

投资评级

谨慎推荐（首次评级）

上市以来股价走势图



公司基本情况

总股本(万股)	16,000
流通股本(万股)	4,000
每股净资产(元)	10.26
资产负债率(%)	6.57

相关报告

《“两条腿”走出广阔前景——新股定价报告》

2011-1-27

研发部

宋凯

SAC 执业证书编号: S1340511070001

联系电话: 010-68858138

Email: songkai@cnpsec.com

产品挺进美国市场，销量增长值得期待

——千红制药（002550）公告点评

事件：

公司公布了注射级肝素钠原料药 FDA 认证工作的进展情况。公司肝素事业部于近期接到客户山德士公司的通知，美国 FDA 于 2011 年 6 月 8 日批准了山德士肝素钠注射液在美国上市，公司向美国 FDA 递交的注射级肝素钠原料药的所有资料得到了 FDA 的认可。公司已开始向山德士销售符合美国药典标准的注射级肝素钠原料药。

点评：

● **公司肝素钠原料药挺进美国市场。**公司为山德士提供的原料药获得了美国 FDA 认证，进入美国市场。此前公司产品已获得了欧盟 COS 认证、德国 GMP 认证和澳大利亚 GMP 认证。美国是目前世界上最大的肝素原料药市场，预计 2010 年美国肝素原料药市场占据全球市场的一半。公司挺进美国市场，未来原料药出口前景广阔。

● **依诺肝素仿制药市场前景广阔，带动公司原料药制剂出口业务。**依诺肝素是赛诺菲安万特的原研药产品，是全球市场主流抗血栓药物之一。2008 年，依诺肝素钠在全球抗血栓药物市场份额为 22.51%，是仅次于氯吡格雷的第二大抗血栓用药。公司客户山德士的依诺肝素钠仿制药在美国上市，其价格上的优势将拉动其销量的大幅提升。与此同时赛诺菲安万特的产品市场将受到一定的冲击。公司是山德士肝素原料药的主要供应商，产品销售量将受到下游客户需求量上升的带动，预计未来 2-3 年销量将有比较明显的提升。

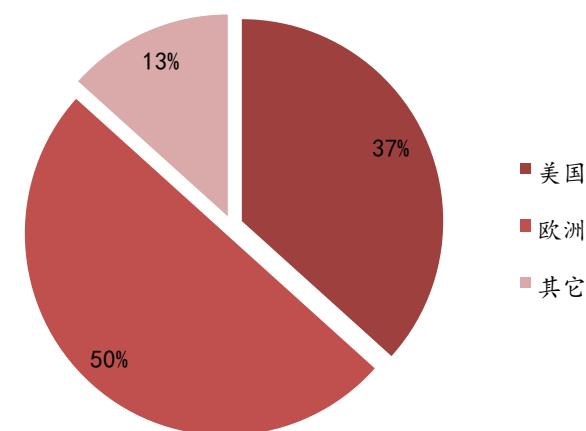
● **销量上升将成为生产企业业绩增长主动力。**2009 年精品肝素钠出口均价由每公斤 6000 美元上升至 12000 美元左右，增幅超过 100%。2010 年全年精品肝素钠出口均价在 12000 美元至 14000 美元之间高位震荡。受益于此，2010 年肝素原料药出口企业业绩均出现大幅增长。进入 2011 年，肝素价格回落，对生产企业经营业绩造成较大负面影响。2011 年一季度，公司营业收入为 2.30 亿元，同比下降了 33.68%；母公司净利润为 3703 万元，同比下降了 29.28%。我们认为百特事件后，肝素原料药价格已经在较短的时间内上升到了一个比较合理的水平，不排除未来价格波动的可能性，但我们认为大幅起落的可能性较小，价格因素带动企业的业绩增长将不再明显，而销量上升将成为企业业绩增长的主要贡献力量。

