

买入 维持

上海凯宝 (300039)

2010 年 11 月 15 日

股票价格

20101112 收盘价	46.99 元
6 个月内目标价	56 元
52 周内股价波动	24.97-57.54 元

主要估值指标

	2010E	2011E	2012E
市盈率	75.00	55.29	33.55
市净率	4.49	2.15	2.02
PEG	1.28	0.94	0.57
EV/EBITDA	60.20	28.75	17.16

股本结构

总股本 (万股)	17536.00
流通 A 股 (万股)	2740.00
B 股/H 股 (万股)	0.00/0.00

相关研究

医药行业分析师

江维娜

SAC 执业证书编号:

S0850210040012

电话: 021-23219610

Email: jiangwn@htsec.com

联系人

刘宇

电话: 021-23219608

Email: liuy4986@htsec.com

联系人

刘杰

电话: 021-23219269

Email: liuj5068@htsec.com

产能释放驱动业绩持续增长

公司主导产品痰热清注射液系清热解毒类中药注射剂, 具有高达 22% 的市场占有率, 产品供不应求, 目前已覆盖 2000 多家二级以上医院, 随着募投产能的释放, 将驱动业绩持续增长。

主要财务数据及预测

	2009	2010E	2011E	2012E
净利润增长率 (%)	19.10	117.02	64.80	40.38
毛利率 (%)	82.94	83.77	84.59	84.44
净资产收益率 (%)	10.79	5.99	6.22	8.12
每股经营性现金流 (元)	0.48	0.45	1.01	1.71
每股收益 (元)	0.63	0.85	1.40	1.97

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

- **主营痰热清注射液。**公司主导产品为痰热清注射液, 属于清热解毒类中药注射剂, 可用于急性支气管炎、急性肺炎 (早期) 出现的发热、咳嗽等。2009 年销售额为 4.5 亿元, 同比增长 18%, 2007-2009 年年复合增长率为 33%。
- **中药注射液在更加严格监管下优胜劣汰。**全球医药市场将保持 4.5-5.5% 增速, 我国医药行业工业增加值增速约为 18%, 中医药略快于医药行业整体, 国务院出台了《关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》等政策, 表明了对中医药事业的支持态度。年初国家局药品安全监管司发通知意在推动中药注射剂安全性再评价。
- **痰热清市占率第一。**痰热清在同类产品中市占率第一 (22%), 其次为炎琥宁、喜炎平、双黄连、清开灵等。产品需求旺盛, 募投项目将扩大产能至 4500 万支, 已于 5 月下旬投产, 估计前三季度实现约 1700-1800 万支销量, 今年全年可以实现 3000 万支产能, 明年有望达到 4500 万支产能, 为销售额持续增长保驾护航。
- **营销覆盖范围不断增大。**公司采用预算制专业化临床学术推广模式, 目前已覆盖 2000 多家二级以上医院, 全国共有二级及以上医院约 7500 家, 还有很大推广空间。前三季度销售费用率为 51%, 第三季降至 47%, 费用中固定部分约 10-20%, 销售费用率将随收入增加而下降, 我们预计按全年计算, 销售费用率将落至 50% 以下。
- **原料供给有保障。**公司成立了下属子公司四川凯宝 (100%), 主要从事黑熊的养殖和研发、深加工。作为熊胆分市场的主要采购商, 公司具备较强的议价能力。熊胆粉价格将略有上升, 但幅度不会太大。公司已将 2006 年的收率 13.93% 提高至目前的 19.46%, 在此基础上或许还有提高的可能。
- **质量是企业生命和核心竞争力之一。**痰热清注射液较早地采用了国家药监局审批的中药注射剂指纹图谱技术控制产品质量, 生产线严格按照 GMP 要求进行设计。
- **盈利预测与估值。**预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.85 元、1.40 元和 1.97 元, 给予 2011 年 40 倍市盈率, 目标价为 56 元, 维持“买入”评级。
- **主要不确定因素。**(1) 中药注射剂的质量安全风险; (2) 是否能在短时间内购得新产品以衔接维持可持续发展。

目 录

投资要点	4
1. 公司简介	5
1.1 主营痰热清注射液	5
1.2 股权结构合理	5
1.3 痰热清产能将逐渐释放	6
2. 清热解毒类中药注射剂市占率第一	6
2.1 我国医药行业发展态势良好	6
2.2 中医药发展速度快于医药行业	7
2.3 中药注射剂监管更加严格	9
3. 产能逐渐释放为销售额持续增长保驾护航	10
4. 需求旺盛下营销覆盖范围不断增大	10
4.1 预算制专业化临床学术推广模式	10
4.2 覆盖范围有望增大	11
4.3 营销费用有望逐渐降低	12
5. 原料供给有保障	13
5.1 原料供应较稳定	13
5.2 毛利率将逐渐提升	13
6. 质量是企业生命和核心竞争力之一	13
7. 股价刺激因素	15
8. 盈利预测与投资建议	15
9. 不确定因素	16
财务报表分析和预测	17

图目录

图 1 公司收入构成.....	5
图 2 公司毛利构成.....	5
图 3 公司股权结构.....	6
图 4 痰热清注射液销售额及其预测.....	6
图 5 公司总收入及其预测.....	6
图 6 我国医药工业总产值及其增速.....	7
图 7 我国中医药工业总产值.....	7
图 8 我国清热解毒类用药市场规模.....	9
图 9 我国清热解毒类中药注射剂用药市场规模.....	9
图 10 清热解毒类中药注射剂市场竞争格局.....	9
图 11 清热解毒类中药注射剂市场规模（亿元）.....	9
图 12 公司产能情况及预测（万支）.....	10
图 13 公司营销体系图.....	11
图 14 2010 年上半年按地区销售比例.....	12
图 15 2010 年上半年按地区销售规模对比（万元）.....	12
图 16 2010 年上半年销售费用构成.....	12
图 17 销售费用率变化（%）.....	12
图 18 痰热清成本构成.....	13
图 19 痰热清毛利率逐渐提升（%）.....	13

表目录

表 1 近几年中药相关政策.....	8
表 2 各营销模式比较.....	11
表 3 公司营销覆盖范围	12
表 4 痰热清注射液被列为重症与危重症辩证治疗方案治疗药物.....	14
表 5 公司分产品盈利预测（万元）	15
表 6 可比公司估值（元）	16

投资要点

公司是主营痰热清注射液的现代中药企业，该产品已创下 4.5 亿元的年销售额，市场占有率在同类产品中排名第一，由于 IPO 前遭遇产能瓶颈，增速有所放缓，募投项目实施后产能将扩大至 4500 万支，今年有望达 3000 万支，在需求旺盛的背景下，产能逐渐释放将驱动业绩持续增长。我们将在下文对公司产能、原料等因素作讨论，认为痰热清在短期内仍是公司业绩的主要刺激因素。

