

日期: 2014年2月27日

行业: 原料药



张凤展
021-53519888-1932
zhangfengzhan@shzq.com
执业证书编号: S0870511030001

业绩拐点已现

投资摘要

估值与投资建议

由于受到上游原材料涨价、固定资产折旧增加以及综合管理成本上升等因素影响的影响,公司2013年业绩下滑严重,我们认为2013年度将是公司业绩低点,2014年将全面好转,主要基于以下2点原因:1、激素行业受到原材料价格上涨的影响已经造成多数企业亏损,小企业的退出使行业龙头有机会扩大市场占有率,2013年下半年开始原材料价格开始大幅回落,从而公司的毛利率会有所改善。2、公司推出的新产品赛米司酮,以及切入哮喘吸入剂业务将打开公司另一增长极。

核心假设或逻辑

盈利预测主要假设:根据我们分析,我们认为随着原材料价格的下跌,公司皮质激素业务在2014年将有所恢复,增速恢复至正常水平10%左右,毛利率水平也将有较好改善,恢复至20%的水平。妇科产品在新产品的推动及行业自身的发展,我们预计维持目前30%左右的增速,毛利率水平较2013年有所回升。麻醉及肌松产品维持目前增速,毛利率维持不变。

预测2013年-2015年公司的EPS为:0.18、0.40、0.55元,净利润同比增长分别为:-48.85%、122%、36%。

核心假设或逻辑的主要风险

- 第一,皮质激素行业持续低迷,原材料价格大幅波动
- 第二,公司新产品不受认可,产品推广困难

数据预测与估值

至12月31日(¥.百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1992.19	2315.05	2832.70	3416.43
年增长率	17.94%	16.21%	22.36%	20.61%
归属于母公司的净利润	120.56	61.66	137.20	186.51
年增长率	-9.27%	-48.85%	122.50%	35.94%
每股收益(元)	0.353	0.181	0.402	0.546
PER(X)	43.41	84.88	38.15	28.06

注:按最新股本34140万股计算

基本数据 (2013A)

报告日股价(元)	15.33
12mth A股价格区间(元)	10.68/15.33
总股本(百万股)	34140
无限售A股/总股本	88%
流通市值(亿元)	46
每股净资产(元)	3.38
PBR(X)	4.55

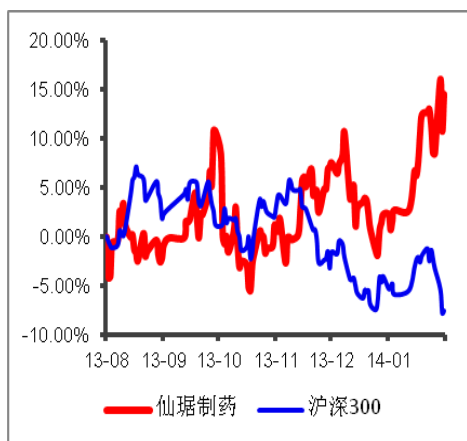
主要股东 (2013Q3)

仙居县国有资产投资集团公司	21.5%
金敬德	10.4%
浙江医药股份有限公司	6.7%

收入结构 (2013Q2)

皮质激素	38%
妇科及计生	30%
麻醉肌松	6%

最近6个月股价与沪深300指数比较



报告编号: ZFZ14-CR01

首次报告日期: 2014年2月27日

相关报告:

目 录

一、公司简介.....	3
二、行业分析.....	4
2.1 甾体药物产业结构分析.....	4
2.1.1 甾体药物产业链分析.....	4
2.1.2 技术工艺.....	4
2.1.3 竞争结构.....	5
2.2 甾体药物价格走势.....	6
三、公司分析.....	7
3.1 公司发展历史及股权结构.....	7
3.2 公司主营业务分析.....	8
四、盈利预测及估值定价分析.....	13
五、投资建议.....	14

表目录

表 1 上市公司甾体药物比较.....	6
表 2 公司业务结构.....	11
表 3 研发支出.....	12
表 4 新药申请信息.....	12
表 5 数据预测与估值.....	14
表 6 财务和估值数据.....	15

图目录

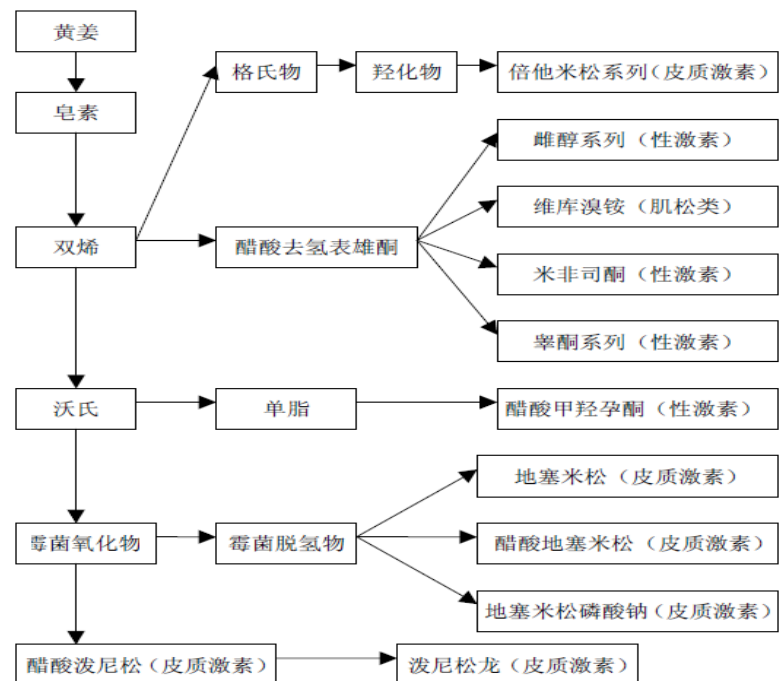
图 1 公司产品链.....	3
图 2 皂素、双烯价格走势.....	7
图 3 部分激素类原料药价格走势.....	7
图 4 公司股权结构.....	8

