

收购将加快取得原料药批件

买入 维持
目标价格：20 元

投资要点：

- 公司拟收购泰康药业 74.18% 股权
- 收购后利于加快公司取得低分子肝素钙原料药批件
- 收购后利于扩大制剂生产规模

报告摘要：

- **公司拟收购泰康药业 74.18% 股权。**公司签署《附条件生效的股权转让合同》，拟收购常州诺金投资有限公司持有的常州泰康药业有限公司 74.18% 的股权，转让价格须等待评估报告公布。常州泰康药业成立于 1994 年，主营肝素钠、低分子量肝素钙、低分子量肝素钠（达肝素钠、依诺肝素钠）、氢溴酸加兰他敏、枸橼酸西地那非等原料药和制剂。截至 2011 年 11 月 30 日，泰康药业亏损 361.29 万元，披露的主要原因是搬迁新厂房延误生产。
- **收购后利于加快公司取得低分子肝素钙原料药批件。**公司的低分子肝素钙注射液在国内份额第一，是注射液剂型中唯一享受发改委单独定价的品种。该业务占比逐渐增加，2011 年约占毛利的 25%，是公司盈利能力最高的业务，也是公司未来发展的主要看点。但是由于一直未取得低钙原料药的批文，只能外购原料药。收购泰康药业后公司可取得低分子量肝素钙药品注册批件，有利于公司实现原料自给，规避原料价格波动，进一步完善产业链。
- **收购后利于扩大制剂生产规模。**泰康药业的肝素钠注射液为安瓿包装，属于较为低端产品，收购后可与公司的高端肝素钠注射液互补，扩大企业规模，减少潜在的国内竞争对手，符合公司的长远发展战略。
- **盈利预测与估值。**下调肝素钠原料药未来价格假设至 3.5、3.2、3.2 万元/亿单位，未来三年低分子肝素钙注射液销量 700、900、1150 万支。综合毛利率提高到 31.85%。预测 2011~2013 年 EPS 为 0.74 元、1.00、1.29 元，对应 PE23X、17X、13X。公司是肝素行业里受原材料价格波动影响最小的，FDA 认证 4 个月内有望通过，估值经过调整已具备投资价值，维持“买入”评级，目标价 20 元。

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	254	467	474	614	798
增长率	129%	84%	1%	30%	30%
归属母净利润	36	60	78	108	139
增长率	292%	66%	30%	37%	29%
EPS (.元)	0.45	0.74	0.73	1.00	1.29
P/E	37	22	23	17	13

