

医药和地产共成长，新药是亮点

江苏吴中深度研究 无评级

2011年5月19日

盈利预测与估值

	2010	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3384.2	4758.0	5319.4
同比(%)	46.6%	40.6%	11.8%
净利润(百万元)	29.3	59.0	112.6
同比(%)	101.2%	101.3%	90.9%
毛利率(%)	8.9%	11.8%	10.6%
每股收益(元)	0.047	0.092	0.175
P/E	292.5	149.6	78.4
P/B	8.64	8.21	7.40

投资要点

■ **管理层收购**：吴中集团分立后便于公司实现高管人员经营业绩与上市公司业绩及股东回报直接挂钩，从而有效激励管理层，有利于公司未来发展。2010年，公司转让服装公司的股权购入地产公司的股权，自此，地产业务将与医药业务共同构成公司未来发展的两大支柱。

■ **最大看点——重组人血管内皮抑素**：2011年2月获得进入III期临床的通知，预计至少需要用2年左右的时间完成对该产品的III期临床研究工作。在靶向治疗非小细胞肺癌药物的注射液，对比在分子结构、作用机理上十分相像的恩度，从恩度上市以后的销售情况和规模推算，吴中的新药如果在疗效、副作用、药物经济学上优于恩度，则年销售规模至少将达到1.5-2亿元。对比同为靶向治疗非小细胞肺癌的口服用药，吉非替尼、厄洛替尼2009年中国样本医院销售规模分别为1.87亿元、1.39亿元。如果吴中的内皮抑素可以顺利实现进口替代，市场规模将会更大。

■ **现有医药业务**：吴中医药产品总体规模都不大，国内品牌影响力也比较弱。吴中医药目前建设的原料药基地，是实现其由依赖其他企业供应向自主提高企业综合产品质量的重要一步。未来几年公司将涉足碳烯青霉素类(培南)、头孢菌药物及抗癌药物(卡培他滨)。在人血管内皮抑素没有上市销售之前，公司现有的医药主业将会继续体现其支柱作用，预计其增速将会略低于医药行业增速。

■ **地产业务**：公司地产业务在手项目充足，目前在建及在售项目可对公司11-13年三年业绩提供支撑。目前公司在手土地面积37.5万平方米，扣除已开发部分，尚有可售建筑面积50.1万平方米。在手项目将在11年及12年形成密集确认收入，对11年及12年利润贡献较大。

■ **贵金属加工业务**：该项业务具有稳定的客户群体，主要是面向一些电子元器件生产企业，资金周转较快(约10天)，可以为公司带来稳定的收益。

■ **盈利预测与投资评级**：根据上述假设，预计公司2011-2012年EPS分别问根据上述假设，预计公司2011-2012年归属母公司净利润同比增速分别为101%、90%，对应EPS分别为0.092、0.175元。在原基数较小的情况下，公司业务取得了明显的进步。考虑到新药重组人血管内皮抑素一旦上市，公司的业绩将会有爆发式增长，鉴于当前股价对新药已经有所反映，暂无评级。

徐青

S1460511020005

0512-62938652

xuqing1510@hotmail.com

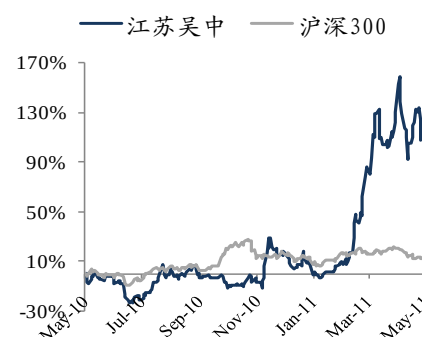
联系人

李雅娜

021-63122950

liyn@gsjq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.68
一年最低价/最高价	4.63 / 17.51
市净率	9.5
流通A股市值(百万元)	7142.2

基础数据

每股净资产(元)	1.39
资本负债率(%)	69.9
总股本(百万股)	623.70
流通A股(百万股)	522.09

目录

1. 股权结构	1
2. 地产和医药将成为公司未来的两大支柱	1
3. 国家 1 类生物制品——重组人血管内皮抑素	2
3.1. 非小细胞肺癌（NSCLC）	2
3.2. 非小细胞肺癌的治疗方案	2
3.3. 非小细胞肺癌靶向药物比较	3
3.4. 公司重组人血管内皮抑素研发进展	5
3.5. 可比药物及市场销售规模	6
3.6. 吴中血管内皮抑素的市场规模估算	7
3.6.1. 对比恩度、吉非替尼、厄洛替尼	7
3.6.2. 国内小细胞肺癌靶向药物市场规模测算	8
4. 其他的医药产品	8
4.1. 现有医药产品及其销售情况	9
4.2. 对现有产品未来销售的测算	10
5. 房地产	10
6. 贵金属加工	12
7. 盈利预测与投资评级	13
8. 风险提示	15

