



上市公司新股研究报告

证券研究报告
医药与健康护理—生物制品

谨慎申购

翰宇药业（300199）

2011 年 03 月 25 日

开拓多肽药物的“第一股”

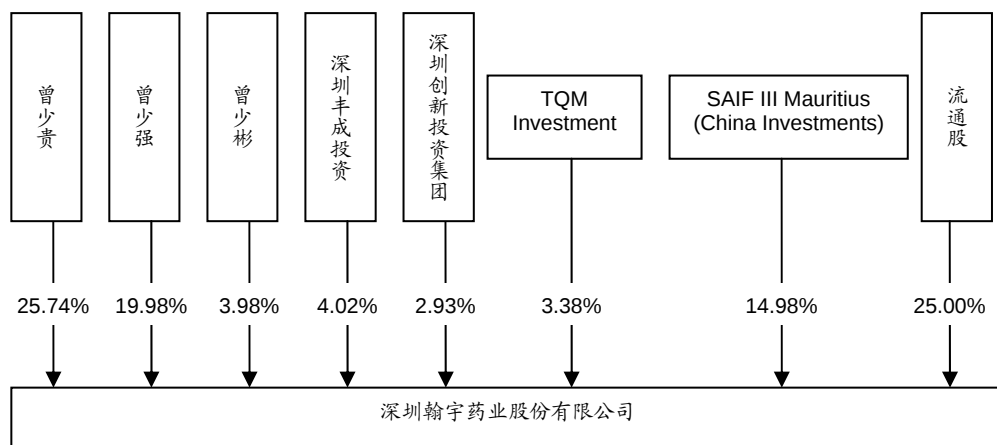
消费小组首席分析师：丁频
SAC 执业证书编号：S0850203100085
dingpin@htsec.com
021-23219405
联系人：刘宇
liuy4986@htsec.com
021-23219608
联系人：冯皓琪
fhq5945@htsec.com
021-23219709

投资建议：公司是首家经营多肽药物的上市公司，其主导产品的市场占有率排名保持前三甲。随着产能瓶颈逐步得以化解，公司业绩将继续稳定增长。我们预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 0.75 元、1.07 元和 1.51 元。参照可比公司估值水平，并综合考虑目前创业板市场的投资风险，出于谨慎原则，我们认为可以给予 2011 年 36-40 倍市盈率，目标价为 27.00-30.00 元，发行价为 30.19 元，建议谨慎申购。

1. 首家专营多肽药物的上市公司

公司是自然人控股的民营企业，也是首家专营多肽药物生产的上市公司。本次发行前公司总股本为 7500 万股，发行后总股本 1 亿股，曾少贵、曾少强、曾少彬三兄弟直接持有公司 49.70% 的股份（发行后），为公司实际控制人。

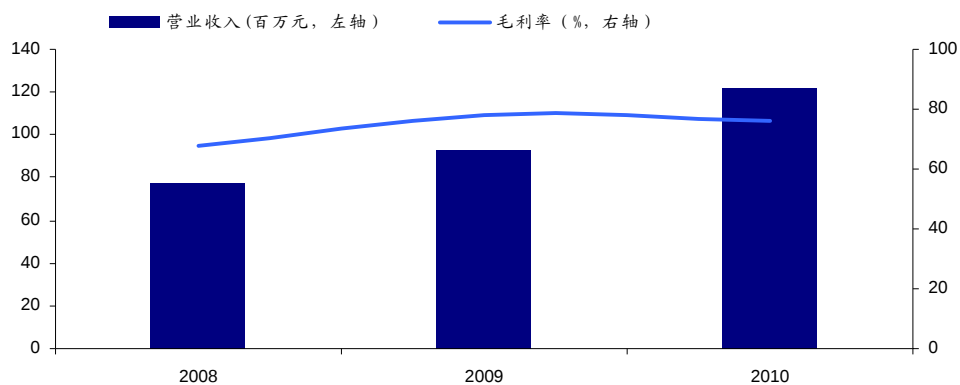
图 1 发行后公司股权结构



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

公司主营业务是化学合成多肽药物的研发、生产和销售，主要产品包括多肽药物制剂、多肽原料药和客户肽，其市场占有率国内排名前列。近年来，公司营业收入一直保持 25% 的高速增长态势，总体毛利率水平达到 70%，并呈现逐年攀升的势头（图 2）。