一、公司简介

公司主营甾体原料药和制剂生产与销售，甾体激素产品主要覆盖妇科、生殖科和麻醉肌松科，尤其在妇科和生殖科，产品种类多，市场生命期长，细分市场小，多数产品属于医院和 OTC 双跨产品，公司主要产品分为皮质激素类药物、性激素类药物和麻醉与肌松类药物三大类，是国内规模最大、品种最为齐全的甾体药物龙头企业。

公司主导产品都来自对双烯进行加工产生的各种中间体。公司遵循产品链开发的原则，由化工基础原料双烯出发，经过系列反应，分别衍生出维库溴铵（麻醉）、米非司酮（性激素）、醋酸甲羟孕酮（性激素）、地塞米松系列（皮质激素）、倍他米松系列（皮质激素）、泼尼松系列（皮质激素）等系列产品。

图 1 公司产品链



数据来源：公司公告 上海证券研究所

二、行业分析

2.1 甾体药物产业结构分析

2.1.1 甾体药物产业链分析

甾体激素类药物生产过程为：皂素--中间体（如双烯、黄体酮、沃氏氧化物等）--甾体激素原料药--激素成药。由于中间体及甾体激素原料药生产工艺复杂、技术含量高、生产周期长（平均生产周期6个月）、投资大、风险大，致使中间体和原料药生产企业较少。

我国甾体药物产业链条两头大中间细，皂素生产厂家竞争激烈。目前国内皂素生产企业达150多家，甾体激素药物成药企业也有150多家，而甾体激素中间体生产企业只有十几家，产业链条呈现两头大、中间细的状况。特别是原料药企业，既可控制皂素价格，又可控制原料药价格，因此在很大程度上，皂素的价格要受到原料药企业的操纵。同时，皂素生产企业在皂素市场供大于求的情况下，为了加强营销，减少产品积压，也主动降价销售。

2.1.2 技术工艺

目前全世界用于制取甾体药物的原料有三大类：一是薯蓣皂素，从薯蓣科植物提取，主要是我国的黄姜和墨西哥的小穗花薯蓣；二是剑麻皂素、番麻皂素，从剑麻和番麻提取；三是豆甾醇、谷甾醇等植物甾醇，从制糖、食用油精炼等产生的工业废料中提取。

从目前技术水平来看，黄姜将在未来相当长的一段时间仍是生产甾体药物的主要原料。薯蓣皂素因分子结构复杂，在目前的技术水平下，很难进行人工合成，只能依靠从植物中提取。提取甾体药物原料的植物主要是我国的黄姜和墨西哥的小穗花薯蓣，而最适合的植物是黄姜。黄姜对生长条件要求十分严格，种植地域性较强，我国只能在湖北、陕西、河南等地种植，黄姜不仅生产周期需三年左右，而且在提取薯蓣皂素的过程中会产生严重的环境污染，随着我国环保意识的不断提高，近年来，国家加大了对皂素生产企业的环保监管力度，淘汰了部分中小皂素生产企业，皂素供给趋紧，致使皂素价格自2007年以来持续上涨，已由2007年初的每吨13万元上涨至2013年每吨100万元左右，不过由于伴随新黄姜的上市以及新工艺路线的替代，皂素价格已经大幅下挫。

其次，第二类原料——剑麻皂素和番麻皂素在结构上和薯蓣皂素十分接近，在生产甾体药物时许多合成方法可以套用，可以部分替代薯蓣皂素。但是剑麻皂素和番麻皂素的分子结构特殊，目前针

对该原料进行深加工的工艺不成熟，后续大部分产品的合成路线无法延续，使产品链难以延伸。

第三类原料——从食用油废渣等工业废弃物中提取的植物甾醇。大豆油副产物经发酵生成的 4-雄烯二酮 (4-AD)，不仅原料来源丰富易得、成本仅为双烯醇酮醋酸酯的一半左右，而且避免了铬污染。目前，仙琚制药和天药股份是同时拥有利用皂素和雄烯二酮两种起始原料合成皮质激素类药物技术的专业企业，虽然部分产品生产实现了植物甾醇路线的完全替代，但主要产品的原材料仍为皂素。