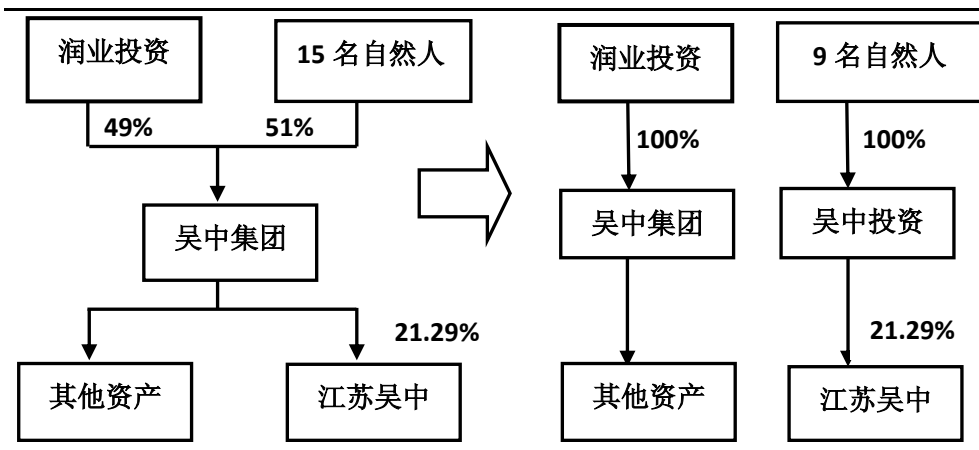
图表目录

图表 1 吴中集团分立后公司实际控制人是赵唯一等 9 名自然人	1
图表 2 近五年公司主营业务收入构成	2
图表 3 近五年公司主营利润构成	2
图表 4 主要业务的毛利率情况	2
图表 5 靶向药物适应症、分子机理、临床效果	3
图表 6 靶向药物临床使用费用比较	4
图表 7 各种靶向药物的优缺点比较	4
图表 8 江苏吴中新药可比药物的生产企业和市场销售规模	6
图表 9 先声药业恩度的近几年销售情况（单位：亿元）	7
图表 10 吴中血管内皮抑素和恩度比较	7
图表 11 中国小细胞肺癌靶向药物市场规模	8
图表 12 江苏吴中的控股子公司（单位：万元）	8
图表 13 吴中医药主要产品一览表	9
图表 14 2009 年公司主要产品的销售数据	10
图表 15 公司在手项目明细	11
图表 16 公司房地产业务结转收入时间分布	11
图表 17 公司房地产业务结转毛利时间分布	11
图表 18 金阊区定销房项目毛利测算	11
图表 19 蓝山别墅一	12
图表 20 蓝山别墅二	12
图表 21 苏苑花园	12
图表 22 阳光华城	12
图表 23 氰化亚金钾生产工艺流程图	13
图表 24 贵金属加工营收总量大，毛利非常低	13
图表 25 金价逐年攀高，抬高成本（美元/盎司）	13
图表 26 营业收入及毛利的预测（元）	14
图表 27 可比上市公司的情况	14
图表 28 公司财务预测（百万元）	16

1. 股权结构

2009 年 12 月 29 日，本公司原控股股东江苏吴中集团有限公司分立引致的本公司管理层收购实施完成。根据江苏吴中大股东吴中集团分立协议的约定：吴中集团分立为吴中投资（新设公司）和江苏吴中集团有限公司（存续公司），吴中集团资产按 1.3: 1 的比例分配，则新设公司获分立前吴中集团 1.72 亿元净资产，存续公司获分立前吴中集团 1.18 亿元净资产。管理层收购实施完毕后，公司的股权结构如下：

图表 1 吴中集团分立后公司实际控制人是赵唯一等 9 名自然人



料来源：公司年报，东吴证券研究所

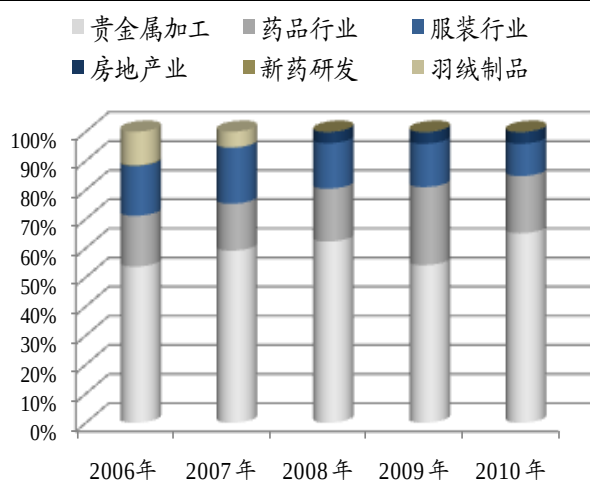
吴中集团分立后便于公司实现高管人员经营业绩与上市公司业绩及股东回报直接挂钩，从而有效激励管理层，有利于公司未来发展。江苏吴中未来的发展战略与吴中集团的战略安排（如房地产领域等）可能存在相互竞争的格局，吴中集团退出上市公司，可以有效避免江苏吴中与其第一大股东之间的同业竞争。

除赵唯一等 9 人持有公司 21.29% 股份外，股东还有苏州市吴中区协力商社、北京市扬轩贸易有限责任公司等其他法人，但无持股比例大于 10% 的法人单位，公司股权较为分散。

2. 地产和医药将成为公司未来的两大支柱

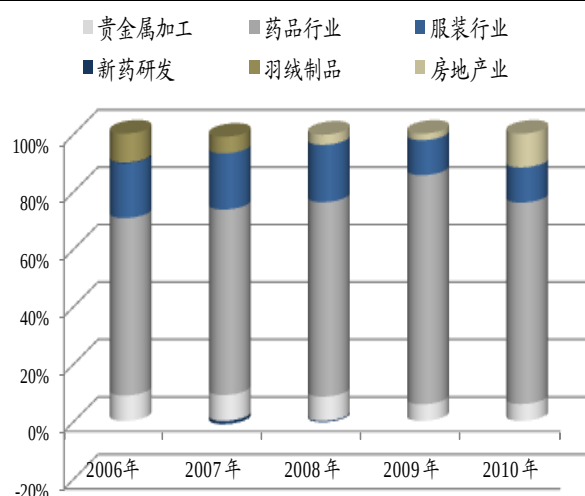
2010 年，公司转让服装公司的股权购入地产公司的股权，自此，地产业务将和医药业务共同构成公司未来发展的两大支柱。

图表 2 近五年公司主营业务收入构成



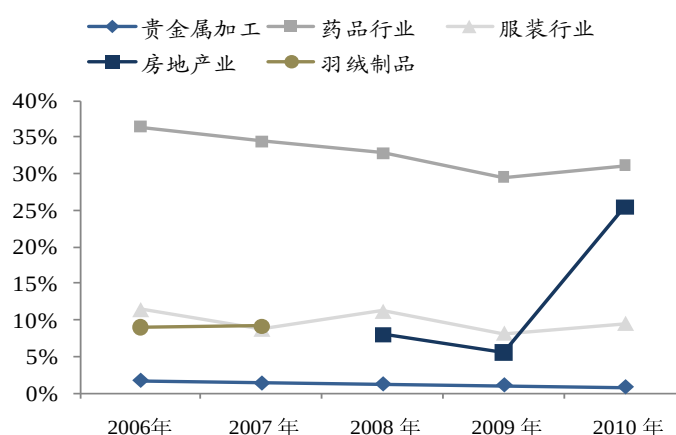
资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 3 近五年公司主营利润构成



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

图表 4 主要业务的毛利率情况



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

3. 国家 1 类生物制品——重组人血管内皮抑素

3.1. 非小细胞肺癌（NSCLC）

目前，肺癌是全球范围内发病率和死亡率最高的恶性肿瘤，肺癌的病理类型中又以非小细胞肺癌(non-small cell lung cancer, NSCLC)为多，约占肺癌比例的 80%-85%。根据 TNM 分类法，综合肿瘤的大小、在支气管的位置、对邻近组织器官侵犯的程度、肺门或锁骨上淋巴结的转移，以及远处转移的有无，将非小细胞肺癌分为 I 至 IV 期，一般而言，第 I、II 期属早期；III 期分为第 III 期早期（III A）第 III 期晚期（III B），第 IV 期则指疾病已转移。

