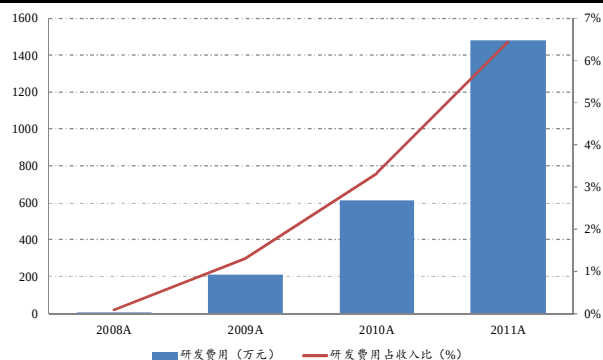


图6：公司研发投入快速提高



资料来源：中原证券、百川资讯

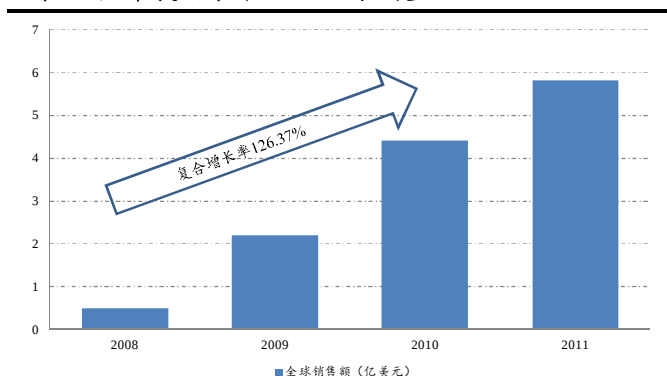
资料来源：中原证券、百川资讯

- **上海杜邦投产，杀虫剂业务仍将稳步增长。**杜邦新型杀虫剂氯虫苯甲酰胺具有广谱高效、低毒、环境友好的优异性能，自上市以来即迎来了快速的发展。其全球销售额从2008年的5000万美元迅速增长到2011年的5.8亿美元，是全球杀虫剂领域的一颗新星。参考全球杀虫剂销量第一第二的吡虫啉和噻虫嗪（分别于1991年和2000年上市）的销售额，未来氯虫苯甲酰胺的全球销售额有望达到10亿美

元，仍有较大的增长空间。

公司募投项目中有200吨氯虫苯甲酰胺的高级中间体BPP,该项目达产后公司产能将达到350吨。上海杜邦农化在金山的800吨氯虫苯甲酰胺项目已经于2011年投产，其对中间体BPP的需求达到560吨。作为杜邦的合作厂商，公司有望获得更多订单，从而消化新增的产能。公司2011年境内业务快速增长，主要就是受益于杜邦金山农化的需求。

图7：杜邦氯虫苯甲酰胺全球销量



资料来源：中原证券

- **罗氏新药进入NCCN目录，黑色素瘤中间体高增长可期。**公司向罗氏提供其新型抗黑色素瘤药物 Vemurafenib（商品名Zelboraf）的中间体BAZI。该药物属于疗效显著而毒副作用却较小的小分子靶向型药物，其疗效较传统药物氮烯咪胺相比具有明显优势。由于其显著的疗效，该药已经于2011年8月和2012年2月获得FDA与欧盟的批准，并从2011年4季度开始上市销售，当季度即实现了3500万美元的收入。

目前Zelboraf的主要竞争对手为百时美施贵宝的抗黑色素瘤新药Yervoy，该药通过免疫系统来对抗黑色素瘤，于2011年3月份通过FDA批准并上市，成为多年来第一个被FDA批准并明确指出可用于治疗转移性黑色素瘤的药物。相比于Yervoy，Zelboraf的短期疗效显著，且毒副作用风险较小，在治疗费用上也具有明显优势。因而可以预计将成为具有BRAF突变阳性的晚期患者的首选药物。由于欧美国家黑色素瘤患者的BRAF基因突变率接近50%，因而Zelboraf的适用人群非常可观。Yervoy的优势在于长期疗效较为确定，由于作用机理不同，两种药物未来有可能被共同使用以增强疗效。

作为癌症治疗领域的权威机构，美国国家综合癌症网络（NCCN）制订的《NCCN肿瘤学临床实践指南》不仅是美国肿瘤领域临床决策的标准，也是全球肿瘤临床实践中应用最为广泛的指南。在最新的NCCN17届年会上，Vemurafenib作为BRAF突变阳性患者的推荐药物，进入了NCCN目录。考虑到上市不久即成为NCCN目录1类药物的Yervoy于2011年实现了3.6亿美元的销售，可以预计2012年起Zelboraf的销售将迎来快速增长，从而带动公司医药中间体的需求。Bloomberg预计该产品2015年销售收入有望达到8.9亿美元，届时将为公司带来2亿元的收入，贡献EPS0.5元。

