

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

行业报告

增长确定、攻防兼备——生物制品及化学制药跟踪分析及四季度策略报告

2009年09月15日	廖万国 联络人	0755-22624358	liaowg@pasc.com.cn
	蔡大贵 分析师	0755-22627241	caidg@pasc.com.cn

一、我们以前的观点：医疗市场扩容，医药工业业绩增长确定。我们在2009年医药行业投资策略报告提出新医改将导致我国医疗市场扩容，医药工业2009年可望实现20%左右的增长。重点指出关注肿瘤药、心脑血管药和降糖药的快速增长为相关企业带来的超过行业平均水平的增长的投资机会。在2009年中期策略报告指出由于医药行业增长确定，但相对估值处于历史低位，建议超配或标配医药股。重点关注业绩增长确定和（或）题材兼备个股，以及可能受益甲型H1N1流感爆发的个股。我们认为四季度由于医药增长明确、随着医改细则逐步出台医药行业前景基本可以确定、原料药价格的上涨、且四季度预计甲型H1N1流感的进一步爆发，医药生物制品化学制药板块将有较多的投资机会。

二、板块及个股表现：2009年上半年医药板块整体表现落后大盘，但自8月20日以来医药板块显示了攻防兼备的特点。至9月14日医药板块涨幅18.9%，同期沪深300指数涨幅9%，医药板块领先10%。我们重点跟踪的个股自推荐之日起最高涨幅及年内涨幅（至9月14日）分别为海南海药67%/92%，双鹤药业21.5%/13.2%，重庆啤酒40.1%/48.93%，现代制药64%/90.5%，太极集团33.4%/64.93%，太龙药业80.6%/114.92%。

三、医药生物化学制药跟踪判断：估值回到历史平均水平，第四季度仍有表现机会。

1、基本业绩增长确定。2009年1-5月医药全行业营业收入增长18.07%，利润总额同比增长16.83%，销售利润率9.6%呈逐年上升趋势。2009年中期医药生物上市公司营业收入增长5.5%，扣除非经常性损益后的净利润增长16.8%，远高于沪深300的8.23%。其中化学制剂和生物制品类上市公司净利润增速远超过行业增速，分别达到52.12%和34.71%。

2、医改细则出台、医药行业前景可定。预计9月或10月基本药物定价政策和招标、生产供应及使用政策会出台，年内有关公立医院改革细则、医保大目录及其相关政策可能出台。这将有利于医疗市场的进一步扩容和医药行业前景的确定，我们预计相关政策的逐步出台对医药行业利弊兼有，但总体为利大于弊，且对行业龙头、地方龙头、各子行业龙头和基本药物独家品种企业未来发展更为有利。

3、相对估值回到历史平均水平，仍有上涨潜力。至9月14日医药生物TTM（整体法）PE为40倍，相对沪深300溢价71.6%，为历史平均水平。考虑到医疗市场扩容的持续性和药品降价空间的有限性，医药行业尤其是龙头和优势企业的增长确定性，目前的溢价水平可以定位为合理或偏低，四季度医药板块仍具有表现机会。

4、关注四类个股：基本药物独家品种上市公司、保持业绩高速增长上市公司、业绩大幅改善资产重组或资产注入预期公司、受益甲型H1N1爆发的疫苗类和治疗药物类上市公司。

股票名称	股票代码	股票价格（元）	EPS（元/股）			PE（倍）			评级
		2009-9-14	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E	
600062	双鹤药业	22.12	0.89	1.10	1.29	24.74	20.11	17.16	强烈推荐
000566	海南海药	16.68	0.50	0.66	\	33.36	25.27	\	强烈推荐
600866	星湖科技	7.60	0.20	0.28	0.32	37.72	27.62	23.75	强烈推荐
600420	现代制药	11.64	0.30	0.39	0.49	39.38	30.17	23.83	谨慎推荐
600132	重庆啤酒	20.13	0.40	0.48	0.54	50.26	41.52	37.53	强烈推荐

目 录

一、 行业基本面-医疗市场扩容、行业增长确定	5
二、 估值-整体估值回到历史平均水平、仍有向上空间	6
1、 医药生物整体估值回到历史平均水平	6
2、 生物化学板块仍有向上空间	8
三、 选股策略-业绩和题材并重	9
1、 长线配置-行业有优势、业绩增长确定公司	9
2、 中线配置-业绩大幅改善、题材兑现渐确定	9
3、 密切关注-受益事件性业绩增长	9
四、 个股推荐	10
1、 双鹤药业-低估值与高成长预期（强烈推荐）	10
2、 海南海药-业绩大幅改善、人工耳蜗提升估值水平（强烈推荐）	11
3、 现代制药-业绩改善、资产注入渐行渐近（谨慎推荐）	12
4、 重庆啤酒-治疗用乙肝疫苗有望修成正果（强烈推荐）	13
5、 星湖科技-业绩大幅改善、资产注入预期（强烈推荐）	13

