

原料药和制剂并进，未来亮点较多

--千红制药新股报告

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

千红制药 002550

2011-1-27

投资要点

1. 公司所处行业前景广阔，需求不断增加。公司主导产品是肝素钠原料药及制剂、胰激肽原酶制剂，产品治疗的疾病发病率不断上升，需求增长确定。

2. 肝素钠原料药订单量大增，积极布局上游资源。公司是国内三大肝素出口商之一，2009年占肝素出口额的9.49%。公司客户山德士公司在依诺肝素仿制药在美国上市后，公司的订单量翻番。此次募集资金将目前22000亿单位的产能提高到55000亿单位，达产后将带来营业收入和利润的增长。

3. 肝素钠注射液增长迅速，毛利率快速上升。2009年公司肝素钠注射液完成销售收入3270万元，比上年增长63.50%。毛利额上升迅速，2007年到2010年中期分别为78万元、315万元、1002万元、1499万元，毛利率为13.65%、15.77%、30.63%、46.05%。

4. 胰激肽原酶制剂有望百尺竿头，更进一步。公司胰激肽原酶的质量标准被国家药典委员会提升为国家药品标准，发改委给予公司生产的胰激肽原酶产品单独定价资格，盈利能力较强，毛利率高。公司的胰激肽原酶系列产品分为胰激肽原酶肠溶片和注射用胰激肽原酶，在2009年的销售收入分别为13092万元、1498万元，毛利率保持较高水平，分别为73.59%、87.86%。

5. 新产品研发厚积薄发，发展空间巨大。公司非常重视新药研发，本次募集资金拟投资建立研发中心，靶向性重组人抗血栓蛋白属于国家一类新药，该项目目前已经基本完成临床前研究。在研新药还有肿瘤靶向性细胞凋亡诱导剂 TRAIL 变体药物和螺旋藻多糖。

风险提示：

肝素粗品供应紧张，价格上涨过快，毛利进一步压缩，新药研发晚于预期。

主要财务数据：

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	743.80	1142.30	1441.67	1789.58
增长率(%)	57.79	53.78	26.21	24.15
归属母公司股东净利润	125.69	155.00	205.38	274.41
增长率(%)	39.00	23.30	32.50	33.60
每股收益(EPS)	0.79	0.97	1.28	1.72

目标价格：36.89-40.74 元

发行上市资料

发行股数（万股）	4000
发行前总股本（万股）	12000
发行后总股本（万股）	16000
发行日期	2011/02/09
上市日期	2011/-/-
主承销商	华泰证券

