

千红制药（002550）：肝素钠与胰激肽原酶两翼齐飞

医药行业/生物制品

合理价格区间： 34.3-39.2 元

报告日期：2011 年 02 月 09 日

主要财务指标（单位：万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	74,380	112,565	135,715	163,704
(+/-)	57.70%	51.34%	20.57%	20.62%
营业利润	15,089	18,008	23,332	28,294
(+/-)	40.81%	19.35%	29.56%	21.27%
归属于母公司 的净利润	12,569	15,732	20,345	24,668
(+/-)	38.98%	25.16%	29.32%	21.25%
每股收益（元）	0.79	0.98	1.27	1.54

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	2011.2.9/—
发行后总股本（万股）	16,000
发行股数（万股）	4,000
发行价格（元）	32
发行市盈率（倍）	41
发行动态市盈率（倍）	33
行业滚动市盈率（倍）	49
第一大股东	王耀方
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	30.4%/22.8%
发行前每股净资产（元）	2.73
发行前资产负债率（%）	42.35

注：发行市盈率=发行价/2009 年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/2010 年度预测摊薄后 EPS

证券分析师：彭晓
执业证书编号：A0140511010008
010-66045453 pengx@txsec.com
联系人：崔国涛
010-66045556 cuiqt@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

- 本次发行前公司总股本12000万股，王耀方先生为公司第一大股东，实际控制人，直接持有公司30.41%的股权。本次公开发行4000万股，占发行后总股本的25%，发行后王耀方先生持有公司22.80%股权，仍为公司第一大股东和实际控制人。
- 公司肝素产业链完整，国内市场份额领先。目前国内大部分肝素钠原料药生产企业产品主要依赖出口进行销售而没有制剂业务。而公司肝素产业链较为完整，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。2009年，公司肝素原料药国内市场份额达到21.51%，为国内第一；公司肝素出口量为9557千克，出口金额达到6672.27万美元，排名国内第三。
- 公司胰激肽原酶制剂主导国内细分市场。胰激肽原酶制剂为周围血管扩张类用药，主要应用于糖尿病并发症领域，替代性药物较少。随着我国糖尿病人数增加和诊断率的提升，未来治疗糖尿病并发症药品具有广阔的市场空间，预计未来几年国内胰激肽原酶制剂市场将保持较高扩容速度，到2015年胰激肽原酶全国市场销售额将达到9.11亿元。公司占据国内胰激肽原酶制剂60%以上的市场份额，我们认为公司作为国内胰激肽原酶制剂的龙头企业将成为市场扩容的最大受益者。
- 募集资金项目分析。本次募集资金拟用于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、门冬酰胺酶原料药及制剂扩产项目、生物医药技术研发中心建设项目和营销网络建设项目等五个项目，募集资金投资额共计62463万元。
- 盈利预测及估值。我们预计公司2010-2012年摊薄后每股收益为0.98元，1.27元和1.54元，综合考虑行业平均估值水平和公司成长性等因素，我们认为公司2010年合理估值水平为35-40倍，合理发行价格区间为34.3-39.2元。
- 风险提示。肝素钠原料药价格大幅波动风险；人工合成肝素技术突破所带来的风险；汇率波动风险。

正文目录

1. 公司概况	2
1.1 公司基本情况	2
1.2 公司股本结构	2
1.3 公司主营业务	3
2. 公司产品所处细分行业概况	4
2.1 肝素行业概况	4
2.1.1 肝素制剂生产流程	4
2.1.2 肝素行业市场概况	5
2.2 胰激肽原酶行业概况	8
2.2.1 周围血管扩张药物市场规模	8
2.2.2 胰激肽原酶制剂市场规模	9
2.2.3 胰激肽原酶的竞争品种情况	10
3. 公司行业地位与产品分析	10
3.1 公司肝素产品竞争地位分析	10
3.1.1 公司肝素产业链完整，国内市场份额领先	11
3.1.2 肝素出口海普瑞笑傲，公司处于国内 5 大出口企业中游水平	11
3.1.3 公司肝素钠产品分析	11
3.1.4 公司肝素钠产品亮点	13
3.2 公司胰激肽原酶产品竞争地位分析	14
3.2.1 公司胰激肽原酶产品主导国内细分市场	14
3.2.2 胰激肽原酶制剂产品分析	15
3.2.3 公司胰激肽原酶产品亮点	17
4. 公司财务分析	17
4.1 公司盈利能力分析	17
4.2 公司经营能力分析	17
4.3 公司偿债能力分析	18
4.4 公司现金流量分析	18
5. 募集资金项目分析	19
6. 盈利预测与估值分析	20
6.1 盈利预测	20
6.2 估值——合理价位 34.3-39.2 元	22
7. 风险提示	22

图表目录

图表 1 本次发行前股权结构及控制关系	2
图表 2 发行前后股本结构对比	3
图表 3 公司主营业务收入构成情况（万元）	3
图表 4 公司历年主营业务收入情况（万元）	4
图表 5 2010 年上半年公司产品收入构成情况	4
图表 6 肝素制剂产品流程图	5
图表 7 全球肝素原料药市场规模及预测	6
图表 8 2006-2012 年肝素原料药用途分布情况（万亿单位）	6
图表 9 2006-2012 年肝素原料药市场分布情况（万亿单位）	6
图表 10 2003-2012 年全球肝素类药物销售情况与预测	7
图表 11 2006-2009 年我国肝素产品出口情况	7
图表 12 2006 年-2009 年抗血栓药物主要品种市场份额与增长率	7
图表 13 周围血管扩张药全国市场销售金额走势图(亿元).....	8
图表 14 周围血管扩张药主要品种历年市场份额	9
图表 15 国内胰激肽原酶制剂市场规模及预测（亿元）	10
图表 16 胰激肽原酶制剂竞争品种销售情况（亿元）	10
图表 17 2007-2009 年肝素原料药国内市场份额情况	11
图表 18 2009 年我国肝素企业出口量占比情况	11
图表 19 2009 年我国肝素企业出口金额占比情况	11
图表 20 公司肝素产品历年收入情况（万元）	12
图表 21 公司肝素产品历年收入构成情况（万元）	12
图表 22 2010 年上半年公司营业收入构成情况	12
图表 23 公司肝素产品情况	13
图表 24 公司肝素钠原料药产能利用情况（亿单位）	13
图表 25 公司肝素注射液产能利用情况（万瓶）	13
图表 26 国内胰激肽原酶制剂市场份额情况	15
图表 27 国内胰激肽原酶制剂历年市场占有率	15
图表 28 2009 年胰激肽原酶制剂市场占有率	15
图表 29 胰激肽原酶产品历年营收情况（万元）	16
图表 30 胰激肽原酶历年营业收入构成情况（万元）	16
图表 31 公司胰激肽原酶产品价格情况	16
图表 32 公司胰激肽原酶肠溶片产能利用情况（亿单位）	16
图表 33 公司胰激肽原酶针剂产能利用情况（万瓶）	17
图表 34 2007-2010 年 1-6 月公司主要盈利能力指标与原料药行业均值比较	17
图表 35 公司应收账款周转率与行业平均比较	18
图表 36 公司存货周转率与行业平均比较	17
图表 37 公司偿债能力指标和行业均值的比较	18
图表 38 销售商品提供劳务现金收入与营收对比（万元）	19
图表 39 经营活动净现金流与净利润对比（万元）	19
图表 40 公司募集资金使用计划（万元）	19
图表 41 公司项目新增产能情况	20
图表 42 分产品盈利预测（万元）	20
图表 43 公司肝素钠收入预测	21
图表 44 公司盈利预测表（万元）	21
图表 45 部分代表性上市公司平均估值水平	22

1. 公司概况

1.1 公司基本情况

公司前身为常州千红生化制药有限公司，2008年2月整体变更为常州千红生化制药股份有限公司，注册资本1.2亿元。公司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，共拥有39个药品生产批准文号，涵盖原料药和片剂、注射剂、胶囊剂等剂型。其中22个品规的药品被列入《国家医保目录》；3个品种被列入《国家基本药品目录》；胰激肽原酶制剂被列为国家发改委单独定价（优质优价）药品。

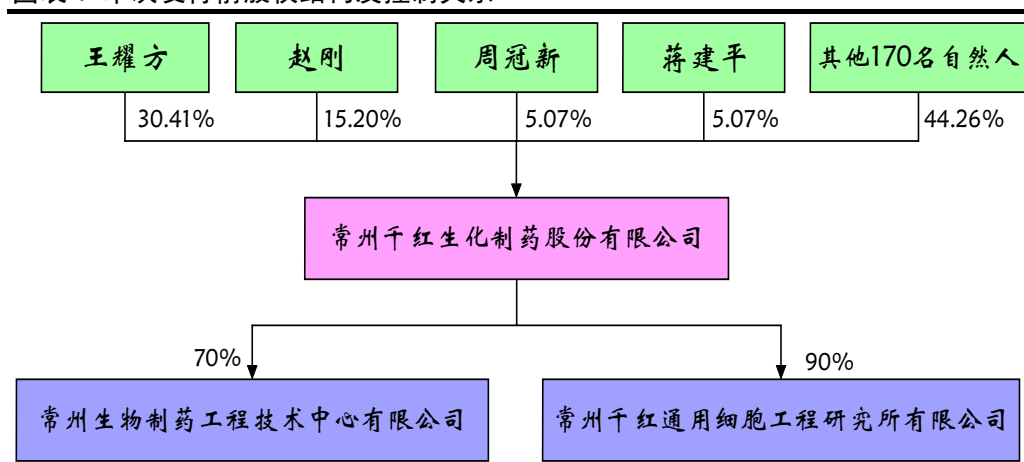
公司是国家级高新技术企业，突破了生化药物大生产中的技术瓶颈，已将现代分子膜超滤、蛋白质亲和层析、分子螯合病毒灭活等技术集成运用于生化酶药物和多糖类药物的大规模生产中，取得显著成效，建立了生化药物产业化技术平台。

肝素钠、胰激肽原酶两大系列产品同为公司利润支柱，公司推行了国际、国内两个市场，原料药和药品制剂业务并重的经营战略，相对于主要依赖单一品种产品的国内众多生化制药企业，公司具有产品线丰富、原料综合利用程度较高、产品结构合理等优势，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。

1.2 公司股本结构

本次发行前公司总股本12000万股，王耀方先生为公司第一大股东，实际控制人，直接持有公司30.41%的股权。本次公开发行4000万股，占发行后总股本的25%，发行后王耀方先生持有公司22.80%股权，仍为公司第一大股东和实际控制人。股东赵刚和股东沈小蕙为夫妻关系，其中赵刚持有公司15.2%的股份，沈小蕙持有公司1.39%的股份，两人合计持有公司16.59%的股份；股东苏肖冰和陈红雷为夫妻关系，其中苏肖冰持有公司1.12%的股份，陈红雷持有公司1.01%的股份，两人合计持有公司2.13%的股份。