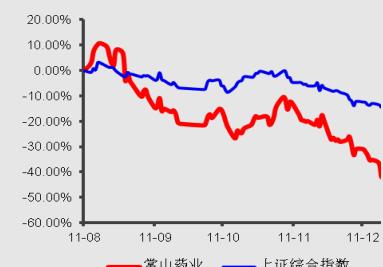
医药分析师

孙伟娜 (S1180511010011)
电话：010-88085269
Email: sunweina@hysec.com

联系人

卫雯清
电话：010-88085985
Email: weiwenqing@hysec.com

市场表现



主要指标

收盘价	16.67
一年内最高/最低	35.97/15.94
总股本 (百万股)	107.85
流通 A 股(百万股)	27.00

数据来源：Wind

相关研究

常山药业深度报告：技改扩充产能，
FDA 认证在即，2011.11

图 1：收入成本预测

		2009	2010	2011E	2012E	2013E
注射级肝素钠原料药	销售收入(万元)	18,176.64	36,818.85	33250.00	41600.00	54400.00
	增长(YOY)	111.56%	102.56%	-9.69%	25.11%	30.77%
	主营业务成本	11,531.26	27,098.67	23304.86	29131.07	38161.71
	增长(YOY)	96.83%	135.00%	-14.00%	25.00%	31.00%
	毛利(万元)	6645.38	9720.18	9945.14	12468.93	16238.29
	毛利率	36.56%	26.40%	29.91%	29.97%	29.85%
	销售价(元/亿单位)	25,078.60	45,440.60	35,000.00	32,000.00	32,000.00
	销量(亿单位)	7,247.90	8,102.60	9,500.00	13,000.00	17,000.00
非注射级肝素钠原料药	销售收入(万元)	1,663.89	3,714.63	3520.00	4160.00	4800.00
	增长(YOY)	#DIV/0!	123.25%	-5.24%	18.18%	15.38%
	主营业务成本	1,455.57	2,859.89	2688.30	3145.31	3629.06
	增长(YOY)	#DIV/0!	96.48%	-6.00%	17.00%	15.38%
	毛利(万元)	208.32	854.74	831.70	1014.69	1170.94
	毛利率	12.52%	23.01%	23.63%	24.39%	24.39%
	销售价(元/亿单位)	19,740.30	38,532.50	32,000.00	32,000.00	32,000.00
	销量(亿单位)	842.90	964.00	1,100.00	1,300.00	1,500.00
低分子量肝素钙注射液	销售收入(万元)	2994.57	5,161.17	8540.00	10980.00	14030.00
	增长(YOY)	69.72%	72.35%	65.47%	28.57%	27.78%
	主营业务成本	1,983.90	3,437.86	4709.86	6028.62	7698.55
	增长(YOY)	79.02%	73.29%	37.00%	28.00%	27.70%
	毛利(万元)	1010.67	1723.31	3830.14	4951.38	6331.45
	毛利率	33.75%	33.39%	44.85%	45.09%	45.13%
	销售价(元/支)	11.80	12.20	12.20	12.20	12.20
	销量(万支)	252.70	421.70	700.00	900.00	1,150.00
肝素钠注射液	销售收入(万元)	314.38	77.22	456.00	2250.00	2960.00
	增长(YOY)	97.52%	-75.44%	490.52%	393.42%	31.56%
	主营业务成本	270.27	53.73	306.26	1509.86	1986.37
	增长(YOY)	98.54%	-80.12%	470.00%	393.00%	31.56%
	毛利(万元)	44.11	23.49	149.74	740.14	973.63
	毛利率	14.03%	30.42%	32.84%	32.90%	32.89%
	销售价(元/支)	2.50	7.70	7.60	7.50	7.40
	销量(万支)	124.80	10.00	60.00	300.00	400.00
其他	销售收入(万元)	938.05	882.45	1588.41	2382.62	3573.92
	增长(YOY)	201.48%	-5.93%	80.00%	50.00%	50.00%
	主营业务成本	846.87	741.43	1260.44	1890.66	2835.99
	增长(YOY)	191.88%	-12.45%	70.00%	50.00%	50.00%
	毛利(万元)	91.18	141.02	327.97	491.96	737.94
	毛利率	9.72%	15.98%	20.65%	20.65%	20.65%
合计	营业收入	25,375.35	46,671.80	47,354.41	61,372.62	79,763.92
	增长(YOY)	128.94%	83.93%	1.46%	29.60%	29.97%
	营业成本	17,790.17	34,189.99	32,269.72	41,705.52	54,311.67
	增长(YOY)	130.72%	92.18%	-5.62%	29.24%	30.23%
	毛利	7,585.18	12,481.80	15,084.69	19,667.09	25,452.25
	增长(YOY)	124.85%	64.56%	20.85%	30.38%	29.42%
	综合毛利率	29.89%	26.74%	31.85%	32.05%	31.91%

资料来源：宏源证券

图 2：财务报表预测

资产负债表	2010	2011E	2012E	2013E	利润表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
	货币资金	92	781	744	698	营业收入	467	474	614
应收票据	5	21	25	33	营业成本	342	323	417	543
应收账款	36	27	34	45	营业税金及附加	1	1	1	2
预付款项	7	32	66	109	销售费用	11	16	20	26
其他应收款	33	22	29	38	管理费用	33	35	46	60
存货	150	212	274	357	财务费用	12	7	3	3
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0
固定资产	46	52	62	72	汇兑收益	0	0	0	0
在建工程	4	12	16	18	营业利润	67	92	126	163
工程物资	0	0	0	0	营业外收支净额	2	1	1	1
无形资产	57	58	58	58	税前利润	70	92	127	164
长期待摊费用	0	0	0	0	减：所得税	9	14	19	25
资产总计	431	1219	1310	1429	净利润	60	78	108	139
短期借款	174	140	140	140	减：少数股东损益	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	60	78	108	139
应付账款	11	4	6	7	基本每股收益	0.74	0.73	1.00	1.29
预收款项	3	7	11	16	稀释每股收益	0.74	0.73	1.00	1.29
应付职工薪酬	1	1	1	1	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
应交税费	3	7	11	16	成长性				
其他应付款	4	5	5	6	营收增长率	83.9%	1.5%	29.6%	30.0%
其他流动负债	0	0	0	0	EBIT增长率	57.0%	22.8%	30.8%	29.1%
长期借款	0	50	50	50	净利润增长率	65.5%	30.3%	37.2%	29.2%
负债合计	211	228	239	251	盈利性				
股东权益合计	219	990	1071	1178	销售毛利率	26.7%	31.9%	32.0%	31.9%
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	销售净利率	12.9%	16.6%	17.5%	17.4%
净利润	60	78	108	139	ROE	27.4%	7.9%	10.1%	11.8%
折旧与摊销销	5	7	8	9	ROIC	17.6%	7.1%	8.7%	10.4%
经营活动现金流	23	11	15	11	估值倍数				
投资活动现金流	-111	-22	-22	-22	PE	22.4	22.9	16.7	12.9
融资活动现金流	152	701	-30	-36	P/S	2.9	3.8	2.9	2.3
现金净变动	64	689	-37	-47	P/B	6.14	1.82	1.68	1.53
期初现金余额	28	92	781	744	股息收益率	0.0%	1.5%	1.8%	2.4%
期末现金余额	92	781	744	698	EV/EBITDA	16.7	11.4	9.1	7.3

资料来源：宏源证券

分析师简介:

孙伟娜: 宏源证券研究所医药行业研究员, 清华大学工学博士, 3年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司: 贵州百灵、汉森制药、天士力、同仁堂、昆明制药、佐力药业、红日药业、康缘药业、千红制药、爱尔眼科等。

机构销售团队

华北区域	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	王艺 010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内公司的股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。