3.2. 非小细胞肺癌的治疗方案

NSCLC 的治疗是以多学科综合治疗(主要包括外科切除、放射治疗、

化学治疗)和分子靶向治疗为代表的新治疗方法。

- 对于早期病人，给予手术治疗，切除肺叶组织。
- 失去根治性手术机会的晚期 NSCLC 患者治疗以化疗为主，需对患者例行 PS 评分（体力状况 ECOG 评分标准），<2 分者，首选一线方案化疗，缓解率为 35%~50%，不同药物的中位生存时间为 9~11 个月，化疗后 1 年生存率为 30%~35%。
- 一线治疗失败后可使用二线化疗方案，目前批准用于二线化疗的药物有多西紫杉醇和培美曲塞。
- 非小细胞肺癌患者对放疗不敏感，一般适合不适宜手术治疗或拒绝手术治疗的患者。
- 靶向药物多数用于二线及三线治疗或与其他药物联合进行一线治疗。
- NCCN 2009 中国版《非小细胞肺癌临床实践指南》对于已知有 EGFR 基因敏感性突变或扩增、不吸烟、晚期或转移性 NSCLC 患者，推荐厄洛替尼作为一线标准治疗，对于对完全切除术后体力状况良好的 II~III 期 NSCLC 患者推荐以顺铂为基础的辅助化疗方案，对手术后有并发症或不能耐受顺铂化疗的患者推荐含卡铂的化疗方案（紫杉醇/卡铂）。

3.3. 非小细胞肺癌靶向药物比较

目前中晚期小细胞肺癌一线治疗标准方案是主张联合铂类药物的双药方案，即第三代化疗药物吉西他滨、多西他赛、紫杉醇或长春瑞滨联合顺铂(GP、DP、TP 或 NP)的一线化疗方案，一线化疗失败后给予二线化疗药物多西紫杉醇或培美曲塞。而靶向药物多用于二线以后治疗，目前市场上应用较多的有罗氏公司的厄洛替尼（商品名特罗凯）、阿斯利康的吉非替尼（商品名易瑞沙）和先声麦得津的重组人血管内皮抑素（商品名恩度）。贝伐单抗略有不同，该药在美批准用于治疗 NSCLC，与 NP 方案联合应用于一线治疗，在中国只批准了转移性结肠癌适应症。

图表 5 靶向药物适应症、分子机理、临床效果

通用名	商品名	适应症	作用机理	临床疗效
厄洛替尼 erlotinib	特罗凯 tarceva	至少两种化疗无效局部晚期或转移性的晚期 NSCLC 的三线治疗。	抑制表皮生长因子 (EGFR) 酪氨酸激酶胞内磷酸化	特罗凯相对于安慰剂可显著改善患者预后，改善率 42.5%，延长总体生存期（6.7 个月对 4.7 个月）
吉非替尼 Gefitinib Tablet	易瑞沙 Iressa	治疗既往接受过化学治疗的局部晚期或转移性 NSCLC	抑制 EGFR-TK 磷酸化，阻断肿瘤细胞信号传导	吉非替尼治疗组和安慰剂组的中位生存期分别为 9.5 和 5.5 个月，两组的 1 年生存率分别为 41% 和 23%。
盐酸埃克替尼	凯美纳 Conmana	第一个适应症是晚期非小细胞肺癌	以表皮生长因子 EGFR 受体激酶为靶标	完成了三期临床试验，研究结果显示，盐酸埃克替尼比吉非替尼更能延长非小细胞肺癌患者的无疾病进展期及疾病进展时间，不良反应更少
重组人血管内皮抑素注射液	恩度 ENDOSTAR	联合长春瑞滨和顺铂化疗方案(NP 方案)用于治疗初	通过抑制形成血管的内皮细胞迁移来达到抑制肿	486 例可评价疗效的患者中，NP + 恩度和 NP + 安慰剂对照组的总 RR 分别为 35.4% 和 19.5%，总 CBR 分

		治或复治的 III/IV 期非小细胞肺癌患者	瘤新生血管的生成，阻断了肿瘤细胞的营养供给，从而达到抑制肿瘤增殖或转移目的	别为 73.29% 和 64.02% (P = 0.035)，总的中位 TTP 分别为 6.3 月和 3.6 月
贝伐单抗	阿瓦斯汀 Avastin	中国批准用于转移性结直肠癌的一线治疗。FDA 批准的“阿瓦斯汀”临床适应症，包括转移性结肠癌 (mCRC)、NSCLC、角质母细胞瘤 (GBM)、和转移性肾癌等	靶向抑制人体内的血管内皮生长因子 VEGF，可结合 VEGF 并防止其与内皮细胞表面的受体 VEGFR 结合，从而抑制细胞内酪氨酸激酶激活过程和下游级联反应	临床试验发现，非小细胞性肺癌患者给予贝伐单抗+太平洋紫杉醇+卡铂化疗对比仅接受化疗的患者，其死亡风险减少了 20%。贝伐单抗组患者的平均生存期为 12.3 个月，而对照组为 10.3 个月。贝伐单抗组的无进展生存期与单纯化疗组相比增加了 1/3，达到 6.4 个月，总体缓解率为 29%，对照组仅为 13%。同时，贝伐单抗组的咯血风险为 2.3%

资料来源：东吴证券研究所整理

图表 6 靶向药物临床使用费用比较

通用名	商品名	规格	使用方法	疗程及月均使用价格
厄洛替尼 erlotinib	特罗凯 tarceva	150mg/片，30 片/盒	150mg/天，饭前至少 1 小时或饭后 1 小时口服。	¥19800.00/盒，约 19800/月，无明确疗程，病情进展，或不能耐受的副作用时停药
吉非替尼 Gefitinib	阿斯利康原研 易瑞沙 Iressa	0.25g*10 片/盒	250mg(1 片)，1 日 1 次，口服，空腹或与食物同服	¥5300.00 元-5500 元/盒，约 ¥16500/ 月
	印度仿制 易瑞沙 gefitinat	0.25mg*30 片/瓶	250mg(1 片)，1 日 1 次，口服，空腹或与食物同服	¥1800 元/瓶，约 ¥1800/月
盐酸埃克替尼	凯美纳 Conmana	未知	未知	上市后价格有望比吉非替尼降低 50%以上，预计费用约 ¥9000 元/月
重组人血管内皮抑素注射液	恩度 ENDOSTAR	注射剂：15 mg/3 mL/支 (214 × 105 U/支)	与 NP 化疗方案联合给药 (112 × 105 U · m ⁻²)，一天一次，连续给药 14 天，休息 1 周，继续下一周期治疗。通常可进行 2~4 个周期	¥1126 元/支，完成疗程需 14-28 支，约 ¥12000/月
贝伐单抗	阿瓦斯汀 Avastin	100mg: 4ml/支	一次注射 3 支，一月注射 2 次。直至疾病进展	¥4000 元/支，每月消耗 6 支，即 24000 元/月

