

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

电话：021-50588666-8012

潜力巨大的中间体优质企业

——雅本化学（300261）调研简报

证券研究报告-公司调研

增持（维持）

发布日期：2012年5月28日

报告关键要素：

公司各项业务正处于快速增长期，丰富的产品储备则为未来增长提供了巨大空间。公司重视研发投入，手性技术领先。随着综合实力的提升，公司多项储备项目有望培育为新的业绩增长点，保障公司未来成长。预计公司2012年、2013年EPS分别为0.43元和0.58元，以5月25日收盘价12.36元计算，对应市盈率分别为29倍和21倍。考虑到公司未来的成长性，维持“增持”的投资评级。

事件：

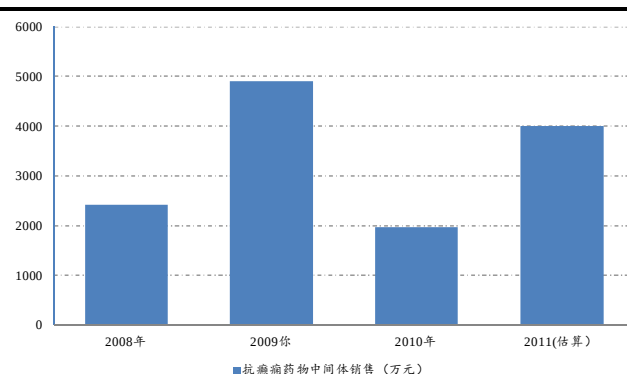
- 近期我们调研了雅本化学（300261），就公司业务状况进行了沟通和交流。

点评：

- 抗癫痫中间体进入快速增长期。公司向梯瓦提供抗癫痫药物左乙拉西坦的高级中间体ABAH，该产品2009年的销售额接近5000万元。左乙拉西坦是梯瓦旗下的仿制药，梯瓦的首仿保护期2010年到期之后，众多仿制厂商进入该领域，对梯瓦形成很大冲击，也影响了公司ABAH的销售。公司及时调整了销售策略，开拓了梯瓦以外的客户，2011年下半年ABAH的销售出现了快速增长，今年一季度公司医药中间体大幅增长226%，也是受益于ABAH销售的增长。

左乙拉西坦是中枢神经类的一线用药，2008年的全球销量达到了18.74亿美元。随着专利药的到期，其仿制药市场将迎来快速增长，为公司ABAH的销售提供了很好的机遇。2011年公司通过低价策略扩展市场，在前三大仿制药企中的市场份额达到50%以上。公司计划通过扩产将产能由目前的300吨提高到500吨，随着ABAH价格和毛利率的回升，该业务将进入快速增长期。

图1：公司抗癫痫药物销售



资料来源：中原证券、公司公告

- 罗氏新药提供业绩增长空间。罗氏的抗黑色素瘤新药Zelboraf于今年3月进入了美国国家综合癌症网络（NCCN）制订的《NCCN肿瘤学临床实践指南》。该目录是全球癌症治疗的权威性目录，成功进入该目录之后，Zelboraf的销售有望于今年迎来快速增长，从而推动公司中间体BAZI的销售。公司募投项目中有4吨黑色素瘤中间体的产能，今年10月达产后公司产能将增长一倍，有力推动公司业绩增长。

Zelboraf的良好效果有望使其成为抗黑色素瘤的一线药物，未来销售额有望达到8亿美元，届时对公司的业绩贡献约为0.5元。此外罗氏也在积极开发该药品在甲状腺癌等适应症上的应用，目前相关实验正处于临床二期阶段。未来如果能够成功拓展应用范围，该药的市场仍有较大的提升空间。

- **手性药物技术领先，未来前景广阔。**手性药物不同光学活性的成分之间具有很大的性质差异，其特性被发现后即引起了广泛的关注和重视，如美国FDA要求医药企业对消旋体类新药进行手性分析。作为未来新药物发展的热点，手性药物市场保持了快速增长的态势，带动了手性中间体的发展。据IMS预测，2013年全球手性药物的市场将达到5850亿美元，占全部药物市场的60%以上。2010年全球销量前十的药品中，手性药物占了一半。

手性药物中间体是我国科技十二五规划中唯一重点支持的中间体项目，公司重视手性技术的开发，其在研品种中手性药物超过了一半。在抗癫痫药物中间体ABAH中采用的手性技术达到了国际先进水平。公司与上海有机研究所共同建立了手性技术联合实验室，专注于手性产品或单一对应体的合成和拆分技术的中试放大。目前联合实验室有6项产品正研，涵盖了心血管、中枢性镇咳、高血压、中枢神经、抗肿瘤药物和手性催化剂领域。