图 2 公司营业收入和毛利率变化



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

公司主要细分产品如表 1 所示。

表 1 公司主要产品简介

主要产品	主要用途
注射用胸腺五肽	免疫调节药物，适用于恶性肿瘤病人因放疗、化疗所致的免疫功能低下。
注射用生长抑素	消化内科急性食管静脉曲张出血一线药物；严重急性胃或十二指肠溃疡出血，或并发急性糜烂性胃炎或出血性胃炎。
醋酸去氨加压素注射液	临床广泛应用于手术前后预防及治疗手术止血。
注射用特利加压素	适用于肝硬化晚期并发症（食管胃底静脉曲张出血、肝肾综合症、腹水）一体化治疗药物。
原料药	用于公司制剂生产。
客户肽	根据科研院校、研究公司和其它科研机构给出的肽的序列，纯度和数量进行定制合成，用以科研。

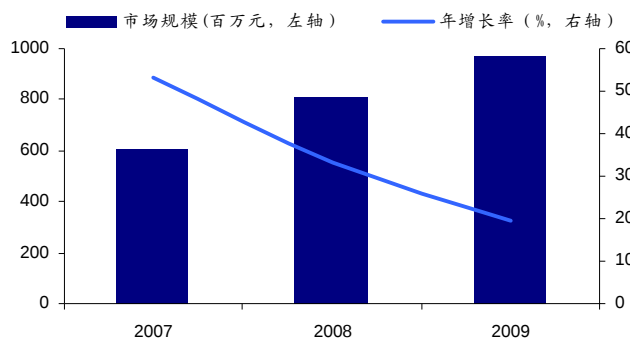
资料来源：招股意向书，海通证券研究所

2. 多肽制剂市场占有率名列前茅

● 注射用胸腺五肽

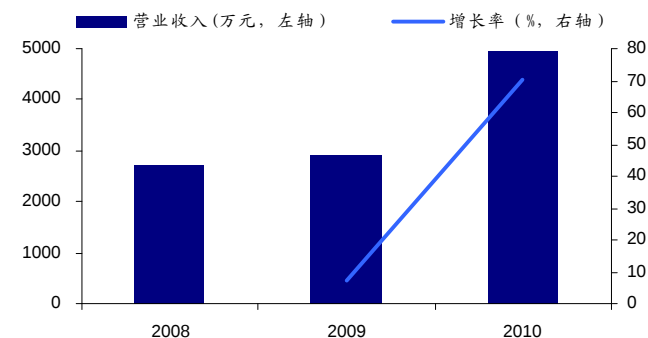
胸腺五肽为免疫调节药物，适用于恶性肿瘤病人因放疗、化疗所致的免疫功能低下。在 2007 年至 2009 年这三年中，公司胸腺五肽的市场占有率分别为 16.46%、19.39% 和 16.26%，市场份额排名分别为第二、第二和第三。主要竞争对手是北京世桥生物制药和海南中和药业股份有限公司等。胸腺五肽的市场规模与我国人口老龄化、肿瘤及肝炎发病趋势的正相关性较强，用药规模逐年扩容。公司在该产品上的收入也呈逐年增加的态势，2010 年的增长率达到 70% 以上。

