

方正证券研究所

千红制药(002550)

2011.02.09

医药行业

医药行业高级研究员：刘亚明

证书编号：S1220511010002

联系人：蒯学章 李 宇

TEL: (8610) 68584823

E-mail: kuaixuezhang@foundersc.com

发行上市资料

价格区间(元)	32.93 元至 40.25 元
A 股发行股数(万股)	4000.00
发行前总股本(万股)	12000.00
发行后总股本(万股)	16000.00
发行日期	2011-2-9
发行方式	网下配售, 网上发行
主承销商	华泰联合证券

生物制药行业相对指数表现



投资要点

※公司是肝素细分行业中的主导企业

千红制药主要从事多糖和酶等生化药品的高科技企业, 2009 年度数据显示, 肝素钠原料药出口金额位于行业第三, 酶制剂则始终保持国内第一的位置, 可见公司在其主导产品的细分领域均处于领导地位。

※主导产品肝素钠原料药市场空间大, 增速较高

公司主导的抗凝血药物市场空间大: 预计到 2014 年全球抗凝血药物的规模将达到 90 亿美元, 增速较快, 肝素原料药从 2006 年的 1.03 亿美元增长到 2009 年的 7.03 亿美元, 良好的细分行业基本面构成了公司长期发展的基础。

※酶制剂业务独享优势, 引领市场

公司另一大重点产品, 酶制剂产品在国内的市场份额一直保持在 60% 以上。该产品目前基数小, 市场空间大, 优质优价产品单独定价, 未来具备称为明星产品的潜质, 公司未来该产品的销售有望持续保持高增长。

※募投项目分析: 产能扩张明显

公司本次募集资金主要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。扩产后使得公司主要产品肝素钠原料药产能增长 150%, 胰激肽原酶产品产能增长 318%到 600%不等, 从而进一步巩固公司细分行业龙头地位。

※盈利预测

预计公司 2010 年至 2012 年营业收入分别为 11.14 亿、14.24 亿、18.22 亿, 归母公司净利 1.65 亿元、2.18 亿元、2.66 亿元, 摊薄后 EPS 分别为 1.03 元、1.36 元与 1.66 元, 合理价格区间为 32.93 元至 40.25 元。

※盈利预测与估值水平

项目(百万元/元/%)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	743.80	1,114.01	1,423.58	1,822.07
YOY(%)	57.7%	49.8%	27.8%	28.0%
归母公司净利润	125.69	165.22	217.70	266.09
YOY(%)	39.0%	31.4%	31.8%	22.2%
综合毛利率(%)	35.07%	27.82%	27.82%	27.11%
摊薄后 EPS(元)	0.79	1.03	1.36	1.66

数据来源: 方正证券研究所

※风险因素: 对单一产品依赖大; 药品降价; 新增产能消化等的风险

请务必阅读最后特别声明与免责条款

正文目录

一、公司概况	4
1, 公司简介与股权结构	4
2, 公司主营业务介绍	4
二、主打产品增速高，业绩成长性良好	4
1, 肝素钠产品市场空间巨大	5
2, 我国具有得天独厚的原材料优势	6
3, 公司肝素钠产品未来继续高增长可期	6
4, 酶制剂业务独领风骚，未来潜力大	7
三、募投项目分析	7
四、盈利预测与估值	8
1, 收入与盈利预测	8
2, 合理价格区间	9
六、风险因素	10

图表目录

图表 1	公司股权结构图	4
图表 2	公司所处行业划分示意图	错误! 未定义书签。
图表 3	我国中药工业总产值与增长率	错误! 未定义书签。
图表 4	我国感冒药市场规模与增长率	错误! 未定义书签。
图表 5	感冒中药与感冒西药竞争格局	错误! 未定义书签。
图表 6	公司历年收入与净利润	错误! 未定义书签。
图表 7	公司历年收入构成(左)与毛利构成(右)	错误! 未定义书签。
图表 8	公司抗病毒口服液收入与毛利率	错误! 未定义书签。
图表 9	公司抗病毒口服液毛利率比较	错误! 未定义书签。
图表 10	公司饮料业务收入与毛利率	错误! 未定义书签。
图表 11	公司募集资金投资项目	错误! 未定义书签。
图表 12	公司募投项目达产后收入情况	错误! 未定义书签。
图表 13	公司分产品营业收入预测	8
图表 14	公司盈利预测表	9
图表 15	公司盈利预测结果	9
图表 16	公司财务报表预测与重要指标	错误! 未定义书签。