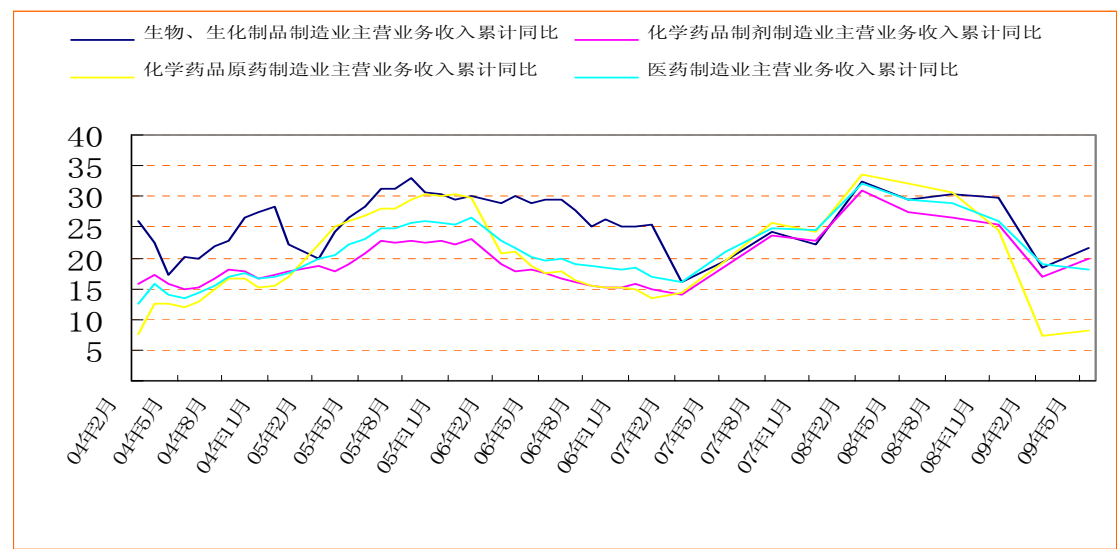
图表目录

图表 1 生物医药主营收入历年变化情况	5
图表 2 生物医药利润总额历年增长情况	5
图表 3 生物医药销售利润率历年变化情况	6
图表 4 生物医药上市公司 2009 年中期收入及利润增长	6
图表 5 自 2003 年 10 月 8 日至 2009 年 9 月 14 日医药生物指数及相对沪深 300 溢价	7
图表 6 自 2003 年 10 月 8 日至 2009 年 9 月 14 日医药生物估值变化	7
图表 7 2003 年 10 月 8 日至 2009 年 9 月 14 日医药生物溢价与沪深 300 估值关系 ..	7
图表 8 2003 年 10 月 8 日至 2009 年 9 月 14 日医药生物子行业相对溢价变化	8
图表 9 我国内地及香港甲型 H1N1 流感确诊病例情况	8
图表 10 跟踪股票业绩预测及最新市盈率情况	10
图表 11 双鹤药业业绩预测及利润简表	11
图表 12 海南海药业绩预测及利润简表	12
图表 13 现代制药业绩预测及利润简表	13
图表 14 星湖科技业绩预测及利润简表	14

一、 行业基本面-医疗市场扩容、行业增长确定

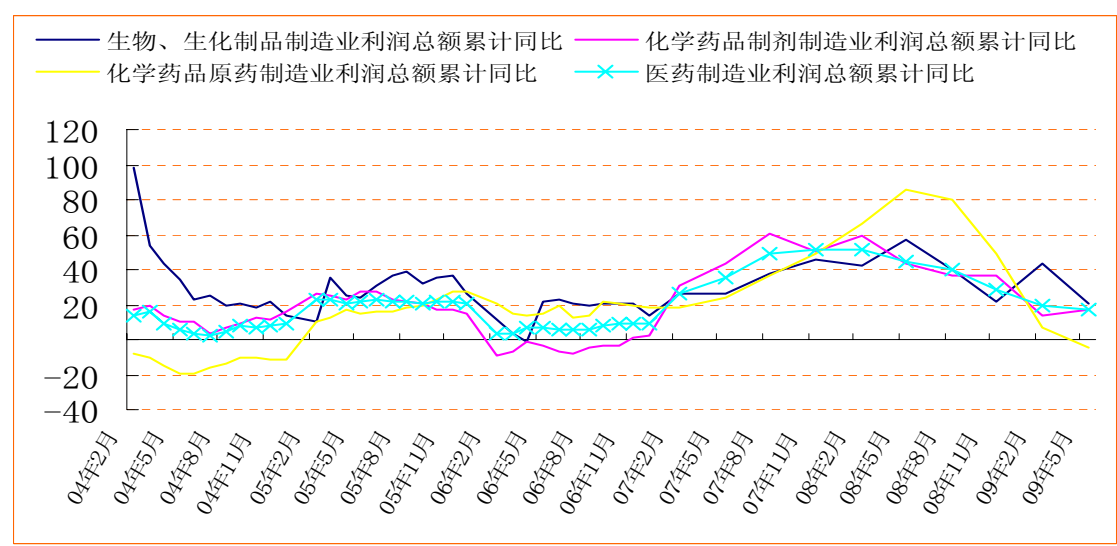
2009年1-5月医药全行业营业收入增长18.07%，利润总额同比增长16.83%，销售利润率9.6%比去年同期增加0.02%，呈逐年上升趋势。2009年中期医药生物上市公司营业收入增长5.5%，扣除非经常性损益后的净利润增长16.8%，远高于沪深300的8.23%。其中化学制剂和生物制品类上市公司净利润增速远超过行业增速，分别达到52.12%和34.71%。