估值分析

公司凭借现有产品痰热清将在产能逐渐释放的过程中，驱动公司业绩高速增长，此外，可能存在的新产品并购或许能衔接产品线，维持可持续发展，可以从痰热清这个品种看出管理层的眼光和经营能力。基于过去经营和财务，我们预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.85 元、1.40 元和 1.97 元，给予 2011 年 40 倍市盈率，目标价为 56 元，维持“买入”评级。

支持我们投资建议的几项关键性因素

- **政策支持下行业发展快速。**全球医药市场将保持4.5-5.5%增速，我国医药行业工业增加值增速约为18%，中医药略快于医药行业整体，国务院出台了《关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》等政策，表明了对中医药事业的支持态度。年初国家局药品安全监管司发通知意在推动中药注射剂安全性再评价。
- **产能释放为业绩持续增长保驾护航。**由于产品需求旺盛，公司在上市前遇到了产能瓶颈，募投项目的重点正是扩大痰热清注射液的产能至4500万支，上半年总收入2.4亿元，同比增长8%，三季度收入1.7亿元，增速41%，我们认为产能逐渐释放的效果已经开始显现，估计前三季度实现了约1700-1800万支的销售量，预计今年全年可以实现3000万支的产能，合理估计产销2700-2800万支左右。明年有望达到4500万支的产能，为销售额持续增长保驾护航。
- **营销力度加强，覆盖范围扩大。**公司采用预算制专业化临床学术推广模式，目前已覆盖2000多家二级以上医院，产品还处于供不应求状态，根据卫生部的统计，全国共有二级及以上医院约7500家，还有很大推广空间。前三季度销售费用率为51%，第三季降至47%，费用中固定部分比例约占10-20%，因而随着销售收入的增加，销售费用率却将随之下降，我们预计按全年计算，销售费用率将落至50%以下。
- **原料供应有保障。**公司成立了下属子公司四川凯宝动植物药科技发展有限公司，系100%股权，主要从事黑熊的养殖和研发、深加工。作为熊胆分市场的主要采购商，公司具备较强的议价能力。熊胆粉价格未来几年将在现在基础上略有上升，但幅度不会太大。
- **技术应用促进质量安全。**痰热清注射液较早地采用了国家药监局审批的中药注射剂指纹图谱技术控制产品质量，生产线严格按照 GMP要求进行设计。

不确定因素

- 中药注射剂的质量安全风险；
- 是否能在短时间内购得新的产品以衔接维持可持续发展。

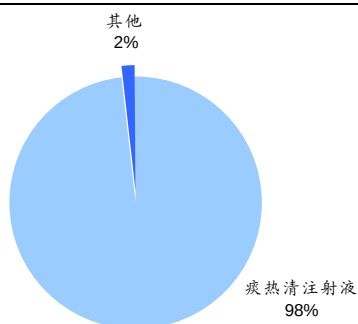
1. 公司简介

1.1 主营痰热清注射液

上海凯宝是一家处于飞速发展阶段的中药注射剂生产、销售企业，主导产品为痰热清注射液，属于清热解毒类中药注射剂，可用于急性支气管炎、急性肺炎（早期）出现的发热、咳嗽等，是清开灵注射液的升级产品。

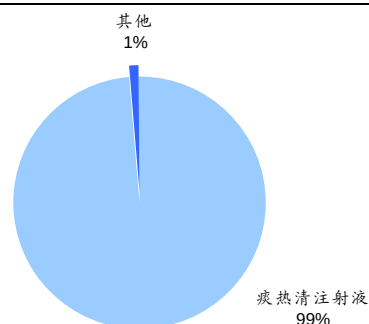
近几年来，非典、人禽流感、手足口病等流行性疾病在世界各地传播，此类流行病有爆发更加频繁的趋势，痰热清也就在这样的背景下脱颖而出，我们认为，短期内该产品将驱动公司业绩持续增长。

图 1 公司收入构成



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 公司毛利构成



资料来源：公司公告，海通证券研究所

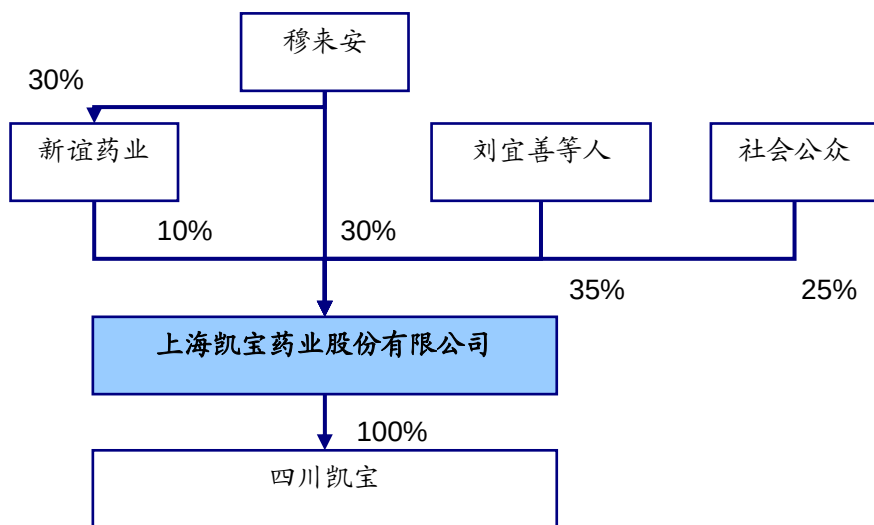
通过调查与研究，结合行业发展情况，我们认为公司质地良好，持续增长可期。下文我们将从行业、公司产能、产品市场、原料供给及质量安全等方面对公司进行剖析。

1.2 股权结构合理

穆来安为实际控制人，直接和间接控制公司股权 40%，刘宜善（总经理）等人持股 35%，管理层几年前花 2000 多万元外购了痰热清产品，经过几年的经营，而今该产品已经成长为年销售额过 4 亿元，2009 年销售额为 4.5 亿元，同比增长 18%，2007-2009 年年复合增长率为 33%，

