

湘财证券研究所

医药研究小组

叶侃

Tel:021-68634510-8721

E-Mail:yk2880@xcsc.com

陈国栋

Tel:021-68634510-8721

E-Mail:cgd2854@xcsc.com

张银旗

Tel:021-68634510-8067

E-Mail:zyq0100@xcsc.com

当前股价 15.37 元

评价调整: 维持

基本信息

上证综指 3003.95

总股本 269,878,440

流通股本 259,502,723

EPS(10E) 0.0665

PE(10E) 231.1

事件: 公司发布利卡汀 IV 期临床试验总结报告。

□ 利卡汀 IV 期临床报告进一步明确疗效和安全性, 有助于学术推广。

利卡汀作为公司最大的看点, 其 IV 期临床试验的结果决定了市场对公司业绩的预期。本次利卡汀 IV 期临床试验共纳入了 341 例中晚期原发性肝癌受试者, 其中利卡汀联合 TACE 治疗者 167 例、TACE 对照组 174 例。从试验结果来看, 利卡汀联合 TACE 治疗原发性肝癌疗效确切、安全性高, 符合之前的市场预期。作为一个独创的一类新药, 医生在接受时更关注的是其疗效和安全性, 而 IV 期临床结果无疑是最有说服力的, 因此利卡汀疗效和安全性的明确有助于提高其学术接受度, 相应地我们认为, 利卡汀未来的终端推广将更上一个台阶。

■ 疗效确切, 适应症进一步明确。试验组 6 个月及 12 个月生存率分别为 87.79% 和 74.97%, 高于对照组 6 个月及 12 个月生存率 83.23% 和 65.59%, 而且 III 期患者的 1 年生存率明显高于 IV 期受试者。这说明, 利卡汀联合 TACE 可有效提高中晚期肝癌患者的生存率, 而且对于分期越早的患者治疗效果越好。适应症进一步明确为中晚期原发性肝癌患者, 尤其是术后复发及多发结节的患者。疗效和适应症的明确有助于未来利卡汀的学术推广。

■ 安全性得到进一步验证: 放射性主要靶向聚集于肝脏肿瘤组织, 靶向效果理想。而且不良反应也不明显, 主要为一过性的骨髓抑制和肝功能损伤, 以 I 和 II 度为主, 基本上术后 1-2 月即可恢复。

□ 小放射剂量仍是利卡汀推广的关键。IV 期临床报告的利好将对利卡汀的推广产生积极作用, 但当前大放射剂量核素治疗对环境、设备苛刻要求而造成的利卡汀的推广瓶颈已经存在。为了突破瓶颈, 公司针对性地推出了小放射剂量的利卡汀, 2010 年下半年已经进入实质性推广期, 未来其推广的成效将成为利卡汀的成败关键。从目前来看, 其在试用中受限制较小, 可在普通医院推广, 而且已初步证明在肝癌术后防复发和转移方面具有明显疗效, 配合 IV 期临床结果的利好, 我们对小放射剂量利卡汀的推广效果持乐观态度。

□ 盈利预测及投资评级

不考虑未来定向增发, 我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.04 元、0.26 元和 0.40 元。我们认为, IV 期临床对利卡汀疗效和安全性的明确, 配合小放射剂量利卡汀投放市场, 将有助于利卡汀在终端推广上实现突破, 加上未来新产品的上市, 有望实现爆发式增长。股权激励等众多非经常性因素决定了公司今年业绩处于低谷。从股价上来看, 公司 2011 年、2012 年 PE 分别为 60 倍和 39 倍, 已基本反映了高成长带来的估值溢价, 故我们维持公司“增持”的投资评级。目前公司股价偏高, 不建议短线投资者介入; 而对于长期投资者, 我们认为公司具备优势的研发实力和产品将保证公司长期成长性, 待调整深入即可战略建仓。

□ 风险提示: 小放射剂量利卡汀推广不理想; 主导药品大幅度降价。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	296	841	691	796
现金	57	436	286	207
应收账款	146	184	236	289
其他应收款	5	12	16	20
预付账款	13	17	21	26
存货	67	181	117	236
其他流动资产	9	11	14	18
非流动资产	416	449	571	686
长期投资	53	53	53	53
固定资产	217	275	390	505
无形资产	98	92	85	78
其他非流动资产	47	30	44	51
资产总计	712	1290	1263	1482
流动负债	304	879	785	935
短期借款	138	50	60	80
应付账款	50	67	83	99
其他流动负债	117	761	642	755
非流动负债	5	4	4	4
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	5	4	4	4
负债合计	309	883	789	939
少数股东权益	1	1	1	1
股本	200	260	260	260
资本公积	77	17	17	17
留存收益	124	128	195	265
归属母公司股东权益	401	405	472	542
负债和股东权益	712	1290	1263	1482

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	30	555	-10	86
净利润	5	10	66	103
折旧摊销	25	31	27	35
财务费用	8	2	-1	1
投资损失	-4	-0	-0	-0
营运资金变动	-9	505	-111	-62
其他经营现金流	5	5	7	8
投资活动现金流	-33	-80	-150	-150
资本支出	39	70	150	150
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	5	-10	0	0
筹资活动现金流	-28	-97	11	-14
短期借款	-18	-88	10	20
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	60	0	0
资本公积增加	-0	-60	0	0
其他筹资现金流	-10	-9	1	-34
现金净增加额	-32	378	-150	-78

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	381	501	643	804
营业成本	254	345	423	510
营业税金及附加	5	5	6	8
营业费用	56	64	77	92
管理费用	45	68	55	64
财务费用	8	2	-1	1
资产减值损失	5	3	3	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	4	0	0	0
营业利润	12	12	78	121
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	5	1	1	1
利润总额	8	12	78	121
所得税	3	2	12	18
净利润	5	10	66	103
少数股东损益	-2	0	0	0
归属母公司净利润	7	10	66	103
EBITDA	44	46	104	158
EPS (元)	0.04	0.04	0.26	0.40

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	4.9%	31.4%	28.4%	25.1%
营业利润	30.9%	2.9%	536.6%	55.9%
归属于母公司净利润	41.0%	44.2%	537.2%	55.9%
获利能力				
毛利率(%)	33.2%	31.1%	34.1%	36.5%
净利率(%)	1.9%	2.1%	10.3%	12.8%
ROE(%)	1.8%	2.6%	14.0%	19.1%
ROIC(%)	3.0%	-18.4%	41.4%	31.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	43.4%	68.5%	62.5%	63.4%
净负债比率(%)	44.64%	5.66%	7.60%	8.52%
流动比率	0.97	0.96	0.88	0.85
速动比率	0.75	0.75	0.73	0.60
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.50	0.50	0.59
应收账款周转率	2	3	3	3
应付账款周转率	4.05	5.91	5.65	5.61
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.03	0.04	0.26	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	2.14	-0.04	0.33
每股净资产(最新摊薄)	1.55	1.56	1.82	2.09
估值比率				
P/E	553.69	383.91	60.25	38.65
P/B	9.95	9.84	8.46	7.36
EV/EBITDA	94	90	40	26

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。