表1：2010年全球销量前十药品中一半为手性药物

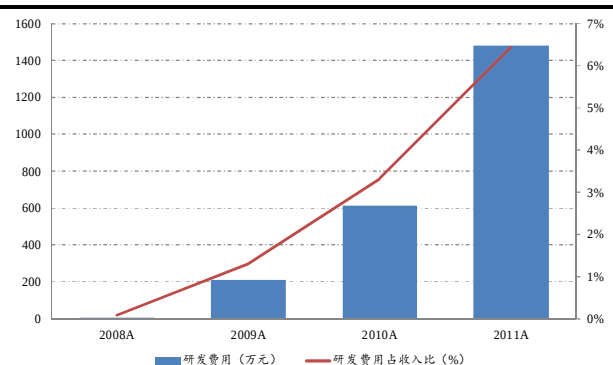
商品名	2010年全球销量（亿美元）	通用名	活性体	用途
LIPITOR	126.57	阿托伐他汀	单一光学活性体	降血脂
PLAVIX	88.17	氯吡格雷	单一光学活性体	抗血栓
SERETIDE	84.69	沙美特罗	混旋体	抗哮喘
NEXIUM	83.62	奥美拉唑	单一光学活性体	胃溃疡
SEROQUEL	68.16	喹硫平	非手性、氮杂环	抗精神病
CRESTOR	67.97	瑞舒伐他汀	单一光学活性体	降血脂
ENBREL	61.67	依那西普	非手性	免疫性疾病
REMICADE	60.39	英利昔单抗	非手性	免疫性疾病
HUMIRA	59.60	阿达姆单抗	非手性	免疫性疾病
ZYPREXA	55.57	奥氮平	非手性、氮杂环	精神病

资料来源：中原证券、IMS

- **重视研发与产品储备，未来潜力巨大。**强大的研发能力是中间体企业提高竞争力，拓展新产品的重要保证。公司2011年加大了研发投入，引进了多名海归及国内高科技人才，组建了一支由博士、硕士带头的专业科研队伍，并系统地建立了研发体系。公司目前在抗病毒、抗肿瘤、抗过敏以及心血管领域拥有多项产品储备，并有十多个项目进入中试放大和大生产阶段。未来部分优秀的新品种有望实现销售，成为新的业绩增长点。

资金不足和产能限制是公司以往发展的瓶颈，药物研发阶段的优秀项目需要产能及时匹配才能满足上游药企大生产的要求，从而发展成为公司重点产品。公司通过上市获得了超过2亿元的超募资金，有效提高了资金实力。这有助于公司从药品最初的研发阶段与医药、农药巨头建立深入的合作关系，帮助公司不断获取优质项目，并保障优质项目发展成为重点产品。随着新产品的不断推出，公司未来有望改变对单一品种的依赖，培养出多个优秀品种，逐渐成长为中间体行业的领先企业。

图2：公司研发投入快速提高



资料来源：中原证券、公司公告

- **盈利预测和投资建议：**维持公司的盈利预测，预计2012、2013年摊薄后EPS分别为0.43元和0.58元，以5月25日收盘价12.36元计算，对应PE分别为28.58倍和21.27倍。考虑到公司业绩的成长性，维持公司“增持”的投资评级。
- **风险提示：**新产品推广不及预期。

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%
摊薄后每股收益（元）	0.28	0.31	0.43	0.58
市盈率（倍）	44.14	40.42	28.58	21.27

资料来源：中原证券

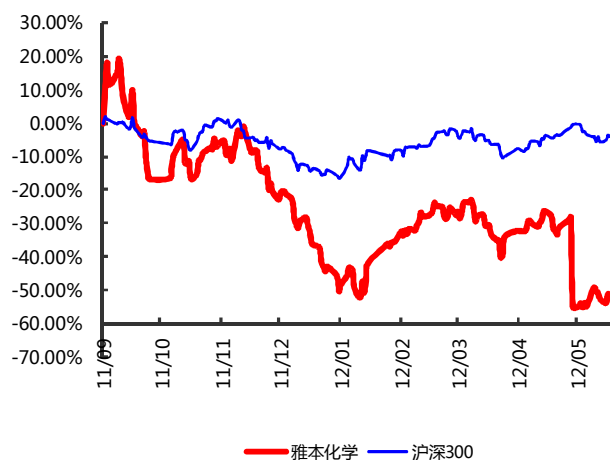
市场数据（2012年5月25日）

收盘价（元）	12.36 元
一年内最高/最低（元）	32.08/11.58
沪深300指数	2573.10
市净率（倍）	2.94
流通市值（亿元）	4.48

基础数据（2012年5月25日）

每股净资产（元）	4.21
每股经营现金流（元）	0.26
毛利率（%）	30.27%
净资产收益率（%）	2.07%
资产负债率（%）	5.19%
总股本/流通股（万股）	14512/3632
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深300走势



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。