2.1.3 竞争结构

国外主要皮质激素类原料药生产厂家主要为少数大型跨国制药公司，包括美国辉瑞公司 (Pfizer Pharmaceuticals)、法国赛诺菲—安万特公司 (Sanofi-Aventis) 和英国葛兰素史克公司 (GlaxoSmithKline plc) 等。由于环保成本上升及我国具有原材料优势等多种因素，全球甾体药物生产出现了产业转移的趋势，我国已逐步成为世界甾体药物原料药生产中心。目前，我国甾体药物年产量占世界总产量的 1/3 左右，皮质激素原料药生产能力和实际产量均居世界第一位。

目前，我国甾体激素的生产规模、工艺以及产品质量总体上已接近世界先进水平，但在微生物转化技术和优良菌种的选育等关键生产技术方面与国外先进厂家存在差距，新产品的研发能力也不足。从产品结构来看，我国甾体药物产业与国外先进水平差距还较大。由于科研开发能力相对滞后，国内生产的品种只有 40 余种，仅占全球的 14%，且大多为中低档产品。根据中国化学制药工业协会《中国化学制药工业年度发展报告》的统计结果，2010 年我国甾体激素类原料药总产量为 373.65 吨，其中皮质激素类原料药总产量为 286.74 吨，同比增长 14.38%，最近三年平均增长率为 12.09%；甾体激素类原料药出口量为 193.20 吨，其中皮质激素类原料药出口量为 131.33 吨，同比增长 12.63%。

甾体药物行业的产品特点和行业管理的特殊要求使得行业进入门槛高，行业内产业集中度较高。国内主要皮质激素类原料药生产厂家主要有天津天药药业股份有限公司、浙江仙琚制药股份有限公司、北京紫竹药业有限公司上海新华联制药有限公司、河南利华制药有限公司和山东新华制药股份有限公司等，在技术水平、生产规模和市场地位等方面，天药股份领先于国内同行业生产厂家。

天药股份为国内上市公司，主要产品为皮质激素原料药，制剂产品的比重低，不从事性激素类等其它甾体药物的生产销售，产品

出口比重大。公司 2012 年皮质激素类原料药产量已达到 163.4 吨，成为亚洲规模最大的皮质激素类药物专业化生产、科研和出口基地，

上海华联和北京紫竹都主要从事计生药物的生产销售。两公司与仙居药业在计生药品方面的市场份额都非常接近，北京紫竹制剂产品的市场份额略大，但本司在其它性激素类药物的研制和开发方面保持领先地位。

河南利华也是皮质激素类原料药专业生产厂家，主要产品有泼尼松系列和倍他米松系列，规模较小。

远大医药子公司江苏远大仙乐 2013 年新总投资 5 亿元，新上年产 150 吨甾体激素原料药和高端品种的制剂项目。项目建成后，90% 以上原料药产品出口欧美和东南亚，年可实现销售收入 15 亿元、税收 8000 万元。

表 1 上市公司甾体药物比较

公司名称	业务说明	销售收入		增长率		毛利率	
		2013H	2012	2013H	2012	2013H	2012
天药股份	皮质激素原料药	49859	98893	0.00%	10.97%	18.73%	20.63%
人福药业	子公司葛店人福，主要生产计生用药及甾体类药物	25098	40041				
远大医药	部分甾体业务	13321	20467	33.50%	10.00%		
	皮质激素	41122	81576	-1.16%	15.35%	22.95%	26.81%
仙居制药	妇科	32281	57696	28.18%	19.87%	57.66%	59.03%
	麻醉	7069	13321	28.31%	14.66%	80.25%	86.88%

数据来源：公司公告 上海证券研究所

2.2 甾体药物价格走势

原材料价格下跌

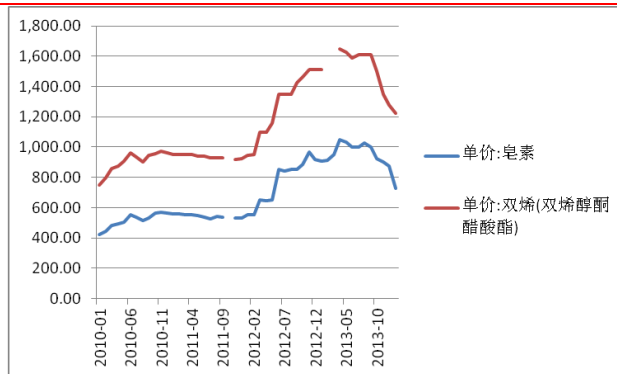
据健康网监测显示，2013 年 10 月激素中间体皂素，双烯价格从高位开始下跌，目前最新价格皂素在 68-70 万元/吨；双烯 118-120 万元/吨；雄烯二酮 800-850 元/kg；去氢表雄酮 2000 元/kg 左右。市场需求较弱，与客户谈判压力比较大。皂素、双烯价格下跌主要有以下几个原因：1、皂素、双烯主要是前期价高造成的；2、替代效应。生物发酵雄烯二酮受新工艺突破，新厂家上马投产增加、此产品推广加大影响，也是造成皂素，双烯产品价格降的原因。3、新技术。华东师大科研助力建成我国首条 DHEA 新工艺生产线，实现了甾体药物关键中间体 DHEA（去氢表雄酮）合成新工艺技术难关的突破，在国内率先研发成功具有生产价值的 DHEA 生产新工艺，在工厂建成的国内首条年产 100 吨 DHEA 全新工艺生产线也已顺利建

