

翰宇药业 (300199.SZ)

化学合成多肽药物龙头，有高增长潜力

评级: **增持**

前次:

目标价(元):

37.52-38.82

联系人

分析师

袁倩倩 CFA

胡德军

生物医药小组

S0740511070005

021-20315202

生物医药小组

qiuqq@r.qlzq.com.cn

2012年5月12日

基本状况

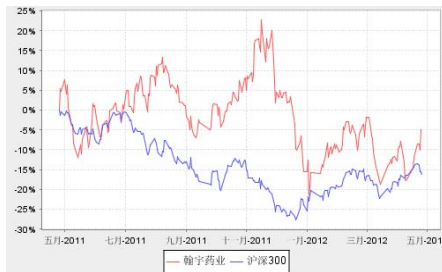
| | |
|-----------|---------|
| 总股本(百万股) | 100.00 |
| 流通股本(百万股) | 46.29 |
| 市价(元) | 34.72 |
| 市值(百万元) | 3472.00 |
| 流通市值(百万元) | 1607.09 |

业绩预测

| 指标 | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 121.93 | 165.68 | 220.53 | 309.24 | 411.36 |
| 营业收入增速 | 31.51% | 35.88% | 33.10% | 40.23% | 33.02% |
| 净利润增长率 | 49.43% | 52.28% | 25.70% | 32.11% | 34.05% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.70 | 0.80 | 1.01 | 1.34 | 1.79 |
| 前次预测每股收益(元) | | | | | |
| 市场预测每股收益(元) | | | | | |
| 偏差率(本次-市场/市) | | | | | |
| 市盈率(倍) | 0.00 | 46.97 | 31.87 | 24.12 | 18.00 |
| PEG | 0.00 | 0.90 | 1.24 | 0.75 | 0.53 |
| 每股净资产(元) | 2.41 | 9.76 | 10.27 | 11.61 | 13.40 |
| 每股现金流量(元) | 0.73 | 0.72 | 0.79 | 0.95 | 2.44 |
| 净资产收益率 | 29.26% | 8.24% | 9.85% | 11.51% | 13.37% |
| 市净率 | 0.00 | 3.87 | 3.14 | 2.78 | 2.41 |
| 总股本(百万元) | 75.00 | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |

备注: 市场预测取聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- 化学合成多肽药物领域过去 5 年增速均超越医药行业平均水平，翰宇药业是这一领域的龙头企业。我们写这篇报告，从公司已上市产品的增长和产品储备的潜能两个角度来分析公司的投资价值。
- 胸腺五肽和特利加压素是公司目前增长的主要引擎。
 - **胸腺五肽:** 用于病毒性肝炎、恶性肿瘤等大治疗领域，2011 年胸腺五肽市场规模按医院进货价约 18.5 亿元，同比增 39.7%，翰宇药业的市场份额约 17.5%，排名第 2。2010 年胸腺五肽进入 17 个省市(新进 7 个)的地方医保目录，市场规模增长迅速；在胸腺激素类药物的 3 大主要品种中，低端产品胸腺肽副作用大，胸腺法新医保限重症乙肝患者的住院治疗，因此胸腺五肽受益于替代低端最明显，按销量计 2011 年胸腺肽的市场份额约 33%，因此替代低端仍有很大空间，将逐步体现。
 - **特利加压素:** 首仿，目前国内只有 2 家批文，竞争格局有利，主要用于出血性食管静脉曲张。特利加压素半衰期长不需要持续静脉注射，而且不良反应比其他同类药品少。特利加压素新进入 2010 版 10 个省市的地方医保(以前没有进入医保)，放量明显(2010 年按医院进货价计 28 百万，同比增 250%)。同类的两个老品种生长抑素和奥曲肽 2010 年的市场规模按医院进货价已经分别超过 10 亿元和 8 亿元，未来有望部分替代。
- 翰宇药业是研发驱动型公司，产品结构不断向首仿药和创新药高端升级。短期的看点是今年下半年或明年初将要上市的两大新产品卡贝缩宫素和爱啡肽。
 - **卡贝缩宫素:** 首仿，竞争格局有利。2011 年我国缩宫素的用量约 59 百万支，卡贝缩宫素比老产品缩宫素疗效优势明显(起效迅速，效果持久)，经济效益显著(原研的卡贝缩宫素约 290 元/支，缩宫素 1.8 元/支)。
 - **爱啡肽:** 首仿，原研还未在中国上市。是一种新型 GP II b/IIIa 受体拮抗剂，适用于 PCI 手术中抗凝血。爱啡肽进入了北美 PCI 手术指南。2010 年我国 PCI 手术约 53 万例，假如未来有 10% 的 PCI

手术使用爱啡肽，按医院进货价计市场空间就达到 4 亿元。

- 中长期，看好公司产品储备丰富，产品线治疗领域布局清晰、短中长期分布合理。糖尿病领域的醋酸普兰林肽、溴麦角环肽等都是有销售过亿潜力的大品种。另外，通过受让科信必成的 21 个控缓释制剂，公司将进入高端口服化学药制剂领域，契合化学药产业升级的机遇。
- 预计公司 2012-14 年收入分别为 2.21、3.09、4.11 亿元，增速为 33.1%、40.2%、33.0%；净利润为 1.01、1.34、1.79 亿元，增速为 25.70%、32.11%、34.05%，2012-2014 年对应 EPS 为 1.01、1.34、1.79 元。综合相对估值和绝对估值结果，翰宇药业的合理估值区间为 37.52-38.82 元，首次覆盖给予“增持”评级。