图表 1 生物医药主营收入历年变化情况



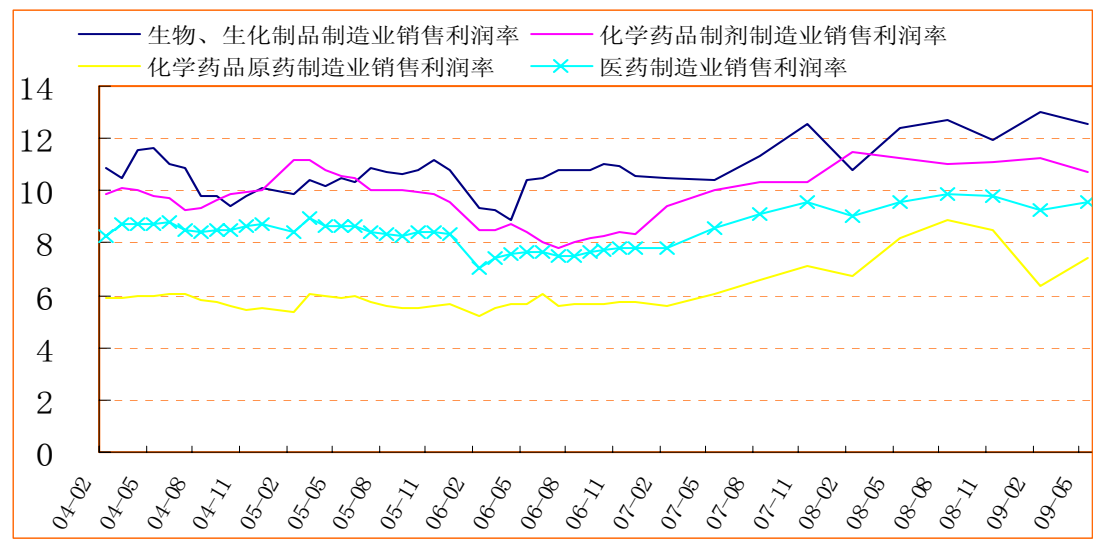
资料来源: wind, 平安证券

图表 2 生物医药利润总额历年增长情况



资料来源: wind, 平安证券

图表 3 生物医药销售利润率历年变化情况



资料来源: wind, 平安证券

图表 4 生物医药上市公司 2009 年中期收入及利润增长

板块名称	收入 09 中 期增长率%	利润 09 中 期增长率%	净利润 09 中 期增长率%	净利润扣除非经常性损益 09 中期增长率
沪深 300	-3.61	10.59	2.45	8.23
SW 医药生物	5.50	18.63	23.34	16.80
SW 化学原料药	-25.60	-42.89	-34.90	-38.15
SW 化学制剂	43.28	65.45	80.76	52.12
SW 生物制品 II	-2.85	2.48	-8.42	34.71
SW 医药商业 II	17.97	31.33	34.08	48.68
SW 中药 II	7.23	56.87	55.99	26.92

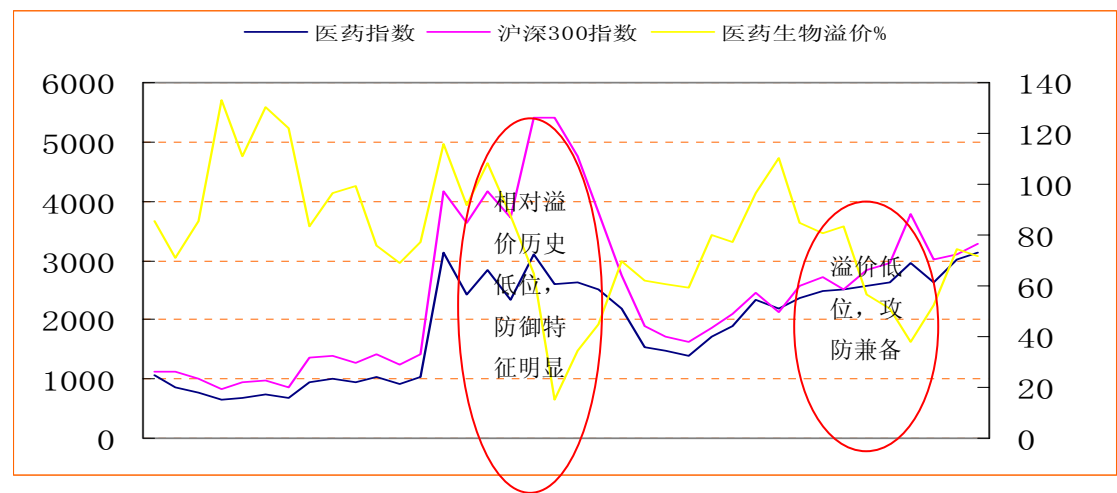
资料来源: wind, 平安证券

二、估值-整体估值回到历史平均水平、仍有向上空间

1、医药生物整体估值回到历史平均水平

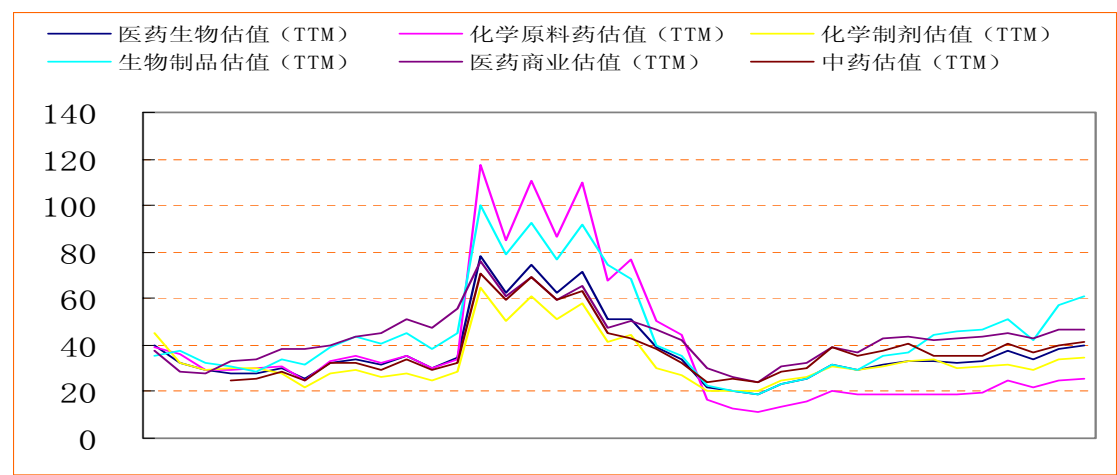
至2009年9月14日医药生物整体估值为40倍（TTM，剔除负值），相对沪深300溢价71.61%，为历史平均水平。由于甲型H1N1流感爆发预期带动疫苗和诊断试剂爆发性增量，相关公司包括海王生物、天坛生物、华兰生物、达安基因、科华生物等股价大幅度上涨，使得生物制剂子行业的估值水平大幅度提高至61倍和溢价161%。化学原料药和化学制剂估值水平分别达到25倍和34倍，相对沪深300溢价分别为9%和47%。考虑到原料药价格上涨趋势和需求的逐渐恢复、基本药物制度的实施和医疗保险制度的健全将进一步扩容医疗市场，原料药企业及化学制剂企业业绩增长将超过医药行业平均增长水平，我们认为目前化学原料药和化学制剂的估值水平是合理的。