成并投产。新工艺采用的原料为大豆油副产物经发酵生成的 4-雄烯二酮 (4-AD)，不仅原料来源丰富易得、成本仅为双烯醇酮醋酸酯的一半左右，而且避免了铬污染。据了解，国内首条产量 100 吨/年的 DHEA 全新工艺生产线已于 2013 年 7 月在浙江仙琚君业药业公司顺利建成投产，该生产线年产值将超过 2 亿元人民币。另一条产量 300 吨/年的 DHEA 全新工艺生产线目前正在建设之中，预计 2014 年将建成并投产。

甾体原料药大宗产品价格下降，高值激素价格或有提升

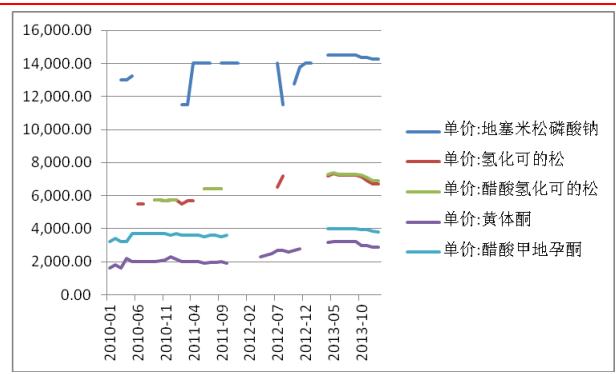
激素类原料药各厂家价格比较乱，九期大产品像黄体酮、地塞米松系列、氢化可的松系列、泼尼松系列等，价格降幅已非常明显，而高值的激素产品降幅不大，且有提价趋势。