图表 1 本次发行前股权结构及控制关系



资料来源：招股说明书，天相投顾整理

图表 2 发行前后股本结构对比

股东	本次发行前		本次发行后	
	持股数(股)	持股比例	持股数(股)	持股比例
王耀方	36486000	30.41%	36486000	22.80%
赵刚	18243000	15.20%	18243000	11.40%
周冠新	6081000	5.07%	6081000	3.80%
蒋建平	6081000	5.07%	6081000	3.80%
邹少波	5007977	4.17%	5007977	3.13%
周南	3760123	3.13%	3760123	2.35%
刘军	3760123	3.13%	3760123	2.35%
周青	2108383	1.76%	2108383	1.32%
沈小蕙	1672843	1.39%	1672843	1.05%
苏肖冰	1338345	1.12%	1338345	0.84%
其他 164 名自然人股东	35461206	29.55%	35461206	22.16%
本次公开发行股份	-	-	40000000	25.00%
合计	120000000	100.00%	160000000	100.00%

资料来源：招股说明书、天相投顾整理

1.3 公司主营业务

公司共有39个生产药品生产批文，目前生产包括固体制剂（片剂、硬胶囊剂）、注射剂（水针、冻干粉针）、原料药等三大类的十多个生物制品，主要产品有肝素钠原料药、胰激肽原酶肠溶片、肝素钠注射液、注射用胰激肽原酶、注射用门冬酰胺酶、弹性酶肠溶片、注射用三磷酸腺苷辅酶胰岛素、门冬酰胺酶原料药等品种。

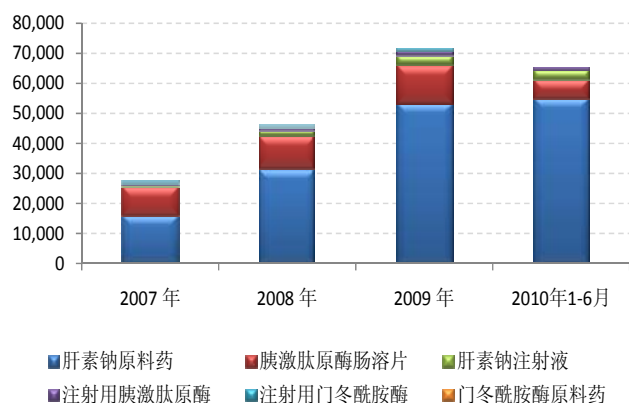
肝素钠原料药和胰激肽原酶肠溶片是公司最主要的收入来源，2009年两种产品收入占公司总营业收入比例为89.55%。2010年上半年，公司肝素钠原料药和肝素钠注射液收入占公司总营业收入比例上升至87.62%，其中肝素钠原料实现销售收入5.49亿元，已超过2009年全年水平，肝素钠注射液实现销售收入3256万元，也已经接近2009年全年销售额，增长显著。

图表 3 公司主营业务收入构成情况（万元）

产品名称	2007 年		2008 年		2009 年		2010 年 1-6 月	
	销售收入	比重	销售收入	比重	销售收入	比重	销售收入	比重
肝素钠原料药	16,329	57.39%	32,098	68.18%	53,386	71.91%	54,918	82.72%
胰激肽原酶肠溶片	9,539	33.52%	10,518	22.34%	13,092	17.64%	6,567	9.89%
肝素钠注射液	571	2.01%	2,000	4.25%	3,270	4.40%	3,256	4.90%
注射用胰激肽原酶	684	2.40%	1,066	2.26%	1,498	2.02%	822	1.24%
注射用门冬酰胺酶	565	1.99%	488	1.04%	750	1.01%	354	0.53%
门冬酰胺酶原料药	162	0.57%	174	0.37%	367	0.49%	145	0.22%
合计	27,850	97.88%	46,344	98.44%	72,363	97.47%	66,062	99.50%

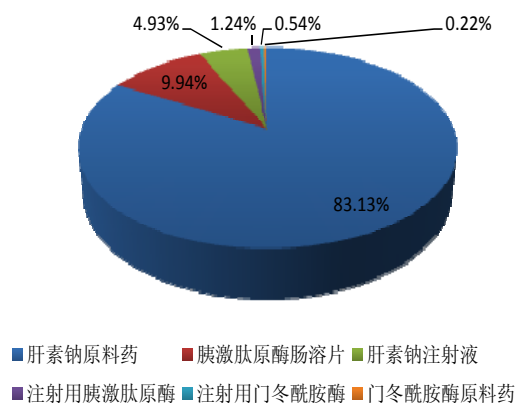
资料来源：招股说明书、天相投顾整理

图表 4 公司历年主营业务收入情况（万元）



资料来源：招股说明书、天相投顾整理

图表 5 2010 年上半年公司产品收入构成情况



资料来源：招股说明书、天相投顾整理

2. 公司产品所处细分行业概况

目前本公司专业从事生化药品的研发、生产和销售，旗下肝素钠原料药及制剂、胰激肽原酶制剂和门冬酰胺酶原料药及制剂是公司的主要产品，2009 年上述产品占公司主营业务收入的 97.47%，其中，肝素钠产品和胰激肽原酶产品收入占总营业收入比例为 95.97%。

2.1 肝素行业概况

肝素具有很强的抗凝血、抗血栓功能，是目前最有效和临床用量最大的抗血栓药物。肝素的抗凝血作用机理较为独特，可抑制凝血酶原激活物和凝血酶的形成和活性，从而通过抑制血小板的粘附和聚集，间接影响血小板内凝血因子的释放，所以它在人体内和人体外都有抗凝血作用。除具有抗凝、抗血栓功能外，肝素还具有降血脂、抗动脉粥样硬化、抗中膜平滑肌细胞（SMC）增生、抗炎、抗过敏、抗病毒、抗癌等多种生物学功能。因此，肝素在医学上的应用非常广泛，对多种疾病具有较好的治疗作用。

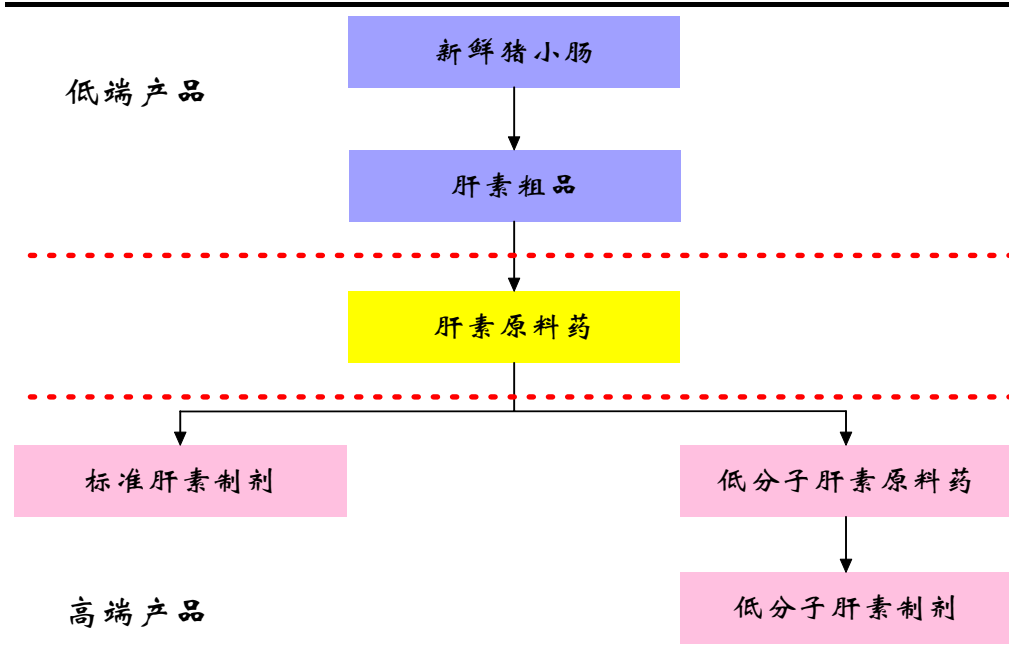
2.1.1 肝素制剂生产流程

肝素首先从新鲜的健康生猪的小肠粘膜中提取并制成肝素粗品，肝素粗品中含有病毒及蛋白质，不能直接应用于临床治疗，需进一步提纯以制成肝素原料药，通常以钠盐或钙盐的形式存在，称为肝素钠（Heparin Sodium）或肝素钙，在使用中尤以肝素钠为主。

肝素原料药可直接被用于制成标准肝素制剂，或进一步加工制成低分子肝素原料药，再制成低分子肝素制剂。标准肝素制剂和低分子肝素制剂可直接应用于临床治疗。

肝素粗品是该产业价值链的低端产品，肝素原料药是产业价值链的中间产品，低分子肝素制剂是该产业价值链的最高端产品。在上述产品的转化过程中，产品的价值大幅提升，由肝素粗品转化为肝素原料药，再由肝素原料药转化为低分子肝素制剂，产品价值至少可提升数十倍。

图表 6 肝素制剂产品流程图



资料来源：天相投顾整理

2.1.2 肝素行业市场概况

目前抗血栓药物包括抗凝血药物、血小板抑制剂和血栓溶解剂三大类，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。

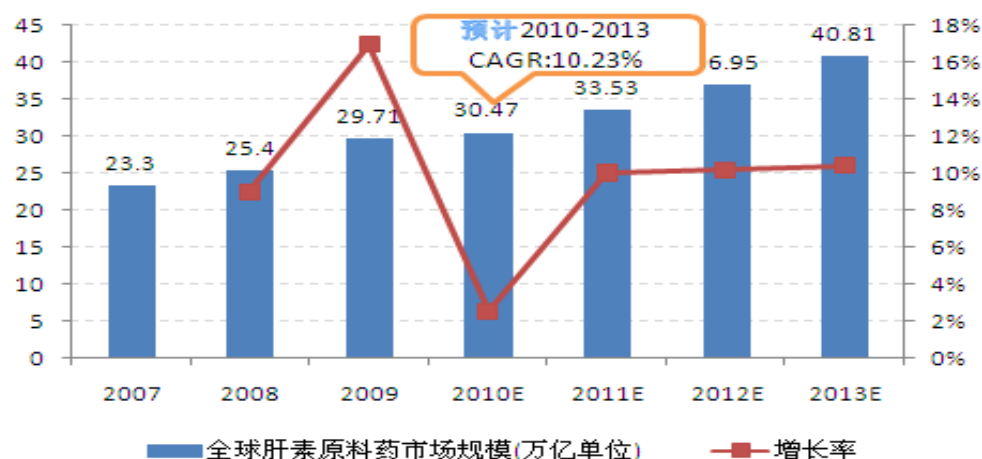
医学研究表明，高血压、肥胖、吸烟、血脂异常、糖尿病和缺乏运动等都是导致心血管疾病的主要危险因素。世界心脏联盟（WHF）分析预计，到2020年全球心血管疾病死亡人数将超过2500万人，心血管疾病已成为全球卫生资源的沉重负担。根据IMS Health公布的数据，2008年全球抗凝血药物的销售规模超过60亿美元，预计到2014年全球抗凝血药物的规模将达到90亿美元。