内容目录

| | |
|-------------------------------------|--------|
| 化学合成多肽药物快速发展，翰宇药业龙头地位确立 | - 4 - |
| 化学合成多肽增速超越医药行业平均，创新和首仿都充满机遇 | - 4 - |
| 翰宇药业化学合成多肽龙头地位确立 | - 4 - |
| 胸腺五肽和特利加压素是目前业绩增长的主要引擎 | - 6 - |
| 胸腺五肽：面向大治疗领域，地方医保增加 7 个，替代低端 | - 6 - |
| 特利加压素：疗效和竞争格局优势明显，新进 10 个地方医保 | - 8 - |
| 产品储备丰富，专注多肽药物，布局缓控释制剂 | - 9 - |
| 卡贝缩宫素：起效迅速，效果持久，有望替代低端 | - 9 - |
| 爱啡肽：作用机制新颖，市场空间好 | - 10 - |
| 产品储备丰富，产品线布局清晰合理 | - 11 - |
| 盈利预测、估值和投资建议 | - 13 - |
| 盈利预测 | - 13 - |
| 绝对估值法：38.82 元 | - 14 - |
| PE 相对估值法：35.35-37.52 元 | - 14 - |
| 投资建议 | - 14 - |
| 风险因素 | - 15 - |

图表目录

| | |
|----------------------------------|-------|
| 图表 1：我国化学合成多肽药物销售规模和增长 | - 4 - |
| 图表 2：我国药品终端市场规模和增长 | - 4 - |
| 图表 3：2010 年我国合成多肽药物前十厂家 | - 4 - |
| 图表 4：翰宇药业的主要产品销售收入(单位:百万元) | - 5 - |
| 图表 5：翰宇药业主要制剂产品概况 | - 5 - |
| 图表 6：我国病毒性肝炎发病率和死亡率 | - 6 - |
| 图表 7：我国恶性肿瘤的发病率和死亡率 | - 6 - |
| 图表 8：胸腺五肽市场规模的增长 | - 6 - |

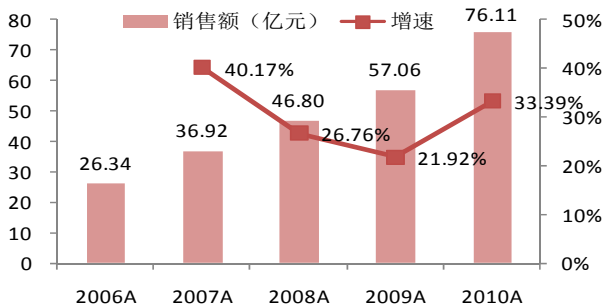
| | |
|---|--------|
| 图表 9: 翰宇药业的胸腺五肽增长..... | - 6 - |
| 图表 10: 胸腺五肽进入地方医保的变化..... | - 6 - |
| 图表 11: 胸腺肽类产品按销售金额(单位:亿元)..... | - 7 - |
| 图表 12: 胸腺肽类产品按销量占比..... | - 7 - |
| 图表 13: 胸腺五肽、胸腺法新、胸腺肽素对比..... | - 7 - |
| 图表 14: 特利加压素的市场规模增长..... | - 8 - |
| 图表 15: 翰宇药业的特利加压素增长..... | - 8 - |
| 图表 16: 特利加压素、生长抑素、奥曲肽对比..... | - 8 - |
| 图表 17: 生长抑素的市场规模增长..... | - 9 - |
| 图表 18: 奥曲肽的市场规模增长..... | - 9 - |
| 图表 19: 卡贝缩宫素和缩宫素对比..... | - 9 - |
| 图表 20: 缩宫素市场规模增长(单位:百万元)..... | - 10 - |
| 图表 21: 卡贝缩宫素市场规模增长(单位:百万元)..... | - 10 - |
| 图表 22: 抗血小板聚集药物作用机理对比..... | - 10 - |
| 图表 23: 抗血栓生成药物增速及份额..... | - 11 - |
| 图表 24: 翰宇药业的产品线短中长期布局..... | - 11 - |
| 图表 25: 翰宇药业产品结构升级..... | - 12 - |
| 图表 26: 翰宇药业的主要在研产品的研发进展和竞争格局..... | - 12 - |
| 图表 27: 翰宇药业销售收入预测表(单位:百万元)..... | - 13 - |
| 图表 28: 翰宇药业期间费用率及所得税率假定..... | - 13 - |
| 图表 29: 翰宇药业 DCF 估值为 38.82 元..... | - 14 - |
| 图表 30: 翰宇药业 PE 相对估值结果: 35.35-37.52 元..... | - 14 - |
| 图表 31: 翰宇药业财务报表摘要..... | - 15 - |

化学合成多肽药物快速发展，翰宇药业龙头地位确立

化学合成多肽增速超越医药行业平均，创新和首仿都充满机遇

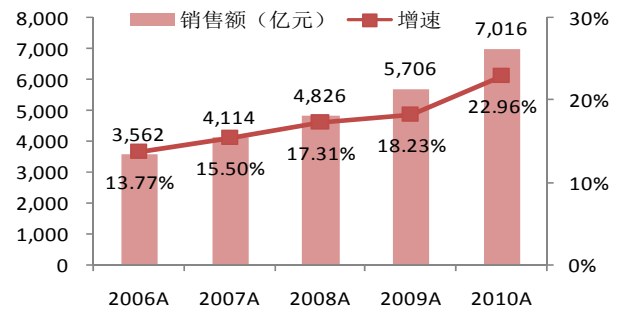
- **化学合成多肽增速超越医药行业平均：**过去五年，我国化学合成多肽药物销售增速高于医药行业的平均。目前我国上市的化学合成多肽药物26个品种，其中17种实现国产，与国际市场相比(全球已上市68个，总销售额约130亿美元)，还处于起步阶段，增长潜力大。