图 2 皂素、双烯价格走势图



数据来源: wind 上海证券研究所

图 3 部分激素类原料药价格走势图

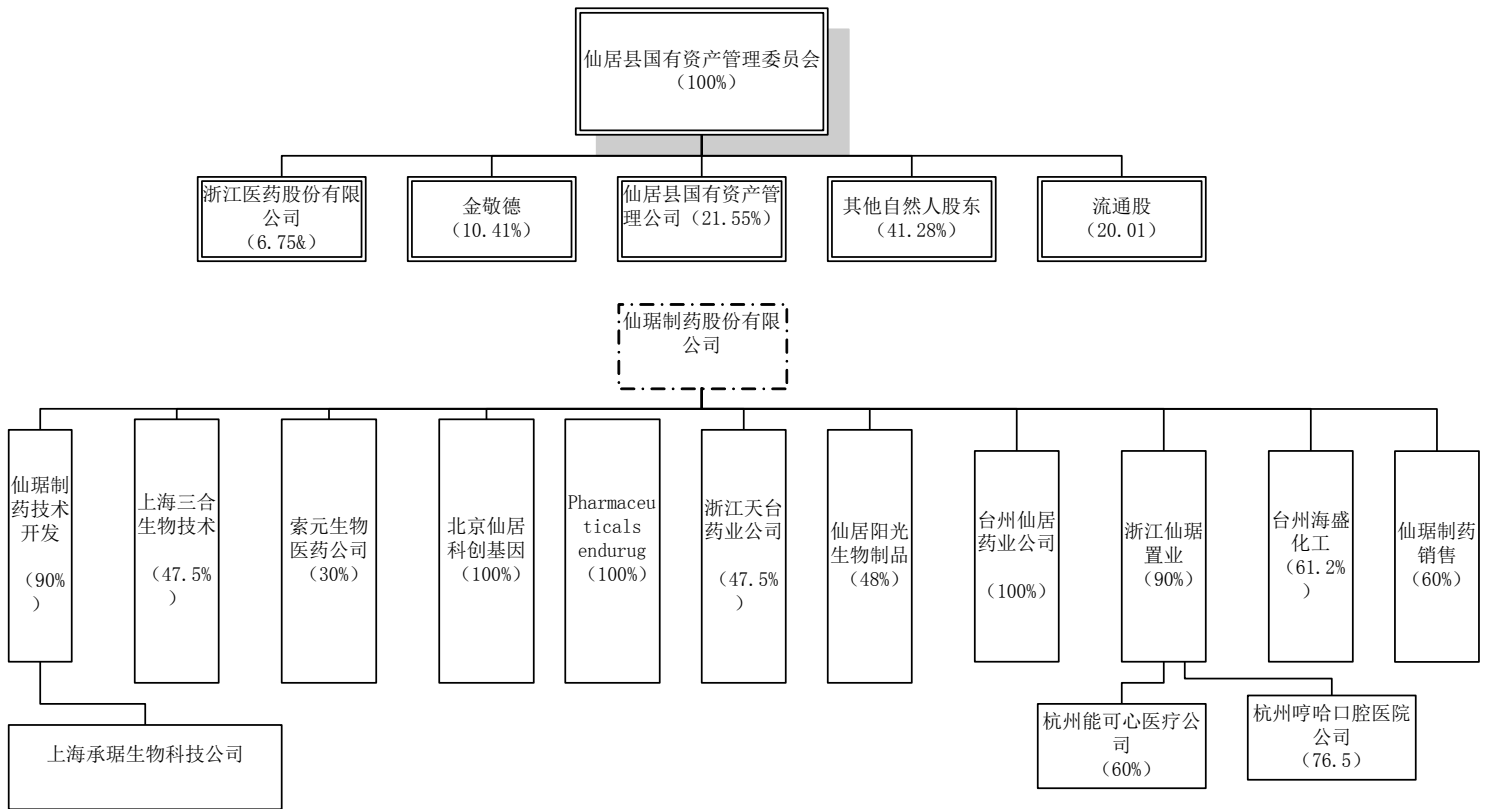


数据来源: wind 上海证券研究所

三、公司分析

3.1 公司发展历史及股权结构

图 4 公司股权结构



数据来源：公司公告 上海证券研究所

3.2 公司主营业务分析

公司主营甾体原料药和制剂生产与销售，主要产品分为皮质激素类药物、性激素类药物和麻醉与肌松类药物三大类，是国内规模最大、品种最为齐全的甾体药物龙头企业。就甾体药物原料药的一大类别——皮质激素原料药而言，公司的市场份额仅次于天津天药业股份有限公司居第二位。从单个产品而言，公司大部分主导产品的市场占有率居业内第一或第二的位置，并且多年来保持稳定。

(1) 皮质激素药物

皮质激素类原料药为公司的主要产品类别之一。皮质激素类药物在公司营业收入构成中占比最大，皮质激素类原料药的销售收入占公司主营业务收入总额的比例 2013H 约占 37.77%，由于皮质激素药物收入增速的放缓，皮质激素原料药收入占比逐年下降。2013 年上半年皮质激素收入同比增长-1.16%，同时毛利率也大幅下降，2013H 毛利率较 2012 年度下降 3.94 个百分点。皮质激素类药物的收入和毛利率双降和原材料价格（双烯）大幅上涨有关。12 年公司采购双烯约 350 吨，均成本 120-130 万/吨，原料药整体盈亏平衡。近期双烯价格从高位下跌（30%），一定程度上缓解了成本压力。目前

双烯最新价格 118-120 万元/吨。预计 2014 年，皮质激素药物经营会有一定恢复。

(2) 妇科及计生用药

在妇科用药产品布局广，扎根深，研发储备多，2012 年公司妇科及计生用药实现销售收入 5.7 亿，销售占比近 30%。公司的妇科及计生用药增长良好，2013 年上半年公司的妇科及计生用药同比增长 28.18%。

公司在 OTC 业务方面主要采取低投入的终端拦截方式，除了目前的紧急避孕药米非司酮(后定诺)之外，增长主要来源于公司的营销重点品种“左炔诺孕酮肠溶胶囊”。紧急避孕市场容量大，公司有成熟营销网络，左炔类是主流品种，公司产品是新剂型，与同类产品相比，副作用较小。

医院方面，益玛欣(黄体酮胶囊)增长势头良好，黄体酮定位保胎安胎，空间明确；胶囊产品较注射剂型具有使用便利及价格空间优势，几个竞争对手并不强势。黄体酮胶囊剂型连续多年市场份额在 70%~80%。雅培 (Abbott) 公司 Prometrium 胶囊在美国每年的销售额约为 1.97 亿美元。仙琚益玛欣黄体酮胶囊市场第一品牌，2012 年前三季度市场份额在 44%。12 年黄体酮胶囊实现 770 万盒 (+40%) 的销售，终端价为 38 元每盒，预计该产品未来 2-3 年有望实现 30% 左右的复合增长。

另外 2013 年 4 月公司抗早孕化学类一类新药“赛米司酮片”报批生产，该新药属于妇科计生用药一类，用途和米非司酮类似，主要用于药物流产，它克服目前临床上药物流产广泛使用的“米非司酮”存在的不足，如流产不完全、出血量大等。

(3) 麻醉及肌松用药

公司主要的麻醉及肌松产品是注射用维库溴铵 (仙林) 和罗库溴铵及顺阿曲库铵等品种，主要用于麻醉前诱导肌肉松弛，不按麻醉精药品管控。

公司 2012 年麻醉及肌松用药销售收入为 1.3 亿，同比增长 14.66%，2013 年上半年收入增速提高，同比 28.31%，毛利率水平为 80%。

维库溴铵制剂自 1999 年推向市场后，成功取代进口产品，是国内肌松用药的主导产品。2008 年公司推出罗库溴铵，是新一代的肌松用药，其起效快、持续时间较长、安全性高，近两年在肌松用药市场份额上升很快。全球范围内罗库溴铵与顺阿曲库铵市场份额相当，对维库溴铵的替代趋势较为明显；国内顺阿受益于恒瑞强劲的推广实力在市场份额及增速上均遥遥领先于罗库。