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功能障碍的各种疾病，属于心脑血管疾病。低分子肝素制剂和肝素制剂是医疗上迅速起到抗凝作用的首选药物，可用于外科预防血栓形成以及妊娠者的抗凝治疗；对于急性心肌梗死患者，可用肝素预防病人发生静脉血栓栓塞病，并可预防大块的前壁透壁性心肌梗死病人发生动脉栓塞等；也可应用于心脏手术和肾脏透析时维持血液体外循环的畅通。根据IMS Health公布的数据，2008年低分子肝素制剂和肝素制剂是全球第一大生化药物制品，总销售额已接近50亿美元，占抗凝血药物销售总额的80%，其中低分子肝素制剂全球销售额超过45亿美元，占肝素类制剂销售额的90%以上。

国际肝素原料药市场情况。肝素原料药主要用于生产标准肝素制剂及低分子肝素原料药，约三分之二用于生产低分子肝素原料药，三分之一用于制成标准肝素制剂。2006年全球肝素原料药销售额在4-5亿美元之间，2008年销售额达到8亿美元，2006至2008年期间，年均复合增长率超过26.49%。

从肝素原料药的需求情况来看，2009年全球销售量为29.71万亿单位，2007-2009年复合增长率为12.92%，预计2013年需求量将达到40.81万亿单位，2010-2013年复合增长率达到10.23%。

图表 7 全球肝素原料药市场规模及预测

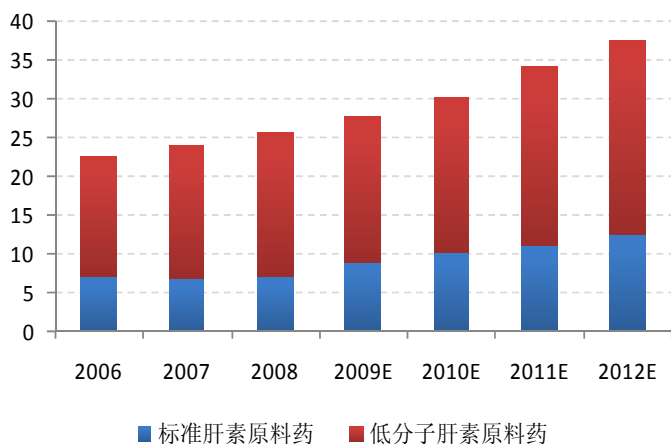


资料来源：健康网、天相投顾整理

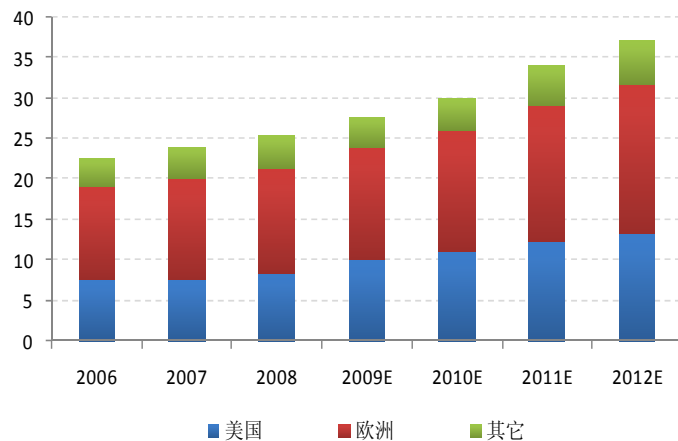
从肝素原料药销售区域分布情况来看，欧洲销售量约占50%左右，美国销售量占30%以上，其他地区销售量占近20%；欧美地区是全球最大的肝素原料药消费市场，共占世界销售总量的80%以上。

2008年欧洲、美国和其他地区肝素原料药销售量分别为12.75万亿单位、8.47万亿单位和4.18万亿单位，预计2012年将分别达到18.4万亿单位、13.3万亿单位和5.4万亿单位，2009年至2012年年均复合增长率分别为10.18%、11.93%、和6.67%。欧美市场对肝素原料药的需求将持续快速增长。

图表 8 2006-2012 年肝素原料药用途分布情况（万亿单位）



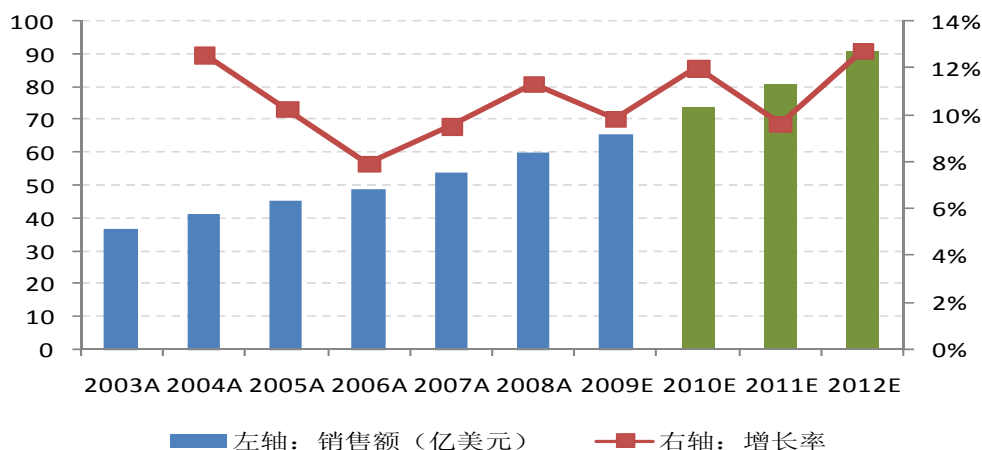
图表 9 2006-2012 年肝素原料药市场分布情况（万亿单位）



资料来源：环球咨询、天相投顾整理

国际肝素制剂药市场情况。国际市场对肝素原料药的需求十分强劲，主要是由于其下游产品肝素类药物市场迅速扩容，并保持高速增长趋势。2006年全球肝素类药物市场销售额为49.15亿美元，2008年为59.9亿美元，年复合增长率为10.40%，预计到2012年肝素类药物的销售额将达到91.02亿美元，年复合增长率预计为11.03%。

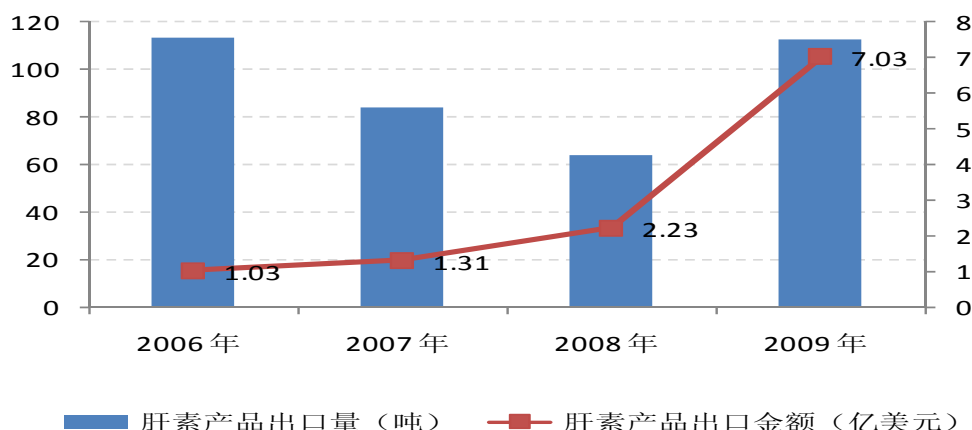
图表 10 2003-2012 年全球肝素类药物销售情况与预测



资料来源：环球咨询、天相投顾整理

我国肝素产品出口情况。全球低分子肝素及肝素制剂需求的增长导致肝素原料药市场快速增长。我国是肝素产品出口大国, 2006年-2008年我国共出口肝素产品261.21吨, 合计金额4.57亿美元。2009年全国肝素产品出口达112.71吨, 合计金额7.03亿美元。

图表 11 2006-2009 年我国肝素产品出口情况



资料来源：招股说明书、天相投顾整理

肝素制剂国内销售情况。2006年以来我国抗血栓药物市场销售规模保持稳步增长趋势, 根据国家药监局南方医药经济研究所公布的数据, 2006年全国抗血栓药物市场规模为28.2亿元, 到2009年已达到53.27亿元, 年均增长幅度超过20%, 其中肝素钠制剂约占全国抗血栓用药市场2.89%, 比2007年增长76.99%, 2006-2009年复合增长达到60.62%。

图表 12 2006 年-2009 年抗血栓药物主要品种市场份额与增长率

药 品 名	2006 年		2007 年		2008 年		2009 年	
	市场份额	增长率	市场份额	增长率	市场份额	增长率	市场份额	增长率
硫酸氯吡格雷	35.57%	106.38%	38.47%	65.70%	43.76%	38.19%	45.83%	32.74%
奥扎格雷钠	15.53%	48.82%	16.87%	66.38%	14.65%	5.47%	13.76%	19.14%
低分子肝素钙制剂	10.41%	10.94%	9.30%	36.88%	10.75%	40.45%	11.32%	33.25%
低分子肝素钠制剂	13.07%	14.14%	12.54%	47.08%	10.00%	-3.11%	9.53%	20.87%

蚓激酶	8.10%	-5.98%	6.30%	19.24%	5.42%	4.45%	4.33%	1.13%
肝素钠制剂	1.64%	1.03%	1.71%	59.10%	2.07%	47.32%	2.89%	76.99%

资料来源：南方所、天相投顾整理

2.2 胰激肽原酶行业概况

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。“九五”国家重点科技项目《2型糖尿病肾脏早期发现及防治研究》证实胰激肽原酶对于2型糖尿病早期病变有显著的疗效和良好的安全性。

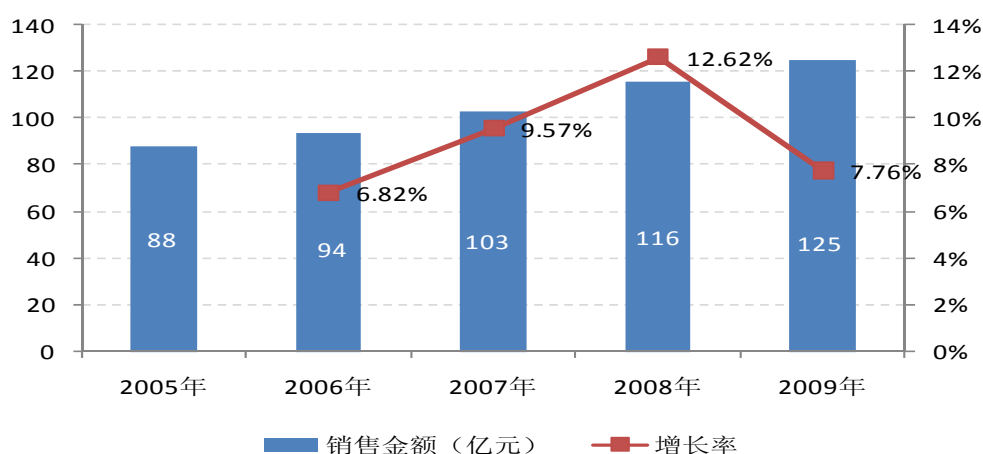
随着我国经济发展和居民生活水平的提高，糖尿病已经成为威胁我国居民健康的重大疾病。据中华医学会糖尿病学分会统计，我国城镇人口中，约有4100万糖尿病患者。随着中国经济的快速发展，居民生活水平的提高，社会老龄化的进展，糖尿病的社会发病率和患病人数呈不断上升趋势。