● **盈利预测与投资评级。**按照公司总股本 1.6 亿股计算，我们预计公司

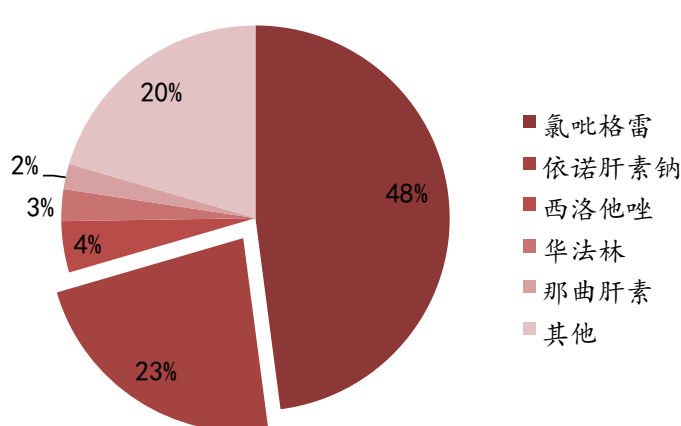
2011-2013 年每股收益为 1.00 元、1.22 元和 1.49 元，对应前一交易日收盘价 28.33 元的动态市盈率为 28 倍、23 倍和 19 倍。前期公司公布了 2011 年上半年业绩预告修正公告，将母公司净利润降幅由 10-20%调整为 0-10%。我们预计未来随着公司产品销量的恢复，以及价格波动影响的逐渐消除，公司业绩将重回上升通道。我们给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示。** 美国市场销量低于预期；成本上升的风险。

图表 1：全球肝素原料药市场分布

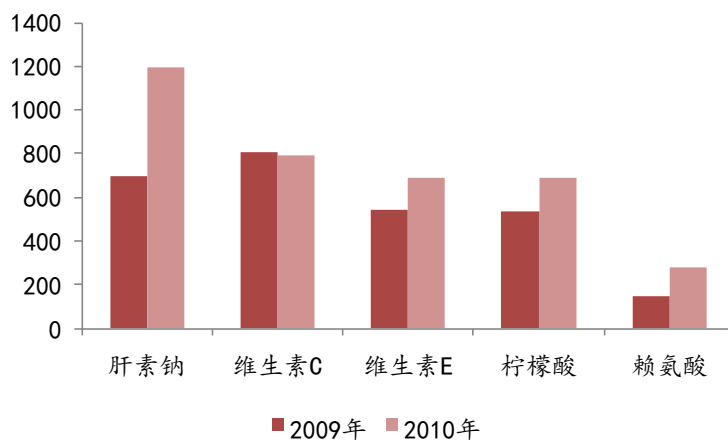


图表 2：2008 年抗血栓药物排名前 5 位药品市场份额



数据来源：中邮证券研发部

图表 3：2009-2010 我国前 5 大原料药出口金额情况（百万美元）



数据来源：健康网，中邮证券研发部

图表 4：千红制药盈利预测（单位：万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	74,380	114,477	109,743	131,779	152,791
增长率	57.70%	53.91%	-4.14%	20.08%	15.95%
营业成本	48,294	83,658	79,203	94,900	108,406
毛利率	35.07%	26.92%	27.83%	27.99%	29.05%
营业税金及附加	339	525	503	604	701
销售费用	4,119	4,810	4,752	5,825	6,677
管理费用	5,852	7,661	6,244	7,274	8,724
财务费用	670	1,285	110	40	92
期间费用率	14.31%	9.40%	10.12%	9.97%	10.14%
资产减值损失	32	-5	100	150	135
公允价值变动净收益	11	-3	2	3	4
投资净收益	4	2	0	0	0
营业利润	15,089	16,543	18,833	22,990	28,061
加：营业外收入	135	1,015	50	0	0
减：营业外支出	147	121	1	0	0
其中：非流动资产处置净损失	104	2	0	0	0
利润总额	15,078	17,437	18,882	22,990	28,061
减：所得税	2,508	2,385	2,832	3,448	4,209
所得税率	16.64%	13.68%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	12,569	15,052	16,050	19,541	23,852
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	12,569	15,053	16,050	19,542	23,852
增长率	38.98%	19.76%	6.63%	21.75%	22.06%
基本每股收益(元)	1.05	1.25	1.00	1.22	1.49

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。