资料来源：药品说明书，东吴证券研究所

图表 7 各种靶向药物的优缺点比较

	优点	缺点
(吴中) 重组人血管内皮抑素	1) 氨基酸序列和人源血管内皮抑素完全相同，几乎不产生抗体，副作用应该更小，药效应该更高 2) 靶点较多，直接作用于内皮生长因子	与恩度相似，需要 14 天连续注射
恩度	1) 费用比国外产品大大降低 2) 麦德津研发成功了公斤级重组蛋白的分离，纯化，复性技术平台，成本较哺乳动物平台节约	1) 恩度在人源血管内皮抑素的氨基酸序列基础上还是进行了修饰，所以理论上也会产生抗体 2) 给药方式不方便。恩度是一种分子蛋白，口服是无法进入血液的，所以必须静脉滴入 3) 由于血液中含有丰富的酶，它们可以把恩度的功能在短时间内降解，因此需要每天补充，一个基本疗程就是两周

阿瓦斯汀	1) 靶向性好，副作用小， 2) 可与 NP 联合用于一线治疗	1) 费用较高 2) 需要哺乳动物细胞培养发酵罐，平台建设成本大 3) 属于外源性蛋白，进入人体后可能会引起人体的应激反应 4) 单克隆抗体药物生产量大，使用量大而单位蛋白零售价低，使得其生产工艺要求相当高 5) 只能靶向针对一种血管生长因子 VEGF
易瑞沙	1) 亚洲女性、不吸烟者、腺癌患者是其优势人群，对于优势人群和 EGFR 突变者，一线用易瑞沙靶向治疗将更有利 2) 口服治疗	非东方人、不吸烟者的总体生存的延长未达到统计学要求
特罗凯	1) 特罗凯延缓了呕吐咳嗽、呼吸困难、疼痛等副作用，显著改善患者的生活质量；口服治疗，免去医疗机构的静脉注射费用 2) 对亚洲人的疗效比世界其他人种好，这点类似易瑞沙，其机理尚不清楚；对从未吸烟者的肺癌疗效比吸烟者的好；肺腺癌（非小细胞癌）的疗效比肺小细胞型癌的好；癌组织上皮生长因子受体有变异疗效较好	费用较高

资料来源：东吴证券研究所整理

从以上比较可以看出：

从疗效上看，各靶向药物均能提高病人的生存期（无进展生存期或总生存期），其中，恩度对病人无疾病进展生存期的延长与单抗阿瓦斯汀较为相近；

从费用上看，阿瓦斯汀费用最高，恩度费用较低；

从生产成本上看，恩度和阿瓦斯汀都是通过细胞培养平台生产，恩度的生产建设成本（酵母）要低于单抗品种（哺乳动物细胞），易瑞沙和特罗凯依靠化学合成路线。

在给药方式上，易瑞沙和特罗凯由于采用口服方式，较恩度和阿瓦斯汀方便，痛苦小。

在适用人群上，特罗凯和易瑞沙对特殊亚群（非吸烟者、亚洲人群、VEGF 突变者）疗效比一般人群好，恩度和阿瓦斯汀原则上则适用于任何患者亚群。

3.4. 公司重组人血管内皮抑素研发进展

重组人血管内皮抑素：1997 年，佛可曼教授的研究小组找到了一种可以广泛抑制肿瘤新生血管内皮细胞生长的特殊蛋白，取名为 Endostatin(血管内皮抑制素)，它可以使小鼠身上生长的肿瘤明显缩小。血管内皮抑制素是一种由约 184 个氨基酸组成的天然蛋白质，它选择性的靶向血管内皮生长因子，阻断和破坏肿瘤组织所急需新的血管系统生成。

江苏吴中的新药“重组人血管内皮抑素”是在徐根兴教授的带领下，依托江苏省基因药物工程技术研究中心的，对天然内皮抑素的蛋白结构进行改造并通过细胞发酵生产得来。该团队 1996 年开始研究内皮抑素基因，并在 1997 年 9 月 10 日申报了国家发明专利，于 2000 年 12 月 22 日获得

国家知识产权局的正式批准授权，专利号为：ZL97107112.8。

公司 2005 年 8 月开始在天津肿瘤医院进行重组人内皮抑素的 I 期临床研究，2006 年 4 月完成 I 期临床研究。I 期临床研究已初步观察到本品有明显的抑制肿瘤生长效果，并表明人体使用该药安全。2006 年 5 月 8 日申请 II 期/III 期临床研究，2007 年 4 月 30 日获得国家治疗用生物制品 1 类 II 期临床批件，并在北京大学肿瘤医院等 8 家医院进行 II 期临床研究，2008 年底完成临床研究。2011 年 2 月 28 日获得国家食品药品监督管理局批准其进入 III 期临床的通知，该产品的 III 期临床工作计划将于 2011 年 3 月起全面展开，公司预计用 2 年左右的时间完成对该产品的 III 期临床研究工作。

3.5. 可比药物及市场销售规模

图表 8 江苏吴中新药可比药物的生产企业和市场销售规模

通用名	商品名	应用范围	生产企业	市场规模
厄洛替尼 erlotinib	特罗凯 tarceva	至少两种化疗无效局部晚期或转移性的晚期 NSCLC 的三线治疗	罗氏 2006 年中国上市	2010 年全球销售 12.73 亿美元
吉非替尼 Gefitinib	易瑞沙 Iressa	治疗既往接受过化学治疗的局部晚期或转移性 NSCLC	阿斯利康 2005 年中国上市	2010 年全球销售 3.93 亿美元
盐酸埃克替尼	凯美纳 Conmana	申报的第一个适应症为 NSCLC	浙江贝达	完成了三期临床试验，传言会在今年 6 月上市
重组人血管内皮抑素注射液	恩度 ENDOSTAR	联合长春瑞滨和顺铂化疗方案(NP 方案)用于治疗初治或复治的 III/IV 期 NSCLC 患者	山东先声麦得津生物制药有限公司 2005 年国内上市	2008 年国内全年销售 2.394 亿元，09 年全年销售 1.24 亿
贝伐单抗	阿瓦斯汀 Avastin	中国批准用于转移性结直肠癌的一线治疗。FDA 批准的适应症，包括转移性结肠癌(mCRC)、小细胞肺癌(NSCLC)、角质母细胞瘤(GBM)、和转移性肾癌等	罗氏 2006 年上市	2008 年全球销售 48 亿美元(主要适应症是结直肠癌，美国批准了治疗 NSCLC)