图3 我国胸腺五肽的市场规模



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图4 注射用胸腺五肽的营业收入变化

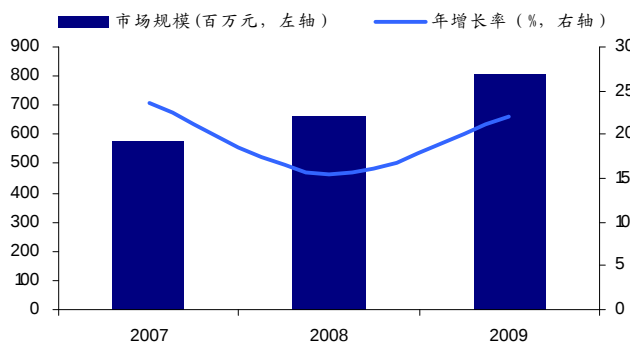


资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

● 注射用生长抑素

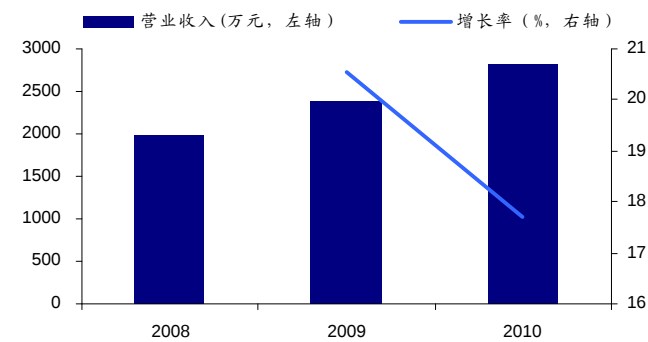
在2007年至2009年这三年中，公司生产的生长抑素市场份额一直居第二位，市场占有率分别为15.33%、14.19%和13.13%。瑞士默克雪兰诺有限公司是公司的主要竞争对手，其在生长抑素市场中占据的市场份额最大。生长抑素在我国医药市场中的用药规模逐年扩容，并保持了较快的增长速度。其市场规模由2007年的5.74亿元上升至2009年的8.09亿元，每年的增长率均达到15%以上（图5）。近三年来，公司注射用生长抑素的销售额一直保持在稳步增长的水平上（图6）。

图5 我国生长抑素的市场规模



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图6 注射用生长抑素的营业收入变化

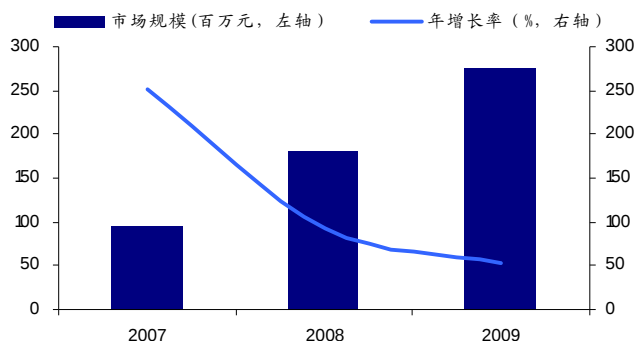


资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

● 醋酸去氨加压素注射液

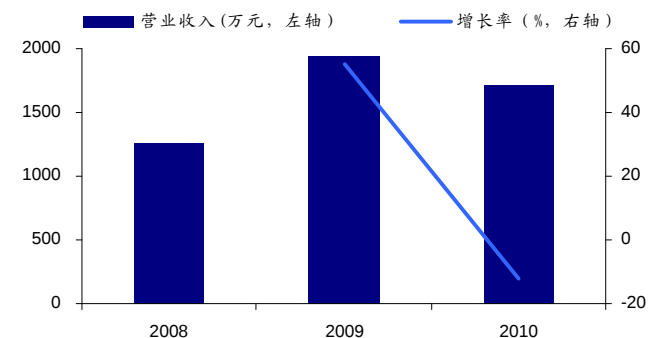
醋酸去氨加压素适用于先天性或药物诱发的血小板机能障碍、尿毒症、肝硬化及不明原因引起的出血时间延长的患者，使延长的出血时间缩短或恢复正常。公司为国内首家推出醋酸去氨加压素注射液的生产企业，占据行业龙头地位。2007-2009年公司的市场占有率逐年提升，分别为23.16%、41.15%和46.07%，增长迅猛。在2008-2009年中，该产品的市场份额一直排名第一。

图7 我国去氨加压素的市场规模



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

图8 去氨加压素的营业收入变化



资料来源：公司招股意向书，海通证券研究所

● 注射用特利加压素

特利加压素是一种合成的血管加压素类似物，主要适用于肝硬化并发症的治疗，同时广泛用于泌尿生殖道及其他腹腔脏器出血、感染性休克、烧伤、急性肝功能衰竭、心脏骤停等适应症的治疗。公司开发的醋酸特利加压素原料药及注射剂为国内首仿药，于2009年取得了原料药醋酸特利加压素的《新药证书》和《药品注册批件》。2009年和2010年，产品销售额分别达到1395万元和1074万元。目前国内市场的竞争对手只有辉凌制药(中国)有限公司和辉凌（德国）制药有限公司（Ferring GmbH）两家。