公司管理层具备对药物品种把握和经营的能力，具有多年医药行业成功经营经验，做大做强公司的欲望很强，公司关键骨干持有公司股权。

图 3 公司股权结构

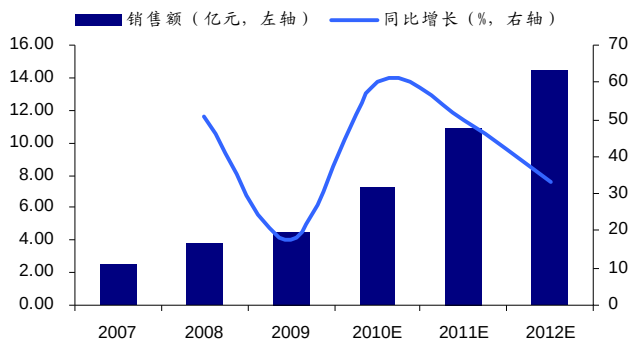


资料来源：公司公告，海通证券研究所

1.3 痰热清产能将逐渐释放

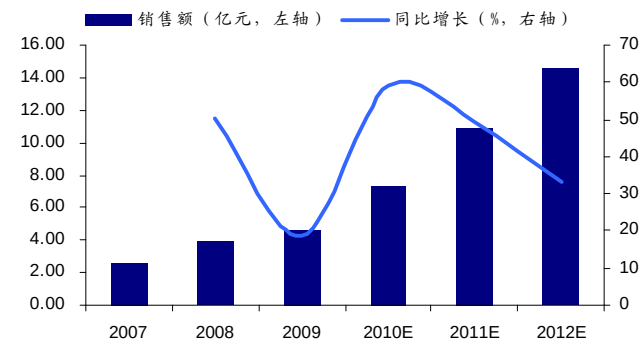
痰热清之所以增长如此快速，主要因为具备了独特的疗效和广泛的安全性，处于供不应求的状态，上市之前因产能受限，增速有所放缓，但随着募投项目扩大 4500 万支的产能逐渐释放，痰热清注射液将重新驱动公司步入快速增长的轨道。

图 4 痰热清注射液销售额及其预测



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 5 公司总收入及其预测



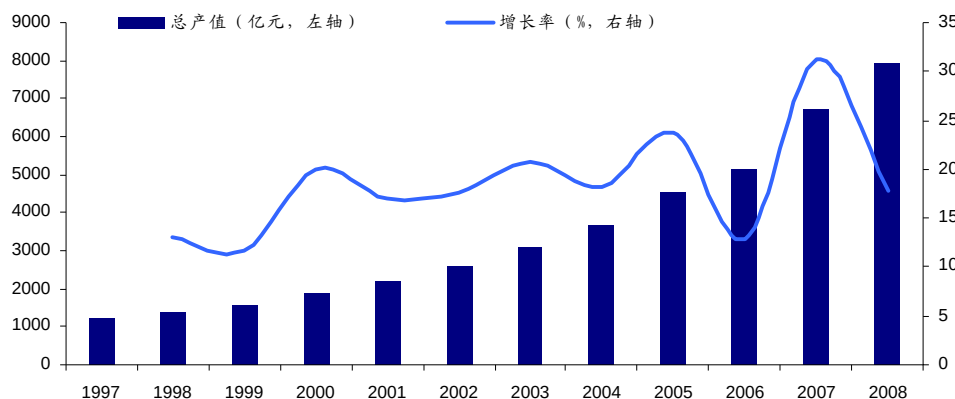
资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 清热解毒类中药注射剂市占率第一

2.1 我国医药行业发展态势良好

公司主导产品具备中药注射剂和清热解毒功能两个特征，从医药行业整体来看，2006 年基本是本行业的底部，在一系列监管和刺激政策的推动下，行业基本保持了稳定发展的态势。2008 年医药行业工业增加值为 7913 亿元，同比增长 18%，在新医改政府加大投入的前提下，行业蛋糕将越做越大，预计能保持两位数的增长。据 IMS 预计 2009 全球医药市场销售额将保持 4.5-5.5%，的增速，未来市场增量主要还是来源于中国等新兴市场。

图 6 我国医药工业总产值及其增速

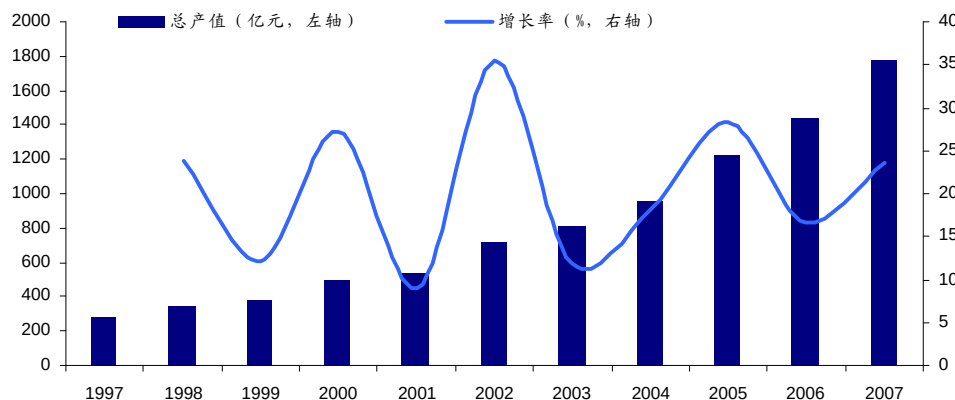


资料来源：南方所，招股书，海通证券研究所

2.2 中医药发展速度快于医药行业

中药是我国传统医疗的核心手段之一，因其作用独特，某些方面胜过西药，在中国等亚洲国家具有不可动摇的地位。我国中医药总产值增速略快于医药行业整体，2009 年国务院出台了《关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》等一系列政策，表明了对中医药事业的支持态度，我们认为将刺激行业蓬勃发展。

