

7-ACA 放量推动业绩大幅增长

增持首次评级

目标价格：15 元

报告摘要:

- **业绩符合预期。**公司 2010 年实现营业总收入 44.73 亿元，较上年同比增长 21.44%，归属于上市公司股东的净利润 7.40 亿元，扣除非经常损益后的净利润为 7.22 亿元，分别同比增加 52.27% 和 90.07%，基本每股收益 0.56 元，加权平均 ROE 为 21.20%。
- **7-ACA 高景气推动业绩大幅增长。**业绩的大幅增长主要来自于焦作健康元 7-ACA 的产能释放的海滨制药美罗培南类的增长。海滨制药实现了净利润约为 1.92 亿元，同比增长 35%。而焦作健康元，销量随产能释放大幅增加，价格去年也处于高景气周期，实现净利润 3.93 亿元，同比增长 660%。
- **未来公司的增长极。**报告期内，公司保健品业务增长较慢，控股丽珠集团的净利润下降了 10%。未来公司增长仍来自于 7-ACA 及培南类制剂。7-ACA 价格短期下跌较快，长期看可能也进入下降通道，公司产量还有释放空间，将以量补价，增速将放缓，培南类抗生素作为新兴抗生素，有超广谱强效抗菌，市场前景很大，近几年将高速增长。
- **公司其他看点。**在做好现有业务的同时，公司也积极进军生物领域，研发单抗产品，虽然短期还无法贡献实际利润，但说明公司对未来趋势的把握和规划，对提升公司估值水平有一定作用。同时公司积极进行培南类产品出口的认证准备，有望成为公司未来的重要利润增长点。
- **盈利预测** 预计公司 2011~2013 年实现归属于母公司净利润 8.26 亿元、10.32 亿元、12.60 亿元，对应每股收益 0.63 元、0.78 元、0.96 元，目前股价对应 20X、16X、13X PE，估值较低。公司股权回购方案表明管理层对公司发展的信心和价值的定位。我们给予增持评级，目标价 15 元。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万)	3,683	4,473	5,278	6,086	6,968
增速	25%	21%	18%	15%	14%
营业成本 (百万)	1635	1906	2296	2529	2800
净利润 (百万)	486	740	826	1032	1260
增速	-	52%	12%	22%	23%
基本每股收益	0.4427	0.5617	0.6270	0.7823	0.9562

联系人

吴洋

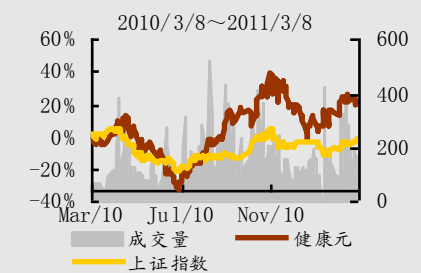
电话： 010-88085967

Email: wuyang@hysec.com

分析师

张延明 (S1180510120009)

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20101231	17827	非常集中
20100930	21496	非常集中
20100630	17263	非常集中

数据来源：港澳资讯

相关研究

宏源证券*行业策略*医药行业—紧跟政策,寻找确定性增长的个股 06.21

宏源证券*行业策略*医药行业—政策总体偏利好,行业增长无悬念 11.25

宏源证券*公司点评*哈药股份—资产注入提升估值水平 02.17

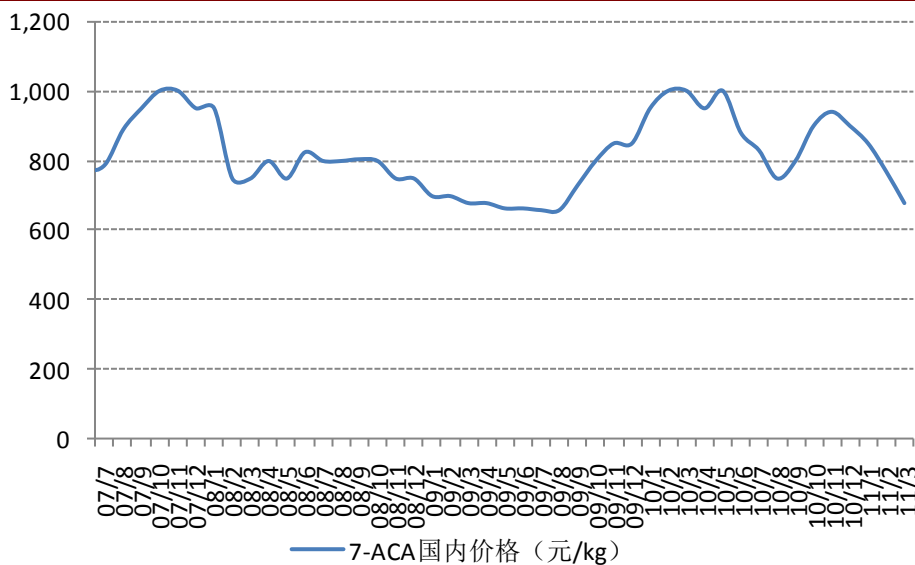
宏源证券*公司研究*上海凯宝—产能释放保证高增长,费用控制推动超预期 02.28