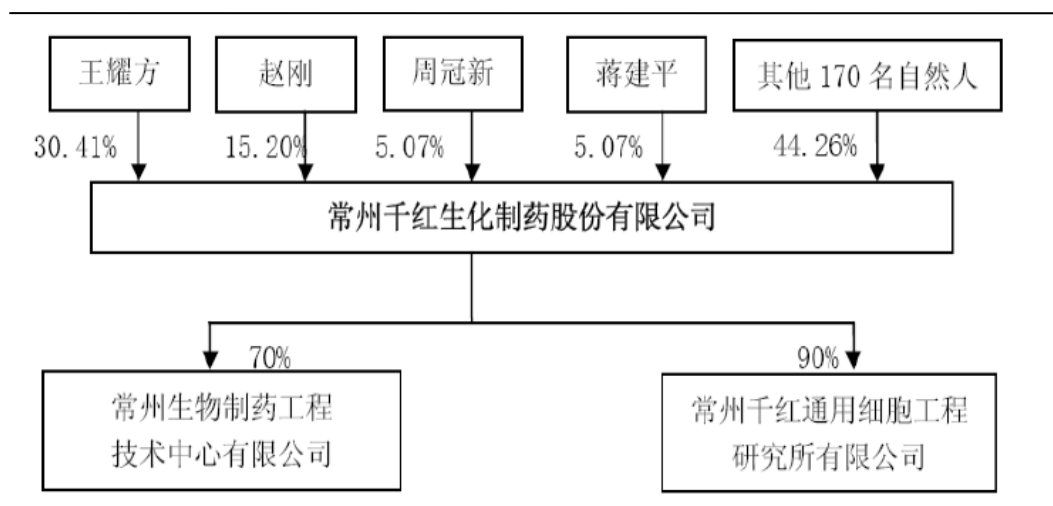
一、公司概况

1、公司简介与股权结构

常州千红生化制药股份有限公司主要从事多糖和酶等生化药品的研发、生产与销售。股东王耀方先生持有公司股份 36,486,000 股，占公司发行前股份的 30.405%，为公司控股股东、实际控制人。王耀方先生常州生物化学制药厂副厂长、常州生化千红制药有限公司董事长兼总经理、常州千红生化制药有限公司董事长兼总经理。现任本公司董事长，中国生化制药工业协会副会长，江苏省制药行业协会副会长，江苏省药学会常务理事，于 1992 年开始享受国务院特殊津贴。

公司一大特点是管理层与员工均直接持有公司股份，这使得员工与公司利益趋同，形成了良好的激励机制。

图表 1 公司股权结构图



数据来源：公司招股说明书 方正证券研究所

2、公司主营业务介绍

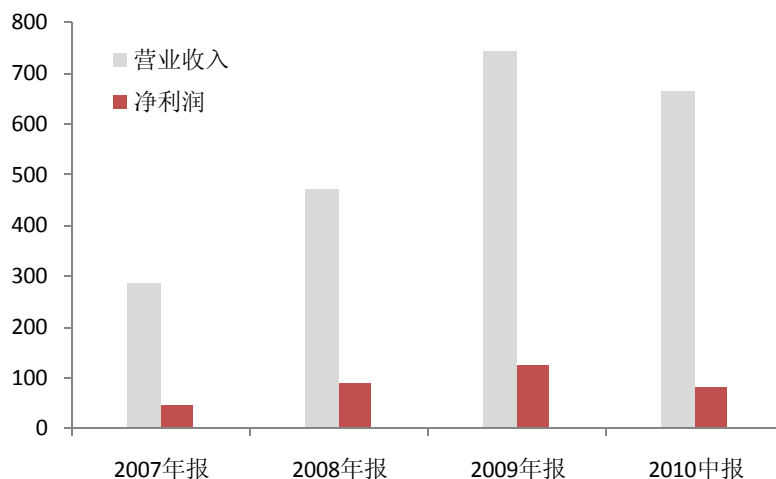
公司主要从事生化药品的研发、生产与销售，目前形成规模的产品有肝素钠原料药，肝素钠制剂以及酶制剂等。公司主要产品详细情况如下表。