行业研究员：张欣

联系人：林兴秋

证书编号	S0820208030013
电话	021-32229888-3510
E-mail	linxingqiu@ajzq.com

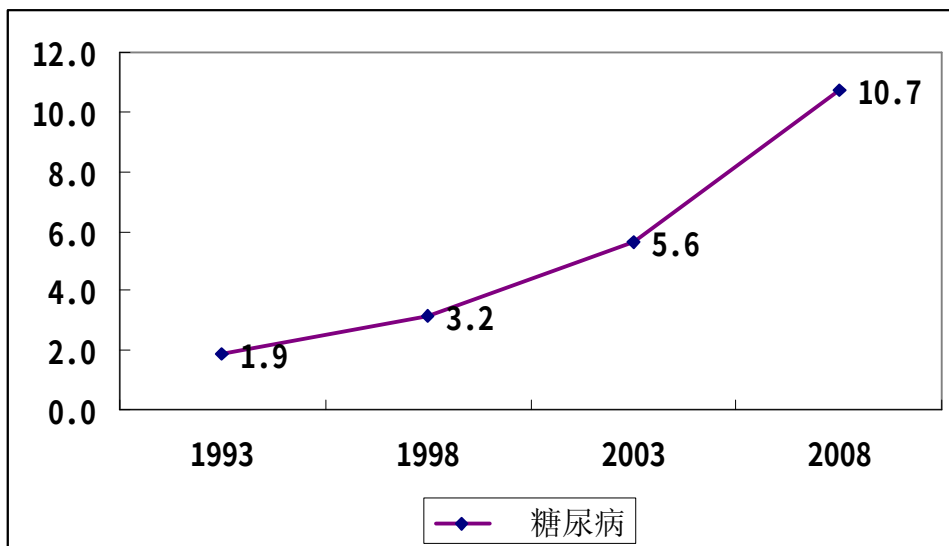
相关报告

一、公司所处行业前景广阔，需求不断增加

常州千红生化制药股份有限公司（简称千红制药）主要从事生化药品的研发、生产和销售，主导产品是肝素钠原料药及制剂、胰激肽原酶制剂，约占其**2009**年营业收入的**96%**。肝素是主要的抗凝血药物，治疗和预防各类血栓病，血栓病是由于血栓引起血管腔狭窄与闭塞，使主要脏器发生缺血和梗塞而引发机能障碍的各种疾病，属于心脑血管疾病。由于人口老龄化、运动减少、心理压力加大等因素作用下，包括高血压、心脏病、脑血管疾病等心脑血管疾病发病率呈上升趋势，肝素行业的需求必将不断增加。低分子肝素制剂和肝素制剂是迅速起到抗凝作用的首选药物，根据IMS Health 公布的数据，**2008**年全球抗凝血药物的销售规模超过**60**亿美元，预计到**2014**年全球抗凝血药物的规模将达到**90**亿美元。我国是全球肝素原料和原料药最大的生产国和出口国，经过多年的市场竞争和整合，出口金额大增，全国肝素产品出口金额从**2006**年的**1.03**亿美元增加到**2009**年的**7.03**亿美元。同时国内肝素原料药市场集中度已显著提高，**2009**年全国前三大出口商海普瑞、南京健友生化制药有限公司和本公司的市场集中度已接近**70%**。目前肝素是从猪小肠中提取加工纯化，我国是全球最大生猪生产国，有一定的资源优势，肝素是结构最复杂的有机化合物，预计三十年内不可能人工合成，因此肝素行业目前的工艺流程和盈利模式不会受到影响。

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。临床上主要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，也可用于高血压病的辅助治疗。胰激肽原酶对于**2**型糖尿病早期病变有显著的疗效和良好的安全性，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仍较少。随着我国经济发展和居民生活水平的提高，社会老龄化的进展，糖尿病已经成为威胁我国居民健康的重大疾病，据中华医学会糖尿病学分会统计，我国城镇人口中，约有**4100**万糖尿病患者。糖尿病的发病率和患病人数呈不断上升趋势。**2005**年全国胰激肽原酶制剂市场的销售额为**1.58**亿元，**2006**年**1.80**亿元，**2007**年**1.90**亿元，**2008**年**2.14**亿元，预计**2009**年全年销售额为**2.63**亿元，近五年里胰激肽原酶制剂销售呈上升趋势。**2008**年前三大胰激肽原酶制剂生产企业约占全国销售额的**90%**，其中本公司占全国销售额的**62.07%**，处于绝对领先的地位。

图1：糖尿病的发病率（单位：%）



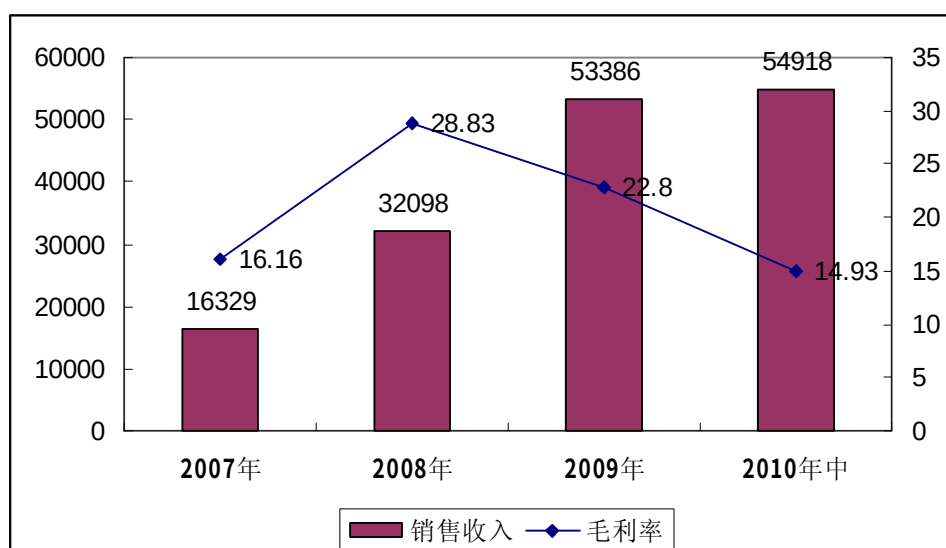
资料来源：卫生部，爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

