

分析师： 严鹏 (8621) 68751070 yanpeng@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120009

联系人： 刘舒畅 (8621) 68751070 liusc@cjsc.com.cn

肝素钠、胰激肽原酶双轮驱动的生化药企

报告要点

■ 肝素钠、胰激肽原酶共同推动公司成长

公司主要从事多糖和酶类生化药品的研发、生产和销售，肝素钠、胰激肽原酶两大系列产品共同作为公司的利润支柱。王耀方持有公司 3648.6 万股，占公司发行后股份的 22.80%，为公司控股股东、实际控制人，目前担任公司董事长兼总经理。

■ 肝素钠是公司目前主要收入来源

公司根据库存肝素粗品的成本和市场采购价格，按照每亿单位毛利指标、收率情况、汇率波动水平和效价单位换算关系来测算肝素原料药销售价格，并根据客户的需求数量采购肝素粗品，转嫁肝素粗品价格波动风险。肝素钠原料药销售价格从 2008 年的 7477.37 元/亿单位上升至 2010 上半年的 45857.20 元/亿单位，2010 年上半年销售收入达 5.5 亿元，占比 82.72%。

■ 胰激肽原酶系列逐渐成为主要利润贡献者

胰激肽原酶临床上主要应用于预防和治疗糖尿病性肾病、眼底病变、脑动脉硬化和脑缺血、降低血粘度及血脂，是糖尿病并发症领域的常用药品，目前存在直接竞争的替代性药物较少。公司的胰激肽原酶肠溶片 2009 年实现销售收入 1.31 亿元，同比增长 24.47%。胰激肽原酶系列产品毛利率较高，2010 年上半年胰激肽原酶肠溶片以 9.89% 的销售收入贡献了 29.34% 的毛利，是公司利润的重要支柱。

■ 募投项目扩大产能，完善销售渠道

公司本次募集资金投向肝素原料药及制剂扩产项目、胰激肽原酶原料药及制剂扩产项目和营销网络建设等项目，解决产能瓶颈，完善销售渠道，为公司未来成长奠定基础。公司将通过加大对存量客户的销售力度和积极开拓美国、日本市场等方法消化新增产能并使之成为新的盈利增长点。

■ 建议询价区间在 32.25 元到 38.7 元

预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.97 元、1.29 元和 1.65 元，按 2011 年 25-30 倍估值，建议询价区间在 32.25 元到 38.7 元。

■ 风险提示

产品质量风险；原材料价格波动的风险；肝素钠原料药价格大幅下跌风险等。

投资主题

肝素钠、胰激肽原酶共同推动公司成长

公司主要从事多糖和酶类生化药品的研发、生产和销售。肝素钠、胰激肽原酶两大系列产品共同作为公司的利润支柱，公司奉行国际国内市场并行、原料药和制剂业务并重的战略，受单一品种或单一市场波动的影响较小，具有较强的整体抗风险能力。公司产品下游需求旺盛，预计募投项目达产后，产能扩大将促进公司业绩增长。

业绩预测及估值

预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.97 元、1.29 元和 1.65 元，按照 2011 年 25-30 倍市盈率，建议询价区间在 32.25 元到 38.7 元。

表 1: 盈利预测 (单位: 百万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
业务收入	744	1160	1414	1727
净利润	125.7	154.9	207.0	263.8
EPS (元/股)	0.79	0.97	1.29	1.65