2.2.1 周围血管扩张药物市场规模

周围血管扩张药能直接作用于小血管平滑肌或通过肾上腺素受体、钙离子通道而舒张周围血管，临床上多用于脑血管或周围血管循环障碍的各种疾病，如脑血管痉挛、脑血管硬化、脑血栓形成、脑栓塞、中风、脑外伤后遗症、老年性痴呆、内耳眩晕症、视网膜血管痉挛或栓塞、中心性脉络膜炎、肢端动脉痉挛症（雷诺病）、闭塞性动脉内膜炎、血栓性静脉炎、褥疮、冻疮等。

最近五年里我国周围血管扩张药物销售增长显著，2005年全国周围血管扩张用药市场销售额约为88亿元，预计2009年全年的销售额为125亿元，年均增长接近10%。

图表 13 周围血管扩张药全国市场销售金额走势图 (亿元)



资料来源：招股说明书、天相投顾整理

周围血管扩张类用药包含广泛，临床应用有较大差别，主要产品中银杏叶制剂销售额最高，2009年全年销售额预计为36亿元，占周围血管扩张药全国市场销售总额的28.77%；其次是小牛血去蛋白提取物，2009年销售额约为11.23亿元，占8.95%的市场份额；胰激肽原酶制剂2009年销售额预计为2.6亿元，占2.1%的市场份额。

图表 14 周围血管扩张药主要品种历年市场份额

品种	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
银杏叶制剂	30.53%	28.53%	29.83%	29.06%	28.77%
小牛血去蛋白提取物	4.82%	3.76%	6.11%	8.19%	8.95%
前列地尔	5.92%	4.57%	5.45%	5.93%	6.21%
灯盏细辛	7.06%	6.81%	6.01%	6.15%	6.05%
甲钴胺	5.13%	5.45%	5.67%	5.26%	5.61%
缬沙坦	3.82%	3.69%	4.77%	4.72%	4.85%
长春西汀	3.23%	3.43%	4.82%	5.17%	4.36%
伊贝沙坦	1.25%	2.81%	3.18%	3.01%	3.24%
苯那普利	2.70%	3.21%	2.86%	2.77%	2.84%
盐酸法舒地尔	0.18%	0.25%	1.15%	2.15%	2.83%
氯沙坦钾	2.39%	2.41%	2.42%	2.35%	2.44%
丁咯地尔	3.22%	2.83%	2.39%	2.27%	2.22%
尼莫地平	2.44%	2.45%	2.56%	2.72%	2.14%
胰激肽原酶	1.79%	1.93%	1.85%	1.86%	2.10%
替米沙坦	0.57%	0.71%	1.69%	1.66%	1.81%
福辛普利钠	1.58%	2.02%	1.54%	1.46%	1.37%
阿魏酸钠	1.43%	1.45%	1.47%	1.21%	1.30%
培哚普利	0.98%	1.22%	1.10%	1.18%	1.24%
麦角溴烟酯	1.35%	1.50%	1.28%	1.26%	1.20%
胞磷胆碱	3.80%	3.22%	1.23%	1.85%	1.03%
羟苯磺酸钙	0.73%	0.80%	0.88%	0.91%	1.01%
葛根素	6.25%	9.07%	2.71%	1.33%	0.97%
依那普利	1.15%	1.11%	0.94%	0.89%	0.92%
肌氨肽苷	0.63%	0.55%	0.79%	0.79%	0.86%
坎地沙坦	0.32%	0.41%	0.53%	0.55%	0.67%
其他	6.73%	5.78%	6.78%	5.32%	5.00%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

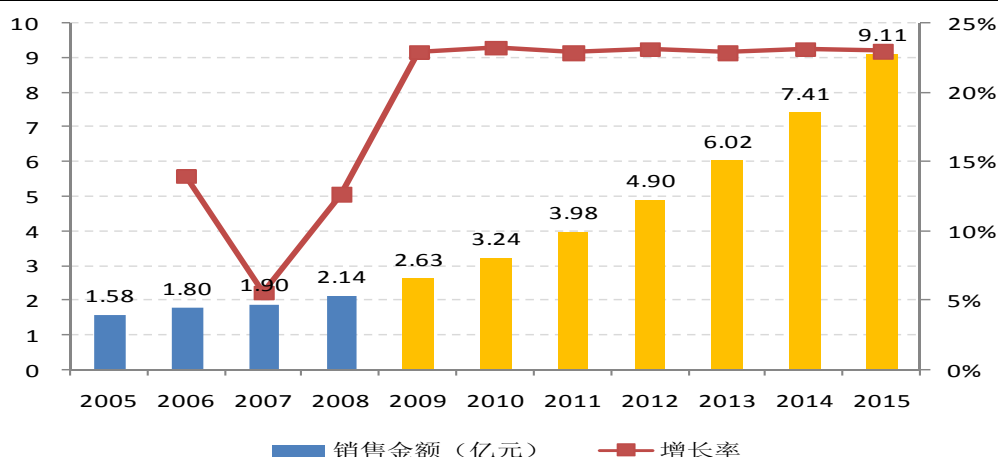
资料来源：招股说明书、天相投顾整理

2.2.2 胰激肽原酶制剂市场规模

胰激肽原酶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。随着我国糖尿病患者人数的增多、并发症治疗范围的加大以及胰激肽原酶制剂市场推广力度的加大，国内胰激肽原酶的销售将保持加速增长趋势。

2009年12月1日，国家人力资源和社会保障部公布最新的《国家医保目录》，公司的注射用胰激肽原酶被列入其中，这将有力拉动胰激肽原酶制剂的市场需求，有效消化新增产能。2005年国内胰激肽原酶市场规模为1.58亿元，到2008年市场规模达到2.14亿元，复合增长率为10.64%，预计2009年全国胰激肽原酶市场销售收入将比2008年增长23%。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达到9.11亿元。

图表 15 国内胰激肽原酶制剂市场规模及预测（亿元）

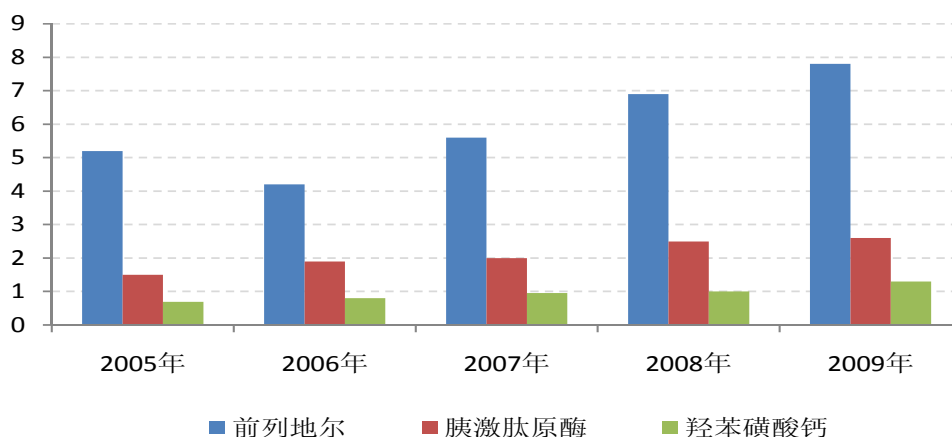


资料来源：华夏仲景、天相投顾整理

2.2.3 胰激肽原酶的竞争品种情况

目前市场上与胰激肽原酶制剂竞争的主要品种为前列地尔和羟苯磺酸钙，预计2009年前列地尔和羟苯磺酸钙的销售额分别为7.8亿和1.3亿元，胰激肽原酶销售额为2.6亿元。

图表 16 胰激肽原酶制剂竞争品种销售情况（亿元）



资料来源：招股说明书、天相投顾整理

3. 公司行业地位与产品分析

3.1 公司肝素产品竞争地位分析

我国是全球最大的生猪饲养国，具有天然的肝素产品出口优势，是全球最大的肝素原料药出口国。我国前五大出口肝素企业2006年共出口51.49吨肝素产品，2007年受生猪产量下降的影响，出口量下降至45.37吨，2008年受“百特肝素事件”影响，肝素产品出口进一步下滑至40.5吨。尽管2006年-2008年出口量有所下滑，但肝素产品出口价格迅速上升，2006年至2008年五大企业肝素出口金额从6008万美元增长至1.70亿美元。2009年我国出口肝素产品112吨，合计金额7.0亿美元，比上年同期大幅增长。

3.1.1 公司肝素产业链完整，国内市场份额领先

目前国内大部分肝素钠原料药生产企业产品主要依赖出口进行销售而没有制剂业务。而公司肝素产业链较为完整，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。公司长期以来为国内重要的肝素钠原料药和肝素制剂供应商，公司的这种行业地位也有利于公司和医疗服务机构保持良好的关系，为公司生化药物制剂业务的整体发展提供有力支撑。2009年公司肝素原料药国内市场份额达到21.51%，为国内第一。

图表 17 2007-2009 年肝素原料药国内市场份额情况

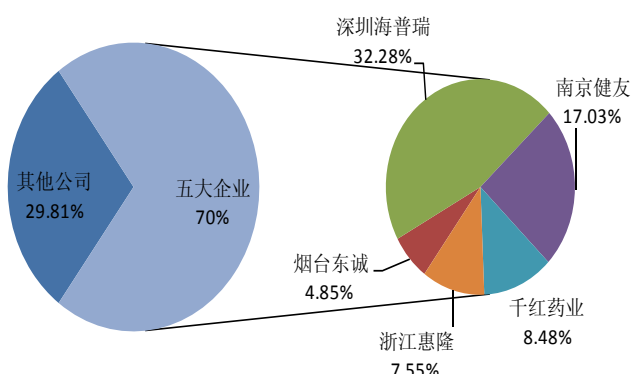
企业名称	排名	2007 年	2008 年	2009 年
常州千红药业股份有限公司	1	26.15%	24.63%	21.51%
烟台东诚生化股份有限公司	2	17.18%	18.38%	19.92%
河北常山生化药业有限公司	3	15.90%	15.99%	19.53%
深圳海普瑞药业有限公司	4	15.63%	15.26%	14.05%
南京健友生物化学制药有限公司	5	14.56%	14.89%	13.25%
东营天东生化工业有限公司	6	11.53%	10.85%	11.74%