图表 1：我国化学合成多肽药物销售规模和增长



来源：SFDA 南方所。备注：销售额按医院进货价统计

图表 2：我国药品终端市场规模和增长



来源：SFDA 南方所。备注：销售额按医院进货价统计

- **化学合成多肽药物是开发热点，创新和首仿都充满机遇：**
 - **创新热点：**多肽类药物的适应症广泛且疗效显著，而且较传统药物的开发成功率高，是新药开发的热点领域之一。
 - **仿制机遇：**目前我国国产的多肽药物均为仿制国外已过专利保护期或未在我国申请专利的多肽药物。发达国家的化学合成多肽药物的专利保护期将在未来5至10年内将陆续过期，将为多肽仿制药带来机遇。

翰宇药业化学合成多肽龙头地位确立

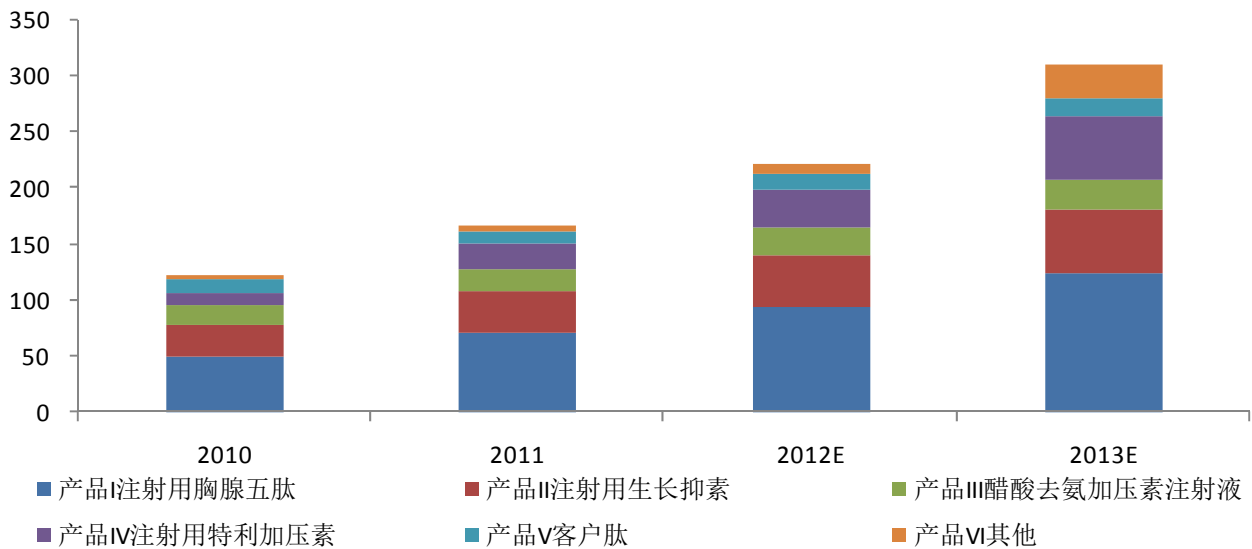
- **国内化学合成多肽龙头地位确立：**受到工艺、设备及技术等条件的限制，国内具有大规模生产化学合成多肽药物能力的企业较少，竞争相对缓和。从 SFDA 南方所的统计数据来看，翰宇药业的龙头地位已经确立。

图表 3：2010 年我国合成多肽药物前十厂家

| 排名 | 厂家 | 代表品种 | 09 年份额 | 10 年份额 | 10 年销售额(亿元) |
|----|--------|-----------------------|--------|--------|-------------|
| 1 | 瑞士诺华制药 | 奥曲肽、降钙素、缩宫素 | 12.06% | 12.09% | 9.20 |
| 2 | 美国赛生药业 | 胸腺法新 | 11.30% | 9.39% | 7.15 |
| 3 | 翰宇药业 | 胸腺五肽、去氨加压素、生长抑素、特利加压素 | 6.76% | 7.90% | 6.01 |
| 4 | 海南中和药业 | 胸腺五肽、去氨加压素、胸腺法新、生长抑素 | 9.06% | 6.68% | 5.08 |
| 5 | 北京世桥生物 | 胸腺五肽、降钙素 | 6.11% | 6.56% | 4.99 |
| 6 | 成都地奥 | 胸腺法新、胸腺五肽 | 6.61% | 6.53% | 4.97 |
| 7 | 默克雪兰诺 | 生长抑素、生长激素、促卵泡成熟素、戈那瑞林 | 6.97% | 5.52% | 4.20 |
| 8 | 海南双成药业 | 胸腺法新、生长抑素、胸腺五肽 | 4.52% | 4.63% | 3.52 |
| 9 | 丽珠制药 | 尿促性素、促卵泡成熟素 | 2.48% | 3.19% | 2.43 |
| 10 | 阿斯利康 | 戈舍瑞林 | 2.66% | 2.87% | 2.19 |

来源：SFDA 南方所，齐鲁证券研究所。备注：销售额按医院进货价统计

- 翰宇药业的主要产品包括多肽药物制剂、多肽原料药和客户肽(定制服务)三大系列。多肽药物制剂在2011年营业收入中占比超过90%，其中胸腺五肽、特利加压素是目前增长的引擎。原料药以满足本公司制剂生产需要为主，外销售减少，值得注意的是翰宇药业是国内少数几家能够规模化生产多肽原料药的企业之一。客户肽业务重在对公司主营制剂业务发展的持续支持，近几年保持平稳，不侧重业务的盈利性。

图表4: 翰宇药业的主要产品销售收入(单位:百万元)


来源: 齐鲁证券研究所。备注: 按不含税出厂价

图表5: 翰宇药业主要制剂产品概况

| 产品名称 | 分类 | 进入医保 | 竞争格局 |
|------------|-----------------------|------------|--|
| 注射用胸腺五肽 | 生物反应调节药物 | 17省市地方医保乙类 | 57家企业获得批文, 竞争激烈, 其中10mg规格的只有翰宇药业等7家获得批文, 竞争相对有序 |
| 注射用特利加压素 | 下丘脑垂体激素及其类似物 | 10省市地方医保乙类 | 2家获得批文, 其中外资的辉凌制药原研, 翰宇药业首仿, 竞争缓和 |
| 注射用生长抑素 | 消化系统药物(限胰腺炎、食道静脉曲张出血) | 国家医保乙类 | 21家企业获得批文(含6家外资), 竞争激烈, 其中翰宇药业是唯一3mg2mg0.75mg0.25mg四个规格都有的药厂 |
| 醋酸去氨加压素注射液 | 下丘脑垂体激素及其类似物 | 国家医保乙类 | 3家企业获得批文, 其中外资的辉凌制药原研, 翰宇药业首仿, 竞争缓和 |

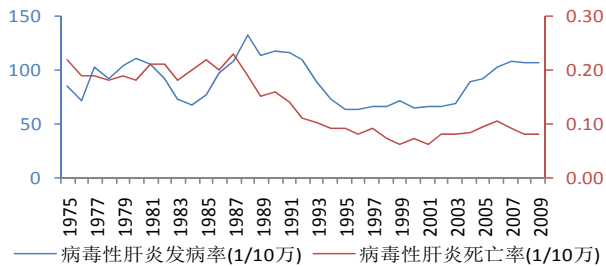
来源: 齐鲁证券研究所

胸腺五肽和特利加压素是目前业绩增长的主要引擎

胸腺五肽：面向大治疗领域，地方医保增加 7 个，替代低端

- **面向大治疗领域：**胸腺五肽是由 5 个氨基酸组成的肽链，作为免疫增强剂类处方药，用于病毒性肝炎、恶性肿瘤、重症感染以及免疫缺陷疾病等的治疗，其市场快速增长与肝炎、肿瘤的发病率和人口老龄化趋势密切相关。

图表 6：我国病毒性肝炎发病率和死亡率



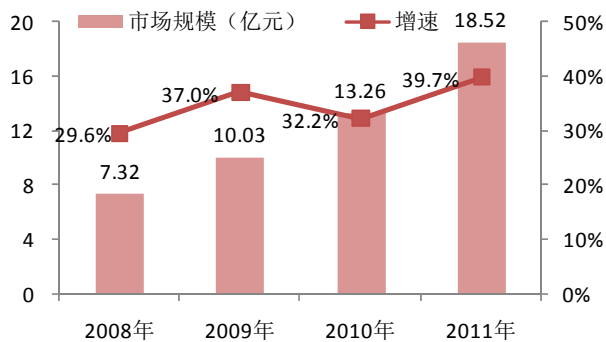
来源：卫生部，齐鲁证券研究所

图表 7：我国恶性肿瘤的发病率和死亡率

| 时间 | 恶性肿瘤死亡率 (1/10万) | 时间 | 调查地区居民恶性肿瘤两周患病率(‰) |
|------------|-----------------|-------|--------------------|
| 2004-2005年 | 134.80 | 2008年 | 1.41 |
| 1990-1992年 | 108.26 | 2003年 | 0.94 |
| 1973-1975年 | 83.65 | 1998年 | 0.58 |

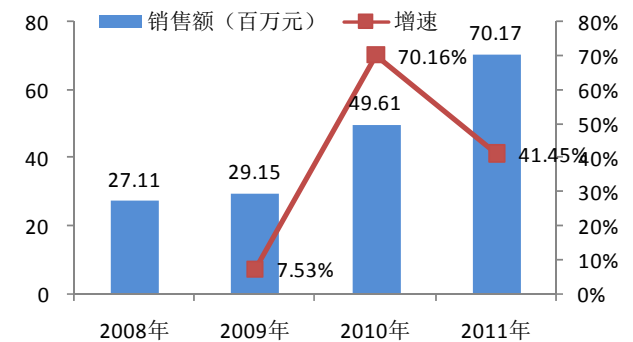
来源：标点医药信息，齐鲁证券研究所

图表 8：胸腺五肽市场规模的增长



来源：IMS。备注：市场规模按医院进货价

图表 9：翰宇药业的胸腺五肽增长



来源：翰宇药业公告，齐鲁证券研究所。备注：销售额按不含税出厂价

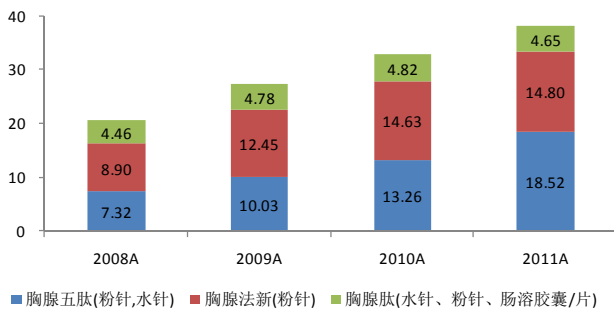
- **进入地方医保数量增加：**胸腺五肽 2010 年进入 17 个省市 (新进 7 个) 的地方医保目录，有助于产品市场规模进一步扩大。

图表 10：胸腺五肽进入地方医保的变化

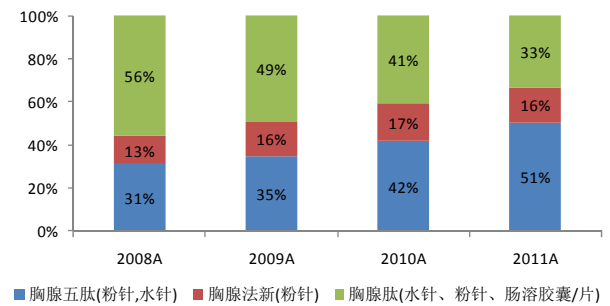
| 目录范围 | 2005 年版地方医保目录 | 2010 年版地方医保目录 |
|----------|--|---|
| 进入 (无限制) | 5 个省市：山西、广东、海南、重庆、新疆 | 11 个省市：山西、广东、海南、重庆、新疆、广西、云南、山东、吉林、辽宁、宁夏 |
| 进入 (有限制) | 5 个省市：四川(限用于恶性肿瘤放、化疗的辅助治疗)，西藏(限恶性肿瘤放疗、化疗后感染、艾滋病)，河北(限恶性肿瘤放疗、化疗后感染、艾滋病)，北京([适]1.恶性肿瘤及乙型肝炎患者使用,费用需由个人负担 10%; 2.其他疾病患者使用,费用需由个人负担 50%。限二级以上医院使用)，甘肃(限肝炎、恶性肿瘤) | 6 个省市：四川(限恶性肿瘤患者辅助治疗)，西藏(限恶性肿瘤放疗、化疗后感染、艾滋病)，河北(限恶性肿瘤、免疫力低下或重症病人感染、艾滋病)，北京([适]1.恶性肿瘤及乙型肝炎患者使用,费用需由个人负担 10%; 2.其他疾病患者使用,费用需由个人负担 50%。限二级以上医院使用)，福建(限重症乙肝患者和肿瘤的辅助治疗)，河南(限工伤保险) |

来源：齐鲁证券研究所

- 替代低端：**胸腺激素类的免疫调节剂包括胸腺五肽、胸腺法新以及胸腺肽，作用机制基本相同，都是诱导T细胞分化，增强机体免疫力，适用于病毒性肝炎、肿瘤等免疫功能失调的患者。**胸腺肽由生化方法提取制备，副作用较大。**国家药品不良反应监测中心2007年到2011年间都曾以通报的形式，提醒医务工作者、药品生产经营企业以及公众关注胸腺肽注射剂引起严重过敏反应的问题。胸腺五肽、胸腺法新都是化学方法合成，纯度高，副作用小，但是**胸腺法新在医保中限重症乙肝患者的住院治疗，因此胸腺五肽受益于替代低端最明显。**从下图可见，尽管从销售金额上看，胸腺肽制剂2011年的占比仅13%，从销量上看2011年胸腺肽制剂仍然占据36%市场份额，替代空间还较大。**翰宇药业的胸腺五肽市场份额约17.5%，排名第2。**

图表 11: 胸腺肽类产品按销售金额(单位:亿元)


来源：IMS，备注：按医院进货价统计

图表 12: 胸腺肽类产品按销量占比


来源：IMS，齐鲁证券研究所

图表 13: 胸腺五肽、胸腺法新、胸腺肽素对比

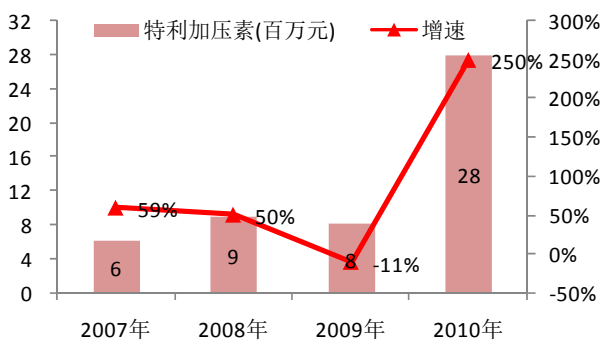
| 项目 | 胸腺五肽 | 胸腺法新 | 胸腺肽 |
|------|---------------------------------------|-------------------------------------|--|
| 医保 | 进入17个省市2010版地方医保(其中11省市无限制,6省市有限制) | 2009版国家医保乙类(限重症乙肝患者的住院治疗) | 2004版国家医保乙类,没有进入2009版国家医保目录,注射剂和口服剂型分别进入6个和7个省市2010版地方医保 |
| 竞争格局 | 57家企业获得批文,竞争激烈,其中10mg规格的只有翰宇药业等7家获得批文 | 6家企业(含原研)获得批文 | 超过60家企业获得批文,竞争激烈 |
| 适应症 | 病毒性肝炎、恶性肿瘤、重症感染等的辅助治疗,以及免疫缺陷疾病等 | 主要用于重症乙肝患者的住院治疗,也用于恶性肿瘤、重症感染等的辅助治疗等 | 病毒性肝炎、恶性肿瘤、病毒性角膜炎等眼病的辅助治疗,以及免疫缺陷疾病等 |
| 活性 | 免疫学活性是胸腺肽制剂的84-102倍 | 免疫学活性是胸腺肽制剂的2000-3000倍 | 有效成分随批次变化,免疫学活性有限 |
| 副作用 | 化学单体化合物,不存在异原蛋白,无过敏反应 | 化学单体化合物,不存在异原蛋白,无过敏反应 | 动物源性,存在异原蛋白,注射剂副作用大 |
| 中标价 | 约175元/10mg(水针)、约190元/10mg(粉针) | 国产约120元/1.6mg(粉针),进口约710元/1.6mg(粉针) | 约15元/50mg(粉针)、约11元/60mg(水针)、约24元/盒(20mg×6片)(肠溶片) |
| 用量 | 每次1mg,每日一次,或遵医嘱 | 每次1.6mg,每周2次,两次相隔3-4天 | 每次10-80mg,每日一次,或遵医嘱 |

来源：齐鲁证券研究所

特利加压素：疗效和竞争格局优势明显，新进 10 个地方医保

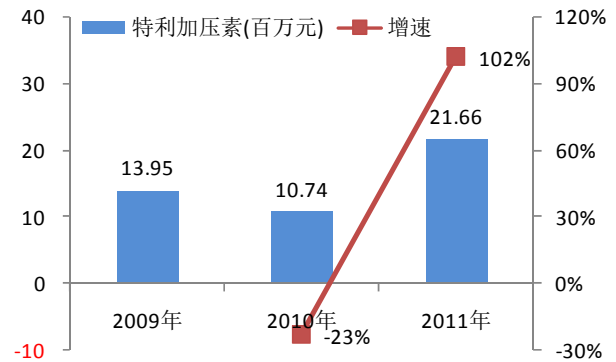
- 特利加压素是公司 2009 年 7 月获批的一个重磅品种(首仿)，又称三甘氨酸基赖氨酸加压素，适应症为出血性食管静脉曲张。特利加压素半衰期长不需要持续静脉注射，而且不良反应比其他同类药品少。
- 特利加压素过去没有进入医保，经增补进入 2010 版 10 个省市的地方医保，从终端销售的表现来看进入医保后放量明显。由于各个省市的医保是陆续开始执行而且非基药招标也相对滞后，进入医保的利好将逐步体现。

图表 14：特利加压素的市场规模增长



来源：SFDA 南方所，齐鲁证券研究所

图表 15：翰宇药业的特利加压素增长



来源：翰宇药业公告。备注：销售额按不含税出厂价

- 特利加压素的疗效和竞争格局明显优于老品种生长抑素和奥曲肽。

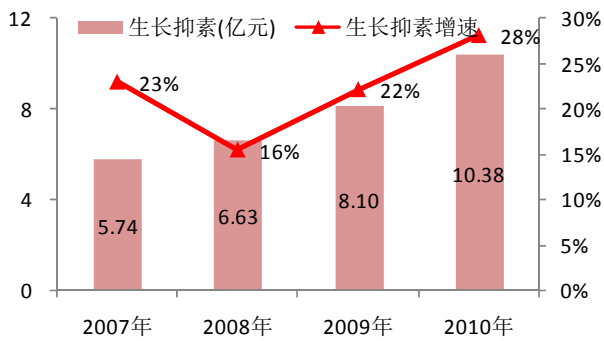
图表 16：特利加压素、生长抑素、奥曲肽对比

| 项目 | 特利加压素 | 生长抑素 | 奥曲肽 |
|------|--|---|--|
| 医保 | 新进10个省市2010版地方医保，无限制 | 2009版国家医保乙类(限胰腺炎、食道静脉曲张出血) | 2009版国家医保乙类(限胰腺炎、食道静脉曲张出血) |
| 竞争格局 | 2家获得批文，其中外资的辉凌制药原研，翰宇药业首仿 | 21家企业获得批文(含6家外资)，竞争激烈 | 20家企业获得批文(含2家外资)，竞争激烈 |
| 适应症 | 出血性食管静脉曲张 | 食道静脉曲张出血；胰瘘、胆瘘、肠瘘辅助治疗；胰腺外科手术并发症治疗；糖尿病酮症酸中毒辅助治疗等 | 食管静脉曲张出血；应激性溃疡及消化道出血；重型胰腺炎；胃肠道瘘管和消化道内分泌系统肿瘤辅助治疗等 |
| 活性 | 推注一次作用可维持约4~6小时，不需要连续滴注，使用方便 | 半衰期仅1.2-4.9分钟，需要连续滴注给药 | 消除呈双相性，半衰期分别为10分钟和90分钟。需要连续滴注给药 |
| 不良反应 | 偶见腹部疼痛痉挛、头痛、暂时面色苍白以及血压升高 | 少数病例用药后产生恶心眩晕脸红等反应和呕吐现象 | 注射局部反应，胃肠道反应，长期用可能胆结石，可能血糖调节 |
| 中标价 | 翰宇药业约449元/1mg(粉针) 辉凌制药约432元/1mg(粉针) | 国产约178元/3mg(粉针) 原研约611元/3mg(粉针) | 约47元/0.1mg(水针) 原研约119元/0.1mg(水针) |
| 用量 | 静脉推注，2mg，每4~6小时重复一次，直到获得控制，最多使用24小时 | 连续滴注给药，3mg/12小时，出血停止后(一般12~24小时内)继续用药48~72小时 | 持续静脉滴注0.025毫克/小时，最多治疗5天 |