图 7 我国中医药工业总产值



资料来源：南方所，招股书，海通证券研究所

表 1 近几年中药相关政策

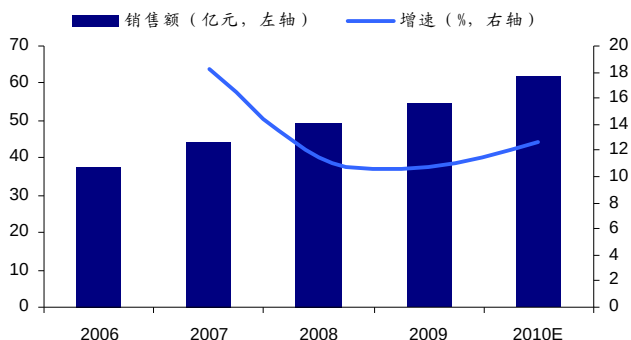
政策措施	日期	主要内容
中药注射剂安全性再评价	2010.03	国家局药品安全监管司再次发出通知，向社会和业界广泛征求相关技术评价指导原则的意见，该通知包括了与中药注射剂安全性再评价技术原则有关的 7 个附件，涉及非临床研究、临床研究评价、生产工艺评价、质量可控性评价、企业对中药注射剂风险控制能力评价、风险效益评价、风险管理计划指导。
中药注册管理补充规定	2010.01	突出中医药特色，鼓励中药创新，注重中药原料来源、生产过程和检测指标控制，保证产品质量均一稳定。突出民族药特点，扶持民族药的发展等。
国家医保目录	2009.12	对比现行的 2004 版医保目录，新版医保目录中药品总数有所增加，其中中成药 987 种，品种增加 20%；西药 1164 种，品种增加 10.6%；民族药则减少两个品种。此前公布的 307 种国家基本药物全部被纳入目录。
中国药典 2010	2009.10	中药材、中药饮片、中成药和中药提取物标准大幅提升，解决了中药饮片缺乏标准，对解决中药注射剂安全性问题将起到积极的作用。
国家基本药物目录	2009.08	颁布国家标准的中药饮片为国家基本药物，国家另有规定的除外，化学和生物制品共 205 个品种，中成药 102 个品种。
扶持和促进中医药事业发展	2009.05	充分认识扶持和促进中医药事业发展的重要性和紧迫性、发展中医药事业的指导思想和基本原则、积极发展中医医疗和预防保健服务、推进中医药继承与创新、加强中医药人才队伍建设、提升中药产业发展水平、加快民族医药发展、繁荣发展中医药文化、推动中医药走向世界和完善中医药事业发展保障措施等 10 部分。
中药品种保护指导原则	2009.02	强调了中药保护品种的可保护性，突出保护先进的理念。共有 1257 个品种在保护期内，涉及 1002 家企业。
中医坐堂试点	2007.11	为了充分发挥中医坐堂医的作用，构建符合中医药特点的中医药服务体系，更好地满足群众对中医药服务的需要，国家中医药管理局、卫生部决定在部分地区开展药品零售企业设置中医坐堂医诊所试点工作。
中医药创新发展规划纲要(2006-2020)	2007.03	中医药创新发展全局的纲领性文件，推动中医药传承与创新发展。不断提高中医药对经济社会贡献率，巩固和加强传统医药优势，重点突破中医药传承和医学及生命科学创新发展的关键问题，促进东西方医学优势互补、相互融合，为建立具有中国特色的新医药学奠定基础，应用全球科技资源推进中医药国际化进程。
中药注册管理补充规定	2010.01	突出中医药特色，鼓励中药创新，注重中药原料来源、生产过程和检测指标控制，保证产品质量均一稳定。突出民族药特点，扶持民族药的发展等。

资料来源：海通证券研究所

2006-2008 年我国清热解毒类用药市场规模逐年增长，销售金额分别为 37.47 亿元、44.32 亿元、49.40 亿元，年复合增长率为 14.82%。预计未来两年清热解毒类用药市场规模仍保持双位数的年增长率，2009~2010 年将达到 54.71 亿元和 61.61 亿元。

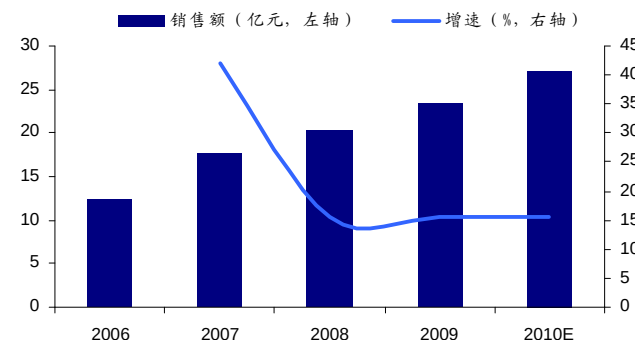
2006-2008 年我国清热解毒类中药注射剂用药市场规模逐年增长，销售金额由 2006 年的 12.38 亿元增长至 2008 年的 20.32 亿元，年复合增长率为 28.12%。其中 2007 年较 2006 年销售增长 42%，但 2008 年清热解毒类中药注射剂由于受负面因素的影响，销售增长下降为 15.59%。

图 8 我国清热解毒类用药市场规模



备注：2009 年数据为预测值
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 9 我国清热解毒类中药注射剂用药市场规模



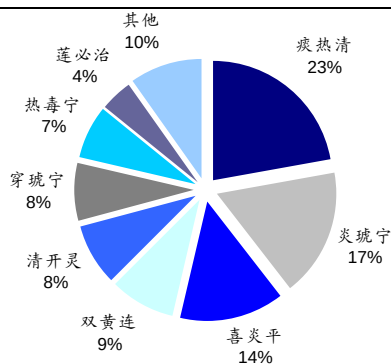
备注：2009 年数据为预测值
资料来源：公司公告，海通证券研究所

2.3 中药注射剂监管更加严格

对于一般细菌感染引起的感冒发烧肺炎，西药基本可以应对，但有时候往往不是因为单方面引起的症状，如细菌和病毒引起的，使用中药往往具有良好效果。对于中药注射剂，一般效果比口服药更加快速，但质量问题是关键，我们也将在下文说明公司产品的质量优势。我国中药注射剂整体增速比较快，出了 2008 年的质量事件，影响了该领域整体的市场。

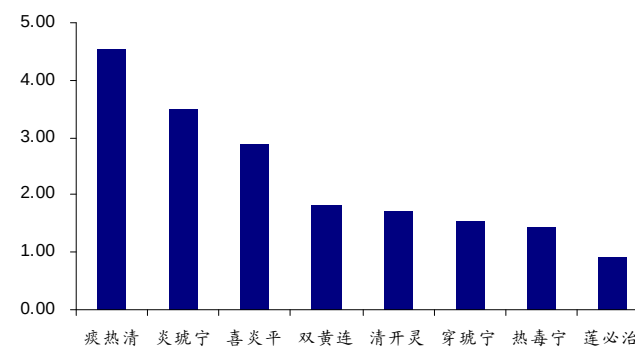
在清热解毒类中药注射剂的产品中，痰热清注射液市占率位于第一（2009 年约为 22%），其次炎琥宁注射液、喜炎平、双黄连、清开灵等。

图 10 清热解毒类中药注射剂市场竞争格局



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 11 清热解毒类中药注射剂市场规模（亿元）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