资料来源：南方所、天相投顾整理

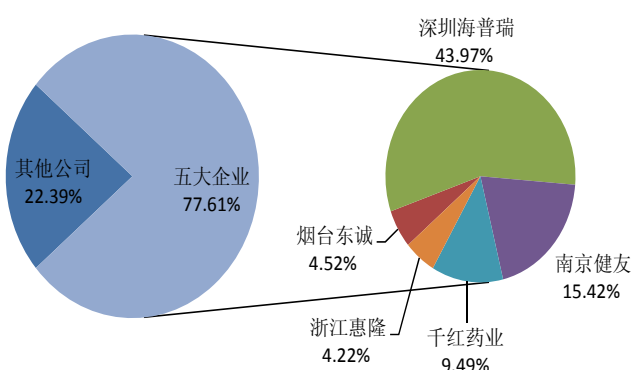
3.1.2 肝素出口海普瑞笑傲，公司处于国内 5 大出口企业中中游水平

除本公司以外，目前国内肝素钠原料药出口的企业主要包括深圳海普瑞药业股份有限公司（简称“海普瑞”）、烟台东诚生化有限公司（简称“烟台东诚”）、南京健友生物化学制药有限公司（简称“南京健友”）等企业。2006年前五大肝素产品出口企业合计出口金额占全国肝素产品总出口的58.15%，2007年占60.57%，2008年达到75.46%，行业集中度逐步提高，肝素产品出口日益向优势企业集中，本公司肝素原料药产品出口量和金额一直位居行业前列，2009年公司肝素出口量为9557千克，出口金额达到6672.27万美元，在五大出口企业中处于中游水平，排名第三位。

图表 18 2009 年我国肝素企业出口量占比情况



图表 19 2009 年我国肝素企业出口金额占比情况



资料来源：招股说明书、天相投顾整理

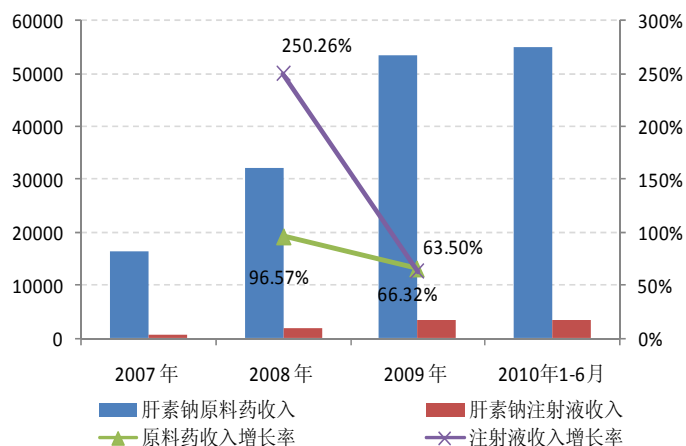
资料来源：招股说明书、天相投顾整理

3.1.3 公司肝素钠产品分析

肝素产品是公司最主要的利润来源，2010年上半年占公司总营业收入比例高达

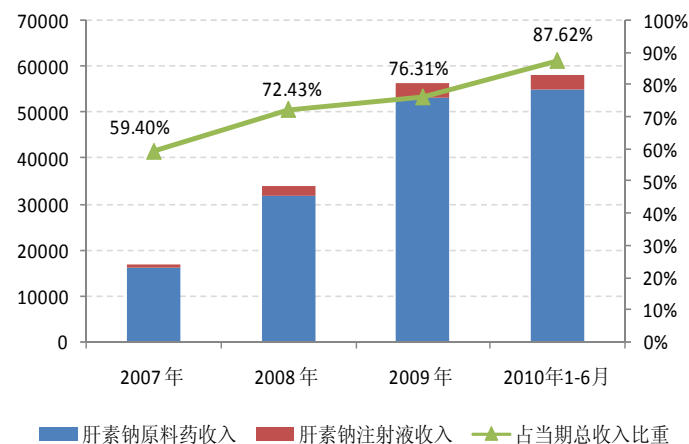
87.62%。公司肝素产品主要包括肝素钠原料药和肝素钠制剂，2010年肝素钠原料药实现营业收入5.49亿元，占公司营收比例为82.72%，肝素钠注射液实现营业收入3256万元，占公司营收比例为4.90%。公司2007年-2009年肝素原料药营业收入复合增长率为80.81%；肝素钠制剂2007年-2009年肝素钠注射液营业收入复合增长率为139.31%，但是基数较小。

图表 20 公司肝素产品历年收入情况（万元）



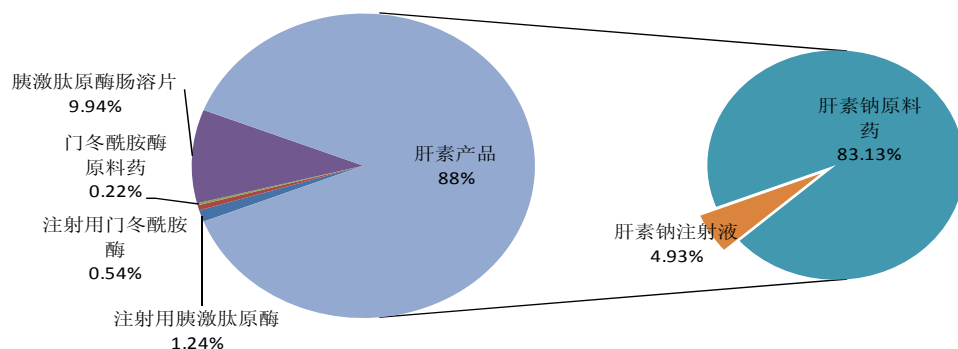
资料来源：招股说明书、天相投顾整理

图表 21 公司肝素产品历年收入构成情况（万元）



资料来源：招股说明书、天相投顾整理

图表 22 2010 年上半年公司营业收入构成情况



资料来源：招股说明书、天相投顾整理

公司肝素注射液主要包括 2ml:12500 单位和 2ml:5000 单位两个剂型。公司肝素钠原料药质量水平已达到国际先进水平，应经通过欧盟 COS 认证及德国、澳大利亚、巴西、韩国 GMP 认证等多国药品监督部门认证。公司生产的可作为伊诺肝素原料的产品已通过美国 FDA 的现场检查；达肝素钠原料药已于 2010 年 3 月获得日本厚生省的进口许可。公司 2009 年将肝素钠原料药产量的 6.53%用于自身生产的肝素钠注射液，并且公司肝素钠注射液营业收入占公司营收比例逐年提高，从 2007 年 2.01%上升至 2010 年上半年的 4.90%。2009 年 8 月 18 日，肝素制剂被列入国家卫生部公布的新版《国家基本药物目录》，2009 年 9 月 28 日低分子肝素制剂和肝素制剂被列入《国家医保目录》，我们认为，随着新医改的不断深入推进，未来我国肝素类制剂的市场将得到进一步扩

容，公司也将从中受益。

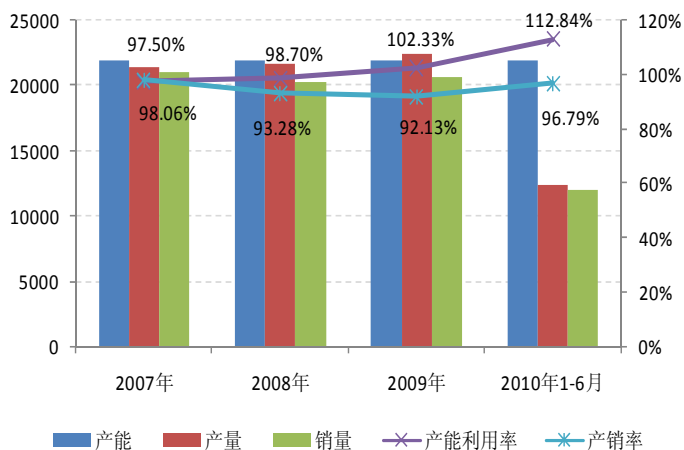
图表 23 公司肝素产品情况

商品名	规格	化学名	生物制药分类	剂型
肝素钠	原料药	肝素钠	多糖类制品	原料药
肝素钠注射液	2ml: 12500 单位	肝素钠注射液	多糖类制品	注射剂
	2ml: 5000 单位	肝素钠注射液	多糖类制品	注射剂

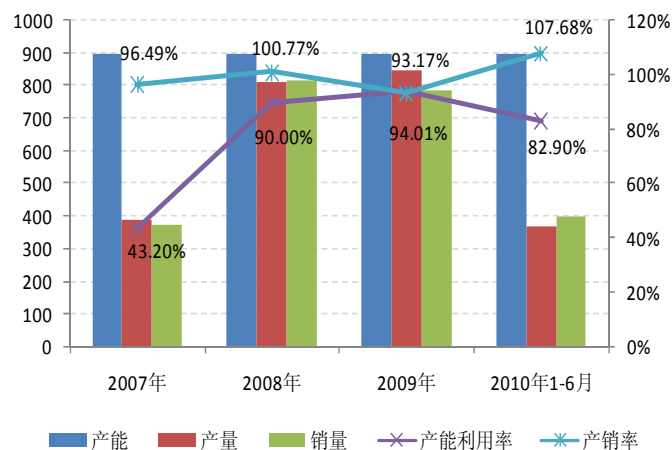
资料来源：招股说明书、天相投顾整理

公司目前肝素钠原料药年产能22000亿单位，2009年以来公司产能利用率一直高于100%，受百特事件影响，公司2008年和2009年肝素原料药产销率有所下滑，分别为93.28%和92.13%，但到2010年上半年公司肝素原料药产品产销率恢复到96.79%。公司拥有900万瓶肝素注射液年产能，2007年公司产能利用率偏低，仅为43.20%，2008-2009年产能利用率分别为90%和94.01%，2010年上半年公司产能利用率下滑至82.90%，但产销率达到107.68%。

图表 24 公司肝素钠原料药产能利用情况（亿单位）



图表 25 公司肝素注射液产能利用情况（万瓶）



资料来源：招股说明书、天相投顾整理

资料来源：招股说明书、天相投顾整理

3.1.4 公司肝素钠产品亮点

- **技术优势。**公司采用基因检测、现代膜分子超滤和病毒灭活等关键技术生产肝素钠原料药，成功替代了依靠大量有机溶剂分级沉淀的传统方法，产品中杂质显著减少，多糖分子量分布集中度显著提高，被评为江苏省高新技术产品和江苏省名牌产品，产品技术与质量达到国内领先水平。公司肝素钠原料药关键生产工艺技术包括：通过PCR、电泳、离子色谱等方法的结合快速评价肝素粗品的质量，以PPM级准确测定区分猪、牛、羊等畜产品的来源，确保药品安全；通过技术升级、工艺参数控制等技术，解决了生产规模扩大以后产品质量的重现性问题；同时改进了真空冷冻干燥技术，提高了生产效率。
- **产业链完整，积极布局国内制剂市场。**肝素钠原料药的主要原材料肝素粗品是从生猪小肠粘膜中提取。中国是世界第一养猪大国，中国生猪存栏量及生猪产量约占全球的一半，促使我国成为世界肝素原料药的最主要供应国。目前国内屠宰加工行业集中度不断提升，2008年排名前十的屠宰加工企业销售收入比重已达25%，未来肝素钠原材料将集中于行业少数巨头手中。公司出资60%与南京雨润食品有限公司设立合资公司，将每年供应肝素粗品5000亿单位，积极向肝素产品上游产业链延伸以保证肝素粗品的质