二、肝素钠原料药订单量大增，积极布局上游资源

公司在国内率先将分子膜超滤截留技术应用于肝素钠原料药的工业化生产中，生产工艺已处于国际同步、国内领先水平。公司肝素钠原料药已通过欧盟COS认证及德国、澳大利亚、韩国GMP认证等多国药品监督部门的认证。公司是国内三大肝素出口商之一，2009年占肝素出口额的9.49%。公司肝素钠原料药生产线设计年产能22,000亿单位。2007年、2008年、2009年和2010年1-6月公司产量保持稳定，分别为21,441亿单位、21,711亿单位、22,491亿单位和12,411亿单位，总体上未因为百特肝素事件而下滑，产能利用率接近或超过100%。2008年、2009年和2010年1-6月公司肝素钠原料药毛利率分别28.83%、22.80%和14.93%，而同期的海普瑞的综合毛利率为56.16%、48.26%和44.40%，相差较大，主要原因是客户和市场的差异，海普瑞主要向赛诺菲—安万特和APP公司提供肝素钠原料药，而公司的主要客户为奥地利山德士公司、意大利奥玻克瑞公司、德国汉姆公司、德国威林公司等欧洲肝素制剂生产商和肝素产品经销商。肝素钠原料药在欧洲市场的价格一直低于美国市场且比较稳定，海普瑞的肝素钠原料药通过了美国FDA认证和欧盟COS认证，而公司正在申请美国FDA认证。2009年，因公司的客户山德士申请依诺肝素仿制药上市（美国FDA新药申请号：ANDA77857/000）的需要，公司于2009年3月接受并通过了美国FDA对公司作为山德士依诺肝素仿制药中间体供应商符合人用药cGMP的现场检查。2010年7月，山德士依诺肝素仿制药的上市申请获美国FDA通过，销售情况良好。由此可见公司生产肝素钠已经达到了国际先进水平，通过美国FDA认证应该只是时间问题。一旦公司的肝素钠打开了美国市场，公司的经营和盈利能力将上一个台阶。山德士公司在依诺肝素仿制药在美国上市后，公司的订单量翻番，公司在2011年将通过技术改造以扩大产能。此次募集资金将目前22000亿单位的产能提高到55000亿单位，建设期为2年，达产后将带来营业收入和利润的增长。公司2010年肝素钠原料药的销售收入增长迅速和其价格快速上升有关，而毛利率较2008年、2009年有所下降，其主要原因是公司的主要客户山德士公司的依诺肝素仿制药刚刚在美国上市，为了打开美国市场，依诺肝素仿制药以具有吸引力的价格吸引消费者，作为长期合作伙伴，公司销售给山德士公司的价格偏低，不过，待山德士公司在美国的市场充分打开后，肝素钠的毛利率有望得到回升。公司已经通过了GSK等国际制药巨头的审核，即将获得他们的肝素钠原料药的订单。公司积极布局上游资源，与南京雨润食品有限公司设立润红生物科技有限公司，生产销售生猪小肠肠衣、肝素粗品及猪胰脏粉等生物原料制品；加大与大型生猪屠宰企业如双汇集团、金锣集团的合作。