甲磺酸罗哌卡因在 2012 年投放市场，是新一代长效局麻药，主要用于无痛分娩。

(4) 其他:

抗哮喘吸入剂

公司的抗哮喘吸入剂产品已经形成3个品种的布局, 储备了噻托溴铵粉雾剂、环索奈德气雾剂及糠酸莫米松鼻喷剂三个品种。噻托溴铵粉雾剂国内第二家获批, 糠酸莫米松鼻雾剂、环索奈德气雾剂均为国内首仿。

近年来, 在全球生态环境变化的影响下, 多种过敏性反应疾病呈现出不断增长的趋势, 导致了冬春季节性咳嗽、哮喘的发生; 而受烟草、职业性粉尘和污染物的危害慢性阻塞性肺部疾病的发生率有增无减。但从另一方面看, 随着呼吸道疾病联合疗法的推进, 以及肾上腺皮质激素和炎性介质拮抗剂等药物的普及应用, 使许多危重患者的病情得到了治疗和缓解。同时也完善了这一类药物的产品结构, 推动了市场的发展。

慢性阻塞性肺疾病(简称“慢阻肺”或“COPD”), 在国内, 由钟南山院士主持的一项流行病学调查结果显示, 目前中国 COPD 的总体患病率为 8.2%, 其中男性患病率为 12.4%, 女性患病率为 5.1%。COPD 患者在中国已超过 4000 万, 预计在 2003~2033 年期间, 中国将会有 6500 万人死于 COPD。

抗哮喘吸入剂国内市场正处于培育期, 增长迅猛, 外资占绝对主导。2005-2011 年, 样本医院抗哮喘吸入剂市场从 1.59 亿增长到 7.68 亿, 复合增长率 30.0%, 国内抗哮喘吸入剂市场外资高度垄断, WELLCOME, GSK, 阿斯特拉, BI、葛兰素和先灵葆雅合计占有 96.9% 的市场份额。

噻托溴铵是由勃林格殷格翰公司研发长效吸入型抗胆碱能药物, 是首只每日 1 次用药就能提供显著、持久的肺功能改善的吸入治疗药物。噻托溴铵可对 COPD 临床进程产生积极的影响, 从而有助于改善患者的生活状态, 受到了患者的广泛欢迎, 因此成为全球处方量第一的 COPD 治疗药。2012 年全球医药市场预测机构 EvaluatePharma 对销售前 15 位的药品做的估计, 思力华(噻托溴铵)的销售收入达到 44.9 亿美元。在市场需求的带动下, 全球吸入制剂药物市场份额已占据了呼吸系统药物 80% 的份额。

抗哮喘吸入剂国内市场正处于培育期, 增长迅猛, 外资占绝对主导。仙琚在该领域已走在国内企业的前列, 长期来看吸入剂潜力较大, 但是公司的吸入剂能形成规模销售还需要时间。

表 2 公司业务结构

报告期	2013 中报	2012 年报	2011 年报	2010 年报	2009 年报	2008 年报
皮质激素						
收入	41122.82	81576.2	70718.34	66092.96	57011.64	48779.15
毛利率(%)	22.95	26.81	27.84	33.21	37.69	32.86
增长率	-1.16%	15.35%	7.00%	15.93%	16.88%	12.61%
收入占比	37.77%	41.71%	43.20%	45.74%	45.02%	44.13%
妇科及计生用药						
收入	32281.8	57696.89	48132.33	40882.02	34708.5	30045.04
毛利率(%)	57.66	59.02	58.89	59.93	60.34	58.79
增长率	28.18%	19.87%	17.73%	17.79%	15.52%	25.02%
收入占比	29.65%	29.50%	29.40%	28.29%	27.41%	27.18%
麻醉及肌松用药						
收入	7069.52	13321.08	11618.06	7658.64	7899.63	6014.97
毛利率(%)	80.25	86.88	81.49	85.25	76.47	91.61
增长率	28.31%	14.66%	51.70%	-3.05%	31.33%	-5.56%
收入占比	6.49%	6.81%	7.10%	5.30%	6.24%	5.44%
其他						
收入	28406.52	42981.82	33240.85	29870.66	27022.99	25683.78
毛利率(%)	14.94	22.09	25.85	11.99	15.96	15.26
增长率	43.85%	29.30%	11.28%	10.54%	5.21%	15.58%
收入占比	26.09%	21.98%	20.30%	20.67%	21.34%	23.24%
收入合计	108880.66	195575.99	163709.58	144504.28	126642.76	110522.94
增长率	18.29%	19.47%	13.29%	14.10%	14.59%	15.20%
毛利率	34.86%	39.67%	40.22%	38.27%	41.82%	38.55%

数据来源: wind 上海证券研究所

研发

仙琚制药研发投入持续, 每年本部研发投入占销售收入比例在 3% 左右, 根据公司战略规划, 公司的新产品以妇科系列、生殖健康系列、麻醉肌松系列等产品研发为重点。2012 年取得了环索耐德及其气雾剂等 5 个新药批件。药品注册上报 8 个品种, 14 个品规。开展临床研究 12 项, 完成 3 个临床项目研究, 完成 17 项科技项目申报, 完成 16 个技术创新课题。获得 3 项国家知识产权局发明专利授权证书, 4 项专利申请获得受理。