图表 5 自 2003 年 10 月 8 日至 2009 年 9 月 14 日医药生物指数及相对沪深 300 溢价



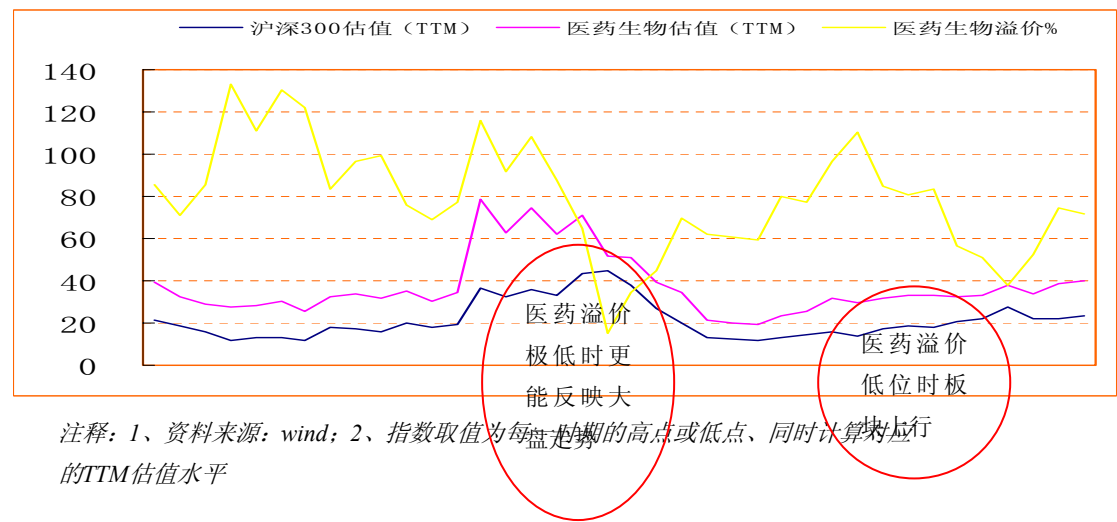
注释: 1、资料来源: wind; 2、指数取值为每一时期的高点或低点、同时计算对应的TTM估值水平。

图表 6 自 2003 年 10 月 8 日至 2009 年 9 月 14 日医药生物估值变化



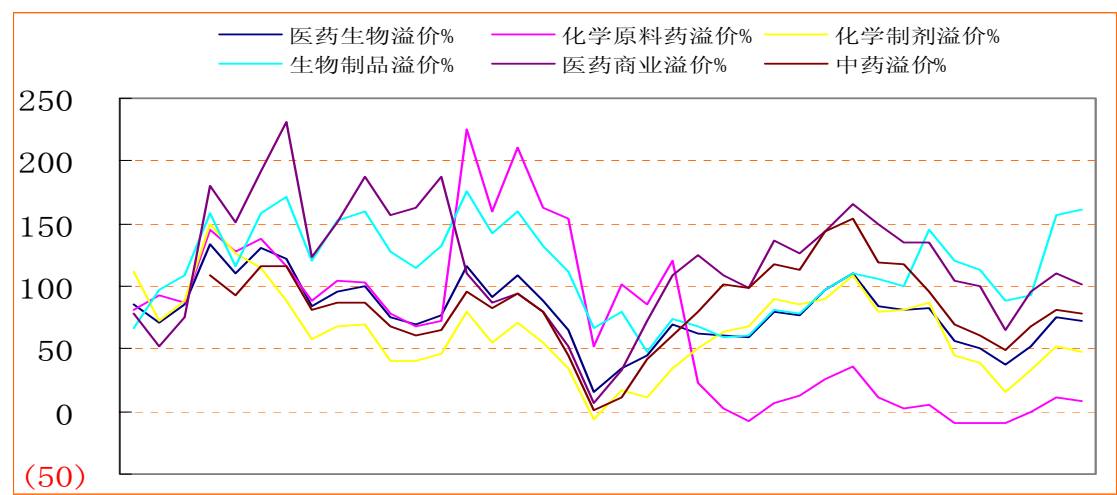
注释: 1、资料来源: wind; 2、指数取值为每一时期的高点或低点、同时计算对应的TTM估值水平。