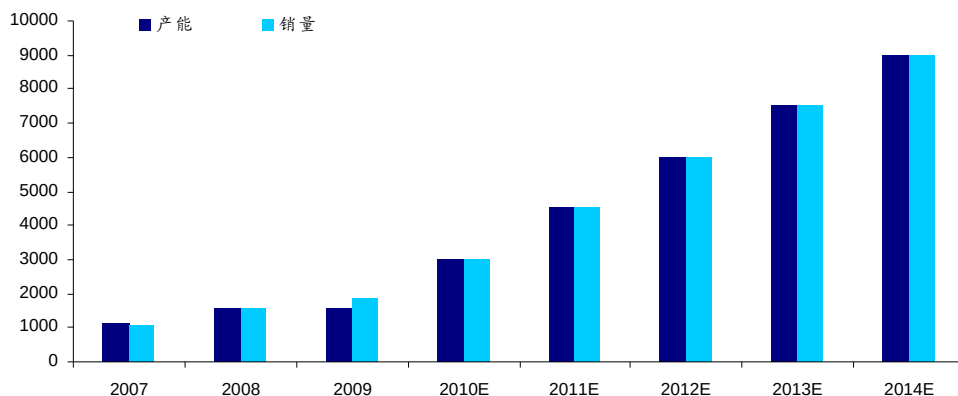
往往因生产工艺不成熟而导致质量不稳定的质量标准，鱼腥草等之间后，国家对中药注射剂行业的政策也更加严格，但不会因为行业个别存在安全隐患，而抹灭整个行业的功能，3 月 29 日，国家局药品安全监管司再次发出通知，向社会和业界广泛征求相关技术评价指导原则的意见，该通知包括了与中药注射剂安全性再评价技术原则有关的 7 个附件，涉及非临床研究、临床研究评价、生产工艺评价、质量可控性评价、企业对中药注射剂风险控制能力评价、风险效益评价、风险管理计划指导。这标志着中药注射剂再评价工作得到再次有力推进。

卫生部发布的《甲型 H1N1 流感诊疗方案》“中医辨证治疗方案”中，多次推荐使用多种中药注射剂品种，这些都充分肯定了中药注射剂在抗病毒感染临床治疗方面的优势。我们认为，经过一轮优胜劣汰后，优势企业将脱颖而出，做大做强，尤其是那些坚持在某个或几个品种深度耕耘的企业。

3. 产能逐渐释放为销售额持续增长保驾护航

由于产品需求旺盛，公司在上市前遇到了产能瓶颈，募投项目的重点正是扩大痰热清注射液的产能，根据公司公告，将新建产能 4500 万支，已于今年 5 月下旬开始投产，从公司报表我们可以看出，上半年总收入 2.4 亿元，同比增长 8%，三季度收入 1.7 亿元，增速 41%，我们认为产能逐渐释放的效果已经开始显现，估计前三季度实现了约 1700-1800 万支的销售量，预计今年全年可以实现 3000 万支的产能，合理估计产销 2700-2800 万支左右。明年有望达到 4500 万支的产能，为销售额持续增长保驾护航。

图 12 公司产能情况及预测（万支）



备注：销量为估算和预测值

资料来源：公司公告，海通证券研究所

4. 需求旺盛下营销覆盖范围不断增大

4.1 预算制专业化临床学术推广模式

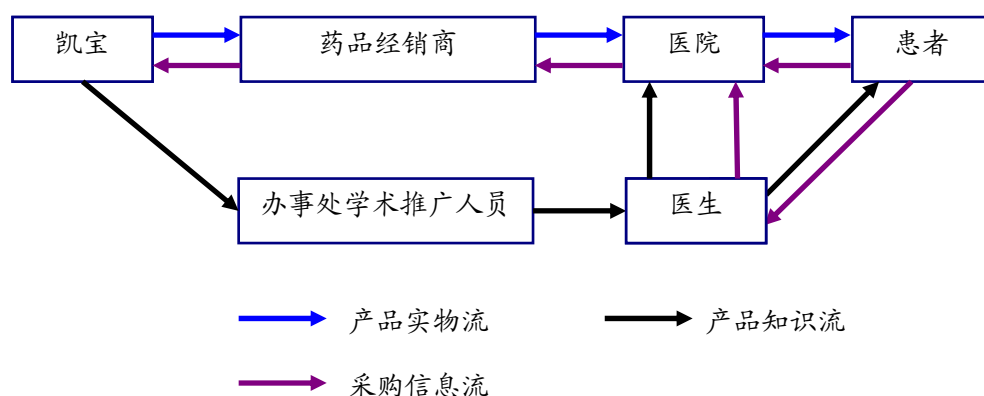
痰热清属于处方药，通过医院渠道销售，公司主要采取预算制学术推广，预算制专业化临床学术推广模式，该模式主要通过分布在全国各地的办事处组织学术推广会议或学术研讨会，向医生介绍公司药品的特点以及最新基础理论和临床疗效研究成果，通过向医生宣传，使医生对本公司药品有全面的了解和认识，在临床上选择合适的患者，经医生开具处方需求，医院向药品经销商购买，药品经销商向凯宝药业采购，从而实现公司药品的销售。各项推广活动均在公司的统一指导和规划下进行，严格履行审批程序，市场资源为公司所控制，营销人员由公司聘用。

表 2 各营销模式比较

比较项目	专业化临床学术推广模式		代理模式
	预算制	承包制	
向经销商供货价格	较高	较高	较低
经销商积极性	一般	一般	较高
生产商净利率	较高	较低	极低
营销队伍	生产商拥有营销队伍，队伍建设成本高、时间长、难度大、稳定可控	生产商拥有营销队伍，但对营销队伍的管理比较粗放	生产商不拥有营销队伍
销售终端	生产商控制销售终端	销售人员控制销售终端	代理商控制销售终端
管理控制难度	难度较大	难度较小	难度较小
销售增长速度	销售持续稳定增长	短期销售增长较快	短期销售增长迅速
营销人员积极性	较高	很高	一般
产品生命周期	有动力最大限度延长产品生命周期	没有长远规划	可销售时间极短
搭载多品种	较易搭载多品种销售	销售人员认为费用率较高、有更大利益，便可搭载新品种销售	市场网络不可控，无法搭载多品种

资料来源：海通证券研究所

图 13 公司营销体系图



资料来源：公司公告，海通证券研究所

4.2 覆盖范围有望增大

目前已覆盖 2000 多家二级以上医院，目前市场基本处于供不应求的状态，根据卫生部的统计，全国共有包括三级医院在内的二级以上医院共约 7500 家，还有很大的推广空间。