资料来源：东吴证券研究所

➤ 恩度

1999 年罗永章博士团队发现在血管内皮抑制素分子的适当部位加上九个氨基酸就能使蛋白折叠成理想的结构，并通过解决蛋白质复性难题，获得可以溶解的新一代的血管内皮抑制素，即后来商品化的“恩度（Endostar）”。

恩度是第一个在中国获准销售的重组人血管内皮抑制素抗癌创新药，拥有中国和美国的专利；2006 年 9 月，先声药业斥资 2 亿元完成对烟台

麦得津生物工程股份有限公司(后更名为山东先声麦得津生物制药有限公司) 80%股份的收购, 将恩度收归所有, 并推向市场, 上市第一个完整年销售 2 个亿。

2001 年 8 月中国医学科学院肿瘤医院进行了恩度 I 期临床试验, 结果表明人体对恩度注射液耐受性良好。2002 年 3 月恩度进入 II 期临床试验, 初步观察到恩度联合 NP 方案对肺癌有较好疗效。2003 年 4 月至 2004 年 6 月由中国医学科学院肿瘤医院牵头组织全国 24 所大型综合医院及专科医院进行了恩度随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心 III 期临床试验。临床试验表明: 总的中位 TTP 分为 6.3 月, 比安慰剂组延长 2.6 月, 总 RR 为 35.4%, 比对照提高 15.9%, 总 CBR 为 73.3%, 增加 9.3%, 生存质量提高。

在恩度的后续研究上, 公司正在进行恩度的后续研发和 IV 期临床研究: 恩度缓释制剂的研究、恩度冻干粉针剂的研究、恩度新适应症的研究、恩度新用药方案的研究等。恩度上市至今, 先声药业类似的相关临床应用研究项目已达到 15 项。

图表 9 先声药业恩度的近几年销售情况 (单位: 亿元)

	2006	2007	2008	2009
恩度针剂	0.34726	2.16193	2.39439	1.2186

资料来源: 东吴证券研究所

3.6. 吴中血管内皮抑素的市场规模估算

3.6.1. 对比恩度、吉非替尼、厄洛替尼

吴中重组人血管内皮抑素和恩度都属于靶向治疗非小细胞肺癌药物在分子结构、作用机理上同恩度十分相像, 但在治疗效果、使用费用上可能存在区别, 因此以恩度的市场表现测算吴中新药的市场规模有一定参考价值。从恩度上市以后的销售情况和规模推算, 吴中的新药如果在疗效、副作用、药物经济学上优于恩度, 则年销售规模约 1.5-2 亿元。

2009 年, 中国样本医院销售规模, 吉非替尼 1.87 亿元, 厄洛替尼 1.39 亿元。如果吴中的内皮抑素可以顺利实现进口替代, 市场规模将会更大。

图表 10 吴中血管内皮抑素和恩度比较

商品名	规格	临床用量	售价	产能产量	市场销售情况
恩度 ENDOSTAR	注射剂: 15 mg/3 mL/支 (2.4 × 105 U/支)	与 NP 化疗方案联合给药 (1.2 × 105 U · m ⁻²), 用法: 一天一次, 连续给药 14 天, 休息 1 周, 继续下一周期治疗。通常可进行 2~4 个周期	¥ 1126 元/支, 完成疗程需 14-28 支, 约 12000/月	建立起公斤级重组蛋白分离、纯化、复性技术平台, 2007 年生产能力约 50—70 万支, 2008 年开建的恩度高技术产业化示范工程已于今年 4 月通过验收, 有年产 500 万支能力, 预计产值超过 40 亿	09 年销售 1.24 亿, 按每个病人接受 4 个周期(约 3 个月)治疗, 相当于有 4000 个病人使用了该产品
吴中新药	未知	未知	未确定, 视 III 期	目前产能完全满足临床	目前在上海开展 III 期临

临床效果和市场 需求
同类药物售价而
定

床, 未来有销售团队支持

资料来源: 东吴证券研究所整理

3.6.2. 国内小细胞肺癌靶向药物市场规模测算

图表 11 中国小细胞肺癌靶向药物市场规模

计算指标	计算过程
肺癌死亡率	2009 年为 49.60 (1/10 万人)
小细胞肺癌发病率*	肺癌分为小细胞肺癌和非小细胞肺癌两种类型, 后者占肺癌发病率的 80%-85%, 因此小细胞肺癌发病率*为 49.60 (1/10 万人)*80%
小细胞肺癌发病人数	13.39 亿人*49.60 (1/10 万人)*80%=53.13 万人
可以使用靶向药物治疗的人数	靶向药物适用于中晚期肺癌患者的二线以后治疗, 而肺癌患者在发现时多数为中晚期, 约占 75%, 因此适合使用靶向药物治疗的人数为 53.13 万人*75%=40 万人
小细胞肺癌药物月均使用费用	目前市场上治疗小细胞肺癌靶向药物月均费用在 12000 元到 24000 元不等, 假设吴中该药定价略低, 月均费用 10000 元
靶向小细胞肺癌药物市场规模	按患者全部接受靶向药物治疗, 月费用 1 万计算, 月市场规模为 40 万人*1 万元=40 亿, 若 50% 的患者在一年内愿意至少接受一个月的治疗, 市场规模将有 20 亿元

资料来源: 东吴证券研究所整理

注: *无具有全国代表性的肺癌发病数据, 因此用死亡率估算发病率, 实际发病率应大于死亡率

4. 其他的医药产品

在医药产业方面, 江苏吴中围绕抗感染、抗肿瘤、心脑血管、消化系统用药为主的相关领域, 形成研发、生产及销售为一体的完整产业链, 产品涵盖化学药、生物药、中药。

江苏吴中的医药业务由江苏吴中医药集团统一运营管理, 该集团是国家火炬计划吴中医药产业基地的龙头骨干企业, 设有省级企业技术中心, 并拥有江苏省唯一设于企业的基因药物工程技术中心, 成立了博士后科研工作站, 共有全资和控股企业 8 家。公司在全国设立了多个销售办事处, 根据不同药品的营销模式, 建立了终端直销、经销商招商以及药品物流市场等完善的营销渠道。