量，并从战略角度上提高货源保障程度。此外，公司还与双汇泰威逊和金罗集团达成《合作协议》，以保证肝素粗品的稳定供应。下游销售网络方面，公司在全国各地发达地区的城市中与具有国家GSP认证的资质的三十余家药品营销公司建立的稳定的合作关系，公司目前销售人员数为102人，占公司总人数比例为28%，公司也有进一步扩大销售队伍的意愿。此外，公司不同于国内大部分肝素钠原料药企业依赖出口销售模式，公司同时注重制剂业务的发展，使产业链趋于完整。目前国内肝素制剂已经被列入《国家基本药物目录》和《国家医保目录》，2009年9月28日国家发改委将肝素钠注射液（2ml:12500单位）零售指导价格由4.9元/支上调至11.7元/支，我们认为此次调价有利于改善制剂终端的竞争环境，促进肝素制剂未来发展，原料药企业向下游制剂发展也是大势所趋，公司作为国内最大的肝素钠制剂生产企业，将成为肝素制剂放量的最大受益者。此外，公司正积极拓展低分子肝素制剂系列产品，于2006年向国家药监局申请了低分子肝素钠、低分子肝素注射液、伊诺肝素钠和伊诺肝素钠注射液等6种已有国家标准的药品生产批件，目前已经进入审批阶段，有望在未来一年得到批复。

- **公司不断开拓新市场，原研药专利到期将促进肝素原料药市场需求释放。**目前公司通过了低分子肝素制剂原料美国FDA检查和达肝素钠原料药日本进口许可，计划重点开拓美国和日本市场。2008年低分子肝素制剂全球销售额超过45亿美元，占肝素类制剂销售额的90%以上，因此开拓低分子肝素钠原料药市场成为企业发展战略的重中之重。公司已于2010年3月通过了日本厚生省独立行政法人医药品医疗器械综合机构关于“达肝素钠”（低分子肝素钠）原料药的适应性调查，获得进口许可，为进军日本市场打下了基础。伊诺肝素原研药Lovenox2009年全球销售额为45亿美元，而美国市场占据其中40%的份额，达到18亿美元。赛诺菲原研药Lovenox市场独占期已经于2010年5月16日截止，与此同时，公司主要的采购商山德士7个规格的伊诺肝素仿制药在2010年7月23日获得了美国FDA的批准上市，目前仿制药已经占领了美国伊诺肝素33%的市场份额。我们认为原研药为了保持目前的市场份额，将不得不实施产品降价策略，终端价格下降将刺激制剂产品的需求，对上游原料药需求释放起到拉动作用。目前山德士伊诺肝素仿制药销售势头迅猛，在或批上市的短短几十天内就取得了2.92亿美元的销售业绩，而公司作为山德士伊诺肝素仿制药的中间体供应商，将不断受益于山德士伊诺肝素仿制药销售放量。

3.2 公司胰激肽原酶产品竞争地位分析

胰激肽原酶制剂为周围血管扩张类用药，有改善微循环作用，主要用于微循环障碍性疾病，如糖尿病引起的肾病，周围神经病，视网膜病，眼底病及缺血性脑血管病，也可用于高血压病的辅助治疗。该药物在糖尿病并发症领域是常用药物，目前存在的直接竞争替代性药物较少。

3.2.1 公司胰激肽原酶产品主导国内细分市场

截至2009年1月31日，国家药监局共发放了40份胰激肽原酶原料药及制剂的生产批文，其中原料药批文共8份，涉及厂商8家；胰激肽原酶制剂生产批文32份，其中胰激肽原酶肠溶片生产批文20份，涉及厂商11家，注射用胰激肽原酶生产批文12份，涉及厂商8家。国内市场上拥有胰激肽原酶制剂生产批文的厂商有17家，但是目前在市场上表现相对活跃的只有10家左右。公司的主要竞争对手是济南维尔康生化制药有限公司和上海丽珠制药有限公司两家。2009年前三大胰激肽原酶制剂生产企业约占全国销售额的92.07%，其中本公司占全国销售额的65.55%，济南维尔康生化制药有限公司占

16.07%，上海丽珠制药有限公司占10.45%，行业集中度较高，公司在国内胰激肽原酶制剂市场优势明显，占据大部分市场份额。

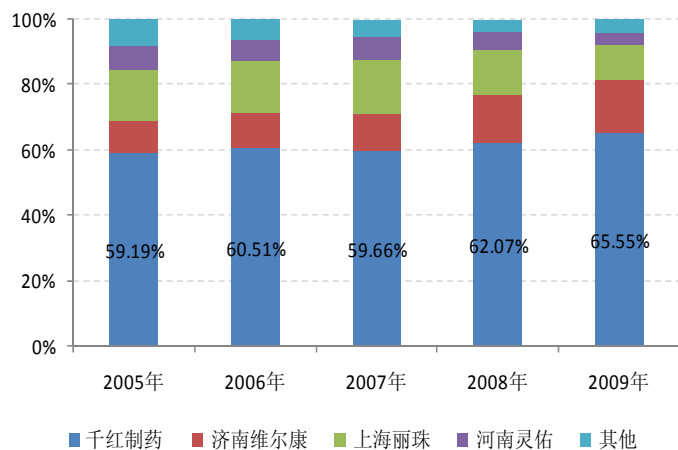
图表 26 国内胰激肽原酶制剂市场份额情况

项目	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
常州千红生化制药股份有限公司	59.19%	60.51%	59.66%	62.07%	65.55%
济南维尔康生化制药有限公司	9.84%	11.12%	11.21%	15.09%	16.07%
上海丽珠制药有限公司	15.59%	15.57%	16.93%	13.70%	10.45%
河南灵佑药业有限公司	6.98%	6.45%	7.11%	5.51%	4.01%
其他	8.40%	6.35%	5.09%	3.63%	3.92%

资料来源：招股说明书、天相投顾整理

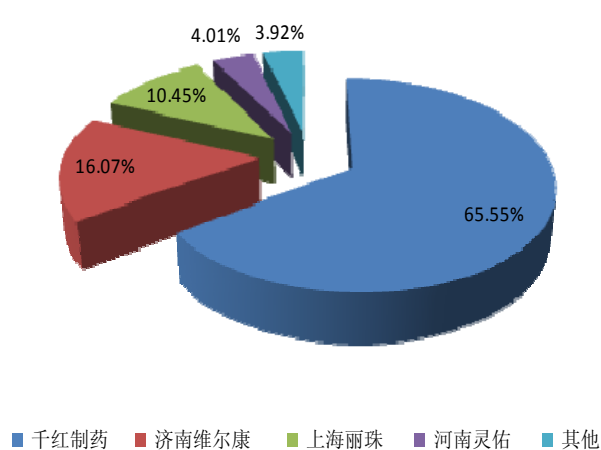
在所有胰激肽原酶制剂竞争厂商中，公司市场份额呈现不断上涨的趋势，2009年已达到65.55%，处于绝对市场主导地位。

图表 27 国内胰激肽原酶制剂历年市场占有率



资料来源：招股说明书、天相投顾整理

图表 28 2009 年胰激肽原酶制剂市场占有率

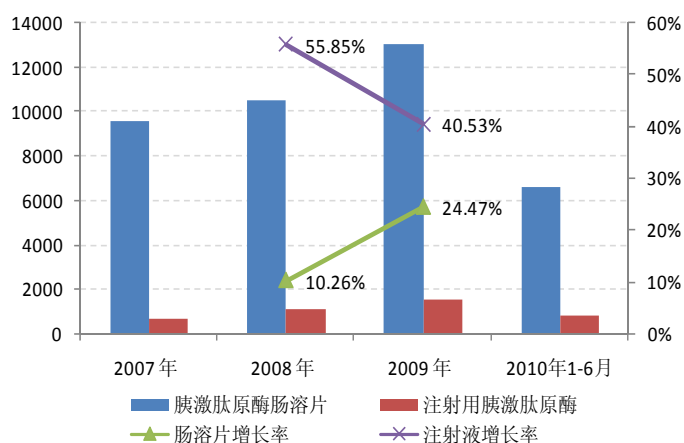


资料来源：招股说明书、天相投顾整理

3.2.2 胰激肽原酶制剂产品分析

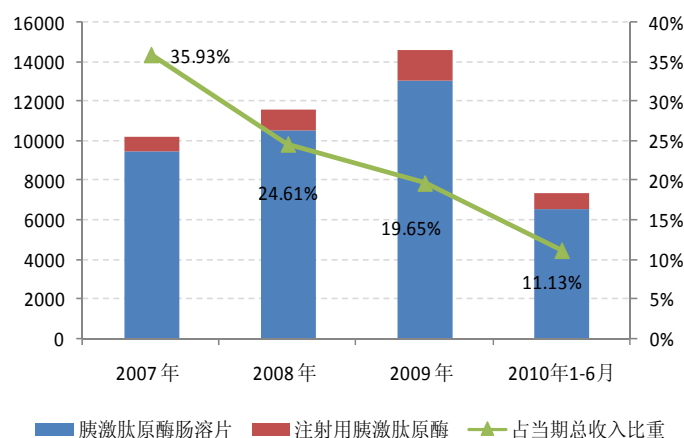
胰激肽原酶产品是公司另一主要利润来源，由于公司肝素钠产品价格上涨原因，胰激肽原酶产品收入比例有所下降，2010年上半年占公司总营业收入比例为11.13%。公司胰激肽原酶产品主要包括胰激肽原酶肠溶片和注射用胰激肽原酶，2010年上半年胰激肽肠溶片实现营业收入6567万元，占公司营收比例为9.89%，注射用胰激肽原酶实现营业收入822万元，占公司营收比例为1.24%。公司胰激肽肠溶片2007年-2009年营业收入复合增长率为17.15%；注射用胰激肽原酶2007年-2009年营业收入复合增长率为47.99%，但是基数较小。

图表 29 胰激肽原酶产品历年营收情况（万元）



资料来源：招股说明书、天相投顾整理

图表 30 胰激肽原酶历年营业收入构成情况（万元）



资料来源：招股说明书、天相投顾整理

公司胰激肽原酶肠溶片产品主要包括120单位*24和60单位*36两个规格，注射剂主要有40单位（冻粉）和10单位（冻粉）两个剂型。公司生产的胰激肽原酶制剂列入优质优价药物，享有发改委批准的单独定价资格，注射用胰激肽原酶是09版《国家医保目录》品种。并且公司胰激肽原酶原料药及制剂的产品质量内控标准已被国家药典委员会提升为国家药品标准（WS1-XG-003-2006）。

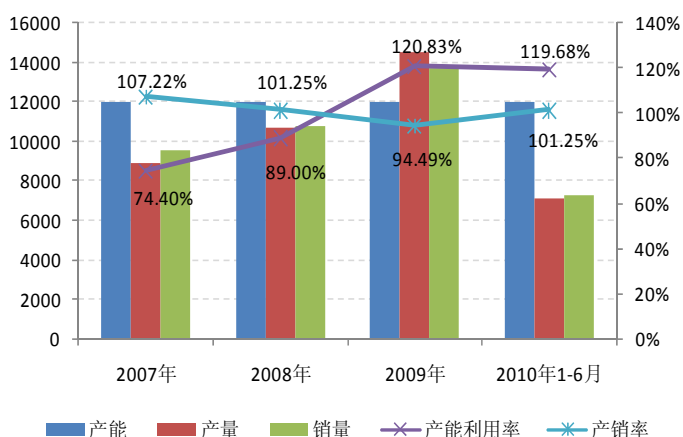
图表 31 公司胰激肽原酶产品价格情况

剂型	规格	单位	临时最高零售价格
肠溶片	120 单位*24	盒	36.0 元
肠溶片	60 单位*36	盒	31.3 元
注射剂	40 单位(冻粉)	瓶	38.8 元
注射剂	10 单位(冻粉)	瓶	13.4 元