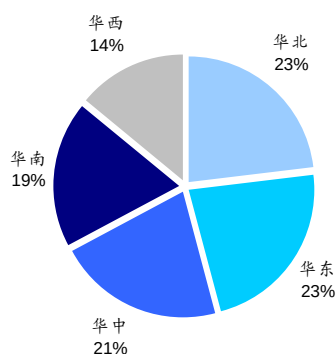
表 3 公司营销覆盖范围

	三级	三甲	三乙	二级	二甲	二乙	二级以上
医院	1233	765	317	6523	3611	2098	7756
综合医院	766	472	219	4229	2364	1435	4995
凯宝覆盖							2000

资料来源：2010 年中国卫生统计年鉴，海通证券研究所

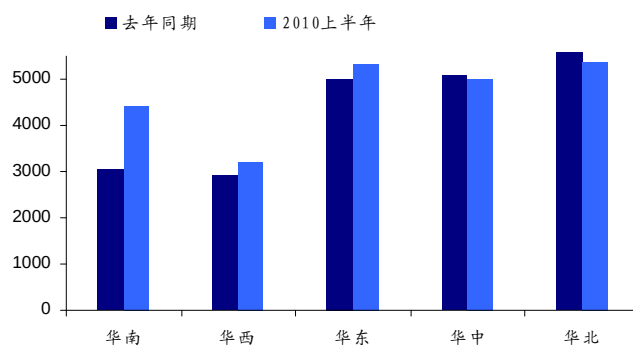
按地区销售份，今年上半年华东和华南地区增速较快，这些都是经济较发达地区，我们认为这是因为公司产品增长快速的同时，加大营销投入的结果。

图 14 2010 年上半年按地区销售比例



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 15 2010 年上半年按地区销售规模对比 (万元)



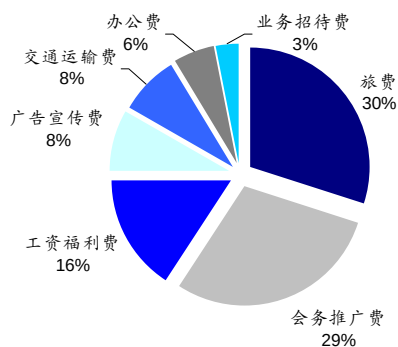
资料来源：公司公告，海通证券研究所

4.3 营销费用有望逐渐降低

公司过去几年的销售费用一直是较大一块费用，前三季度销售费用占收入比例为 51%，第三季度将为 47%，公司维持了较为强大的营销推广力度。我们认为，在目前需求旺盛的基础上，随着公司营销力度的加大，产品销售很可能随着产能释放而持续增长。

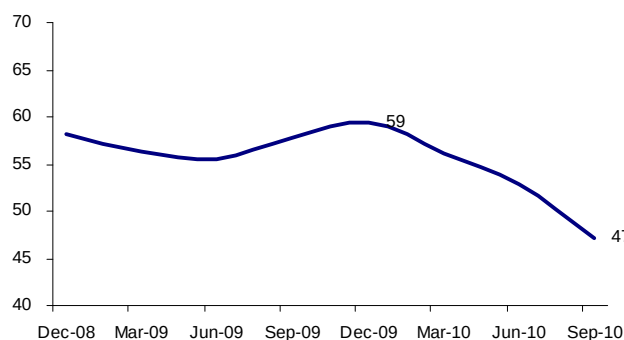
销售费用虽然占收入的比例较大，但我们也看到了正在逐渐回落。销售费用中固定部分的比例约占 10-20%，因而随着销售收入的增加，销售费用率却将随之下降，我们预计按全年计算，销售费用率将落至 50% 以下。

图 16 2010 年上半年销售费用构成



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 17 销售费用率变化 (%)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

5. 原料供给有保障

5.1 原料供应较稳定

痰热清注射液成分包括熊胆提取物、黄芩、金银花、山羊角和连翘五味中药。原材料的供给数量和价格对公司的正常经营至关重要，因而，公司成立了下属子公司四川凯宝动植物药科技发展有限公司，系 100% 股权，主要从事黑熊的养殖和研发、深加工。

收购四川绿野生物制药有限公司，该公司为全国最大的养熊基地（产量占全国的一半）。收购后凯宝一方面解决了原料瓶颈，另一方面获得了熊胆粉的定价权。为公司提供稳定的原料来源，上游供应商与公司形成了长期且稳定地合作关系，原料供给比较稳定，作为熊胆分市场的主要采购商，公司具备较强的议价能力。

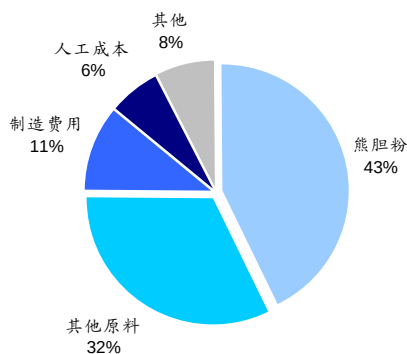
扩大原料的供给，通过努力，公司已将 2006 年的收率 13.93%，提高至目前的 19.46%。公司在自我研发团队之外，还与科研院所展开了合作，我们认为收率很有可能 在现有基础上继续提高。

5.2 毛利率将逐渐提升

由于货币超发引起物价上涨的大背景下，中药材的价格也呈现了上涨的态势，原材料的价格稳定与否直接影响了公司的成本。包括金银花在内的多种中药材价格普涨，但成本构成主要还是熊胆粉和以及人工费用。公司在厂区建设了员工宿舍和食堂，以及相关的娱乐活动设施，从员工构成来看，大部分是大专以下，虽然工人工资有可能会增长的，但应该还在可控范围之内。

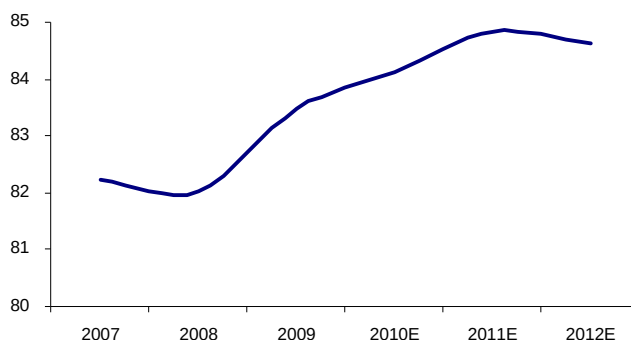
上文叙述过，原料供给比较稳定，公司采购量巨大，因而对整个市场的话语权较足，2009 年熊胆粉的售价约为 3000 多元/公斤，我们认为未来几年将在此基础上略有上升，但幅度不会太大。

图 18 痰热清成本构成



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 19 痰热清毛利率逐渐提升（%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