3. 一体化平台成就规模效益

公司是集原料药生产、制剂生产及客户肽定制服务“三位一体”的多肽药物生产厂商。此次募集资金后，公司将进一步打造一个完整的多肽药物产业化体系，其中包括多肽研发中心、原料药中试技术平台、原料药生产基地、制剂中试技术平台和制剂生产基地，从而实现多肽药物从实验室研发到原料药工业化生产再到制剂工业化生产的一个完整过程。

公司凭借在原料药合成上的优势，大力拓展多肽药物制备中试技术平台，以作为公司原料药的中试车间，从而大大缩短从实验室多肽原料药生产到大规模工业化生产的时间。这不仅巩固了公司在原料药研发和生产中的竞争优势，而且能加快相关制剂的开发速度和提升其技术水平，比如缓控释制剂、口服制剂和鼻喷剂等高端制剂。一体化的产业平台在促进公司三大业务协同发展的同时，也形成了产业链的规模效应，并降低了总成本。由于直接材料在多肽药物成本中占比较少，而成本和设备的折旧摊销占比大，因此不同产品在同一平台上可共享多条生产线，相比其它产品较少的企业而言，公司的成本优势毋庸置疑。

4. 新产品助推公司未来业绩

● 爱啡肽

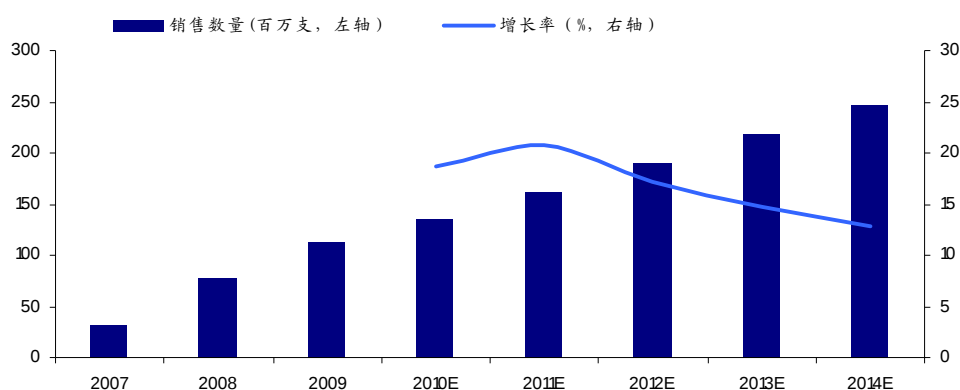
爱啡肽作为心脑血管用药，具有显著的抗血小板聚集作用，主要适用于不稳定型心绞痛、非ST段抬高的心肌梗死的药物治疗及冠脉内介入治疗。目前该产品在国外销售水平稳定，但尚未在国内生产和上市销售。产品市场前景良好，预计市场容量约为1300万支。在公司开发的爱啡肽注射液上市后，就具有了市场垄断优势。此外，爱啡肽注射液已完成三期临床试验，处于申报生产阶段，经过国家药监局药品审评中心的技术审评和国家药监局药品认证管理中心的生产现场检查后即可取得《药品注册批件》及《新药证书》，预计于2011年可获得《药品注册批件》及《新药证书》。

● 卡贝缩宫素

缩宫素主要用于引产、催产、产后及流产后因宫缩无力或缩复不良而引起的子宫出血。该药在剖腹产中也频繁使用，所以在我国剖腹产率居高不下的背景下，产品的需求量相当可观。随着我国第四次生育高峰期的推进以及城镇化与医保人数的比例增加，市场份额将进一步扩大。预计未来五年内，产品的市场增长率均在12%以上，到2014年产品市场容量可达24732万支（图9）。