资料来源: 长江证券研究部

风险提示

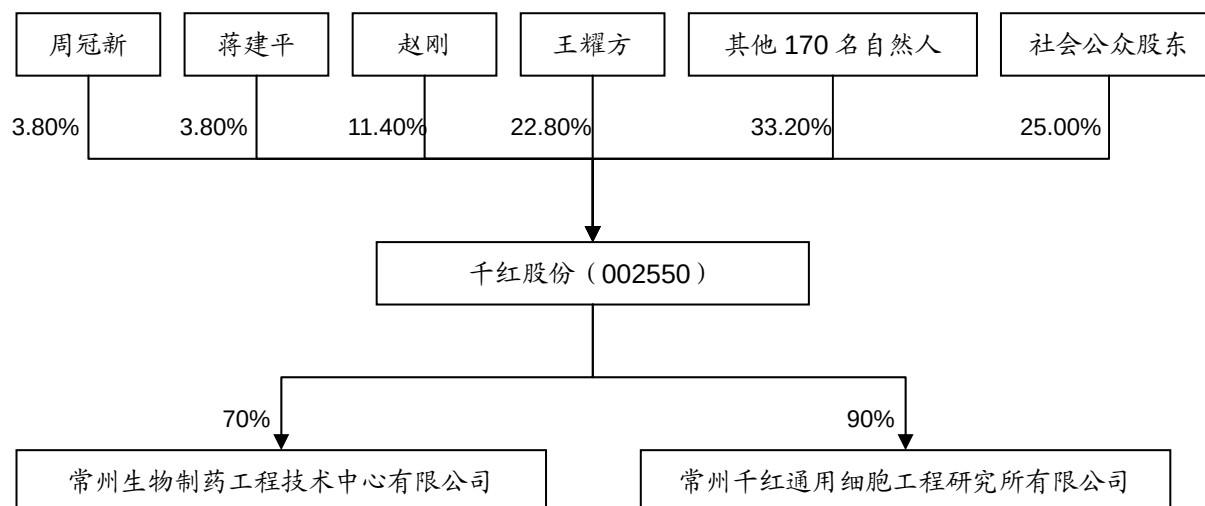
- 1、产品质量风险:** 2008 年“百特事件”曾对中国肝素行业造成严重冲击，出口量剧烈波动。而公司产品生产流程长、工艺复杂，一旦产品质量出现问题，将对公司造成严重影响。
- 2、原材料供应及价格波动的风险:** 肝素粗品和猪胰脏粉是公司的主要原材料，而目前各个厂家对肝素粗品等资源的争夺日趋激烈。
- 3、肝素钠原料药价格下跌的风险:** 肝素钠原料药为公司主导产品，2010年上半年销售收入和毛利占比分别达到82.72%和51.52%，如果未来肝素原料药价格出现波动，将对公司的经营业绩产生较大影响。

公司背景

公司系由常州千红生化制药有限公司整体变更设立，主要从事生化药品的研发、生产和销售，目前主要以生产多糖和酶类生化药品为主。肝素钠、胰激肽原酶两大系列产品为公司的两大利润支柱。

王耀方持有公司 3648.6 万股，占公司发行后股份的 22.80%，为公司控股股东、实际控制人，目前担任公司董事长兼总经理。

图 1: 发行后股权结构图



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司主导产品为肝素钠系列、胰激肽原酶系列以及门冬酰胺酶系列，2009 年三大系列产品销售收入共占公司主营业务收入的 97.47%。

表 2: 公司主要产品及适应症

主要产品	功能与适应症
肝素钠系列	抗凝血药，用于预防血栓形成、急性心肌梗死、心脏手术和肾脏透析等。
胰激肽原酶系列	血管扩张药，用于糖尿病引起的肾病、周围神经病、视网膜病、眼底病及缺血性脑血管病等。
门冬酰胺酶系列	抗肿瘤药，主要适用于急性淋巴细胞白血病。

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

肝素钠原料药 2010 年上半年销售收入为 54918 万元，收入占比为 82.72%，毛利占比 51.52%。胰激肽原酶肠溶片销售收入 6567 万元，收入占比 9.89%，毛利占比 29.34%。肝素钠原料药和胰激肽原酶肠溶片是公司利润的两大支柱。