公司 2010 年实现营业总收入 44.73 亿元，较上年同比增长 21.44%，归属于上市公司股东的净利润 7.4 亿元，扣除非经常损益后的净利润为 7.22 亿元，分别同比增加 52.27%和 90.07%，基本每股收益 0.56 元，加权平均 ROE 为 21.20%。

业绩的大幅增长主要来自于海滨制药的美洛培南类、焦作健康元 7-ACA 产能。以美罗培南原料药及其制剂倍能为主的海滨制药继续占有美罗培南较高的市场占有率，实现了销售收入 6.77 亿元，实现净利润约为 1.92 亿元，同比增长 35%。而酶法生产 7-ACA 的焦作健康元，在 7-ACA 的高景气周期价格大涨的同时，产能上升，市场份额也大幅上升，推动业绩快速增长，销售收入 9.41 亿元，同比增长近 140%，净利润 3.93 亿元，同比增长 660%。报告期内，公司保健品及 OTC 业务实现销售收入 3.38 亿元，但增速不快，净利润约 0.80 亿元。本公司控股的丽珠集团实现营业收入 27.26 亿元，为本公司贡献净利润约 1.90 亿元，比 09 年下降了 10%。

我们认为公司自身主业未来 2-3 年内增长将主要来自于 7-ACA 业务及培南类抗生素业务，其中 7-ACA 是 10 年增长的最大驱动。焦作健康元 7-ACA 生产线扩产亦将在今年完成，预计还将投入约 1 亿元，从 10 年产量来看，7-ACA 已扩大到 150~160 吨/月左右，产能仍有较大的余量，预计 11 年销量的增速依然会很快；但价格方面则不好判断，短期看从高点下跌到 680 元/kg，中长期看随着国内厂商新产能的扩张，全年均价下降概率很大。焦作健康元公司前后投资 10 个亿，在工艺、质控、环保方面都处于同类公司中先进的水平，酶法生产的成熟度和成本也是业内领先。因此我们相信在下降周期中，公司在市场竞争中也具有一定的优势。

图 1: 7-ACA 国内价格走势



资料来源: 宏源证券

对于培南类产品，我们认为其增长的潜力很大。近两年来，我国培南类抗生素药物的年销售增长率高达 32.4%，居国内各抗感染药之首，未来 2 年这种势头还将保持。一方面国内居民收入、消费水平提高使用药水平逐渐升级，再一个耐药菌比例的增加，使得医院越来越倚重万古、培南的新型抗生素，虽然我国滥用抗生素的情形十分明显，可能也会影响到高端抗生素的市场，但受制于医疗体制、使用习惯等等复杂问题，短期内难有改观。而且培南类更多作为对付耐药菌的最后一道防线，受影响较小。海滨制药在培南类产品领域有很强的品牌知名度，

美罗培南的市场占有率领先。另外，公司投资 1.4 亿改造生产线，并着手进行 FDA 和 COS 的认证，进入欧美正规市场。预计 11 年原料药有望拿到 DMF，12 年制剂将会有突破。欧美市场历来附加值高，将有望成为公司未来的重要利润增长点。

保健品业务发展平稳，公司仍然依靠太太口服液、静心口服液、鹰牌花旗参等几个产品，由于保健品市场日趋竞争激烈，公司这块并不会作为战略性业务重点投入，预计将保持平稳增长。

公司同丽珠集团合作成立生物制药公司，计划发展单抗。这显示了公司对于医药行业未来趋势的把握和公司业务不断升级的正确规划。目前，公司已经有一定的人才储备，还会引进大量的人才。但这块业务技术难度大，目前离形成产品、实际贡献利润还有很大的距离。

预计公司 2011~2013 年实现归属于母公司净利润 8.26 亿元、10.32 亿元、12.60 亿元，对应每股收益 0.63 元、0.78 元、0.96 元，目前股价对应 20X、16X、13X PE，估值较低。公司股权回购方案表明管理层对公司发展的信心和价值的定位。我们给予增持评级，目标价 15 元。

联系人简介:

吴 洋: 宏源证券医药行业分析师, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2年医药行业研究经历。

主要研究覆盖公司: 上海凯宝、信立泰、华海药业、华润三九、哈药股份、达安基因、天目药业、亚太药业、新和成等

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@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个月内的公司股价(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。