表1: Vemurafenib与氮烯咪胺和Yervoy比较

比较内容	Vemurafenib	氮烯咪胺	Yervoy
疗效	较好, 6个月生存率84%	较差, 6个月生存率64%	6个月生存率约70%, 2年以上生存率约20%
毒副作用	靶向性药物, 对人体伤害较小	非靶向药物, 对人体伤害较大	免疫类药物, 有毒副作用风险
适用病人	BRAF突变患者, 约占总数的二分之一。	所有的皮肤肿瘤患者	转移性黑色素瘤患者
治疗费用	5.6万美元/疗程	-	12万美元/疗程

资料来源: 中原证券、新英格兰医学杂志、Yervoy产品说明书

- **储备项目丰富, 有望产生新的业绩增长点:** 公司注重新产品的开发和投入, 拥有丰富的产品储备。目前公司正致力于癌症、心血管、抗病毒等领域的高级中间体的开发, 并取得了较好成果。2011年12月, 公司收购了南通朝霞化工, 拟用于建设符合GMP标准的医药产品生产区以及大规模定制产品专用生产区。该项目主要服务于高效特色抗肿瘤药物和抗病毒药物领域。未来若有新产品成功开发, 将为公司产生新的业绩增长点。

表2: 公司研发进展情况

项目分类	项目数量	项目进展
抗病毒药物中间体	2大类, 3个中间体项目	所有项目小试完成, 1个项目中试放大
抗肿瘤药物中间体	4大类, 7个中间体项目	所有项目小试完成, 6个项目中试放大, 一个项目进入大生产准备
抗过敏药物及中间体	2大类, 4个中间体和2个原料药项目	所有中间体项目小试完成, 1个进入中试放大; 2个原料药处于工艺研究阶段
心血管药物中间体	2大类, 3个中间体项目	工艺研究阶段
CRO项目	11个中间体项目	所有项目按时完成委托研究, 5个项目进入中试放大
其他中间体	5个中间体项目	所有项目小试完成, 一个项目中试放大

资料来源: 中原证券、公司公告

● **盈利预测和投资建议:**

由于罗氏黑色素瘤新药上市的进展略低于此前的预期, 调低公司的盈利预测, 预计公司2012、2013年EPS分别为0.69元和0.92元, 以3月22日收盘价18.17元计算, 对应PE分别为26.33倍和19.75倍。考虑到公司业绩的快速成长性, 给予公司“增持”的投资评级。

● **风险提示: 下游产品市场推广进度不及预期。**

盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	184.26	230.17	330.20	407.20
增长比率 (%)	12.62%	24.92%	43.46%	23.32%
净利润 (百万元)	39.67	44.38	62.75	84.33
增长比率 (%)	53.46%	11.88%	41.40%	34.37%
每股收益 (元)	0.44	0.49	0.69	0.93
市盈率 (倍)	41.30	30.28	26.33	19.75

资料来源：中原证券

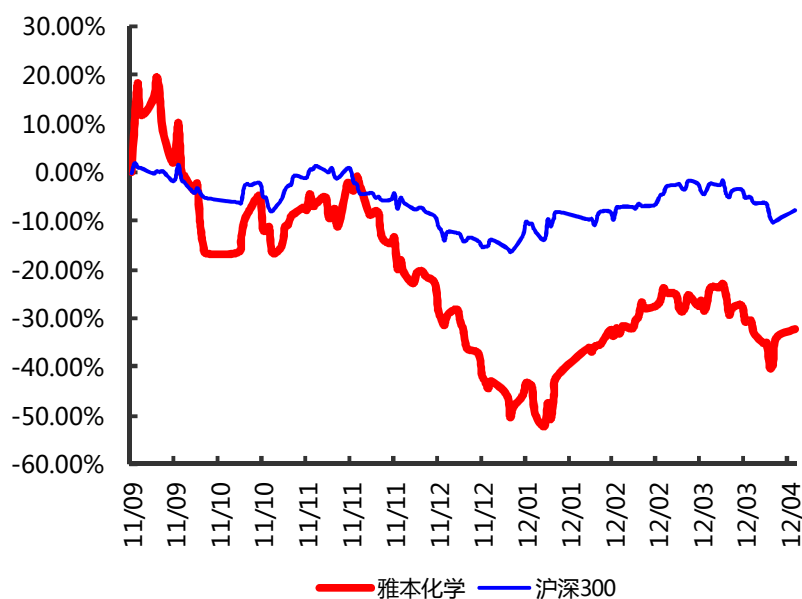
市场数据 (2012年4月5日)

收盘价 (元)	18.17 元
一年内最高最低 (元)	32.08/12.81
沪深300 指数	2512.83
市净率 (倍)	2.68
流通市值 (亿元)	4.01

基础数据 (2012年4月5日)