图表 7 2003 年 10 月 8 日至 2009 年 9 月 14 日医药生物溢价与沪深 300 估值关系



注释: 1、资料来源: wind; 2、指数取值为每一时期的高点或低点、同时计算对应的TTM估值水平

图表 8 2003 年 10 月 8 日至 2009 年 9 月 14 日医药生物子行业相对溢价变化

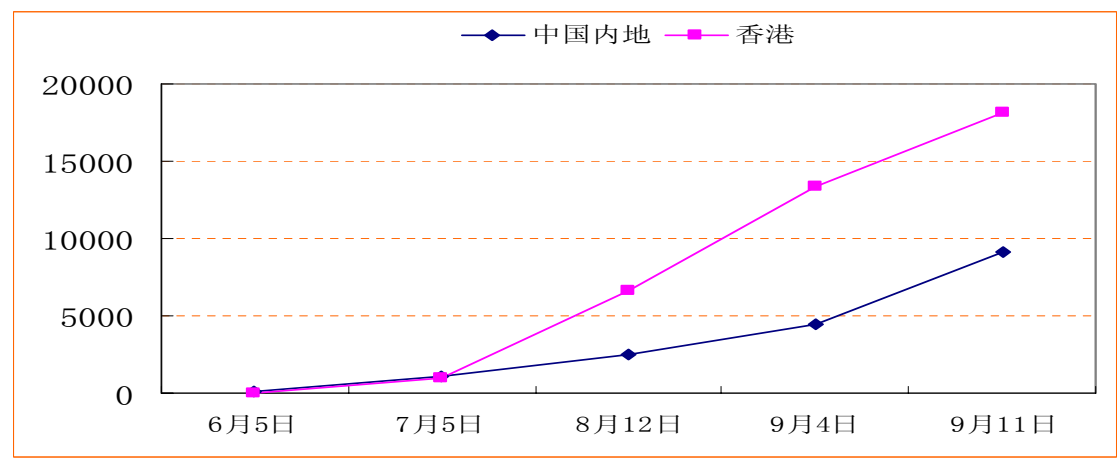


注释：1、资料来源：wind；2、指数取值为每一时期的高点或低点、同时计算对应的TTM估值水平

2、生物化学板块仍有向上空间

2.1 甲型H1N1流感爆发将使对生物制剂板块的炒作成为年内常态。进入9月份后甲型H1N1流感在我国呈爆发性趋势，群体爆发流感事件大幅度增加。内地和香港流感确诊人数由9月4日的4415例和13318例迅速上升至9月11日的9103例和18098例。我们预计进入10月份后由于天气进一步变冷、及十一长假大量增加的人口流动性，甲型H1N1流感爆发感染人数将会呈直线上升。我们预计国家和地方政府会进一步增加采购甲型H1N1流感疫苗，年内采购量可能会超过6500万剂。同时各政府和医疗机构会增加治疗甲型H1N1流感的药物，除了达菲外，中药制剂包括板蓝根、双黄连制剂、藿香正气类制剂等均可能在采购之列。因此相关上市公司09年的业绩将会受益，这些公司包括以华兰生物为代表的生产甲型H1N1流感疫苗的公司、以达安基因为代表的生产甲型H1N1流感诊断试剂的公司、生产达菲中间体的海正药业、及白云山、太龙药业和太极集团等生产销售被认为治疗甲型H1N1流感有效的中药制剂公司。

图表 9 我国内地及香港甲型 H1N1 流感确诊病例情况



资料来源：卫生部

2.2 医改细则出台、医药行业前景可定。预计9月或10月基本药物定价政策和招标、生产供应及使用政策会出台，年内有关公立医院改革细则、医保大目录及其相关政策可能出台。这将有利于医疗市场的进一步扩容和医药行业前景的确定，我们预计相关政策的逐步出台对医药行业利弊兼有，但总体为利大于弊，且对行业龙头、地方龙头、各子行业龙头和基本药物独家品种企业未来发展更为有利。整体判断是2009年至2011年医药行业可以保持20%左右的增长率，这也将是医药板块包括化学制剂子行业维持高估值和高溢价的基础。

三、 选股策略-业绩和题材并重

1、 长线配置-行业有优势、业绩增长确定公司

我们多次指出医改将促使我国医疗需求的释放，医疗市场将快速扩容。但医疗市场扩容产生的增效并不是对每个医药行业企业的参与者是均等的，我们预计未来3年医药行业的平均业绩增速将在20%左右。但处于行业龙头地位和处于快速发展的医药子行业领域的龙头企业受益会更多，机会更大。这些子行业主要包括肿瘤药、心血管尤其是降压药及降糖药领域，代表公司包括恒瑞医药、双鹤药业、海正药业等。

生物制品领域将会成为未来发展较快的子行业。我国已经出台了关于振兴生物产业的政策，预计未来还将进一步出台相关政策的具体实施措施，生物产业面临较好的发展机遇。同时我国扩大的计划免疫政策和每人15元的公共医疗服务政策将促进我国疫苗产业的进一步发展。代表公司包括华兰生物、天坛生物、科华生物和双鹭药业。

重庆啤酒由于具有治疗用合成肽乙肝疫苗题材，且该药物2a临床实验已经显示了突出的治疗慢性乙肝的疗效的苗头，2b试验目前进展良好，预计双盲安慰剂组的360例受试者将于年底前招募完毕。2b试验结果很可能与2011年中下旬公布，如果结果类似与2a试验显示的苗头，一旦3期试验通过，则该疫苗无疑会作为治疗乙肝的首选药物且会成为乙肝治疗史上的重大突破，也会为重庆啤酒带来巨大的收益。