表 3 研发支出

项目	2012 年	2011 年	2010 年
研发支出	6002.81	4918.7	4825.16
营业收入	199,219.15	168,920.96	150,098.09
占营业收入比例	3.01%	2.91%	3.21%

数据来源：公司公告 上海证券

表 4 新药申请信息

受理号	药品名称	药品类型	申请类型	注册分类	办理日期	办理状态
CXHS1300202	丙酸倍氯米松水 溶鼻喷雾剂	化药	新药试 生产	5	2013-12-17	在审批
CXHS1200345	赛米司酮片	化药	新药试 生产	1.1	2013-4-7	在审评
CXHS1200344	赛米司酮片	化药	新药试 生产	1.1	2013-4-7	在审评
CXHS1200343	赛米司酮片	化药	新药试 生产	1.1	2013-4-7	在审评
CXHS1200342	赛米司酮	化药	新药试 生产	1.1	2013-4-7	在审评
CXHL1200025	糠酸莫米松吸入 粉雾剂	化药	新药临 床	3.1	2012-5-28	在审评
CXHL1200024	糠酸莫米松吸入 粉雾剂	化药	新药临 床	3.1	2012-5-28	在审评
CXHL1100035	盐酸布比卡因葡 萄糖注射液	化药	新药试 生产	3.2	2011-5-3	在审评
CXHL1100035	盐酸布比卡因葡 萄糖注射液	化药	新药临 床	3.2	2011-5-3	在审评
CXHL1000644	醋酸优力司特片	化药	新药临 床	3.1	2011-3-23	在审评
CXHL1000643	醋酸优力司特	化药	新药临 床	3.1	2011-3-23	在审评
CXHL1000633	地夫可特片	化药	新药临 床	3.1	2011-3-23	在审评
CXHS0900212	苦参碱阴道凝胶	化药	新药试 生产	5	2010-4-7	在审评
CXHL0900462	左炔诺孕酮炔雌 醇片	化药	新药临 床	3.2	2010-3-22	在审评
CXHS0900017	环索奈德	化药	新药试 生产	3.1	2009-3-17	在审评
CXHS0900018	环索奈德气雾剂	化药	新药试 生产	3.1	2009-3-17	在审评

CXHS0900019	环索奈德气雾剂	化药	新药试生产	3.1	2009-3-17	在审评
CXHS0900020	环索奈德气雾剂	化药	新药试生产	3.1	2009-3-17	在审评
CXHL0800612	依普利酮	化药	新药临床	3.1	2009-2-17	在审评
CXHL0800613	依普利酮片	化药	新药临床	3.1	2009-2-17	在审评
CXHL0800614	依普利酮片	化药	新药临床	3.1	2009-2-17	在审评
CXHL0800279	注射用匹多莫德	化药	新药临床	3.3	2008-9-10	在审评
CXHL0800111	丙酸倍氯米松水 溶鼻喷雾剂	化药	新药临床	5	2008-6-6	在审评
CXHL0700055	米非司酮片	化药	新药临床	1.6	2008-3-24	在审评
CXHS0601451	克林霉素磷酸酯 阴道凝胶	化药	新药试生产	3.1	2008-3-18	在审评
CXHS0700152	噻托溴铵	化药	新药试生产	3.1	2008-3-17	在审评
CXHS0700153	噻托溴铵粉雾剂	化药	新药试生产	3.1	2008-3-17	在审评
CXHS0600675	注射用顺苯磺阿 曲库铵	化药	新药试生产	5	2008-2-3	在审评
CXHS0600674	顺苯磺阿曲库铵	化药	新药试生产	3.1	2008-2-3	在审评

数据来源：健康网 上海证券

四、盈利预测及估值定价分析

盈利预测主要假设：

根据我们分析，我们认为随着原材料价格的下跌，公司皮质激素业务在 2014 年将有所恢复，增速恢复至正常水平 10% 左右，毛利率水平也将有较好改善，恢复至 20% 的水平。

妇科产品在新产品的推动及行业自身的发展，我们预计维持目前 30% 左右的增速，毛利率水平较 2013 年有所回升。

麻醉及肌松产品维持目前增速，毛利率维持不变。

预测 2013 年-2015 年公司的 EPS 为：0.18、0.40、0.55 元，净利润同比增长分别为：-48.85%、122%、36%。

五、投资建议

由于受到上游原材料涨价、固定资产折旧增加以及综合管理成本上升等因素影响的影响，公司 2013 年业绩下滑严重，我们认为 2013 年度将是公司业绩低点，2014 年将全面好转，主要基于以下 2 点原因：

- 1、 激素行业受到原材料价格上涨的影响已经造成多数企业亏损，小企业的退出使行业龙头有机会扩大市场占有率，2013 年下半年开始原材料价格开始大幅回落，从而公司的毛利率会有所改善。
- 2、 公司推出的新产品赛米司酮，以及切入哮喘吸入剂业务将打开公司另一增长极。