来源：齐鲁证券研究所

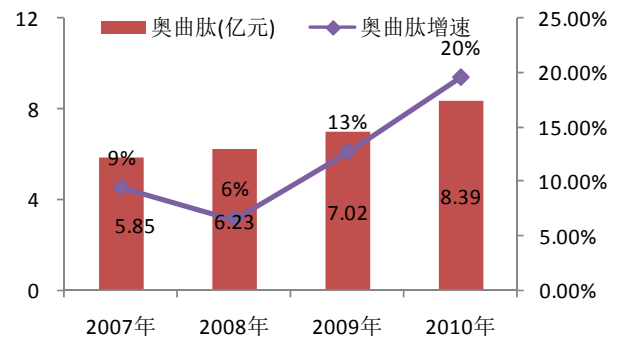
- 目前公司特利加压素主攻静脉曲张出血，随着新适应症的开发，替代效应将加强，有望逐步替代老品种。和特利加压素同类的两个老品种生长抑素和奥曲肽 2010 年的终端市场规模已经分别超过 10 亿元和 8 亿元。

图表 17: 生长抑素的市场规模增长



来源: SFDA 南方所, 备注: 按医院进货价统计

图表 18: 奥曲肽的市场规模增长



来源: SFDA 南方所, 备注: 按医院进货价统计

产品储备丰富, 专注多肽药物, 布局缓控释制剂

- 翰宇药业是典型的研发驱动型公司, 新产品上市对公司业绩有叠加效应。通过分析公司的产品梯队, 我们看到公司的产品结构不断向首仿药和创新药高端升级。短期的看点是 2012 年下半年或 2013 年初将要上市的两大新产品卡贝缩宫素和爱啡肽。中长期, 我们看好公司的产品储备丰富, 产品线治疗领域布局清晰、短中长期分布合理。

卡贝缩宫素: 起效迅速, 效果持久, 有望替代低端

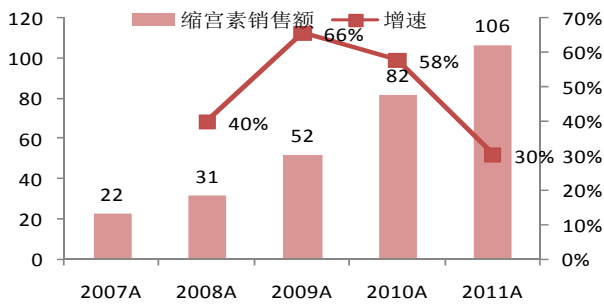
- 卡贝缩宫素是一种合成的具有激动剂性质的长效催产素九肽类似物, 在预防和治疗因宫缩乏力引起的产后出血方面具有起效迅速、效果持久的优势。卡贝缩宫素, 作为国内首仿药, 按六类申报, 目前仍在排队候审中。
- 对比低端的缩宫素注射液, 卡贝缩宫素的疗效优势明显, 经济效益显著。

图表 19: 卡贝缩宫素和缩宫素对比

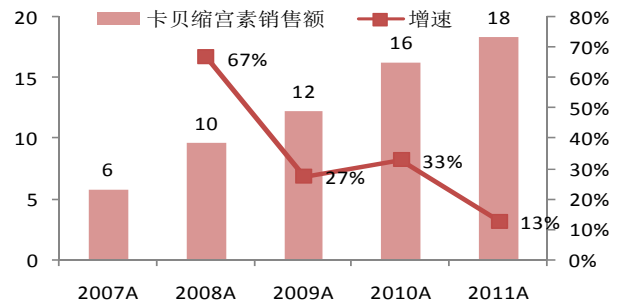
| 项目 | 卡贝缩宫素 | 缩宫素 |
|------|---|--|
| 医保 | 国家医保乙类(限抢救) | 注射剂国家医保甲类 |
| 竞争格局 | 2家, 辉凌制药(外资)和进口的Draxis | 超过20家企业获得批文, 竞争激烈 |
| 适应症 | 用于选择性硬膜外或腰麻下剖腹产后, 以预防子宫收缩乏力和产后出血 | 用于引产、催产、产后及流产后因宫缩无力或缩复不良而引起的子宫出血 |
| 疗效 | 不论是静脉注射还是肌肉注射, 起效迅速, 可在2分钟内达到明确强度。单剂量静脉注射卡贝缩宫素对子宫的活性作用可持续大约1个小时, 半衰期比缩宫素长4-10倍, 因此足以预防刚生产后的产后 | 肌肉注射在3~5分钟起效, 静脉滴注立即起效, 15~60分钟内子宫收缩的频率与强度逐渐增加, 然后稳定, 滴注完毕后20分钟, 其效应渐减退。半衰期一般为1~6分钟。 |
| 中标价 | 约290元/100μg: 1ml | 约1.8元/10IU: 1ml |
| 用量 | 单剂量静注100 μg (1 ml) | 引产或产前宫缩无力:每次2.5-5单位,极量20单位; 防产后出血:每次5-10单位 |