我们建议长线配置这些优质和发展前景明确的公司在于这些公司会为投资者带来较为稳定的回报，且是不可替代的防御性品种。

2、 中线配置-业绩大幅改善、题材兑现渐确定

受益与医疗市场扩容和公司本身管理改进，2009年大批医药上市公司业绩大幅度改善。海南海药和星湖科技就是其中的佼佼者。虽然还不能确定其未来增长的可持续性，但由于公司都有较为明确的题材且预计兑现的可能性较大，公司未来业绩有可能进一步改善。因此，这些公司值得作为中线配置，除了防御性特点外，还有可能获得超额收益。

3、 密切关注-受益事件性业绩增长

甲型H1N1流感爆发将使对生物制剂板块的炒作成为年内常态。我们预计进入10月份后由于天气进一步变冷、及十一长假大量增加的人口流动性，甲型H1N1流感爆发感染人数将会呈直线上升。我们预计国家和地方政府会进一步增加采购甲型H1N1流感疫苗，年内采购量可能会超过6500万剂。同时各政府和医疗机构会增加治疗甲型H1N1流感的药物，除了达菲外，中药制剂包括板蓝根、双黄连制剂、藿香正气类制剂等均可能在采购之列。因此相关上市公司09年的业绩将会受益，这些公司包括以华兰生物为代表的生产甲型H1N1流感疫苗的公司、以达安基因为代表的生产甲型H1N1流感诊断试剂的公司、生产达菲中间体的海正药业、及白云山、太龙药业和太极集团等生产销售被认为治疗甲型H1N1流感有效的中药制剂公司。

需要注意的是甲型H1N1流感爆发不可能成为常态。且由于流感爆发后感染人群已经具有免疫力，加上流感疫苗的广泛应用，明年甲型H1N1流感有可能偃旗息鼓。因此，09年受益甲型H1N1流感爆发的上市公司在2010年将很可能出现业绩滞涨或下降。

图表 10 跟踪股票业绩预测及最新市盈率情况

代码	简称	最新日期	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
				08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
行业均值（整体法）		2009-09-11	15.68	0.35	0.58	0.74	0.89	29.34	30.90	24.47	20.63
行业中值（整体法）		2009-09-11	13.11	0.19	0.44	0.57	0.77	30.63	36.44	28.39	22.56
002007	华兰生物	2009-09-14	57.50	0.85	0.84	1.02	1.28	105.81	68.22	56.38	44.79
002022	科华生物	2009-09-14	19.18	0.53	0.51	0.65	0.81	46.39	37.93	29.43	23.74
600161	天坛生物	2009-09-14	28.21	0.27	0.43	0.56	0.62	103.26	65.32	50.17	45.61
002038	双鹭药业	2009-09-14	35.78	0.88	1.23	1.62	2.07	40.96	29.02	22.09	17.28
600062	双鹤药业	2009-09-14	22.12	0.82	0.89	1.17	\	33.21	24.74	18.9	\
600664	哈药股份	2009-09-14	16.79	0.69	0.76	0.87	0.99	24.02	22.10	19.40	16.92
600276	恒瑞医药	2009-09-14	42.52	0.82	1.12	1.38	1.65	62.17	38.13	30.76	25.73
000566	海南海药	2009-09-14	16.68	0.21	0.50	0.66	\	80.72	33.36	25.27	\
600866	星湖科技	2009-09-14	7.60	0.06	0.20	0.28	0.32	124.16	37.72	27.62	23.75
600420	现代制药	2009-09-14	11.64	0.19	0.34	0.42	0.46	61.59	34.23	27.7	25.3
600129	太极集团	2009-09-14	9.27	0.07	0.25	0.31	0.40	128.55	36.54	29.66	23.18
000522	白云山 A	2009-09-14	8.09	0.16	0.26	0.34	0.38	49.11	31.53	24.08	21.08
600132	重庆啤酒	2009-09-14	20.13	0.34	0.40	0.48	0.54	58.68	50.26	41.52	37.53

资料来源：平安证券

四、个股推荐

1、双鹤药业-低估值与高成长预期（强烈推荐）

双鹤药业2009年中期实现主营业务收入244,749万元，同比增长0.79%，其中工业收入136,445 万元，同比增长12%，工业收入所占比重进一步上升至56%，比去年同期提高6个百分点。随着公司高毛利产品销售规模的增长，使得盈利能力大幅提升，上半年实现净利润24,017万元，较去年同期增长25.52%，高于行业增长幅度。

三大核心领域产品上半年累计实现销售收入120,456万元，较去年同期增长13%。三大类产品占集团整体工业收入比重由去年同期的87.3%上升到88.2%，上涨近一个百分点，公司核心业务进一步聚焦。

双鹤药业09年及未来两年看点：

- 1) 降压0号进入基本药物目录。由于我国具有超过1.8亿的高血压人口，而接受降压治疗的高血压人口只有25%左右。大量的高血压人群没有得到降压治疗，这些人群主要为农村人口和城镇低收入人群。随着新农合制度和城镇居民基本医疗保险制度覆盖率增加和报销比例增加，基层市场的降压治疗需求将会得到快速释放。0号作为独家品种，将具有较大的增长潜力。
- 2) 两网队伍是公司未来业绩增长的保证之一。公司自2006年以来致力于建立覆盖城镇基层医疗和农村医疗市场的两网队伍，目前有人员600人左右，覆盖超过600个县。公司有30多个在产品种进入基本药物目录，两网队伍将大大增强公司产品在基层市场的竞争力。

3) 新产品上市将保证公司发展的可持续性。公司新产品匹伐他汀、果糖、羟乙基淀粉20等新产品均为具有广泛市场需求的产品，这些产品的上市将可以保证其未来发展的可持续性。