图2：肝素钠原料药的销售收入及毛利率（单位：万元，%）



资料来源：公司招股说明书，爱建证券

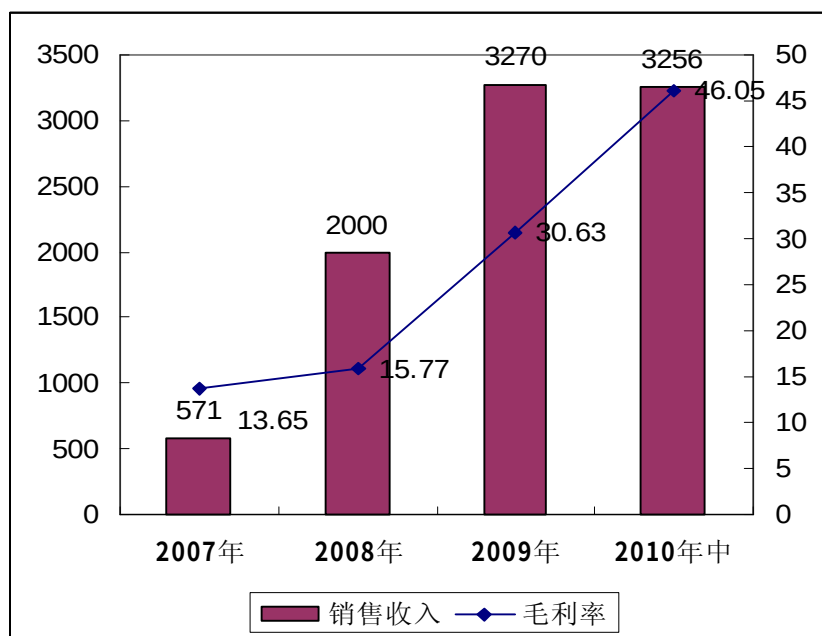
请务必阅读正文之后的重要声明

三、肝素钠注射液增长迅速，毛利率快速上升

公司肝素产业链较为完整，公司还生产肝素钠注射液，公司拥有2个品规的肝素钠注射液药品生产批准文号，2009年将肝素钠原料药产量的6.53%用于自身生产肝素钠注射液产品。公司生产的肝素钠注射液属于国家基本药物目录产品。为鼓励企业生产肝素制剂，满足临床需要，2009年9月28日国家发改委发文将肝素钠注射液（1.25 万单位:2ml）的零售指导价格由4.9元/支上调至11.7元/支。这次价格调整显著改善了公司肝素钠注射液的毛利水平。经此价格调整，公司将进一步加大肝素钠注射液的生产与内销规模，并计划利用募集资金将现有900万瓶的生产能力提升至3000万瓶，公司的营业收入和利润将快速增长。

公司在肝素钠制剂生产和销售上主要面临天津生物化学制药有限公司、江苏徐州万邦生物化学有限公司和上海第一生化药业有限公司的竞争，同时公司向江苏徐州万邦生物化学有限公司和上海第一生化药业有限公司供应生产肝素钠制剂的原料药。依托公司原料药和质量控制优势，报告期内公司肝素钠制剂的销售一直位居行业前列。2009 年公司肝素钠注射液完成销售收入3270万元，比上年增长63.50%。毛利额上升迅速，2007年到2010年中期分别为78万元、315万元、1002万元、1499万元，毛利率为13.65%、15.77%、30.63%、46.05%。预计本募投项目100%达产后，肝素钠注射液按照6元/瓶销售价格计算，肝素钠注射液的销售收入将超过1.6亿元。

图3：肝素钠注射液销售收入及毛利率（单位：万元，%）



资料来源：公司招股说明书，爱建证券

四、胰激肽原酶制剂有望百尺竿头，更进一步

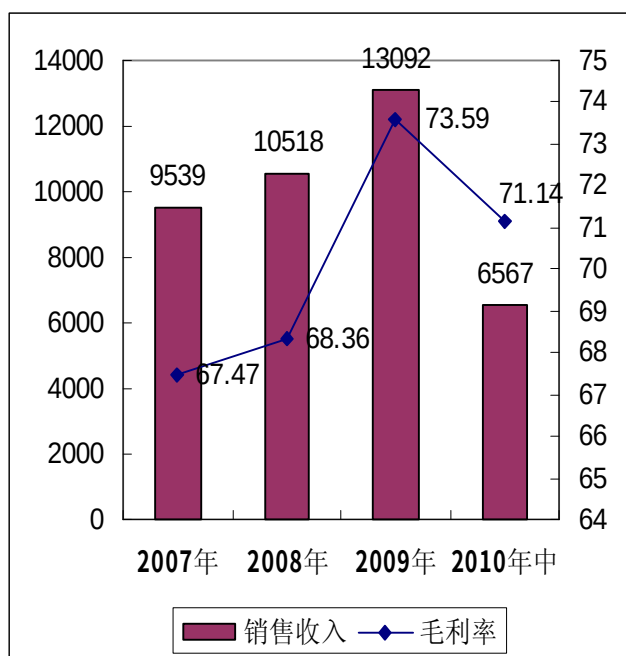
公司生产的胰激肽原酶在工艺上采用了蛋白质分子螯合技术、现代膜分子超滤技术和亲和层析技术，产品技术和质量已经达到国内领先水平。2008年本公司生产的胰激肽原酶制剂占整个国内市场占有率的62.07%，公司的质量标准已于2006年被国家药典委员会提升为国家药品标准，因此发改委给予公司生产的胰激肽原酶产品单独定价资格，盈利能力较强，毛利率高。2008年公司胰激肽原酶的销售规模达到1.16亿元，2009年公司胰激肽原酶系列产品销售收入达到1.46亿元，比2008年增长了25.86%。未来五年，胰激肽原酶系列产品的市场增长率将维持在每年20%以上，到2015年胰激肽原酶全国市场的销售额将从2009年的2.63亿元增长达到9.11亿

