

造影剂：明年新的增长点

研究结论

- **公司业绩保持平稳增长。**今年销售增长动力主要来自于手术药，有些地方的销售网络还在进一步完善，今年全年预计增长 40%-50%，明年预计仍有较好的增长。另一个增长点是造影剂，今年主要是原料和制剂的生产，11 月初拿到新版 GMP 证书，并于本月开始放量生产，12 月开始保证市场供应，明年预计可以翻番，规格问题也将得到解决。另外肿瘤药增长较低，10%左右，S1 今年应该不会过 1 亿，进了医保，明年应该会有较高的销售额，有翻一倍可能。
- **阿帕替尼：疗效显著，值得期待。**阿帕替尼已经进入三期临床，并申报特殊通道，具体审批时间要看 SFDA，特殊通道可以减少三期临床，其中最快的适应症是肺癌，今年年底三期临床预计可以结束，之后整理递交资料，年后上报给 SFDA，顺利的话预计明年下半年可以拿到批文，胃癌预计要晚一点。阿帕替尼目前定位在四线用药，前期推广快，受医保的影响不大。四线用药如果临床统计能延长生命 30 天，在美国 FDA 就可以批准，目前公司的产品可以达到 70 多天的效果，是典型的临床有疗效的药物，推广速度预计会比艾瑞昔布快。
- **造影剂：明年新的增长点。**造影剂增长主要依靠病例的增长，外资企业在国内并未形成规模。碘伏醇增长很快，主要用于手术造影。碘沙醇去年年底获批，拿到 GMP 证书后即可销售，碘沙醇在医保目录里，价格定位较高，主要用于支架造影。去年公司的造影剂销售规模 1 亿多，今年预计能达到 3 亿，未来造影剂将有望成为公司的重要发展方向，目前我国的造影剂厂家较少，主要是 GE 和拜耳，恒瑞的品种质量可靠，车间是新造的，经过三到四年和造影剂专家不断沟通，关系密切，未来做大值得期待。

投资策略。短期内仿制药仍是公司业绩增长的主要动力，但此后随着通用名药进入海外市场、创新药正式进入市场，公司成长的动力棒将实现顺利交接。伴随着公司迈入创新药收获期，未来股价不缺乏催化剂。我们预计公司 2011-2013 年实现归属于母公司股东的净利润为 9.09 亿元、11.23 亿元、13.57 亿元，预测每股收益分别为 0.81 元、1.00 元、1.21 元，维持公司买入的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

李淑花

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

联系人

田加强

8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 11 月 10 日)

30.82 元

目标价格

40.50 元

总股本/A 股 (万股)

112415/112415

国家/地区

中国

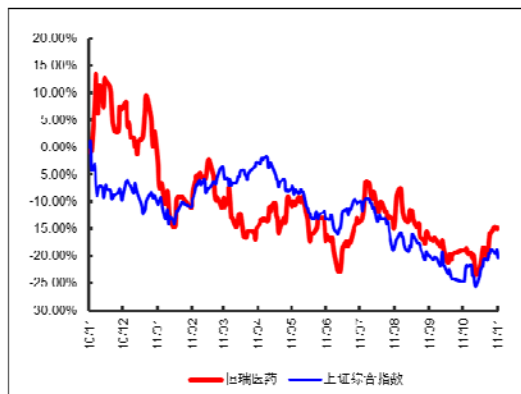
行业

医药

报告发布日期

2011 年 11 月 11 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

单位：百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3744	4605	5664	6797
同比(%)	24%	23%	23%	20%
归属母公司净利润	724	909	1123	1357
同比(%)	9%	26%	24%	21%
毛利率(%)	83.8%	82.0%	82.0%	82.0%
ROE(%)	21.4%	20.4%	20.6%	20.2%
每股收益(元)	0.64	0.81	1.00	1.21
P/E (倍)	47.84	38.12	30.84	25.53
P/B (倍)	10.23	7.79	6.35	5.17

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

公司业绩保持平稳增长

今年销售增长动力主要来自于手术药，有些地方的销售网络还在进一步完善，今年全年预计增长40%-50%，明年预计仍有较好的增长。另一个增长点是造影剂，今年主要是原料和制剂的生产，11月初拿到新版GMP证书，并于本月开始放量生产，12月开始保证市场供应，明年预计可以番翻，规格问题也将得到解决。另外肿瘤药增长较低，10%左右，S1今年应该不会过1亿，进了医保，明年应该会有较高的销售额，有翻一倍可能。

我们预计到2015年前公司的销售收入的平均增速能够达到20%，利润增速能够达到25%，利润增长会略高于销售收入的增速。

阿帕替尼：疗效显著，值得期待

阿帕替尼已经进入三期临床，并申报特殊通道，具体审批时间要看政府，特殊通道可以减少三期临床，其中最快的适应症是肺癌，今年年底三期临床预计可以结束，之后整理递交资料，年后上报给SFDA，顺利的话预计明年下半年可以拿到批文，预计胃癌要晚一点。

阿帕替尼目前定位在四线用药，前期推广快，受医保的影响不大。四线用药如果临床统计能延长生命30天，美国FDA就可以批准，目前恒瑞可以做到70多天，是典型的临床有疗效的药品，接下来会继续做产品推广，推广速度预计会比艾瑞昔布快。