图 2: 2010 上半年公司主营收入构成

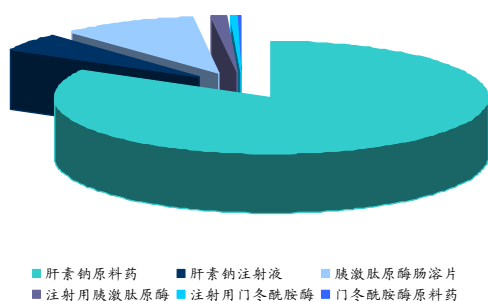
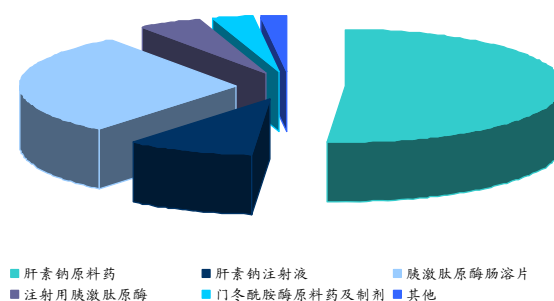


图 3: 2010 上半年公司毛利构成

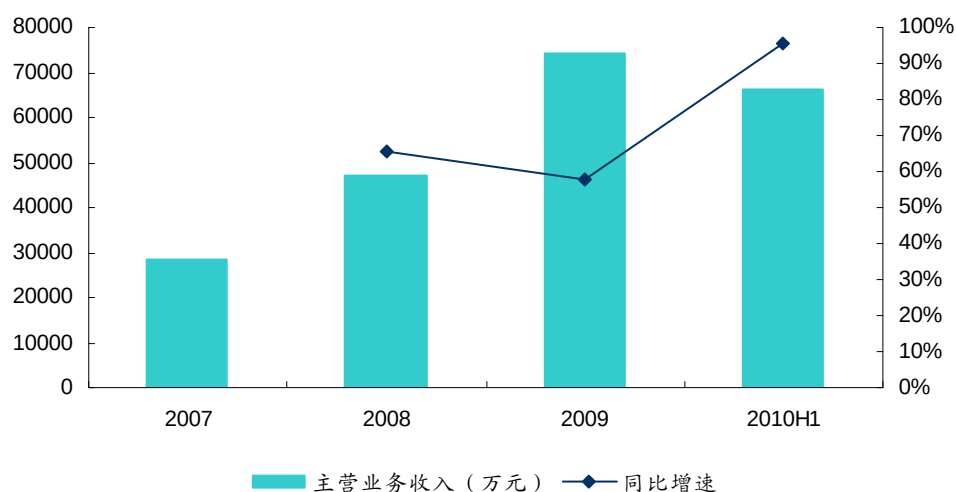


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

2007 至 2010 年上半年，公司主营业务收入平稳增长，2010 年上半年主营收入达到 66389.54 万元，比上年同期增长 95.50%。

图 4: 2007-2010H1 公司主营收入平稳增长



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

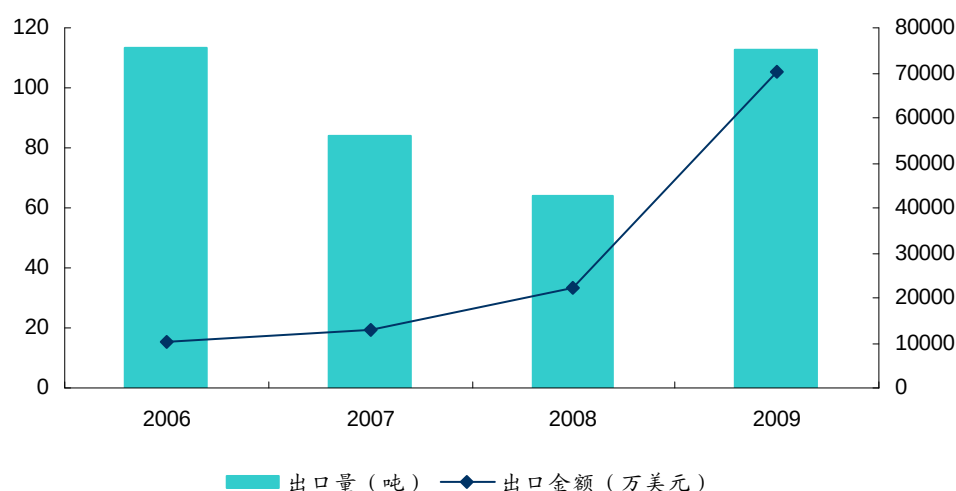
公司经营分析

肝素钠原料药——公司主打产品

肝素 (Heparin)，是一种广泛存在于人和哺乳动物组织中的生物活性物质，具有很强的抗凝血、抗血栓功能，肝素原料药制成的低分子肝素制剂和肝素制剂是目前全球最主要的抗凝血药物。肝素一般以钠盐或钙盐形式存在，在使用中尤以肝素钠为主。据 IMS 统计，2008 年肝素制剂是全球第一大生化药物制品，总销售额接近 50 亿美元，约占抗凝血药物销售总额的 90%。

我国是肝素产品出口大国，在全球肝素制剂需求增长的大背景下，肝素原料药市场快速增长。2009 年全国肝素产品出口 112.71 吨，合计金额 70300 万美元。

图 5: 2006-2009 年肝素产品出口数量及金额



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

2008 年“百特事件”一方面在短期对中国的肝素产品出口造成了巨大冲击，出口量剧烈波动，但另一方面，从长期来看，此安全事件使客户对于原料药厂商的产品质量和控制体系更为重视，对原料药厂商应获得足够合理利润达成共识，而不是单一压低价格。此事件促进了肝素行业整合，开拓了肝素原料药价格上升的空间，使市场向技术和规模领先的优秀企业集中。肝素价格的上升抵消了出口量下降的不利影响，出口金额在 2006-2009 年期间稳步上升。

我国肝素原料药出口企业除本公司外主要有深圳海普瑞、烟台东诚、南京健友等。2009 年前五大出口商肝素出口额占总出口额的 77.61%，与 2006 年的 58.15%相比集中度提高趋势明显。

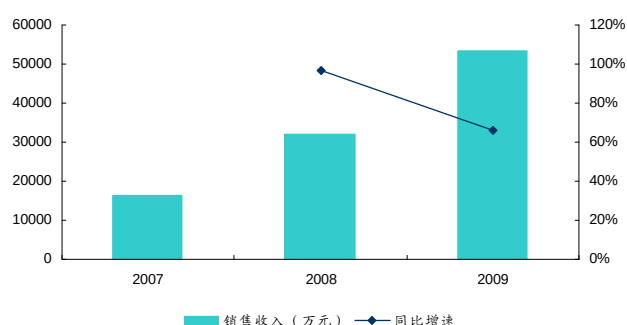
表 3: 公司主要竞争对手概况

公司	2009 年出口额占比 (%)	目标市场
本公司	9.49	欧洲、亚洲和拉美国家
深圳海普瑞	43.97	美国和欧洲国家
烟台东诚	4.52	欧洲、亚洲和拉美国家
南京健友	15.42	美国

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

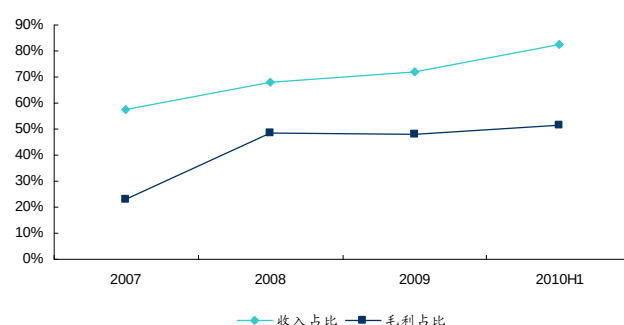
2006-2009 年公司肝素钠原料药销售情况良好，收入及收入占比迅速上升，2010 年上半年销售收入达 5.5 亿元，占比 82.72%。

图 6: 肝素钠原料药销售额迅速增长



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

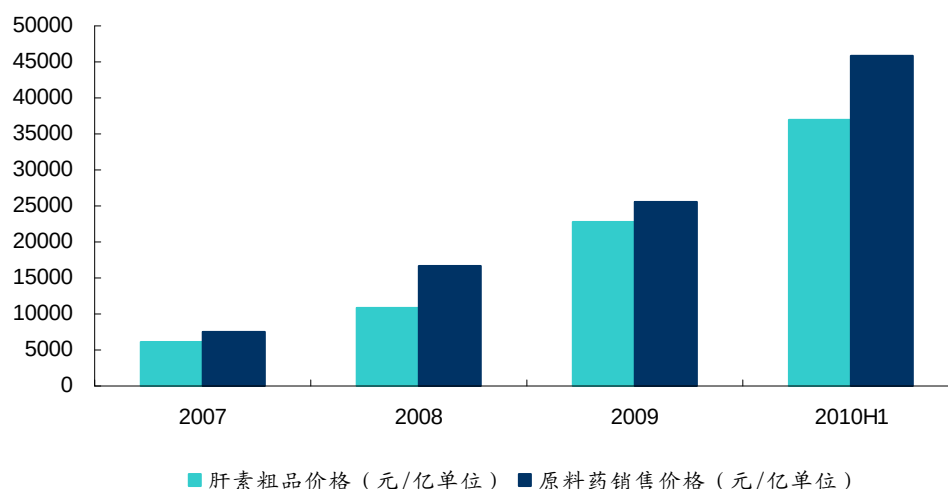
图 7: 肝素钠原料药收入及毛利占比



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

肝素钠原料药的原材料为肝素粗品，近年来肝素粗品价格不断上涨，2010 年上半年达到 36865.76 元/亿单位。公司根据库存肝素粗品的成本和市场采购价格，按照每亿单位毛利指标、收率情况、汇率波动水平和效价单位换算关系来测算肝素原料药销售价格，并根据客户的需求数量采购肝素粗品，转嫁肝素粗品价格波动风险。肝素钠原料药销售价格成功从 2008 年的 7477.37 元/亿单位上升至 2010 上半年的 45857.20 元/亿单位。

图 8：2007-2010H1 肝素粗品与原料药价格对比



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

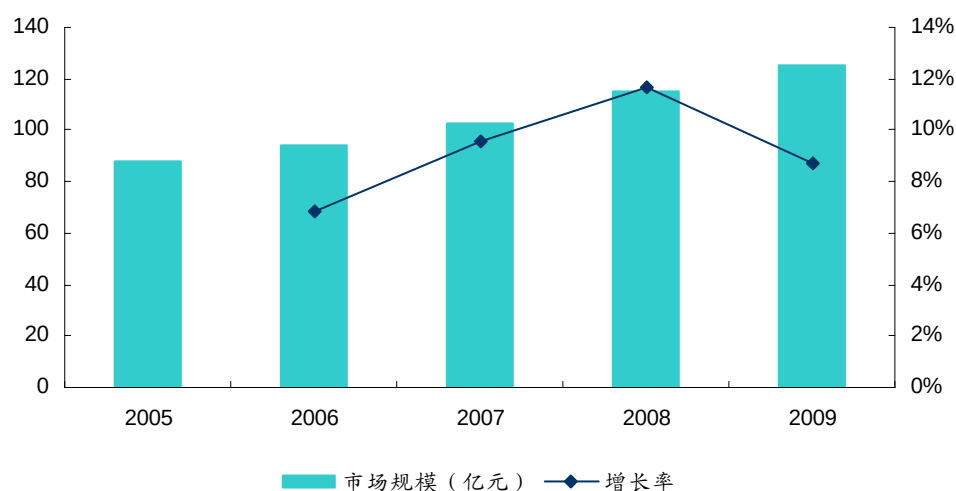
2009 年 9 月 28 日，发改委发布《关于公布国家基本药物零售指导价的通知》，将 1.25 万单位肝素钠制剂的零售指导价从 4.9 元/瓶提高至 11.7 元/瓶。本次调价将显著提升公司肝素制剂的毛利率水平。

胰激肽原酶——不可或缺的高毛利率产品

胰激肽原酶制剂为血管扩张类用药，其主要通过作用人体内的激肽原，释放激肽，激活激肽系统和纤溶系统等，起到扩张血管、改善微循环、降低血液粘稠度、防止微血栓、抑制基底膜增厚、纠正组织缺血和缺氧的作用。

2005-2009 我国周围血管扩张药物销售增长显著，2009 年市场规模达 125 亿元，年均增长近 10%。

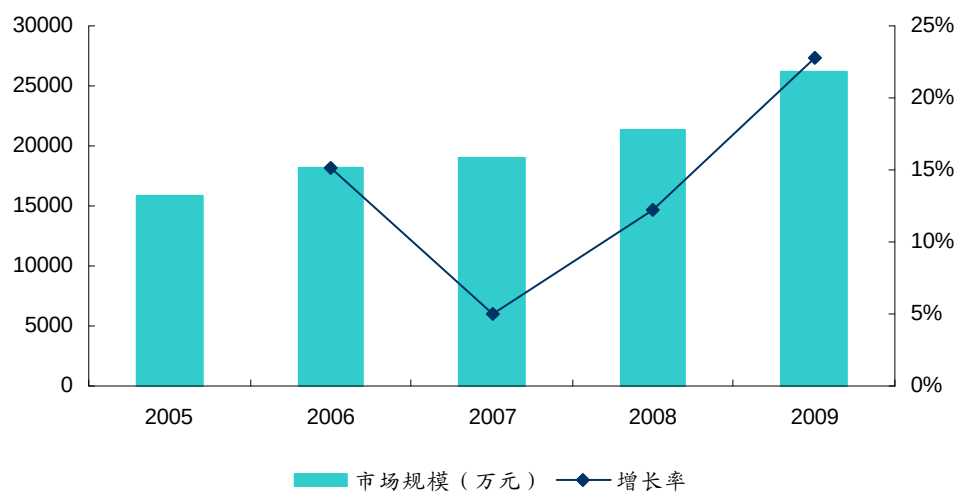
图 9：2005-2009 年我国血管扩张药市场规模



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

胰激肽原酶临床上主要应用于预防和治疗糖尿病性肾病、眼底病变、脑动脉硬化和脑缺血、降低血粘度及血脂，在糖尿病并发症领域是常用药品，目前存在直接竞争的替代性药物较少。2009 年销售额约 2.6 亿元，占 2.1% 的市场份额。

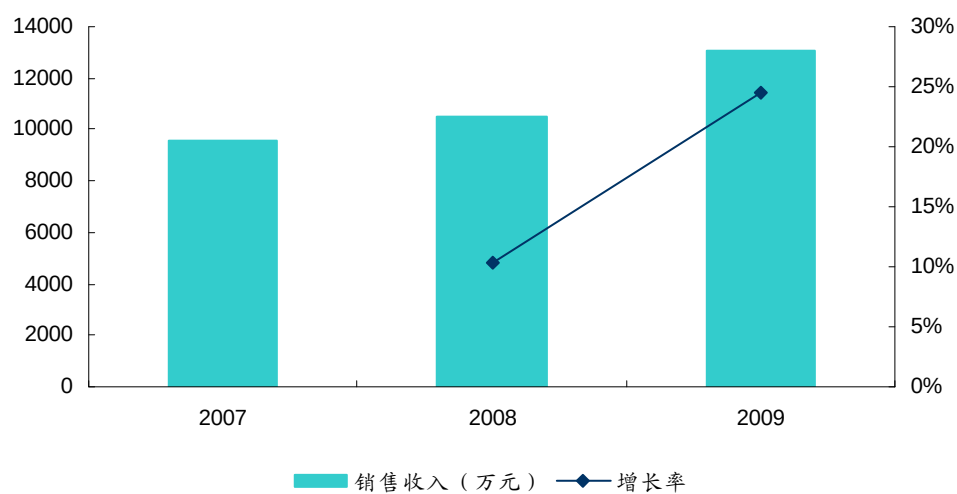
图 10: 2005-2009 年胰激肽原酶市场规模不断扩张



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

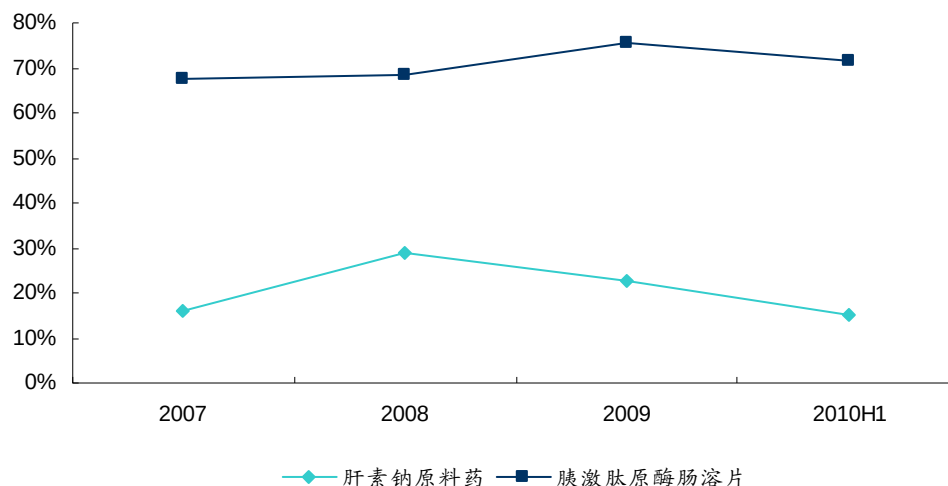
公司的胰激肽原酶肠溶片是胰激肽原酶类的主力产品，2009 年实现销售收入 1.31 亿元，同比增长 24.47%。

图 11: 2007-2009 年胰激肽原酶肠溶片销售收入逐年增长



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

和肝素钠原料药相比，胰激肽原酶系列产品毛利率较高，2010 年上半年胰激肽原酶肠溶片以 9.89% 的销售收入贡献了 29.34% 的毛利。

图 12：胰激肽原酶肠溶片毛利率较高


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

募投项目扩大产能、完善销售渠道

公司本次募集资金投向肝素原料药及制剂扩产项目、胰激肽原酶原料药及制剂扩产项目和营销网络建设等项目，解决产能瓶颈，完善销售渠道，为公司未来成长奠定基础。

表 4：公司募投项目

项目名称	建设投资（万元）	流动资金投资（万元）	投资总额（万元）
肝素原料药及制剂扩产项目	11267	9444	20711
胰激肽原酶原料药及制剂扩产项目	18072	3562	21634
门冬酰胺酶原料药及制剂扩产项目	3974	294	4268
生物医药技术研发中心建设项目	10100	0	10100
营销网络建设项目	4462	1288	5750
合计	47875	14588	62463

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司产能瓶颈问题比较突出，2009 年主导产品肝素钠原料药和胰激肽原酶肠溶片产能利用率均超过 100%。

表 5：2009 年主导产品产能利用率

产品	产能	实际产量	产能利用率
肝素钠原料药	22000 亿单位	22491 亿单位	102.33%
肝素钠注射液	900 万瓶	846.12 万瓶	94.01%
胰激肽原酶肠溶片	12000 万片	14499 万片	120.83%
胰激肽原酶针剂	50 万瓶	64.54 万瓶	129.08%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

募投项目建设期为两年，达产后将形成 55000 亿单位肝素钠原料药、3000 万瓶肝素钠注射液、48000 万片胰激肽原酶肠溶片和 350 万瓶胰激肽原酶针剂的产能。公司将通过加大对存量客户的销售力度和积极开拓美国、日本市场等方法消化新增产能并使之成为新的盈利增长点。

营销网络建设项目的实施，将进一步完善销售渠道和销售网络、强化产品市场推广力度，为公司在国内市场打造产品的品牌、扩大销售量、推动募投产品的销售，增强产品的影响力起到关键作用。

盈利预测

核心假设

- 1、主要产品毛利率基本平稳;
- 2、肝素原料药价格没有大幅波动。

表 6: 分产品销售假设 (单位: 万元)

	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
肝素系列	16900.85	34097.77	56655.79	93482.05	112178.46	134614.16
增长率		101.75%	66.16%	65.00%	20.00%	20.00%
毛利率	16.07%	28.06%	23.25%	18.00%	18.00%	18.00%
胰激肽原酶系列	10223.14	11584.75	14589.83	18091.39	22614.24	28267.80
增长率		13.32%	25.94%	24.00%	25.00%	25.00%
毛利率	68.81%	70.75%	75.05%	76.00%	76.00%	76.00%
其他药品	1330.33	1396.17	3037.88	4253.03	6379.55	9569.32
增长率		4.95%	117.59%	40.00%	50.00%	50.00%
毛利率	78.83%	80.96%	61.54%	70.00%	70.00%	70.00%
总计	28454.32	47078.69	74283.50	115826.47	141172.25	172451.27
增长率		65.45%	57.79%	55.92%	21.88%	22.16%
综合毛利率	37.95%	40.13%	34.99%	28.97%	29.64%	30.39%

资料来源: 长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	744	1160	1414	1727	货币资金	100	1061	1145	1272
营业成本	483	824	995	1202	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	261	336	419	525	应收账款	107	228	278	340
% 营业收入	35.1%	29.0%	29.6%	30.4%	存货	203	314	379	458
营业税金及附加	3	5	6	8	预付账款	16	27	33	39
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	41	64	78	95	流动资产合计	436	1645	1853	2130
% 营业收入	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	59	87	99	121	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.9%	7.5%	7.0%	7.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	7	1	-3	-4	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.9%	0.1%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	81	85	86	72
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	13	12	11	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	3	0	0	0
营业利润	151	179	239	305	其他非流动资产	2	2	2	2
% 营业收入	20.3%	15.4%	16.9%	17.7%	资产总计	534	1744	1952	2215
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	107	0	0	0
利润总额	151	179	239	305	应付款项	33	56	68	82
% 营业收入	20.3%	15.4%	16.9%	17.7%	预收账款	5	12	14	17
所得税费用	25	24	32	41	应付职工薪酬	16	25	30	36
净利润	126	155	207	264	应交税费	3	3	4	5
归属于母公司所有者的净利润	125.7	154.9	207.0	263.8	其他流动负债	112	58	70	85
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	276	154	186	225
EPS (元/股)	0.79	0.97	1.29	1.65	长期借款	9	9	9	9
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	8	-80	140	179	其他非流动负债	5	5	5	5
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	290	168	200	239
收回现金					归属于母公司	244	1575	1751	1976
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-13	-28	-28	-17	股东权益	244	1575	1751	1976
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	534	1744	1952	2215
投资活动现金流净额	-13	-28	-28	-17	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	1200	0	0	EPS	0.786	0.968	1.294	1.649
银行贷款增加 (减少)	33	-107	0	0	BVPS	2.03	13.13	14.59	16.46
筹资成本	43	-24	-28	-36	PE	38.19	30.98	23.19	18.20
其他	-87	0	0	0	PEG	1.36	1.11	0.83	0.65
筹资活动现金流净额	-10	1069	-28	-36	PB	14.78	2.29	2.06	1.82
现金净流量	-15	961	84	126	EV/EBITDA	28.58	18.37	13.89	10.64
					ROE	51.6%	9.8%	11.8%	13.4%

分析师介绍

刘舒畅，上海交通大学生物化学硕士/应用化学学士，从事化学制剂、原料药行业研究；
严鹏，华中科技大学财务管理硕士/生物技术学士，研究领域为医药行业。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfww@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。