二、主打产品增速高，业绩成长性良好

受益于公司产品需求与价格的双轮驱动式增长，公司业绩体现出良好的成长性：2007 年，2008 年，2009 年分别实现销售收入 2.86 亿，4.72 亿，7.44 亿元；实现净利润 0.46 亿，0.9 亿与 1.26 亿元。

2010 年上半年分别实现销售收入 6.64 亿与 0.84 亿元，全年继续保持高增长基本无悬念。

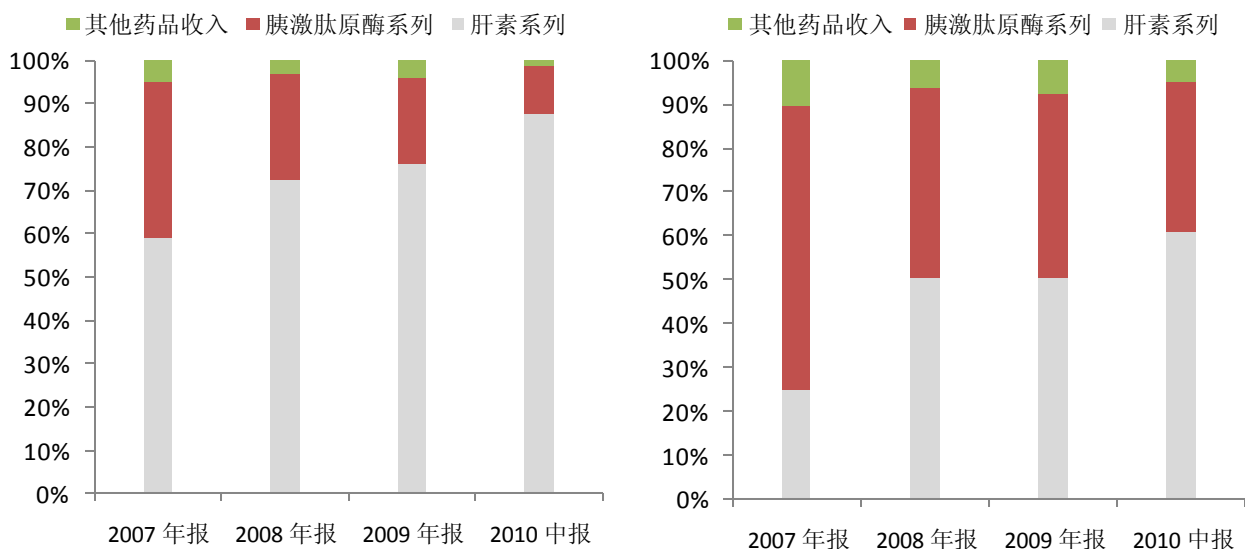
图表 2 公司近年来收入与利润



数据来源：公司招股说明书 方正证券研究所

公司主要产品为肝素钠原料药(收入占比 72%、毛利占比 47%)和胰激肽原酶制剂(收入占比 20%、毛利占比 42%)。

图表 3 公司收入(左)与毛利润(右)构成情况



数据来源：公司招股说明书 方正证券研究所

1，肝素钠产品市场空间巨大

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。

抗凝血药物市场空间巨大，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 2,500 万人。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。