4) 大输液行业集中度提高有利于保证公司长期盈利能力。大输液行业集中度提高来自于行业标准提高和价格竞争因素，双鹤药业作为大输液龙头企业和行业协会主任单位，占有天然的优势。因此长期来讲，行业标准提高和价格竞争有利于双鹤药业在大输液行业的寡头地位的确立，有利于提高其盈利能力。

预计双鹤药业2009年、2010年EPS分别为1.07元和1.46元（按年初股本计算），PE分别为24倍和20倍，估值明显偏低，维持“强烈推荐”评级。2011年由于所得税率不能确定，故暂不做业绩预测，但预计其业绩增长至少可以保持高于行业平均增长水平。

图表 11 双鹤药业业绩预测及利润简表

损益表（百万元，元/股）	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	4,133.3	4,556.6	4,951.5	5,028.6	5,600.5
营业收入增长率	-10.1%	10.2%	8.7%	3.0%	11.4%
营业利润	221.1	405.2	464.8	602.1	820.3
营业利润率	5.3%	8.9%	9.4%	12.0%	14.6%
归属于母公司所有者的净利润	174.7	449.0	393.4	510.9	696.0
净利润率	4.2%	9.9%	7.9%	10.2%	12.4%
净利润增长率	-18.0%	172.8%	-12.4%	30.2%	36.2%
EPS（当年股本）	0.40	1.02	0.83	1.07	1.46

资料来源：平安证券

2、海南海药-业绩大幅改善、人工耳蜗提升估值水平（强烈推荐）

海南海药2009年1-6月，公司实现销售收入27,909.83万元，同比增长41.61%，归属于母公司所有者净利润4,234.65万元，同比增长47.85%。全面摊薄每股收益0.2元。

海南海药09年及未来两年看点：

1) 枫蓼肠胃康颗粒、紫杉醇将可以保持30%左右的增长，成为公司业绩增长保障之一。枫蓼肠胃康颗粒主要治疗类似于肠易激惹综合症疾病，患病人群广泛。是国家中药保护品种，为公司独家产品。抗肿瘤药紫杉醇注射液为公司首仿产品，采用高端定位策略，是治疗卵巢癌的金标准药物和乳腺癌的一线药物。目前在主要市场均有中标，且09年开始销往越南市场，具有较好的市场前景。

2) 小头孢头孢西丁、头孢唑肟等产品将可以实现年50%左右的增长。随着大头孢类抗生素耐药性的提高和大量副作用的呈现，小头孢类抗生素呈现快速增长。头孢西丁为公司首仿产品，头孢唑肟在国内也只有扬子江、哈药等少数企业生产，公司具有一定的优势。预计2009年公司小头孢类抗生素可以达到80%以上的增长，未来两年将可以保持50%左右的增长，成为公司业绩增长的重要来源之一。

3) 原料药成为公司最重要的业绩增长来源。公司头孢西丁原料药、头孢唑肟中间体具有较高的毛利率，也是国内少数具有生产能力的厂家之一。同时公司在建的平安化学公司计划生产的7-ANCA和7-ACCA为头孢克洛和头孢布希的原料药，国内还没有企业生产，预计年底投产后将会为公司带来可观的效益。

4) 人工耳蜗项目注入。人工耳蜗用于建立重症耳聋患者听力的高科技产品，目前主要为进口。

复旦大学耳鼻喉医院研发的人工耳蜗产品预计2010年可以生产上市，技术上与国外等同或稍优，但6~7万元的价格将只有进口产品的1/3左右，且国家及地方政府已经出台了对患者安装人工耳蜗的补助政策，预计该产品上市将具有年销售万套的潜力。海南海药将占有该项目25%至30%的股权，该项目不仅会为海南海药贡献较好的业绩，也可以提高市场对公司的估值水平。

预计海南海药2009年和2010年EPS分别为0.5元和0.66元（2010年不包括人工耳蜗的业绩贡献）。由于2011年存在人工耳蜗业绩贡献且暂不能做出预估，故暂不能对海南海药2011年业绩做出预估。由于人工耳蜗的注入，公司估值水平将会提高，如果以35倍的PE计算，其股价在17.5元以上，仍然具有较高的投资价值，维持“强烈推荐”评级。

图表 12 海南海药业绩预测及利润简表

损益表（百万元，元/股）	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	217.6	241.7	386.6	725.3	1,029.0
营业收入增长率	3.5%	11.1%	60.0%	87.7%	41.9%
营业利润	32.2	(30.5)	56.7	127.4	168.3
营业利润率	14.8%	-12.6%	14.7%	17.6%	16.4%
营业利润增长率	47.1%	-194.7%	217.6%	124.7%	32.1%
归属于母公司所有者的净利润	24.6	(33.9)	42.7	105.6	139.1
净利润率	11.3%	-14.0%	11.0%	14.6%	13.5%
净利润增长率	13.2%	-237.7%	126.0%	147.3%	31.8%
EPS（当年股本）	0.12	(0.16)	0.21	0.50	0.66

资料来源：平安证券

3、现代制药-业绩改善、资产注入渐行渐近（谨慎推荐）

现代制药2009年中期实现营业收入6.79亿元，同比增长81%。归属于母公司所有者净利润3358万元，同比增长13.37%。

现代制药2009年及未来2年看点：

1)、主营业务可保持30%左右的增长。现代制药主要生产特色原料药和抗生素、降压药等制剂产品，上半年公司原料药增长超过100%，制剂增长近30%。由于医疗市场扩容及公司营销改进，预计公司未来保持30%左右的增长将可以实现。