表 5 数据预测与估值

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1992.19	2315.05	2832.70	3416.43
年增长率	17.94%	16.21%	22.36%	20.61%
归属于母公司的净利润	120.56	61.66	137.20	186.51
年增长率	-9.27%	-48.85%	122.50%	35.94%
每股收益(元)	0.353	0.181	0.402	0.546
PER (X)	43.41	84.88	38.15	28.06

注：按最新股本 34140 万股计算

表 6 财务和估值数据

单位:百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1500.98	1689.21	1992.19	2315.05	2832.70	3416.43
增长率(%)	17.57%	12.54%	17.94%	16.21%	22.36%	20.61%
归属母公司股东净利润	120.17	132.87	120.56	61.66	137.20	186.51
增长率(%)	35.26%	10.57%	-9.27%	-48.85%	122.50%	35.94%
每股收益(EPS)	0.352	0.389	0.353	0.181	0.402	0.546
每股股利(DPS)	0.300	0.350	0.220	0.143	0.318	0.432
每股经营现金流	0.469	0.446	0.109	0.289	0.505	0.579
销售毛利率	38.27%	40.22%	39.67%	32.98%	37.68%	38.35%
销售净利率	7.64%	7.82%	6.24%	2.71%	4.92%	5.54%
净资产收益率(ROE)	10.86%	11.87%	10.35%	5.24%	11.38%	14.98%
投入资本回报率(ROIC)	13.83%	12.89%	11.04%	4.08%	9.29%	11.44%
市盈率(P/E)	43.55	39.39	43.41	84.88	38.15	28.06
市净率(P/B)	4.73	4.68	4.49	4.44	4.34	4.20
股息率(分红/股价)	0.020	0.023	0.014	0.009	0.021	0.028

利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1500.98	1689.21	1992.19	2315.05	2832.70	3416.43
减: 营业成本	926.48	1009.79	1201.86	1551.50	1765.25	2106.20
营业税金及附加	9.85	9.23	9.97	11.58	14.17	17.09
营业费用	259.11	325.15	391.88	405.13	538.21	649.12
管理费用	139.76	162.93	188.93	231.51	283.27	341.64
财务费用	26.68	19.36	39.13	50.69	58.06	69.74
资产减值损失	8.05	10.29	11.83	10.06	10.06	10.06
加: 投资收益	17.46	11.10	11.65	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	16.00	0.16	0.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	148.51	163.56	160.25	70.58	163.84	222.73
加: 其他非经营损益	-0.82	3.72	-6.30	0.40	0.00	0.00
利润总额	147.69	167.28	153.95	70.98	163.84	222.73
减: 所得税	33.08	35.24	29.72	8.25	24.55	33.39
净利润	114.61	132.03	124.23	62.73	139.29	189.35
减: 少数股东损益	-5.55	-0.84	3.67	1.07	2.09	2.84
归属母公司股东净利润	120.17	132.87	120.56	61.66	137.20	186.51

资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	632.84	366.71	257.94	231.51	283.27	341.64
应收和预付款项	362.34	345.56	500.09	520.37	720.87	774.89
存货	265.03	421.88	465.40	546.19	604.77	768.49
其他流动资产	1.23	0.00	0.37	0.37	0.37	0.37
长期股权投资	48.82	45.80	108.42	108.42	108.42	108.42
投资性房地产	67.62	27.00	26.16	23.01	19.85	16.69
固定资产和在建工程	334.11	673.24	964.04	927.84	881.63	825.43
无形资产和开发支出	50.44	52.21	49.69	42.83	35.96	29.10

其他非流动资产	0.26	4.08	6.01	3.00	0.00	0.00
资产总计	1762.69	1936.47	2378.13	2403.53	2655.14	2865.03
短期借款	393.09	424.77	442.26	474.94	592.63	736.44
应付和预收款项	183.26	275.34	344.54	323.35	426.58	450.94
长期借款	65.00	65.00	78.10	78.10	78.10	78.10
其他负债	0.00	17.85	310.62	310.62	310.62	310.62
负债合计	641.35	782.96	1175.52	1187.00	1407.92	1576.09
股本	341.40	341.40	341.40	341.40	341.40	341.40
资本公积	582.65	582.25	582.25	582.25	582.25	582.25
留存收益	182.15	195.52	240.95	253.81	282.41	321.29
归属母公司股东权益	1106.19	1119.17	1164.60	1177.46	1206.06	1244.94
少数股东权益	15.15	34.34	38.01	39.07	41.16	44.00
股东权益合计	1121.34	1153.51	1202.61	1216.53	1247.22	1288.94
负债和股东权益合计	1762.69	1936.47	2378.13	2403.53	2655.14	2865.03
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	160.02	152.35	37.22	98.59	172.24	197.61
投资性现金净流量	-52.13	-274.51	-331.15	-83.66	-99.84	-99.84
筹资性现金净流量	-224.32	-124.95	165.65	-41.36	-20.64	-39.40
现金流量净额	-118.72	-249.03	-130.01	-26.44	51.76	58.37

数据来源: wind, 上海证券

分析师承诺

分析师 张凤展

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。