资料来源：招股说明书、天相投顾整理

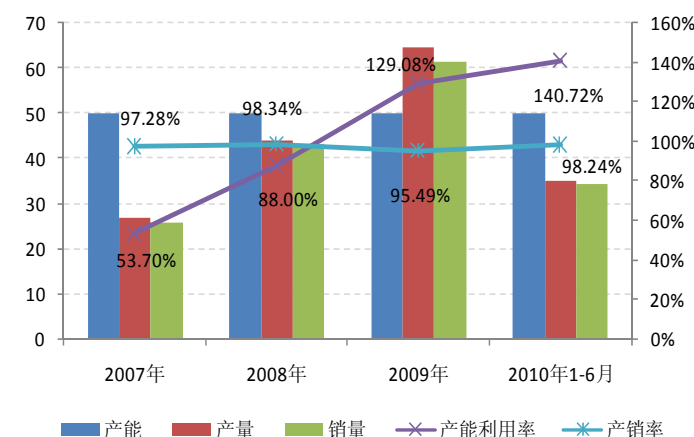
公司目前胰激肽原酶肠溶片年产能1.2亿片，2007年和2008年产能利用率偏低，分别为74.40%和89%，到2009年，产能利用率达到120%，2010年上半年产能利用率维持在09年水平，该产品产销率较高，除09年以外，均达到100%。公司拥有50万瓶胰激肽原酶注射液年产能，2009年产能利用率高达129.08%，2010年上半年产能利用率上升至140.72%，该产品产销率良好，基本维持在98%左右的水平。

图表 32 公司胰激肽原酶肠溶片产能利用情况（亿单位）



资料来源：招股说明书、天相投顾整理

图表 33 公司胰激肽原酶针剂产能利用情况（万瓶）



资料来源：招股说明书、天相投顾整理

3.2.3 公司胰激肽原酶产品亮点

- **技术优势。**公司胰激肽原酶产品采用率先使用的“胰腺两酶联产技术”生产，在生产工艺上采用蛋白分子螯合、现代膜分子超滤及亲和层析技术，生产技术和产品质量已达到国内领先水平。2009年公司高质量胰激肽原酶生化药物被江苏省科技厅认定为重大技术创新及产业化项目。公司胰激肽原酶原料药制成制剂的过程严格按GMP要求进行生产和管理，从物料到中间产品到成品均严格把控质量关。公司胰激肽原酶的质量标准已被国家药典委员会正式提升为国家药品标准。
- **胰激肽原酶制剂龙头企业，未来市场空间广阔。**胰激肽原酶在糖尿病并发症领域是常用的药品，目前替代性药物较少。随着我国糖尿病人数增加和诊断率的提升，未来治疗糖尿病并发症药品具有广阔的市场空间。华夏仲景统计显示2005年我国胰激肽原酶制剂销售额为1.58亿元，预计2009年达到2.63亿元，复合增长率为13.6%，预计未来几年仍将保持较高的增长率，到2015年胰激肽原酶全国市场销售额将达到9.11亿元。我们认为公司作为国内胰激肽原酶制剂的龙头企业，将成为市场扩容的最大受益者。此外，公司目前胰激肽原酶制剂产品销售区域集中在华北、华东及华南地区，在这些区域中只有三分之一的三级医院使用公司产品，公司目前正着力市场营销的深度及广度，该品种有望在未来几年保持较高的增速。

4. 公司财务分析

4.1 公司盈利能力分析

公司主要盈利能力指标均领先于原料药行业平均水平。2007-2009年，公司净资产收益率分别为22%，41%和52%，远远高于行业均值。难能可贵的是，在2008年肝素钠行业受百特事件的影响较为严重的情况下，公司依然保持了营业收入和净利润的高速增长。2010年上半年，由于肝素钠原材料成本压力上升，公司净资产收益率受到较大影响，下滑至26%。

图表 34 2007-2010 年 1-6 月公司主要盈利能力指标与原料药行业均值比较

指标	2007 年		2008 年		2009 年		2010 年 1-6 月	
	千红制药	行业平均	千红制药	行业平均	千红制药	行业平均	千红制药	行业平均
营业收入增长率 (%)	-	22	65	22	57	8	-	32
净利润增长率 (%)	-	84	98	296	38	-3	-	61
ROE (%)	22	5	41	18	52	15	26	8
净利润率 (%)	16	3	19	10	17	9	13	12
毛利率 (%)	38	23	40	32	35	31	24	30

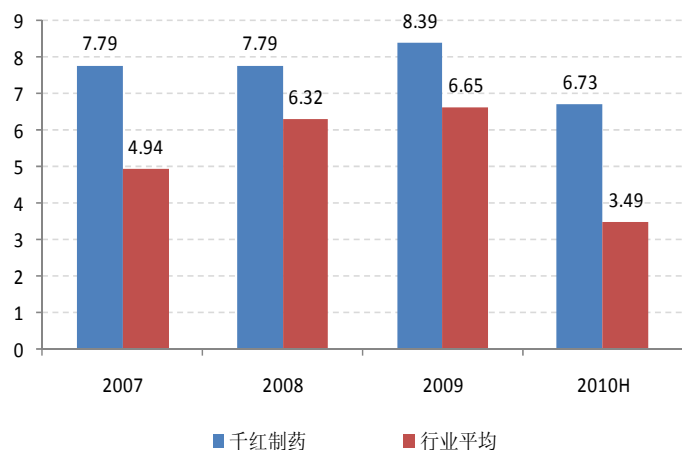
资料来源：招股说明书、天相分析系统

4.2 公司经营能力分析

公司应收账款周转率较高，2007-2010H公司应收账款周转率均远高于行业平均水平。截至2010年6月30日，公司账龄在二个月以内的应收账款所占比例为97.92%，公司应收账款整体质量良好，产生大额坏账损失的可能性较小。公司2007-2009年合计核销应收账款坏账仅为245.24万元，占三年总销售收入的0.16%。公司存货周转率2007年和

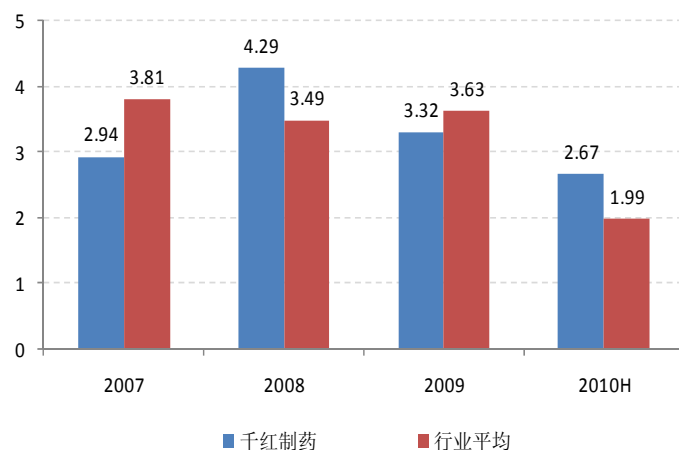
2009年低于行业平均水平，2010年上半年存货周转率高于行业平均水平，整体来看，公司存货周转率水平较为合理。公司2009年存货周转率有所下降，主要原因是2009年公司原材料价格上涨较快，存货成本余额较大所致。

图表 35 公司应收账款周转率与行业平均比较



资料来源：招股说明书、天相分析系统

图表 36 公司存货周转率与行业平均比较



资料来源：招股说明书、天相分析系统

4.3 公司偿债能力分析

公司偿债能力指标良好，流动比率及速动比率均好于行业平均水平，此外公司资产负债率保持合理水平。2009年随着公司经营规模的扩大，公司增加了短期借款以满足流动资金的需求，采购规模扩大使得应付账款有所增加，同时由于对滚存利润进行分配安排，致使应付股利余额大幅度上升，上述原因造成公司09年偿债指标逊于08年水平。2010年1-6月受益于盈利规模的增长和短期债务的偿付，公司偿债指标显著上升。

图表 37 公司偿债能力指标和行业均值的比较

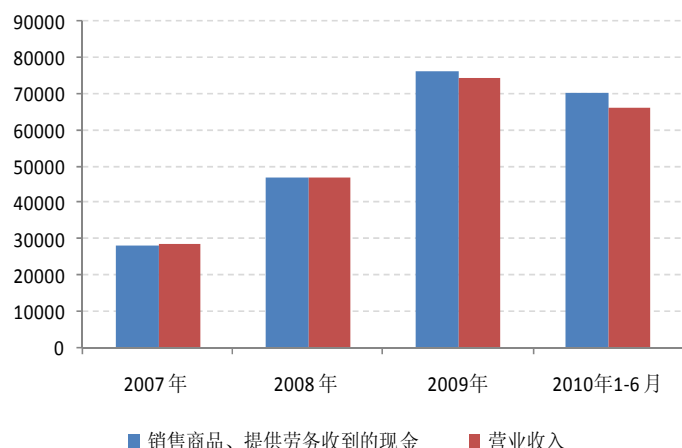
指标	2007 年		2008 年		2009 年		2010 年 1-6 月	
	千红制药	行业平均	千红制药	行业平均	千红制药	行业平均	千红制药	行业平均
资产负债率(%)	26.8	56.16	44.41	54.18	54.39	52.07	42.35	45.54
流动比率	2.44	0.9	1.69	0.98	1.58	1.25	2.29	1.75
速动比率	1.88	0.6	1.18	0.65	0.84	0.9	1.43	1.32

资料来源：招股说明书、天相分析系统

4.4 公司现金流量分析

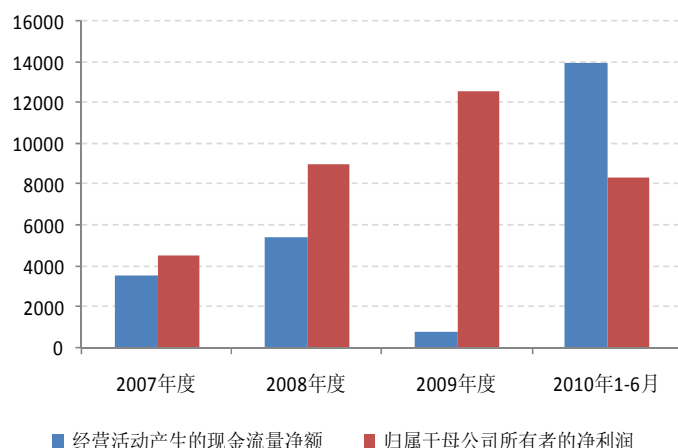
2008-2009年，公司经营活动产生的现金流量净额水平低于同期净利润，造成公司经营活动产生的现金流量净额与净利润产生较大偏差的主要原因为存货波动。2010年1-6月随着公司盈利规模的增长和对存货、应收账款管理的加强，公司经营活动现金流量净额显著高于同期利润水平。