图表 12 江苏吴中的控股子公司 (单位: 万元)

公司名称	业务性质	主要产品或服务	本公司持股比例	注册资本	资产规模	2010 年净利润
苏州兴瑞贵金属材料有限公司	生产销售	氰化亚金钾及镀层工艺品	51%	2000	17825.46	546.35
江苏吴中进出口有限公司	进出口贸易	自营和代理各类商品及技术的进出口, 经营进料加工和“三来一补”业务	97.14%			

江苏吴中国际贸易 有限公司	服装贸易	服装	100%	20 万欧元	969.19	165.53
宿迁市苏宿置业 有限公司	房地产 开发	房地产	56%	5000	24013.36	1113.19
苏州隆兴置业 有限公司	房地产 开发	房地产	95%	10000	125742.33	-331.61
江苏中吴置业 有限公司	房地产 开发	房地产	100%	6000	5997.44	-2.56
江苏吴中医药集团 有限公司	医药产业 投资管理	医药产业 投资	98%	31000	707178.43	737.08
其中：						
江苏吴中医药销售	药品销售	化学药、中成药、生化药	100%	4865	25501.87	42.17
苏州长征一欣凯制药	药品生产 及销售	来氟米特、匹多莫德	中外合作	472 万美元	33831.88	1791.63
江苏吴中苏药医药开发	生物保健品的 制造销售	“初乳素”等	100%	2250	1863.43	23.73
江苏吴中海利国际贸易	自营和代理 进出口	商品和技术出口	100%	800	3816.21	55.47
江苏吴中大自然工程	保健品 生产销售	保健品 生产销售	60%			
苏州第六制药厂						
中凯生物制药厂						
江苏省基因工程 技术中心						

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

4.1. 现有医药产品及其销售情况

吴中医药产品总体规模都不大，国内品牌影响力也比较弱。

从盈利能力来看，盈利较好的产品有注射用奥美拉唑钠、注射用卡络磺钠、注射用克林霉素磷酸酯、阿奇霉素注射液、盐酸左氧氟沙星注射液、匹多莫德口服液、来氟米特片、卡络磺钠片、盐酸曲美他嗪片、GCSF。其他基本处于微利。

从产品线来看，产品分布比较广，产品规模不大，欠缺大产品。

从成长潜力来看，牡荆油乳、匹多莫德二次开发和新产品西他沙星、卡培他滨、利奈唑胺和左旋奥美拉唑等的研制工作也按计划顺利进行，为公司形成系列化产品奠定了基础。

图表 13 吴中医药主要产品一览表

分类	在销产品	在研产品
抗菌药物	氧氟沙星、左氧氟沙星、氟罗沙星、加替沙星、螺旋霉素、小诺霉素、西索米星、妥布霉素、阿米卡星、克林霉素、林可霉素、阿奇霉素、氟康唑、比阿培南、帕珠沙星	西他沙星、利奈唑胺
止血类药	奥美拉唑钠、卡络磺钠、兰索拉唑	左旋奥美拉唑钠

抗肿瘤及辅助药用	G-CSF	人内皮抑素、卡培他滨
心脑血管及神经用药	曲美他嗪、盐酸地尔硫卓、银杏叶片、尼可刹米	心迪、金酮心络宁、瑞替普酶
免疫调节类药	来氟米特、匹多莫德、甘露聚糖肽	匹多莫德二次开发
止痛药类	对乙酰氨基酚注射液、盐酸丙帕他莫、美素巴莫、氨糖美辛肠	

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 14 2009 年公司主要产品的销售数据

药品名称	2009 年 380 家 样本医院销售/万元	公司该产品排序	市场占有率：%
卡络磺钠	1540	1	35.8
来氟米特	4872	1	70.1
奥美拉唑	518	15	0.5
GCSF	1069	12	2.2
阿奇霉素	421	11	1.3
左氧氟沙星	38	第 20 位销售 111 万	0.0635
匹多莫德	2315	3	18.6
克林霉素	835	8	3

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

4.2. 对现有产品未来销售的测算

2010 年，公司医药销售收入同比增长 7.03%，体现了核心主业的支柱作用。此外，医药集团现有重点建设项目苏州第六制药厂整体搬迁项目一期已顺利投入生产，二期工程也预计在 2011 年 6 月底前完成 GMP 认证并投产，原料药项目主体土建已全部完成，项目的设备安装到位。吴中医药目前建设的原料药基地，是实现其由依赖其他企业供应向自主提高企业综合产品质量的重要一步。未来几年公司将涉足碳烯青霉素类（培南）、头孢菌药物及抗癌药物（卡培他滨）。在人血管内皮抑素没有上市销售之前，公司现有的医药主业将会继续体现其支柱作用，预计其增速将会略低于医药行业平均增速。

5. 房地产

公司房地产业务在手项目充足，目前在建及在售项目可对公司 11-13 年三年业绩提供支撑。目前公司在手土地面积 37.5 万平方米，扣除已开发部分，尚有可售建筑面积 50.1 万平方米。在手项目将在 11 年及 12 年形成密集确认收入，对 11 年及 12 年利润贡献较大。

江苏吴中的房地产业务平台为中吴置业有限公司，另外有两个独立的项目运行子公司苏州隆兴置业有限公司和宿迁市苏宿置业有限公司。目前在运行项目主要有：苏州市金阊区定销房项目，苏州市岚山别墅二期及三期，宿迁市苏苑花园四期以及阳光华城五期。公司一季度又中标苏州市高新区浒关镇永莲路东地块。

公司房地产业务主要由高档别墅和定销房及其附带的商品房开发为主，分别位于房地产的高端与低端，与受地产调控影响较小。高档别墅项目主要是岚山别墅，今明两年进入密集收入确认期，这部分业务毛利较高，利润贡献可观。定销房项目受益于保障房建设，由政府定价，毛利有保障，量大周转快，未来将成为公司房地产业务的持续亮点。

图表 15 公司在手项目明细

项目	权益比例	地面面积（平方米）	可售建筑面积（平方米）
金阊区定销房项目	47.50%	83556.3	245881.72
岚山别墅一期	95%	180000	29084.71
岚山别墅二期	95%		54809
苏苑花园四期	56%	26680	40000
阳光华城五期	56%	25612.8	43262.3
浒关项目	100%	58749.2	88248
合计		374598.3	501285.73