6. 质量是企业生命和核心竞争力之一

痰热清注射液较早地采用了国家药监局审批的中药注射剂指纹图谱技术控制产品质量。指纹图谱技术是当今国际公认的控制中药质量的质控模式，突破了原有检测方式的弊端，通过生产过程的全过程数字化控制、在线检测、超滤和全自动异物侦检等先进技术的应用，减少了人为操作的误差，保证产品质量稳定可控。生产线严格按照 GMP 要求进行设计，并选用国内外较先进的生产工艺设备和良好的科研检测装置。

痰热清注射液质量稳定、疗效显著，2003 年 6 月痰热清注射液入选上海市抗“非典”重点新产品；2005 年，痰热清注射液被国家卫生部列入“人禽流感用药目录”；2006 年，痰热清注射液被国家发改委列为“防止流感储备药品”；2009 年 4 月 1 日国家卫生部办公厅国家中医药管理局颁布的《中医药防治手足口病临床技术指南（2009 年版）》中，痰热清注射液被列为防治手足口病临床治疗药物。

2009 年 3 月，墨西哥暴发“甲型 H1N1 流感”疫情，并迅速在全球范围内蔓延，全球进入流感大流行阶段。2009 年 5 月到 2009 年 7 月，国家卫生部连续公布了《甲型 H1N1 流感诊疗方案（2009 试行版第一版）》和《甲型 H1N1 流感诊疗方案（2009 试行版第二版）》，痰热清注射液被列为治疗药物。2009 年 10 月国家卫生部又公布的《甲型 H1N1 流感诊疗方案（2009 试行版第三版）》中，痰热清注射液被列为重症与危重症辩证治疗方案治疗药物。

表 4 痰热清注射液被列为重症与危重症辩证治疗方案治疗药物

时间	颁发单位	内容
2003 年 6 月	上海市经济委员会	上海市抗“非典”新产品试产项目
2005 年 11 月	国家卫生部	《人禽流感诊疗方案（2005 版修订版）》用药目录
2006 年 4 月	国家发改委、财政部	防止流感储备药品
2009 年 4 月	国家卫生部办公厅、国家中医药管理局办公室	《中医药防治手足口病临床技术指南（2009 年版）》临床治疗药物
2009 年 5 月	国家卫生部	《甲型 H1N1 流感诊疗方案（2009 试行版第一版）》治疗药物
2009 年 7 月	国家卫生部	《甲型 H1N1 流感诊疗方案（2009 试行版第二版）》治疗药物
2009 年 10 月	国家卫生部	《甲型 H1N1 流感诊疗方案（2009 试行版第三版）》重症与危重症辩证治疗方案治疗药物

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 5 公司分产品盈利预测（万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
痰热清注射液				
收入	45113.10	72330.00	108495.00	144660.00
毛利率（%）	83.48	84.12	84.83	84.62
毛利	37661.87	60840.86	92036.64	122413.18
多索茶碱胶囊				
收入	399.06	419.01	439.96	461.96
毛利率（%）	81.21	81.21	81.21	81.21
毛利	324.06	340.26	357.28	375.14
卡托普利缓释片				
收入	31.05	24.57	24.57	24.57
毛利率（%）	80.81	80.81	80.81	80.81
毛利	25.09	19.85	19.85	19.85
盐酸吡格列酮片				
收入	29.19	29.19	29.19	29.19
毛利率（%）	85.10	85.10	85.10	85.10
毛利	24.84	24.84	24.84	24.84
其他				
收入	316.40	332.22	348.83	366.27
收入合计	45888.80	73134.99	109337.55	145541.99
毛利率（%）	82.94	83.75	84.57	84.42
毛利	38060.02	61251.19	92465.25	122860.99

资料来源：公司公告，海通证券研究所

7. 股价刺激因素

基于我们的研究，或存在以下刺激公司股价上涨的因素：

（1）公司系购买痰热清产品批文而发家，管理层具备独到的眼光和经营能力，我们认为，从常理讲，不排除积极寻找新的产品的可能，如在重大病种领域（抗癌药等）。

（2）由上文股权分析，我们看到公司股东之一新谊药业，与公司经营业务具有一定程度重叠，我们认为，为避免同业竞争，也不排除收购其资产的可能，从而消除同业竞争。

（3）公司超募资金雄厚，寻求外延式的扩张将成为积极的因素。

8. 盈利预测与投资建议

综合以上分析，我们可知，公司凭借现有产品痰热清将在产能逐渐释放的过程中，驱动公司业绩高速增长，此外，可能存在的新产品并购或许能衔接产品线，维持可持续发展，可以从痰热清这个品种看出管理层的眼光和经营能力。基于过去经营和财务，我们预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.85 元、1.40 元和 1.97 元，给予 2011 年 40 倍市盈

率，目标价为 56 元，维持“买入”评级。

表 6 可比公司估值（元）

公司	股价 (11 月 12 日)	EPS			PE		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
康芝药业	74.90	1.40	1.89	2.56	53.67	39.56	29.31
福瑞股份	24.54	0.62	0.82	1.15	39.68	29.98	21.41
安科生物	22.71	0.35	0.43	0.53	64.48	52.50	42.91
北陆药业	19.71	0.45	0.58	0.76	44.02	34.00	25.88
阳普医疗	27.60	0.42	0.61	0.86	65.97	44.99	32.19
乐普医疗	28.35	0.51	0.69	0.93	55.95	40.96	30.41
爱尔眼科	38.67	0.46	0.66	0.94	84.84	58.90	41.10
莱美药业	30.16	0.47	0.78	0.85	64.18	38.87	35.38
红日药业	46.92	0.96	1.35	1.80	48.70	34.73	26.03
平均		0.63	0.87	1.15	57.94	41.61	31.62