图表 38 销售商品提供劳务现金收入与营收对比（万元）



资料来源：招股说明书、天相投顾整理

图表 39 经营活动净现金流与净利润对比（万元）



资料来源：招股说明书、天相投顾整理

5. 募集资金项目分析

本次募集资金拟用于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、门冬酰胺酶原料药及制剂扩产项目、生物医药技术研发中心建设项目和营销网络建设项目等五个项目，募集资金投资额共计 62463 万元。

图表 40 公司募集资金使用计划（万元）

项目名称	投资总额	建设投资	流动资金投资	建设期投资		建设期（年）
				第一年	第二年	
肝素原料药及制剂扩产项目	20711	11267	9444	6760	4507	2
胰激肽原酶原料药及制剂扩产项目	21634	18072	3562	10843	7229	2
门冬酰胺酶原料药及制剂扩产项目	4268	3974	294	2384	1590	2
生物医药技术研发中心建设项目	10100	10100	0	5023	5077	2
营销网络建设项目	5750	4462	1288	1951	2511	2
合计	62463	47875	14588	26963	20913	—

资料来源：招股说明书，天相投顾整理

- **肝素原料药及制剂扩产项目。**公司肝素钠原料药和肝素制剂产品供不应求，产能利用率已接近或超过100%。同时，公司计划开发的新增客户的订货批量要求较高，公司2007年通过自有资金进行了一定程度的技改，但仍无法满足新增客户的批量供货需求，亟需扩大现有生产能力。项目实施完成后公司将形成肝素钠原料药5.5万吨单位、肝素钠注射液3000万瓶的年产能。项目建设期为两年，预计第三年的生产负荷达到60%，第四年生产负荷75%，第五年生产负荷90%，第六年达到满负荷生产。预计肝素原料药及制剂扩产项目100%达产后，预计肝素钠原料药的销售收入将超过11亿元，肝素钠注射液的销售收入将超过1.6亿元，利润总额将超过1.8亿元。
- **胰激肽原酶原料药及制剂扩产项目。**公司目前胰激肽原酶肠溶片和注射液产能分别为1.2亿片和50万瓶的水平，2009年胰激肽原酶肠溶片和注射液已超负荷运营，产能利用率分别为120.83%和129.08%，产能瓶颈已经显现，亟需扩张现有产能。项目实施完成后，公司将形成4.8亿片肠溶片、350万瓶针剂年产能。项目建设期两年，投产期一年，预计项目第三年生产负荷为70%，第四年为80%，第五年为90%，第六年达到满负荷生产。

预计本项目100%达产后，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，合计利润总额将约为1.39亿元。因此，随着市场规模的扩大和本项目的建成投产，新增产能将继续保持较强的盈利能力。

- **门冬酰胺酶原料药及制剂扩产项目。**公司目前门冬酰胺酶原料药和注射用门冬酰胺酶年产能分别为20亿单位和7万瓶，2009年产能利用率均超过100%。项目实施完成后，公司将形成50亿单位原料药、30万支冻干粉针年产能。项目建设期为2年，投产期为1年，项目第3年的生产负荷为60%，第4年为75%，第5年为90%，第6年达到满负荷生产。公司注射用门冬酰胺酶的毛利率高达96%左右，预计项目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。

图表 41 公司项目新增产能情况

项 目	肝素钠		胰激肽原酶			门冬酰胺酶	
	原料药 (亿单位)	注射液 (万瓶)	原料药 (亿单位)	肠溶片 (万片)	针剂 (万瓶)	原料药 (亿单位)	针剂 (万瓶)
现有产能	22000	900	220	12000	50	20	7
扩产后设计产能	55000	3000	920	48000	350	50	30
产能增长率	150%	233%	318%	300%	600%	150%	328%

资料来源：招股说明书，天相投顾整理

6. 盈利预测与估值分析

6.1 盈利预测

我们对公司未来的盈利预测是基于以下假设：

- 1、伊诺肝素制剂原研药专利到期将促进山德士仿制药产品放量，公司作为主要原料药中间体供应商将从中受益，此外，公司向肝素钠原料药上游延伸，成本控制力逐渐加强，预计未来两年公司肝素原料药毛利率将会有所提升。
- 2、公司除肝素钠原料药外各主打产品未来价格基本保持稳定，毛利率保持稳定。
- 3、公司期间费用率基本保持稳定，作为高新技术企业税率维持在15%。

图表42 分产品盈利预测（万元）

		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
肝素钠原料药	收入	32,098	53,386	86,715	104,205	125,098
	增速	96.57%	66.32%	62.43%	20.17%	20.05%
	毛利率	28.83%	22.80%	15.60%	17.50%	17.50%
	成本	22,844	41,214	73,187	85,969	103,206
肝素钠注射液	收入	2,000	3,270	7,206	9,372	12,183
	增速	250.26%	63.50%	120.37%	30.05%	30.00%
	毛利率	15.77%	30.63%	47.00%	47.00%	47.00%
	成本	1,685	2,268	3,819	4,967	6,457

注射用胰激肽原酶	收入	1,066	1,498	1,725	2,147	2,684
	增速	55.85%	40.53%	15.14%	24.48%	25.00%
	毛利率	94.25%	87.86%	93.00%	92.50%	92.50%
	成本	61	182	121	161	201
胰激肽原酶肠溶片	收入	10,518	13,092	14,909	17,825	21,390
	增速	10.26%	24.47%	13.88%	19.56%	20.00%
	毛利率	68.36%	73.59%	72.00%	72.00%	72.00%
	成本	3,328	3,458	4,175	4,991	5,989
注射用门冬酰胺酶 门冬酰胺酶原料药	收入	662	1,117	1,001	1,077	1,167
	增速	-8.94%	68.73%	-10.35%	7.55%	8.35%
	毛利率	95.22%	95.57%	95.00%	95.00%	95.00%
	成本	32	49	50	54	58
其他	收入	820	2,017	1,009	1,089	1,182
	增速	21.57%	161.40%	-50.00%	8.00%	8.50%
	毛利率	71.22%	44.34%	30.00%	30.00%	30.00%
	成本	236	1,123	706	762	827
合计	收入	47,164	74,380	112,565	135,715	163,704
	增速	65.14%	57.70%	51.34%	20.57%	20.62%
	毛利率	40.24%	35.07%	27.10%	28.60%	28.69%
	成本	28,186	48,294	82,058	96,905	116,739

资料来源：招股说明书，天相投资顾问有限公司

图表 43 公司肝素钠原料药收入预测

分项名称	指标	2009A	2010H	2010E	2011E	2012E
肝素钠原料药	产量（亿单位）	22,491	12,411	22,960	23,649	30,744
	均价（元/亿单位）	25,606	45,857	41,500	43,500	43,500
	销量（亿单位）	20,722	12,013	20,895	23,955	28,758
	销售收入（万元）	53,062	55,088	86,715	104,205	125,098

资料来源：招股说明书，天相投资顾问有限公司

图表44 公司盈利预测表（万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	47,164	74,380	112,565	135,715	163,704
同比增长	65.14%	57.70%	51.34%	20.57%	20.62%
减：营业成本	28,186	48,294	82,058	96,905	116,739
综合毛利率	40.24%	35.07%	27.10%	28.60%	28.69%
营业税金及附加	257	339	512	618	745
资产减值损失	268	32	-20	0	0
减：期间费用	7,703	10,641	11,999	14,861	17,926
期间费用率	16.33%	14.31%	10.66%	10.95%	10.95%
其中：销售费用	2,749	4,119	5,628	7,125	8,594
管理费用	4,099	5,852	5,122	6,379	7,694
财务费用	855	670	1,249	1,357	1,637
加：公允价值变动净收益	(33)	11	(7)	0	0

投资净收益	0	4	0	0	0
营业利润	10,716	15,089	18,008	23,332	28,294
营业利润率	22.72%	20.29%	16.00%	17.19%	17.28%
加：营业外收支净额	8	-11	500	603	727
利润总额	10,725	15,078	18,508	23,935	29,021
减：所得税	1,687	2,508	2,776	3,590	4,353
实际所得税率	15.73%	16.64%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	9,038	12,569	15,732	20,345	24,668
归属母公司所有者净利润	9,044	12,569	15,732	20,345	24,668
同比增长	98.22%	38.98%	25.16%	29.32%	21.25%
净利率	19.18%	16.90%	13.98%	14.99%	15.07%
少数股东损益	(6)	(0)	0	0	0
每股收益（元）	0.57	0.79	0.98	1.27	1.54

资料来源：招股说明书、天相投资顾问有限公司

6.2 估值——合理价位 34.3-39.2 元

我们在行业中选取了几家有代表性的公司作为参考，综合考虑公司未来成长性等各方面情况，我们认为公司2010年35-40倍估值较为合理，按照2010年公司摊薄EPS0.98元计算，公司股票合理价格区间为34.3-39.2元。

图表45 部分代表性上市公司平均估值水平

代码	公司名称	评级	每股收益（元）			市盈率（倍）		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
600521	华海药业	增持	0.37	0.28	0.34	41	54	44
600866	星湖科技	增持	0.43	0.59	0.74	30	22	17
600267	海正药业	增持	0.56	0.69	0.95	65	53	38
002365	永安药业	中性	0.70	0.57	1.00	44	53	31
600488	天药股份	中性	0.12	0.15	0.25	77	64	37
002099	海翔药业	增持	0.19	0.55	0.72	120	41	31
002399	海普瑞	中性	2.02	3.38	4.94	63	38	26
平均						63	46	32
002007	华兰生物	增持	1.06	1.39	1.45	40	30	29
600161	天坛生物	增持	0.41	0.57	0.65	51	37	32
002252	上海莱士	增持	0.50	0.67	0.87	60	45	35
002022	科华生物	增持	0.42	0.46	0.60	39	35	27
平均						48	37	31

资料来源：天相投资分析系统

7. 风险提示

肝素钠原料药价格大幅波动的风险。随着肝素钠原料药市场竞争和国内外药品质量监管政策的加强，肝素钠原料药行业集中度显著提高，全球肝素制剂需求上升和国内肝素原料药生产商对肝素粗品资源控制的加强，肝素价格维持高位是大概率事件，

但如果未来肝素原料药价格波动超出预期，将对公司的经营业绩产生较大影响。

人工合成肝素技术突破所带来的风险。肝素是动物体内多种细胞协同合成的产物，结构复杂，目前通过分离纯化技术提取，预计在短期内难以通过人工化学合成。如果人工合成肝素技术工艺取得重大突破，出现更为安全且综合性价比更高的人工合成肝素产品，则肝素产业链结构和竞争格局将发生重大变化，并可能对公司产生重大影响。

汇率波动风险。公司出口收入主要以美元结算，随着公司出口收入逐步提升，如果人民币汇率发生较大变动或结算周期延长，由此引致的汇兑损益将对公司经营业绩产生一定影响。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	<(-) 15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号: ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址: 北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话: 010-66045566 传真: 010-66573918 邮编: 100140
北京新盛	地址: 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话: 010-66045566; 66045577 传真: 010-66045500 邮编: 100140
北京德胜园	地址: 北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话: 010-66045566 传真: 010-66045700 邮编: 100088
上海天相	地址: 上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话: 021-58824282 传真: 021-58824283 邮编: 200120
深圳天相	地址: 深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话: 0755-83234800 传真: 0755-82709089 邮编: 518041