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 16 公司房地产业务结转收入时间分布

项目	销售单价 (元/平方米)	销售收入 (亿元)	权益销售收入 (亿元)	2011(亿元)	2012(亿元)	2013(亿元)
金阊区定销房项目	5350	13.15	6.25	1.25	4.37	0.62
岚山别墅一期	16500	4.80	4.56	4.56		
岚山别墅二期	16500	9.04	8.59	5.15	3.44	
苏苑花园四期	2800	1.12	0.63	0.63		
阳光华城五期	2820	1.22	0.68	0.68		
浒关项目	8000	7.06	7.06		3.53	3.53
合计		36.40	27.77	12.27	11.34	4.15

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 17 公司房地产业务结转毛利时间分布

项目	毛利率	2011(亿元)	2012(亿元)	2013(亿元)
金阊区定销房项目	16%	0.20	0.70	0.10
岚山别墅一期	25%	1.14		
岚山别墅二期	25%	1.29	0.86	
苏苑花园四期	15%	0.09		
阳光华城五期	15%	0.10		
浒关项目	25%		0.88	0.88
合计		2.82	2.44	0.98

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 18 金阊区定销房项目毛利测算

地面面积	成交价	建筑面积	建筑面积 (计容积率部分)	预计投入	财务费用	销售价格	销售收入	毛利率
平方米	亿元	平方米	平方米	亿元	亿元	元/平方米	亿元	
83556.30	1.93	293271.42	245881.72	10.00	0.95	5350.00	13.15	16.79%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 19 蓝山别墅一



资料来源：东吴证券研究所

图表 20 蓝山别墅二



资料来源：东吴证券研究所

图表 21 苏苑花园



资料来源：东吴证券研究所

图表 22 阳光华城



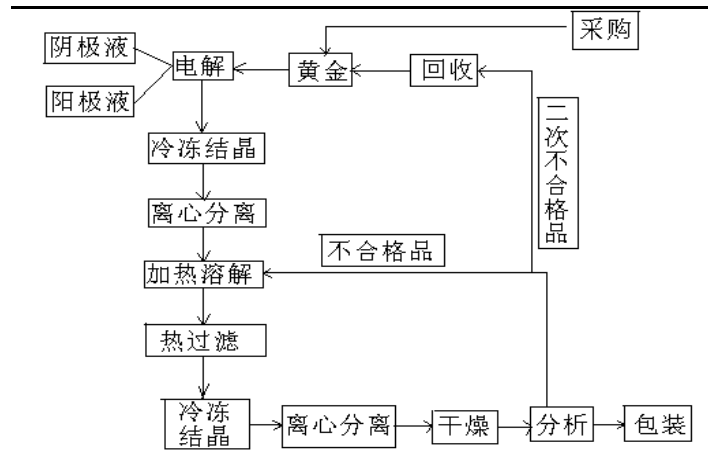
资料来源：东吴证券研究所

6. 贵金属加工

公司于 05 年控股了兴业实业旗下的苏州兴瑞贵金属材料有限公司。苏州兴瑞贵金属材料有限公司目前的产品为电子行业、航天工业所需原料——氰化亚金钾(俗称金盐, 又称“金士利”), 是电镀金的主盐, 主要用于化学试剂, 在电镀业广泛用于电子元器件的电镀, 电子线路板的印制和航空航天电器元件的镀金, 在装饰品镀金方面主要用于景泰蓝、奖杯、眼镜架镀金。

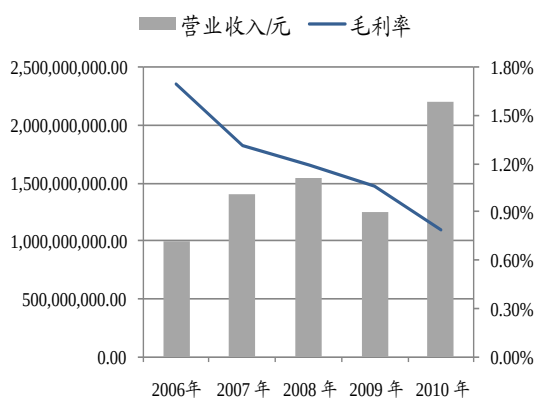
2010 年, 加大开发苏州本地自营终端优质客户, 各项生产经营指标同比都实现了较大增长。但由于公司主要是作为委托加工方收取加工费, 因此贵金属加工业务毛利率比较低。该项业务具有稳定的客户群体, 主要是面向一些电子元器件生产企业, 资金周转较快(约 10 天), 可以为公司带来稳定的收益。

图表 23 氰化亚金钾生产工艺流程图



资料来源：公司主页，东吴证券研究所

图表 24 贵金属加工营收总量大，毛利非常低



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 25 金价逐年攀高，抬高成本(美元/盎司)



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

7. 盈利预测与投资评级

2010 年，公司主营业务收入完成 33.75 亿，超额完成计划 35%，公司医药、房地产、贵金属加工业务均超计划完成，尤其是苏州兴瑞贵金属加工业务取得了大幅增长（计划 12.80 亿，实际完成 20.45 亿）。

根据前文的各主营业务分析，我们的关键假设如下：

（1）现有医药：在未来两年，在人血管内皮抑素没有上市销售之前，公司现有的医药主业将会继续体现其支柱作用，预计其增速将会略低于医药行业增速。

（2）房地产：详见文章第 4 部分。

（3）预计未来几年贵金属业务还将继续为公司带来虽然不多但却较为稳定的收益，考虑到苏州本地自营终端优质客户的开拓带来的增长在 2011 年还会继续体现，但 2012 年可能增速会略有放缓。

（4）新药重组人血管内皮抑素最早 2014 年开始对公司业绩产生贡献，保守估计年销售收入 1.5 亿元，毛利率可高达 80%。

图表 26 营业收入及毛利的预测（元）

	2010	2011E	2012E
贵金属加工			
营收	2,198,156,564.43	2,747,695,705.54	3,269,757,889.59
毛利率	0.79%	0.75%	0.75%
增速	76.06%	25.00%	19%
药品行业			
营收	662,547,518.96	775,180,597.18	906,961,298.70
毛利率	31.11%	32.86%	32.15%
增速	7.03%	17.00%	17.00%
房地产			
营收	136,255,740.00	1,227,000,000.00	1,134,000,000.00
毛利率	25.43%	22.98%	21.52%
增速	46.77%	800.51%	-7.58%
新药研发			
营收	3,870,000.00	2,785,336.67	3,115,112.22
毛利率	3.70%	2%	2%
增速	43.87%	-28.03%	11.84%
服装行业			
营业收入	3,375,247,304.13	4,752,661,639.38737	5,313,834,300.51619
其他营业收入	8,924,986.59	5,347,094.39	5,521,525.48
毛利率	93.38%	78.05%	76.45%
营业总收入	3,384,172,290.72	4,758,008,733.78	5,319,355,826.00
增速	46.59%	40.60%	11.80%
综合毛利率		11.80%	10.61%