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

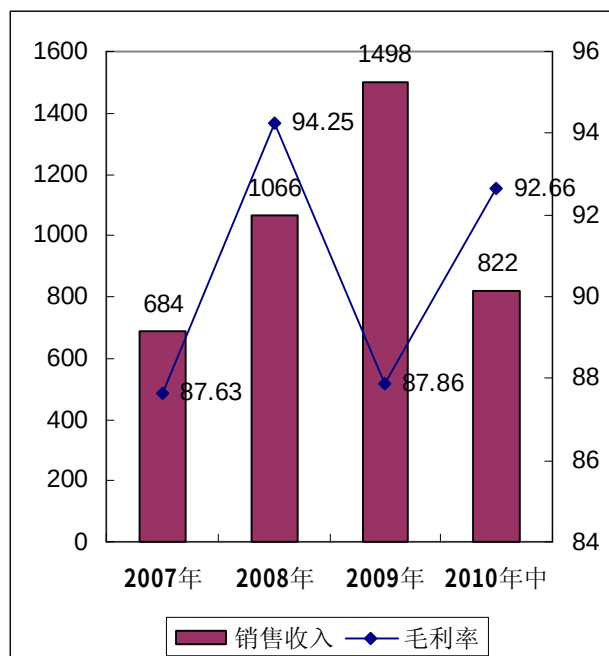
元。随着行业的增长，作为行业的龙头，公司胰激肽原酶系列产品将获得快速的增长。公司的胰激肽原酶系列产品分为胰激肽原酶肠溶片和注射用胰激肽原酶，在2009年的销售收入分别为13092万元、1498万元，毛利率保持较高水平，分别为73.59%、87.86%。预计本募投项目100%达产后，按照销售价格18元/盒计算，公司胰激肽原酶片剂的销售收入将达到4亿元，胰激肽原酶针剂及其他胰酶类衍生产品的销售收入也将超过1亿元，本募投项目合计利润总额将约为1.39亿元。

图4：胰激肽原酶肠溶片收入及毛利率（万元，%）



资料来源：公司招股说明书，爱建证券

图5：注射用胰激肽原酶收入及毛利率（万元，%）



资料来源：公司招股说明书，爱建证券

五、小品种发展潜力大

公司除了主导产品肝素钠及胰激肽原酶，还生产门冬酰胺酶制剂和消化酶以及其他一些产品。门冬酰胺酶制剂适用于治疗急性淋巴细胞性白血病、急性粒细胞性白血病、急性单核细胞性白血病、慢性淋巴细胞性白血病、霍奇金病及非霍奇金病淋巴瘤、黑色素瘤等，对上述各种肿瘤细胞的增殖有抑制作用，其中对儿童急淋的诱导缓解期疗效最好。2008年日本协和发酵、美国默沙东和本公司生产的注射用门冬酰胺酶合计约占国内90%以上的市场份额，其中公司约占20%的市场份额。公司产品质量已达到国际同步水平，2009年公司门冬酰胺酶原料药和制剂完成销售收入1117万元，比上年增长68.73%。毛利率很高，达到95.57%。预计扩建的项目100%达产后，门冬酰胺酶原料药和制剂的销售收入将超过4000万元，实现利润总额约2000万元。新股推介会上，公司董事长表示将大力发展复方消化酶产品，该产品是国家四类新药，作用靶点清楚，疗效明确，公司将建设OTC营销网络，目前该产品销售额在公司中占比不大，预计该产品未来将有比较大的发展空间。

六、公司财务稳健，新产品研发厚积薄发，未来空间巨大

公司2007年、2008年、2009年主营业务收入分别为28560万元、47164万元、74380万元，2010年1-6月实现主营业务收入66417万元，比上年同期增长95.50%，2009年主营业务收入较上年同期增长57.79%，主要系公司肝素钠原料药的销售均价大幅提升。公司2007年、2008年、2009年、2010年中期净利润分别为4558万元、9038万元、12569万元、8362万元。2007年、2008年、2009年及2010年上半年公司综合毛利率分别为38.16%、