现在替尼类是肿瘤靶向治疗的热点，国内申报和在临床的共有20多家，产业化比单抗要容易。预计明年阿帕替尼批准对公司的销售会有很大提升，目前阿帕替尼肺癌实验做了330例临床，未来可能会达到360例，接近一千万的用药规模，另外肝癌和乳腺癌也在做临床。

造影剂：明年新的增长点

造影剂增长主要依靠病例的增长，外资企业在国内并未形成规模。碘伏醇增长很快，主要用于手术造影。碘沙醇去年年底获批，拿到GMP证书后即可销售，碘沙醇在医保目录里，价格定位较高，主要用于支架造影。去年公司的造影剂销售规模1亿多，今年预计能达到3亿，未来造影剂将成为公司的重要发展方向，目前我国的造影剂厂家较少，主要是GE和拜耳，恒瑞的品种质量可靠，车间是新造的，经过三到四年和造影剂专家不断沟通，关系密切，未来做大值得期待。

研发团队实力雄厚

连云港研发团队有500人，全国大概有800多人，公司在创新药的成长步伐是紧跟国外已经上市的药，先做me-too，做成熟了再做me-better，最后希望做到me-best，目前阿帕替尼已经成为me-best。另外有些药国外做到二期并且二期临床效果不错，公司会找到相似的药，靶点相同，但结构略有差别，走创新药道路。公司未来在创新上投入较多，不会只做中国业务，国际化也是发展的必然选择。

招标情况仍不容乐观

招标的情况各个地方存在差异，预计明年招标情况不容乐观，国家层面主要是想控制价格，明年政府换届会先关注民生，医药肯定是重点，换届结束后政策会趋于稳定，降价压力也会有所缓解。其次政府希望提高财政支付能力，因此需要控制药价，如上海老龄化明显，社保肯定要控制药品价格，而江苏老龄化相对轻松，对药价的打压力度也比较小。另外国家鼓励创新，需要落到实处，对企业而言就是要优先定价，医保方面也需要相应给予支持。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2991	3860	4784	6253	营业收入	3744	4605	5664	6797
现金	995	1483	1815	2675	营业成本	606	829	1020	1224
应收账款	1162	1344	1679	2020	营业税金及附加	56	69	85	102
其它应收款	93	111	137	169	营业费用	1605	1966	2419	2902
预付账款	94	75	92	110	管理费用	621	691	850	1020
存货	176	332	408	489	财务费用	-11	-37	-50	-68
其他	471	517	655	790	资产减值损失	23	10	10	10
非流动资产	904	1129	1314	1199	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	37	40	40	40	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	722	813	1075	1030	营业利润	845	1077	1331	1608
无形资产	52	51	50	49	营业外收入	17	0	0	0
其他	93	224	149	80	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	3896	4989	6099	7451	利润总额	860	1077	1331	1608
流动负债	401	406	470	537	所得税	105	140	173	209
短期借款	0	0	0	0	净利润	755	937	1158	1399
应付账款	197	216	275	330	少数股东损益	31	28	35	42
其他	204	191	195	206	归属于母公司净利润	724	909	1123	1357
非流动负债	20	20	20	20	EBITDA	906	1139	1416	1705
长期借款	20	20	20	20	EPS（元）	0.64	0.81	1.00	1.21
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	421	426	490	557	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	87	115	150	192	成长能力				
股本	749	1124	1124	1124	营业收入	23.6%	23.0%	23.0%	20.0%
资本公积	429	429	429	429	营业利润	9.5%	27.4%	23.6%	20.8%
留存收益	2210	2894	3905	5150	归属于母公司净利润	8.8%	25.5%	23.6%	20.8%
归属母公司股东权益合计	3387	4447	5458	6703	获利能力				
负债和股东权益	3896	4989	6099	7451	毛利率	83.8%	82.0%	82.0%	82.0%
现金流量表					净利率	19.3%	19.7%	19.8%	20.0%
单位:百万元					ROE	21.4%	20.4%	20.6%	20.2%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	34.6%	34.6%	34.5%	37.2%
经营活动现金流	386	620	715	955	偿债能力				
净利润	755	937	1158	1399	资产负债率	10.8%	8.5%	8.0%	7.5%
折旧摊销	71	99	135	166	净负债比率				
财务费用	-11	-37	-50	-68	流动比率	7.46	9.50	10.17	11.65
投资损失	-1	0	0	0	速动比率	7.02	8.68	9.31	10.74
营运资金变动	-488	-416	-548	-560	营运能力				
其它	59	36	20	19	总资产周转率	1.09	1.04	1.02	1.00
投资活动现金流	-138	-319	-320	-50	应收账款周转率	4	4	4	3
资本支出	287	320	320	50	应付账款周转率	3.61	4.02	4.15	4.04
长期投资	148	-1	0	0	每股指标（元）				
其他	296	0	0	0	每股收益	0.64	0.81	1.00	1.21
筹资活动现金流	40	187	-63	-44	每股经营现金流	0.34	0.55	0.64	0.85
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.01	3.96	4.86	5.96
长期借款	10	0	0	0	估值比率				
普通股增加	129	375	0	0	P/E	47.84	38.12	30.84	25.53
资本公积增加	113	0	0	0	P/B	10.23	7.79	6.35	5.17
其他	-212	-188	-63	-44	EV/EBITDA	24	19	16	13
现金净增加额	288	488	332	860					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn