

增持 首次

千红制药 (002550)

2011 年 12 月 13 日

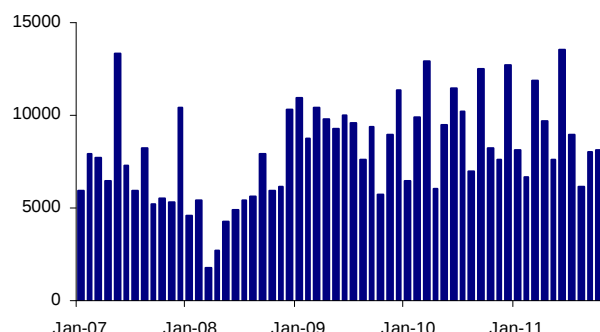
上下游产业链两端延伸，肝素与酶制品百花齐放

2011 年 12 月 13 日收盘价: 30.09 元
6 个月目标价: 34.06 元

消费小组首席分析师: 丁频
SAC 执业证书编号: S0850511050001
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

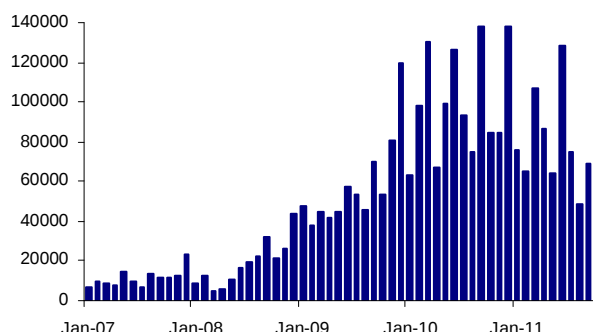
肝素原料药价格下降趋缓，毛利率稳步提升。猪小肠是肝素原料药制备来源。根据搜猪网报道，由于猪肉价格自 9 月开始持续下跌，在追涨杀跌的影响下，养殖户大量抛售生猪。目前，中大猪存栏量已明显下降，而猪小肠供给已开始紧张。原料的供给变化势必影响肝素原料药产品的价格，我们预计肝素原料药价格在年中达到峰值后一路下跌的趋势会减缓。此外，公司加强了内部管理和成本控制，由控股子公司湖北润红生物科技有限公司供应小肠原料，完善了肝素系列产品供销联动价格控制机制，从而有望提高肝素系列产品的整体毛利率。

图 1 我国肝素产品月度出口量 (千克)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

图 2 我国肝素产品月度出口规模 (千美元)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

肝素制剂争取国外认证，意在提高出口产品毛利。目前，我国抗血栓药物市场规模呈稳步增长态势，2006-2008 年复合增长达到 33.29%。而肝素制剂是抗凝血药物中无可替代的品种，大约占抗凝血药物销售总额的 80%。公司是仅有的几家同时持有肝素原料药和制剂生产批文的药品生产企业。同肝素原料药 20% 左右的毛利率相比，肝素制剂的毛利率可以达到 40% 以上。针对国内肝素制剂市场，公司积极开拓销售渠道，主要面临天津生物化学制药有限公司、江苏徐州万邦生物化学有限公司和上海第一生化药业有限公司的有力竞争。针对国外市场，公司有意仿效肝素原料药获得美国 FDA 等认证的做法，最终把制剂产品推向国外市场，从而改变现有出口产品结构层次、提升肝素系列产品的整体毛利率。

胰激肽原酶系列产品或将成为业绩新增长点。除了肝素产品，公司的酶制品也是百花齐放。其中销量最大的品种是胰激肽原酶制剂，主要应用于糖尿病并发症，其替代性药物较少。2008 年，我国胰激肽原酶制剂市场的销售额已达到 2.14 亿元，并随着糖尿病、缺血性脑血管病等适应症病人数量的迅速增加而呈逐年递增的趋势。2011 年该产品的销售规模预计达到 2 亿元以上，增长率达到 30%-40%，市场份额稳居第一，达到 60%，或将成为公司业绩的新增长点。公司另一产品门冬酰胺酶制剂占我国市场份额的 20%，主要应用于小儿早期急性淋巴细胞白血病。目前国内市场由公司、日本协和发酵以及美国默沙东所占据，集中度较高，三家合计市场份额超过 90%。此外，酶制品还包括用于降脂和增加血管弹性的弹性酶、复方消化酶和凝血酶。

上下游产业链两端延伸，控制成本，提高盈利。上游产业方面，公司控股湖北润红生物科技有限公司，主要经营业务是收购销售猪小肠、肠衣以及制造猪胰酶粉等原料。该子公司的厂房等基础建设已经全面展开，预计 2012 年一季度试生产，一期设计产能在 5000 亿单位左右，并在 5 年内力争取得 3000 万头生猪脏器的资源规模。其产品正是公司肝素系列产品及酶系列制品的原料，因此在这些原料价格受市场波动影响较大的情况下，公司能有效控制原料成本，保持稳定的毛利率水平，具有较强的竞争优势。下游产业方面，公司积极推进低分子肝素制剂等高端产品投放市场，并且加大研发力度攻关抗肿瘤、抗血栓等创新药，从而不断优化产品结构层次，不断提高公司盈利水平。此外，公司还在积极物色主营业务相关的收购标的公司，加快整合整条产业链，向集团型公司这一发展目标不断迈进。

增大研发投入，探索创新产品。公司引进海外技术团队，合资成立江苏众红生物工程创药研究院有限公司，加大创新药物研发力度。公司还与高等院校通力合作：子公司常州生物制药工程技术中心有限公司与中国药科大学在天然药物和基因工程等研究领域共同攻关，另一子公司常州千红通用细胞工程研究所有限公司与南京大学协作，主要研究抗肿瘤新药肿瘤靶向性细胞凋亡诱导剂 TRAIL 变体和靶向性重组人抗血栓蛋白 rHAP（已报 SFDA 申请临床批文）。在 2013 年，争取一种在研新药可以进入临床试验。公司还相当注重新药的成果转化和产业化的探索，旨在缩短研发投入到产品盈利的时间周期。此外，公司将入驻常州高新区生物医药产业园，建成高标准新药研究院和符合新版 GMP 规范的高端制剂分厂，建设期为 3 年，而本部厂房主要用于原料药的生产。这一举措清晰地显示出公司未来的产业布局和战略规划，必将进一步增强公司的综合竞争实力。

盈利预测与投资建议。我们预计公司摊薄后 2011-2013 年的每股收益分别 1.02 元、1.31 元和 1.71 元。考虑到公司未来两年的业绩既有肝素产品的稳定增长作为依托，又有酶制品的快速发展作为新增长点，我们给予公司 2012 年 26 倍 PE，得出公司合理价值为 34.06 元，首次给予“增持”的投资评级。

表 1 公司利润表预测（2009-2013E）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入细分（百万元）					
肝素系列	566.56	956.78	736.72	751.46	841.63
胰激肽原酶系列	145.90	167.45	226.06	304.05	407.42
其他药品收入	31.34	20.54	18.49	19.41	21.35
毛利率(%)					
肝素系列	23.25	17.21	22.30	22.80	23.00
胰激肽原酶系列	75.05	74.15	83.60	83.50	83.30
其他药品收入	62.60	94.50	83.00	84.00	83.50
营业总收入（百万元）	743.80	1144.77	981.26	1074.91	1270.40
同比增长(%)		53.91	-14.28	9.54	18.19
营业成本（百万元）	482.94	836.58	612.65	633.39	719.61
毛利率(%)	35.07	26.92	37.57	41.07	43.36
营业税金及附加（百万元）	3.39	5.25	8.44	9.24	10.93
销售费用（百万元）	41.19	48.10	108.92	121.46	139.74
销售费用率(%)	5.54	4.20	11.10	11.30	11.00
管理费用（百万元）	58.52	76.61	80.46	86.53	100.36
管理费用率(%)	7.87	6.69	8.20	8.05	7.90
财务费用（百万元）	6.70	12.85	-10.39	-23.16	-22.21
资产减值损失及公允价值变动（百万元）	-0.43	0.08	0.08	0.00	0.00
投资收益（百万元）	0.04	0.02	0.02	0.00	0.00
营业利润（百万元）	150.89	165.43	181.29	247.44	321.97
同比增长(%)		9.64	9.59	36.49	30.12
营业外净收支（百万元）	-0.11	8.94	8.00	0.00	0.00
利润总额（百万元）	150.78	174.37	189.29	247.44	321.97
同比增长(%)		15.65	8.56	30.72	30.12

所得税费用（百万元）	25.08	23.85	26.50	37.12	48.30
有效所得税率（%）	16.64	13.68	14.00	15.00	15.00
净利润（百万元）	125.69	150.53	162.79	210.33	273.68
同比增长（%）		19.76	8.15	29.20	30.12
净利润率（%）	16.90	13.15	16.59	19.57	21.54
归属于母公司所有者的净利润（百万元）	125.69	150.53	162.79	210.33	273.68
同比增长（%）		19.76	8.15	29.20	30.12
少数股东权益（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS（元）	0.79	0.94	1.02	1.31	1.71

注：2009-2013 年 EPS 均按上市后 16000 万股本摊薄计算。资料来源：公司公告，海通证券研究所

风险提示：肝素产品价格波动风险；新系列酶制品在国内市场扩大销售规模具有不确定性。

相关报告：

千红制药新股研究报告：肝素与酶制品齐飞，建议申购 20110209

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 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	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		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 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	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		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经营范围包括证券投资咨询业务。