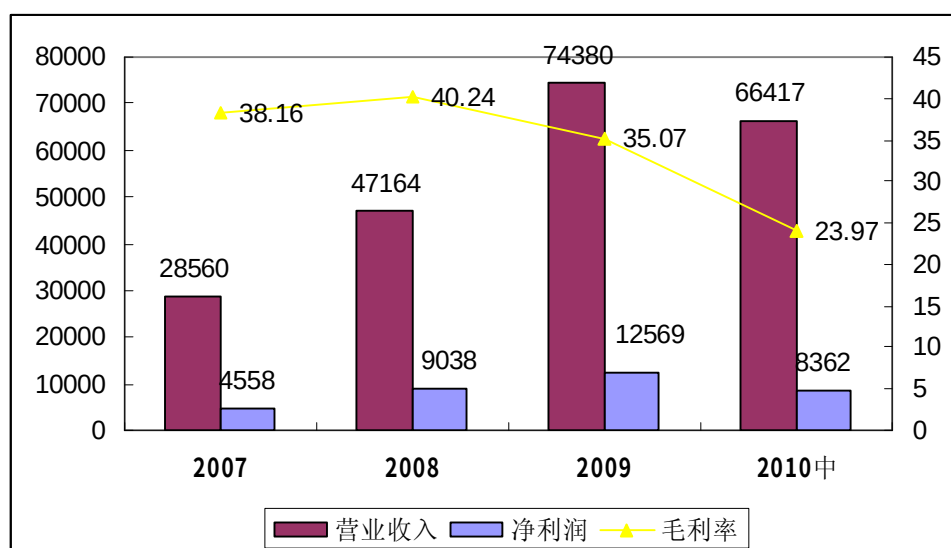
请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

40.24%、35.07%和23.97%，2010年上半年公司综合毛利率下降主要是因为肝素钠原料药的毛利率下降所致。公司的期间费用率呈下降趋势，2007年、2008年、2009年及2010年上半年分别为20%、16%、14%、10%。

公司非常重视新药研发，本次募集资金拟投资建立研发中心，开发具有自主知识产权的基因工程和治疗用干细胞类生物制品，争取在3-5年内开发出1-2个一类新药产品。在研新药中，靶向性重组人抗血栓蛋白属于国家一类新药，是利用重组DNA技术开发的新型靶向性抗血栓蛋白药物，该药物将根本解决目前市场抗血栓药物共同面临的内出血副作用难题，属于国家一类新药，公司研究该项目近10年。目前已完成的动物药效学实验已证明其疗效明显好于市场主流抗血栓药物，该项目已被分别列入国家“重大新药创制”科技专项和江苏省科技支撑计划。该项目目前已经基本完成临床前研究，公司在取得国家药监局的临床试验批件后，将制定合理的临床研究方案，开展临床试验，预计在3-5年之内完成所有的临床试验工作。肿瘤靶向性细胞凋亡诱导剂TRAIL变体药物正在进行临床前研究。螺旋藻多糖治疗白细胞减少症，已完成I期临床试验，正在进行II期临床试验。6个低分子肝素生产批件的申请已经提交给SFDA，有望于近期获批，低分子肝素的临床应用广阔，副作用相对较少，毛利率较肝素钠原料药高出很多，获批生产后公司的收入和毛利率将得到提升。

图6：公司营业收入利润及毛利率（单位：万元，%）



资料来源：公司招股说明书，爱建证券

七、公司盈利预测

公司产品品种较为丰富，所处行业成长性较快并且确定，公司经营稳健，肝素钠原料药和注射液产业链一体化，加上积极布局肝素粗品上游资源；胰激肽原酶系列产品将保持国内龙头地位并取得较强的盈利能力。预计2010年、2011年、2012年营业收入分别为11.42亿元、14.42亿元、17.90亿元，归属母公司股东净利润为1.55亿元、2.05亿元、2.74亿元，EPS为0.97元、1.28元、1.72元。

请务必阅读正文之后的重要声明

表1：公司主导产品的盈利预测（单位：营业收入成本：百万元，增长率：%）

主导产品		2009	2010E	2011E	2012E
肝素钠原料药	销售收入	533.86	888.30	1074.50	1316.24
	增长率	66.32	66.39	21.00	22.50
肝素钠注射液	销售收入	32.70	71.00	97.98	129.33
	增长率	63.50	117.13	38.00	32.00
胰激肽原酶肠溶片	销售收入	130.92	150.00	190.50	245.75
	增长率	24.47	14.57	27.00	29.00
注射用胰激肽原酶	销售收入	14.98	17.00	21.25	27.84
	增长率	40.53	13.48	25.00	31.00

资料来源：公司招股说明书，爱建证券

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

请务必阅读正文之后的重要声明

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。