目前市场上广泛使用缩宫素（催产素）和米索前列醇，2009年全国销量为11374万支。相比之下，公司的卡贝缩宫素价格昂贵，单支售价数百元。但是，在针对重大疾病选择药物时，患者通常青睐高价格的药品，相信其疗效更加显著；而医生也往往会采用高价药品，因为所使用的药品价格与医生的业绩密不可分。随着卡贝缩宫素进入国家医保目录，其未来市场空间更是相当可观。目前公司的卡贝缩宫素注射液处于申报生产阶段，预计于2011年获得《药品注册批件》。

图9 缩宫素销售量及增长率预测变化

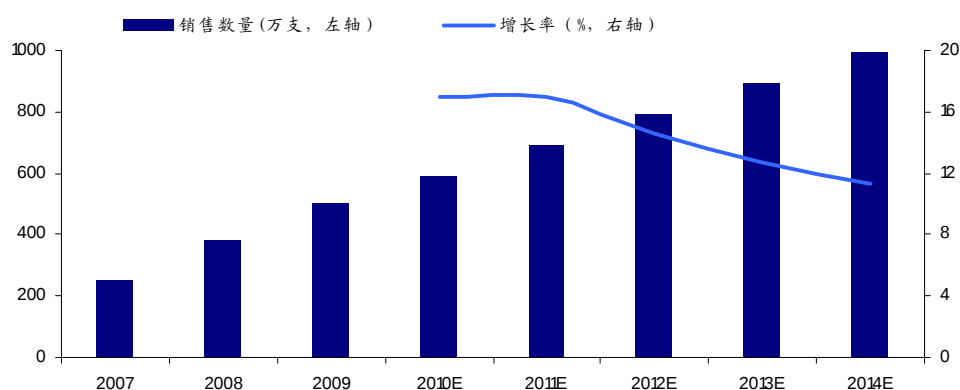


资料来源：招股意向书，海通证券研究所

● 注射用胸腺法新

在化学合成多肽药物中，免疫调节多肽药物在我国化学合成多肽药物中的市场份额最大，2007年以来，其占我国化学合成多肽药物的市场份额均在34%以上，其市场与我国人口老龄化、肿瘤及肝炎发病趋势密切相关，呈逐年增长的趋势。胸腺法新作为其中的高端产品，具有较高的免疫增强活性，同时还具有刺激血管内皮细胞迁移、促进血管生成和伤口愈合等作用。该产品在我国医药市场中的用药规模逐年增长，市场规模由2007年的6.56亿元上升至2009年的11.66亿元，每年的增长率均达到22%以上（图10）。随着胸腺法新临床应用的范围扩大，其市场需求量会逐年攀升。预计至2014年，我国胸腺法新的销售数量可达993万支，年市场增长率保持在11%以上。目前，注射用胸腺法新处于申报生产阶段，预计于2011年获得《药品注册批件》。

图10 胸腺法新销售量及增长率预测变化



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

5. 公司募投项目

本次募集资金扣除发行费用后，将按照项目的轻重缓急投资如下。

表 2 公司募集资金项目

项目名称	投资总额（万元）
多肽药物生产基地建设	28300
多肽药物制剂中试技术平台建设	3130
其他与主营业务相关的运营资金项目	-

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

近几年我国多肽药物的市场销售规模逐年扩大。为抢占市场份额，公司加大多肽药物制剂的实际产量，从 2007 年的 315 万支上升到 2008 年的 456 万支。但是，公司仅有的一条生产线一直处于超负荷生产状态，目前其产能只有 1400 万支/年，预计仅能满足未来 2-3 年的市场需求。因此，产能瓶颈是制约公司未来业绩增长的关键因素。本次募集资金将用于 3 条多肽药物制剂生产线的建造，以满足公司未来的产能需求。

6. 盈利预测及估值

我们预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 0.75 元、1.07 元和 1.51 元。参照可比公司估值水平，并综合考虑目前创业板市场的投资风险，出于谨慎原则，我们认为可以给予 2011 年 36-40 倍市盈率，目标价为 27.00-30.00 元，发行价为 30.19 元，建议谨慎申购。