2)、制剂中心注入基本确定。医工院制剂中心具有很强实力的药物工程制剂研发能力，其主要盈利来源在于技术转让收入。制剂中心注入现代制药后将为公司提供强大的研发平台，保证公司新产品的不断跟进。

预计现代制药2009年、2010年及2011年EPS0.34元、0.42元和0.46元，PE34倍、27倍和25倍。目前价位部分反映了其未来资产注入预期，下调评级至“谨慎推荐”。

图表 13 现代制药业绩预测及利润简表

损益表（百万元，元/股）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	624.3	687.2	1,050.0	1,260.0	1,470.0
营业收入增长率	14.1%	10.1%	52.8%	20.0%	16.7%
营业成本	397.7	436.5	672.0	806.0	940.0
营业利润	128.5	77.2	110.7	140.5	166.2
营业利润率	20.6%	11.2%	10.5%	11.1%	11.3%
营业利润增长率	71.1%	-39.9%	43.4%	26.8%	18.3%
归属于母公司所有者的净利润	94.0	53.9	96.6	122.0	132.3
净利润率	15.1%	7.8%	9.2%	9.7%	9.0%
净利润增长率	84.8%	-42.7%	79.2%	26.3%	8.4%
EPS（当年股本）	0.36	0.19	0.34	0.42	0.46

资料来源：平安证券

4、 重庆啤酒-治疗用乙肝疫苗有望修成正果（强烈推荐）

治疗用（合成肽）乙肝疫苗2a临床试验跟踪结果表明其具有超过干扰素疗效的苗头。据我们了解，某2a临床试验中心对其可跟踪的10例临床实验治疗组病人的跟踪结果表明，应用600ug*4针的治疗用（合成肽）乙肝疫苗治疗的试验组病人停药后3年期间共有7人发生e抗原血清学转化，其中两例病人发生反复，目前有5例病人仍然为e抗原阴性。虽然由于病人样本量太少，不能就此说明治疗（合成肽）乙肝疫苗具有50%至70%的有效性，但至少说明其具有超过干扰素疗效的苗头。

治疗用（合成肽）乙肝疫苗2b临床实验已于2009年2月正式启动。治疗用（合成肽）乙肝疫苗2b试验的双盲安慰剂组计划360例试验病人，分别在10个临床试验基地进行。从临床实验基地反映的信息来看，8月底已有120多例受试者入选成功。如果2009年底全部360例受试者入选成功，预计该360例双盲安慰剂试验组将于2011年中下旬接盲。由于2b试验用药量增加和用药次数增加，根据免疫学原理，我们预计2b试验结果将很可能好于2a试验得到的有效病例结果。

我们认为3期临床实验将在2b试验结束后会即刻展开，试验进度也会快于2b试验，预计2013年底其会结束，最早可能在2014年成功申请到新药证书。由于中国超过1.2亿人口为慢性乙肝患者或乙肝病毒携带者，我们认为治疗用（合成肽）乙肝疫苗的成功上市不但将为广大的乙肝患者带来巨大的福音，也会为重庆啤酒股份有限公司带来难以想象的盈利能力。因此，我们维持对重庆啤酒的强烈推荐评级。

5、 星湖科技-业绩大幅改善、资产注入预期（强烈推荐）

星湖科技主要从事化学原料药、食品添加剂及苏氨酸饲料添加剂生产销售。2009年上半年实现销售收入5.66亿元，归属于母公司所有者净利润52百万元，同比增长291%，EPS0.1元。

星湖科技2009年及未来2年看点：

1)、核苷酸成为公司业绩增长的重要来源。公司为我国呈味核苷酸龙头企业，占国内产能50%以上和27%左右的市场占有率。2009年1-6月受益国内核苷酸需求上涨和价格上涨，公司业绩增长明显。

2)、核苷酸反倾销案受理及可能有利于公司的裁决有利于公司未来业绩的增长。

公司2009年3月提起对产自于印尼和泰国的核苷酸反倾销已被受理。我们预计如果进行反倾销

裁定，征收反倾销税将不低于30%，这将有利于公司产品在国内的销售增长和价格增长。

3)、广新集团入主有利于公司未来发展。2009年4月广新集团正式入主星湖科技，作为大型外贸企业和食品添加剂生产销售企业，广新集团入主有利于星湖科技进一步发展。

预计2009年、2010年及2011年星湖科技EPS0.2元、0.28元和0.32元，PE为34倍、27倍和24倍。考虑到核苷酸2010年核苷酸价格和销售量存在继续上涨的可能性，业绩存在超预期及大股东资产整合的可能性，目前7.6元的股价仍然具有较大的投资价值，维持“强烈推荐”评级。

图表 14 星湖科技业绩预测及利润简表

损益表（百万元，元/股）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	768.8	982.2	1,150.0	1,322.5	1,520.9
营业收入增长率	0.1%	27.8%	17.1%	15.0%	15.0%
营业成本	633.4	777.0	831.5	925.8	1,064.6
营业利润	(144.1)	29.1	115.7	166.5	197.7
营业利润率	-18.7%	3.0%	10.1%	12.6%	13.0%
营业利润增长率	-731.6%	-120.2%	297.6%	43.9%	18.7%
归属于母公司所有者的净利润	(138.6)	29.0	105.0	143.4	168.9
净利润率	-18.0%	3.0%	9.1%	10.8%	11.1%
净利润增长率	-822.5%	-120.9%	262.0%	36.6%	17.8%
EPS（当年股本）	(0.27)	0.06	0.20	0.28	0.32

资料来源：平安证券

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257