资料来源：东吴证券研究所

根据上述假设，预计公司 2011-2012 年归属母公司净利润同比增速分别为 101%、90%，对应 EPS 分别为 0.092、0.175 元。在原基数较小的情况下，公司业务取得了明显的进步。

考虑到新药重组人血管内皮抑素一旦上市，公司的业绩将会有爆发式增长，鉴于当前股价对于新药已经有所反映，暂无评级。

图表 27 可比上市公司的情况

证券代码	证券简称	药品名称	适应症	所处阶段	营业收入 (医药部分, 亿)	总市值 (亿)	2011 PE
600200	江苏吴中	重组人血管内皮抑素	非小细胞肺癌	III 期临床	6.6, 占 20%	85.7	149
600851	海欣股份	抗原致敏的人树突状细胞(APDC)治疗性疫苗	直肠癌	申请 III 期临床, 等待获批	3.8, 占 30%	133.4	270
000790	华神集团	碘[131 I]美妥昔单抗注射液(利卡汀)	原发性肝癌	2005 年获批, 已上市	2.1, 占 44%	53.4	86
000153	丰原药业	植入式顺铂, 植入式甲氨蝶呤	实体肿瘤	I 期临床	10.7	26.1	43

000739	普洛股份	癌症基因靶向诊断试剂	肿瘤靶向诊断	临床前研究	15.9	24.1	196
000518	四环生物	一类抗癌新药注射用重组人白介素-2	肾癌、恶性黑色素瘤以及其他	已上市	1.9	76.3	1544
300009	安科生物	替吉奥片剂	治疗晚期或转移性胃癌	2007 年获临床批件	2.2	25.3	40
000788	西南合成	康普瑞丁磷酸二钠（CA4P）及注射剂	血管靶向药物或内皮破坏药物	I 期临床	13.0	57.6	34
300006	莱美药业	纳米炭混悬注射液，注射用磷酸氟达拉滨	肿瘤区域引流淋巴结的活体染色、B 细胞性慢性淋巴细胞白血病	已上市	3.8	34.8	37
002437	誉衡药业	盐酸吉西他滨	治疗胰腺癌和非小细胞肺癌	已上市	5.8	73.6	31

资料来源：东吴证券研究所，以 5 月 17 日收盘价计算

注：普洛股份、四环生物市盈率计算采用（一季度每股收益*4）

8. 风险提示

- （1）新药的进展低于预期；
- （2）吉非替尼、厄洛替尼的专利将分别于 2013、2018 年到期。

图表 28 公司财务预测（百万元）

资产负债表				利润表			
会计年度	2010	2011E	2012E	会计年度	2010	2011E	2012E
流动资产	2362.2	2952.6	3406.7	营业收入	3384.17	4758.01	5319.36
现金	468.2	751.1	839.7	营业成本	3081.9	4196.5	4754.9
应收账款	213.9	393.8	440.2	营业税金及附加	16.6	22.4	23.9
其它应收款	223.1	313.7	350.7	营业费用	145.1	215.3	234.4
预付账款	211.9	265.7	384.7	管理费用	93.0	167.2	166.5
存货	1217.8	1191.9	1350.5	财务费用	33.1	30.2	25.2
其他	27.2	36.5	40.9	资产减值损失	18.0	93.3	5.3
非流动资产	583.1	530.9	496.1	公允价值变动收益	0.7	0.6	0.7
长期投资	91.7	94.3	93.0	投资净收益	40.4	51.8	46.1
固定资产	320.7	292.5	260.0	汇兑净收益	0.0	0.0	0.0
无形资产	135.4	132.7	130.0	营业利润	37.8	85.6	155.9
其他	35.4	11.5	13.1	营业外收入	40.8	5.4	5.4
资产总计	2945.3	3483.5	3902.7	营业外支出	34.0	2.4	2.4
流动负债	1689.8	2203.6	2492.3	利润总额	44.6	88.6	158.9
短期借款	695.2	722.8	567.3	所得税	11.0	24.6	41.7
应付账款	262.8	364.3	412.8	净利润	33.6	64.0	117.2
其他	731.7	1116.5	1512.2	少数股东损益	4.3	5.0	4.7
非流动负债	263.3	229.3	246.3	归属母公司净利润	29.3	59.0	112.6
长期借款	189.0	189.0	189.0	EBITDA	20.8	146.7	216.3
其他	74.3	40.3	57.3	EPS（元）	0.047	0.092	0.175
负债合计	1953.1	2432.9	2738.6	重要财务指标			
少数股东权益	128.7	133.7	138.4	主要财务指标	2010	2011E	2012E
股本	623.7	642.2	642.2	营业收入	3384.2	4758.0	5319.4
资本公积	19.4	19.4	19.4	同比(%)	46.6%	40.6%	11.8%
留存收益	220.8	279.8	392.4	归属母公司净利润	29.3	59.0	112.6
归属母公司股东权益	863.5	941.1	1053.6	同比(%)	101.2%	101.3%	90.9%
负债和股东权益	2945.3	3507.7	3930.6	毛利率(%)	8.9%	11.8%	10.6%
现金流量表				ROE(%)	3.0%	5.5%	9.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	净利率(%)	0.9%	1.2%	2.1%
经营活动现金流	-32.1	221.1	220.2	资产负债率(%)	66.3%	69.4%	69.7%
投资活动现金流	-31.4	51.7	46.2	每股收益(元)	0.047	0.092	0.175
筹资活动现金流	156.1	10.1	-177.8	P/E	292.5	149.6	78.4
现金净增加额	92.7	282.8	88.6	P/B	8.64	8.21	7.40

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有,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、刊发,需注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

买入: 行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上;

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级:

买入: 股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间;

减持: 股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区翠园路 181 号
邮政编码: 215028
传真: (0512) 62938663
公司网址: <http://www.gsjq.com.cn>