资料来源：海通证券研究所，Wind

9. 不确定因素

同时也存在一些不确定因素。

- （1）中药注射剂的质量安全风险；
- （2）是否能在短时间内购得新的产品以衔接维持可持续发展。

财务报表分析和预测

价值评估 (倍)	2009	2010E	2011E	2012E
P/E	75.00	55.29	33.55	23.90
P/B	4.49	2.15	2.02	1.87
P/S	11.22	11.27	7.54	5.67
EV/EBITDA	47.88	26.69	15.95	10.91
偿债能力指标	2009	2010E	2011E	2012E
负债权益比率	0.17	0.06	0.06	0.07
借款/股东权益	0.10	0.03	0.03	0.03
已获利息倍数	27.22	-48.11	-33.68	-47.26
流动比率	6.42	17.71	15.40	13.85
速动比率	6.24	17.47	15.12	13.52
现金比率	5.45	16.34	13.69	11.91
盈利能力指标 (%)	2009	2010E	2011E	2012E
毛利率	82.94	83.77	84.59	84.44
息税摊销折旧利润率	19.36	25.55	28.84	31.20
净利率	14.96	20.39	22.48	23.71
净资产收益率	5.99	3.90	6.03	7.81
资产回报率	5.10	3.71	5.72	7.36
投资回报率	5.43	3.78	5.86	7.60
经营效率指标	2009	2010E	2011E	2012E
应收帐款周转率	4.89	6.46	6.30	6.01
存货周转率	2.42	2.93	2.85	2.78
总资产周转率	0.58	0.27	0.26	0.32
固定资产周转率	14.42	5.36	3.27	2.82
盈利增长 (%)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率	18.46	59.30	49.47	33.10
营业利润增长率	9.86	145.91	69.82	42.22
EBIT 增长率	18.53	104.79	63.38	41.55
EBITDA 增长率	18.30	110.20	68.70	44.00
净利润增长率	19.10	117.02	64.80	40.38

利润表 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	45889	73099	109264	145429
营业成本	7829	11865	16835	22623
销售费用	26295	37515	53766	70031
管理费用	4651	7409	11294	13578
财务费用	-3545	-827	-835	-931
投资收益	1	0	0	0
营业利润	16161	27445	39031	49449
EBIT	8330	17058	27869	39448
折旧摊销	556	1619	3639	5924
EBITDA	8885	18677	31508	45373
利润总额	8024	17413	28697	40283
所得税	2510	4137	5807	7309
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司的净利润	6867	14903	24560	34476
每股收益 (元)	0.63	0.85	1.40	1.97

资产负债表 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	101406	337410	333348	341016
应收款项	8550	13619	20358	27096
存货	3224	4887	6934	9318
流动资产	119469	365729	374998	396615
固定资产	12066	32630	51617	68771
总资产	134539	401362	429618	468390
应付帐款	823	1249	1774	2384
长期借款	0	0	0	0
总负债	16760	18807	22517	26827
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	114619	382565	407118	441585
付息负债	11850	11850	11850	11850
每股净资产 (元)	10.46	21.82	23.22	25.18

现金流量表 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	6867	14903	24560	34476
折旧摊销	556	1619	3639	5924
营运资金变动	4086	10323	12427	12446
经营活动现金流	5274	7945	17736	29912
固定资产投资	825	22183	22626	23079
无形资产投资	2448	0	0	0
资本支出	11521	22183	22626	23079
投资活动现金流	-12570	-22183	-22626	-23079
公司自由现金流	-7923	-16287	-7563	4162
股权自由现金流	1735	-15984	-6854	4876
债务变化	9920	0	0	0
股票发行	0	6576	0	0
融资活动现金流	105711	250243	827	835
现金净流量	101406	337410	333348	341016
每股经营现金流 (元)	0.48	0.45	1.01	1.71

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

江维娜：医药行业分析师

重点研究上市公司：康美药业、康芝药业、乐普医疗、瑞普生物、人福医药、哈药集团、上海医药、天士力、东阿阿胶、信立泰、丽珠集团、达安基因、千金药业、恒瑞医药等。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露 所长助理
(021) 23219435
chenl@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪 辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

联系人

高 远 (021) 23219669
李 宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
单 磊 (021) 23219428

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
shanl@htsec.com

基金研究团队

娄 静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
吴先兴 (021) 23219449
倪韵婷 (021) 23219419
杨俭秋 (021) 23219605

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
wuxx@htsec.com
niyt@htsec.com
yangjq@htsec.com

联系人

唐洋运 (021) 23219004
徐益望 (021) 23219443
陈 瑶 (021) 23219645

tangyy@htsec.com
xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

雍志强 (021) 23219686
周 健 (021) 23219444
丁鲁明 (021) 23219068

zqyong@htsec.com
zhouj@htsec.com
dinglm@htsec.com

联系人

郑雅斌 (021) 23219395

zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445
邱庆东 (021) 23219424

jiangjx@htsec.com
qiuqd@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
联系人
蒋 科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

韩振国 (021) 23219400
刘惠莹 (021) 23219441

zghan@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路 颖 (021) 23219403
潘 鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵 健 (021) 23219472

klijang@htsec.com
zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓 勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

机械行业

龙 华 (021) 23219411
方 维 (021) 23219438
舒 灏 (021) 23219171
联系人
何继红 (021) 23219674

longh@htsec.com
fangw@htsec.com
shuh@htsec.com
hejh@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频 (021) 23219405

dingpin@htsec.com

纺织服装行业

区志航 (021) 23219407
联系人
唐爽爽 (021) 23219716

ouzh@htsec.com
tangss@htsec.com

非银行金融行业

潘洪文 (021) 23219389
谢 盐 (021) 23219436
联系人
董 乐 (021) 23219374

panhw@htsec.com
xiey@htsec.com
dl5573@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413

qiucc@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935
联系人
白 洋 (021) 23219646

wangry@htsec.com
baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人
罗少平 (021) 23219390
虞 楠 (021) 23219382

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
luosp@htsec.com
yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473

zhaocx@htsec.com

食品饮料行业

赵 勇 (0755) 82775282

zhaoyong@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

江维娜 (021) 23219610
联系人
刘 宇 (021) 23219608
刘 杰 (021) 23219269

jiangwn@htsec.com
liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406
联系人
刘 博 (021) 23219401

yanghj@htsec.com
liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244

chenzy@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054

pusul@htsec.com

电力设备及新能源行业

张 浩 (021) 23219383

zhangh@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415
白瑜 (021) 23219430

lufm@htsec.com
baiy@htsec.com

银行业

联系人
冯梓钦 (021) 23219402

fengzq@htsec.com

社会服务业

联系人
孔维娜 (021) 23219223

kongwn@htsec.com

房地产业

涂力磊 (021) 23219747

tl5535@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

贺振华 (021) 23219381
胡雪梅 (021) 23219385
毛艺龙 (021) 23219373
辜丽娟 (021) 23219397

hzh@htsec.com
huxm@htsec.com
maoyl@htsec.com
gulj@htsec.com

上海地区销售团队

高 溱 (021) 23219386
季唯佳 (021) 23219384
黄 毓 (021) 23219410
朱 健 (021) 23219592
肖文宇 (021) 23219442

gaoq@htsec.com
jiwj@htsec.com
huangyu@htsec.com
zhuj@htsec.com
xiaowu@htsec.com

北京地区销售团队

孙 俊 (021) 23219454
殷怡琦 (010) 58067944

sunj@htsec.com
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com