每股净资产 (元)	6.60
每股经营现金流 (元)	0.12
毛利率 (%)	39.43%
净资产收益率 (%)	7.41%
资产负债率 (%)	6.67%
总股本/流通股 (万股)	9070/2270
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深300走势



附表：公司财务报表预测与分析

资产负债表					利润表				
(万元)					(万元)				
	2010A	2011A	2012E	2013E		2010A	2011A	2012E	2013E
流动资产	10205.26	52082.99	31103.21	38792.14	营业收入	18425.74	23016.81	33020.00	40720.00
现金	346.73	36148.48	12538.65	16724.74	营业成本	11159.60	14281.04	20991.80	25833.30
应收票据	1.23	118.75	217.93	268.75	营业税费	87.05	113.13	155.92	192.28
应收款项	49.50	7431.39	8843.99	10628.94	销售费用	345.91	445.03	635.14	783.25
存货	3961.19	6291.83	7452.09	9170.82	管理费用	1876.47	3137.22	3632.20	4275.60
其他	825.02	2092.54	2050.55	1998.89	财务费用	488.36	307.44	200.00	-146.317
非流动资产	8892.35	12049.83	30439.71	28112.78	资产减值损失	-2.86	-5.87	150.66	161.86
固定资产	7262.09	9754.15	18878.48	27013.21	营业利润	4471.21	7314.19	7154.28	9500.026
无形资产	896.21	875.04	831.28	789.72	营业外收入	126.54	4738.82	7154.28	10083.34
其他	734.05	1420.65	10729.94	309.85	营业外支出	0.20	376.48	120	100
资产总计	19097.61	64132.83	61542.91	66904.92	利润总额	4597.56	5039.68	0	0
流动负债	7994.75	4276.13	4680.74	5901.74	所得税	630.86	601.59	7274.28	9600.026
短期借款	5387.98	200.00	0.00	0.00	净利润	3966.70	4438.09	998.7077	1318.016
应付帐款	2082.11	3237.88	3917.07	4820.49	净利润	3966.70	4438.09	6275.572	8282.01
预收帐款	25.25	28.13	259.20	437.07	EPS (元)	0.58	0.49	0.69	0.92
其他	499.42	810.12	504.47	644.18	主要财务比率				
长期负债	21.60	0.00	0.00	0.00		2010A	2011A	2012E	2013E
其他	21.60	0.00	0.00	0.00	每股指标				
负债合计	8016.35	4276.13	4680.74	5901.74	每股收益	0.58	0.60	0.69	0.92
股本	6800.00	9070.00	9070	9070	每股经营现金	0.04	3.96	-2.59	0.46
资本公积金	404.65	42472.01	37030.01	37030.01	每股净资产	1.63	6.60	6.27	6.73
未分配利润	3508.16	7559.53	9379.445	12692.25	增长率				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增长率	12.62%	0.25	0.43	0.23
所有者权益	11081.25	59856.70	56862.17	61003.18	营业利润增长率	30.90%	0.06	0.51	0.41
负债权益合计	19097.61	64132.83	61542.91	66904.92	净利润增长率	53.45%	0.12	0.41	0.40
现金流量表					获利能力				
	2010A	2011A	2012E	2013E	毛利率	39.43%	0.38	0.36	0.37
经营活动现金流	2529.86	1052.61	5746.844	8180.785	净利率	21.53%	0.19	0.19	0.22
净利润	3966.70	4438.09	6275.572	8282.01	ROE	35.80%	0.07	0.06	0.07
资产减值准备	-2.86	-5.87	150.6604	161.862	ROIC	25.98%	0.07	0.14	0.19
折旧摊销	838.43	1047.94	1338.473	2325.787	偿债能力				
财务费用	488.36	307.44	200	-146.317	资产负债率	11.84%	0.04	0.04	0.05
投资收益	0.00	0.00	0	0	流动比率	1.28	12.18	18.89	16.63
营运资金变动	0.00	0.00	-2217.86	-2442.56	速动比率	0.78	10.71	17.30	15.07
投资活动现金流	-2886.13	-3979.09	-19644	0	营运能力				
资本支出	0.00	0.00	-19644	0	资产周转率	1.06	0.55	0.37	0.34
其他投资	-2886.13	-3979.09	0	0	存货周转率	3.15	2.79	3.05	3.11
筹资活动现金流	636.00	38873.57	-9670.1	-3994.69	应收帐款周转率	4.74	3.84	4.22	4.43
借款变动	0.00	0.00	0	0	估值比率				
其他	636.00	38873.57	-9670.1	-3994.69	PE	41.61	30.28	26.33	19.75

现金净增加额	279.72	35947.09	-23567.3	4186.097	PB	11.15	2.75	2.90	2.70
--------	--------	----------	----------	----------	----	-------	------	------	------

资料来源：中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。