其中，低分子肝素钠产品是抗凝血药中最大的品种，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%。

未来，随着全球人口特别是中国人口老龄化进程的日益加剧，全球抗凝血药物市场将持续增长。

2，我国具有得天独厚的原材料优势

肝素钠原料药主要原材料为肝素粗品，系从生猪的小肠粘膜中提取，肝素广泛存在于哺乳动物器官组织中，以小肠粘膜和肺组织所含的数量最多。在 20 世纪 90 年代之前，西方各国主要从牛肠粘膜中提取肝素粗品，但随着 90 年代初“疯牛病”在欧洲各养牛国的流行，欧洲肝素产品生产商已不再从牛肠里提取肝素，欧洲和北美肝素产品生产商纷纷退出市场，肝素制剂生产转向世界养猪大国寻求肝素原料药。

我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，为生产肝素原料药提供了厚实的资源基础。我国已成为世界肝素原料药的最主要的供应国，肝素原料药的出口提高了我国生猪资源的综合利用效率。在未来相当长的时期内，生猪小肠粘膜作为提取肝素粗品的原料将难以替代，我国生产肝素原料药的资源优势将长期存在。

3，公司肝素钠产品未来继续高增长可期

我们判断，公司肝素钠系列产品未来将在国内与国外双重驱动下继续保持放量。

国外方面，肝素原研药专利到期垄断结束，山德士生产的肝素钠仿制药销售出现放量迹象：山德士的肝素仿制药在 2010 年 7 月份仅上市 69 天即销售达到 2.92 亿美元，而公司作为山德士公司批准认证的肝素原料药供应商，会充分受益。

国内方面：据 2005 年统计结果，我国目前有存量血脂异常者达到 1.6 亿人，庞大的患病人口为将来的用药提供了坚实的基础。2008 年我国抗血栓药物销售金额达到 42.9 亿人民币，年均市场增速 20% 左右，肝素钠系列产品占比在 23%，作为大品种有望进一步享受景气。

4，酶制剂业务独领风骚，未来潜力大

公司生产的胰激肽原酶制剂在临床应用上具有扩张血管、改善微循环、调节血压等作用，2008 年胰激肽原酶制剂行业全年销售额为 2.14 亿元，2009 年全年销售额预计 2.63 亿元，预计比 2008 年增加 23%。

截至 2009 年 12 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。据统计，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%；济南维尔康生化制药有限公司占 15.09%；上海丽珠制药有限公司占 13.70%。

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，这将极大的推进公司产品在未来的销售，我们预计，公司的胰激肽原酶制剂将继续保持对行业中其他竞争对手的优势，同时，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，预计抵御价格波动的能力也较强。

三、募投项目分析

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。

图表 4 公司收入(左)与毛利润(右)构成情况

序号	项目名称	投资总额	建设投资	流动资金投资
1	肝素原料药及制剂扩产项目	20,711	11,267	9,444
2	胰激肽原酶原料药及制剂扩产项目	21,634	18,072	3,562
3	门冬酰胺酶原料药及制剂扩产项目	4,268	3,974	294
4	生物医药技术研发中心建设项目	10,100	10,100	0
5	营销网络建设项目	5,750	4,462	1,288
合 计		62,463	47,875	14,588

数据来源：公司招股说明书 方正证券研究所

项目使用募集资金投资额共计 62463 万元，从投资项目上看，公司主要的战略意图是扩大生产能力。

图表 5 公司募集资金扩产前后对比

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	22,000	900	220	12,000	50	20	7
扩产后设计产能	55,000	3,000	920	48,000	350	50	30
产能增长率	150%	233%	318%	300%	600%	150%	328%

数据来源：公司招股说明书 方正证券研究所

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%。本次募集资金项目建成投产之后，将大幅提高公司肝素产品以及其他产品的生产能力，为公司长远发展打下基础。