7. 风险提示

主要的两类注射制剂产品占公司收入比重过高、利润来源过于集中。

表 3 公司主营业务收入预测明细

注射用胸腺五肽		2010	2011E	2012E	2013E
业务收入（百万元）		49.61	64.49	90.29	130.92
增长率（%）		70.19%	30.00%	40.00%	45.00%
毛利率（%）		78.21%	78.00%	78.00%	78.00%
注射用生长抑素					
业务收入（百万元）		28.18	33.82	42.27	52.84
增长率（%）		17.71%	20.00%	25.00%	25.00%
毛利率（%）		86.89%	87.00%	87.00%	87.00%
醋酸去氨加压素注射液					
业务收入（百万元）		17.08	20.67	25.83	32.29
增长率（%）		-12.05%	21.00%	25.00%	25.00%
毛利率（%）		57.04%	60.00%	60.00%	60.00%
客户肽					
业务收入（百万元）		13.48	20.22	28.31	39.63
增长率（%）		209.17%	50.00%	40.00%	40.00%
毛利率（%）		63.05%	65.00%	65.00%	65.00%
原料药					
业务收入（百万元）		0.38	3.55	5.04	7.37
增长率（%）		40.74%	-	42.01%	46.14%
毛利率（%）		36.78%	40.00%	40.00%	40.00%
其它制剂					
业务收入（百万元）		12.45	29.74	52.80	92.59
增长率（%）		-	20.00%	25.00%	30.00%
毛利率（%）		-	65.00%	65.00%	65.00%

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

表 4 同行业公司估值

公司代码	公司名称	每股收益 EPS			市盈率 PE		
		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
600276	恒瑞医药	1.06	1.27	1.60	46.50	38.97	30.86
600062	双鹤药业	1.00	1.23	1.54	26.76	21.72	17.34
002294	信立泰	1.54	2.05	2.69	42.69	32.11	24.47
002038	双鹭药业	1.19	1.60	2.12	45.88	34.28	25.85
002007	华兰生物	1.24	1.56	2.01	35.46	28.24	21.83
	平 均				39.46	31.06	24.07

资料来源：海通证券研究所

表 5 公司财务报表分析及预测

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E	利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	83.57	980.55	1046.67	1148.58	营业收入	121.93	173.55	246.05	357.84
应收款项	23.77	23.77	33.71	49.02	营业成本	29.46	46.76	67.52	99.90
存货	16.69	24.20	34.87	51.83	营业税金及附加	0.32	0.43	0.62	0.89
流动资产	133.10	1037.20	1127.54	1267.32	销售费用	14.00	17.36	24.61	35.78
固定资产	54.33	81.07	106.84	132.43	管理费用	23.91	26.03	36.91	53.68
总资产	212.89	1143.29	1258.99	1423.94	财务费用	0.62	-4.04	-7.70	-8.34
应付帐款	0.81	3.63	5.23	7.77	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值及公允价值变动	1.28	1.28	1.28	1.28
总负债	32.30	37.65	46.77	61.09	营业利润	52.08	88.30	125.39	177.21
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外净收支	2.74	0.00	0.00	0.00
股东权益	180.59	1105.64	1212.22	1362.85	利润总额	54.81	88.30	125.39	177.21
每股净资产（元）	2.41	11.06	12.12	13.63	所得税	1.97	13.25	18.81	26.58
					少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
					归属母公司的净利润	52.85	75.06	106.58	150.63
					每股收益（元）	0.70	0.75	1.07	1.51
					现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
					净利润	52.85	75.06	106.58	150.63
					折旧摊销	6.36	3.01	4.30	5.73
					营运资金变动	-18.63	-2.33	-14.86	-23.28
					经营活动现金流	39.30	74.46	94.75	131.79
					固定资产投资	-10.33	-27.49	-28.63	-29.88
					无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00
					投资活动现金流	-10.33	-27.49	-28.63	-29.88
					企业自由现金流	32.85	44.81	60.85	96.11
					权益自由现金流	-62.49	48.25	67.40	103.20
					债务变化	0.00	0.00	0.00	0.00
					股权融资	0.00	850.00	0.00	0.00
					融资活动现金流	-26.44	850.00	0.00	0.00
					现金净流量	2.53	896.97	66.12	101.92
					每股经营现金流（元）	1.57	2.98	3.79	5.27

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师声明

丁频：消费小组首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：康美药业、乐普医疗、康芝药业、科华生物、达安基因、上海医药、人福医药、东阿阿胶、天士力等。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级		买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准		增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。