四、盈利预测与估值

1、收入与盈利预测

我们对公司分产品销售收入预测：

图表 6 公司分产品营业收入预测

项目 单位：百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
肝素钠原料药	320.98	533.86	854.18	1,110.43	1,443.56
增长率	96.57%	66.32%	60.00%	30.00%	30.00%
毛利率	28.83%	22.80%	16.00%	17.00%	17.00%
肝素钠注射液	20.00	32.70	70.31	91.40	118.82
增长率	250.26%	63.50%	115.00%	30.00%	30.00%
毛利率	15.77%	30.63%	45.00%	45.00%	45.00%
胰激肽原酶肠溶片	105.18	130.92	150.56	177.66	209.64
增长率	-	24.47%	15.00%	18.00%	18.00%
毛利率	68.36%	73.59%	74.00%	74.00%	74.00%
胰激肽原酶	10.66	14.98	17.38	20.85	25.02
增长率	-	40.53%	16.00%	20.00%	20.00%
毛利率	94.25%	87.86%	93.00%	93.00%	93.00%
门冬酰胺酶原料药	6.62	11.17	11.51	12.66	13.92
增长率	-8.94%	68.73%	3.00%	10.00%	10.00%
毛利率	95.22%	95.57%	96.00%	96.00%	96.00%
其他产品合计	8.20	20.17	10.09	10.59	11.12
增长率	21.57%	145.98%	-50.00%	5.00%	5.00%
毛利率	71.22%	44.34%	30.00%	30.00%	30.00%
营业收入合计	471.64	743.80	1,114.01	1,423.58	1,822.07

增长率	57.71%	49.77%	27.79%	27.99%
综合毛利率	40.24%	35.07%	27.82%	27.82%
			27.11%	

数据来源：方正证券研究所

预计公司 2010 年至 2012 年营业收入分别为 11.14 亿、14.24 亿、18.22 亿。我们对公司盈利预测如下：

图表 7 公司盈利预测表

项目 单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	743.8	1114.01	1423.58	1822.07
营业成本	482.94	804.06	1027.49	1328.10
营业税金及附加	3.39	5.57	7.12	8.85
销售费用	41.19	50.13	64.06	81.99
管理费用	58.52	50.13	71.18	91.10
财务费用	6.7	8.00	(5.00)	(5.00)
资产减值损失	0.32	0.00	0.00	0.00
营业利润	150.89	196.11	258.72	317.03
加：营业外收入	1.35	1.00	1.00	1.00
减：营业外支出	1.47			
利润总额	150.78	197.11	259.72	318.03
减：所得税	25.08	31.90	42.03	51.94
净利润	125.69	165.22	217.70	266.09
减：少数股东损益	0	0.00	0.00	0.00
归母公司净利润	125.69	165.22	217.70	266.09
全面摊薄 EPS(元)	0.79	1.03	1.36	1.66

数据来源：方正证券研究所

2，合理价格区间

我们预测公司 2010-2012 年归属母公司净利润 1.65 亿元、2.18 亿元、2.66 亿元，全面摊薄后 EPS 分别为 1.03 元、1.36 元与 1.66 元。

图表 8 公司盈利预测结果

项目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	743.80	1,114.01	1,423.58	1,822.07
YOY(%)	57.7%	49.8%	27.8%	28.0%
归母公司净利润	125.69	165.22	217.70	266.09
YOY(%)	39.0%	31.4%	31.8%	22.2%
综合毛利率(%)	35.07%	27.82%	27.82%	27.11%
摊薄后 EPS(元)	0.79	1.03	1.36	1.66

数据来源：方正证券研究所

公司成长性良好，2010 至 2012 年净利润 CAGR 为 26.91%，我们建议采用 PEG 估值法，取得 PEG 为 0.9 至 1.1 为估值中枢区间，对应 2011 年 EPS 测算出合理价格区间为 32.93 元至 40.25 元。

六、风险因素

1，公司目前对单一产品依赖较大，肝素钠原料药价格大幅波动会对公司造成风险：。

2，药品降价带来的风险：目前药品价格下降成为大趋势，政策与行政手段干预价格会压缩公司盈利空间。

3，公司新增产能规模较大，存在产品市场消化的风险。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com