来源: 齐鲁证券研究所

- 由于目前只有两家外资药厂的卡贝缩宫素在我国上市, 而且推广的力度不大, 卡贝缩宫素 2011 年的销售额仅 18 百万元, 销量仅 6.4 万支。考虑到低端产品缩宫素 2011 年的销量已经达到 59 百万支, 我们认为, 翰宇药业的卡贝缩宫素一旦获批上市, 一方面替代低端, 另一方面将推动高端市场的扩容。市场前景广阔。按照对缩宫素市场 5% 的替代(即 3 百万支)、单价 200 元(原研 290 元/支)来测算, 终端市场也有 6 亿元的潜在空间。

图表 20: 缩宫素市场规模增长(单位:百万元)


来源: 齐鲁证券研究所。备注: 按医院进货价统计

图表 21: 卡贝缩宫素市场规模增长(单位:百万元)


来源: 齐鲁证券研究所。备注: 按医院进货价统计

爱啡肽: 作用机制新颖, 市场空间好

- 爱啡肽是人工合成的环状七肽, 是一种新型的血小板糖蛋白 II b / IIIa 受体拮抗剂(GP II b/IIIa 受体拮抗剂), 适用于急性冠状动脉综合症, 主要运用于冠状动脉介入手术(PCI 手术)中抗凝血。**爱啡肽进入北美 PCI 手术指南。**翰宇药业的爱啡肽, 按三类申报, 目前仍在排队候审中。
- 据卫生部统计, 我国心肌梗死患者超过 **200 万人**, 并且发病人群有**年轻化趋势**, 市场容量大。从治疗方式上看, 2010 年我国 PCI 手术 53 万例。假如未来有 10% 的 PCI 手术使用爱啡肽, 每例手术爱啡肽的费用 8000 元, 那么**终端市场空间就达到 4 亿元**。
- 由于爱啡肽的原研产品还没有进入我国, 未来还需要靠公司来做学术推广, 有一定压力。我们看好这个产品是**新颖作用机制药物, 抗凝功效更显著, 副作用更小**——从**药物经济学的角度看前景广阔**。爱啡肽的同类产品替罗非班虽然在我国抗血栓药物中占的份额不大, 但是 2006-2010 年销售额的平均增速达 60%。在海外市场爱啡肽由于抗凝血效果更优和副作用更小, 销售金额超过替罗非班。
- 爱啡肽的成长空间来自**和老品种的联合用药和替代效应两方面**。例如, 国内已经有医院在 PCI 手术中实行“五联治疗”, 即阿司匹林、氯吡格雷、GP II b/IIIa 受体拮抗剂、肝素、低分子肝素结合使用。美国心脏协会在 PCI 指南中指出: 在选择性 PCI 和支架植入术中使用 GP II b/IIIa 受体拮抗剂合理, 并且 **GP II b/IIIa 受体拮抗剂和氯吡格雷联合使用的抗血小板效果更好**。

图表 22: 抗血小板聚集药物作用机理对比

| 作用机理 | 代表药物 | |
|--------------------------|--|--|
| 抑制诱导因子类 | 抑制某一种激活血小板的诱导因子 | 阿司匹林(经典老药, 生产厂家众多) 氯吡格雷(赛诺菲-万安特原研, 信立泰首仿) |
| 血小板糖蛋白 II b / IIIa 受体拮抗剂 | 血小板糖蛋白 II b / IIIa 受体和凝血因子结合导致血小板凝聚, 因此特异性地与血小板糖蛋白 II b / IIIa 受体结合就抑制了血小板凝聚的途径, 抗凝效果更显著 | 爱啡肽(未在我国上市) 阿昔单抗(未在我国上市) 拉米非班(未在我国上市) 替罗非班(6 家企业获得批文) |

来源: 齐鲁证券研究所

图表 23: 抗血栓生成药物增速及份额

| 抗血栓形成药 | 06 年增速 | 07 年增速 | 08 年增速 | 09 年增速 | 10 年增速 | 10 年份额 |
|--------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 氯吡格雷 | 99.62% | 65.70% | 38.20% | 32.74% | 42.14% | 47.43% |
| 低分子肝素钙 | 11.92% | 37.13% | 40.27% | 33.23% | 41.30% | 11.62% |
| 奥扎格雷钠 | 44.10% | 66.22% | 5.53% | 19.19% | 13.39% | 11.37% |
| 低分子肝素钠 | -3.97% | 7.26% | -1.51% | 64.37% | 53.39% | 5.20% |
| 肝素钠 | 6.38% | 51.41% | 43.61% | 74.00% | 133.95% | 5.01% |
| 蚓激酶 | -3.84% | 19.25% | 4.46% | 1.18% | 9.22% | 3.44% |
| 依诺肝素钠 | 37.51% | 88.58% | -2.76% | -3.31% | -11.98% | 3.13% |
| 西洛他唑 | 3.35% | 41.05% | -1.42% | 42.15% | 29.00% | 2.01% |
| 替罗非班 | 101.29% | 80.86% | 25.08% | 47.21% | 46.21% | 1.65% |
| 其他 | | | | | | 9.13% |

来源: SFDA 南方所, 齐鲁证券研究所

产品储备丰富, 产品线布局清晰合理

- 翰宇药业的产品储备清晰地心脑血管、肿瘤、免疫调节、孕产、老年痴呆、糖尿病等领域展开。
- 产品储备的核心和基础是多肽药品。通过受让科信必成的21个控缓释制剂, 公司将进入高端口服化学药制剂领域, 契合化学药产业升级的机遇。
- 从下图可见, 公司的产品线短中长期分布合理, 重点治疗领域不断有新产品加入。

图表 24: 翰宇药业的产品线短中长期布局

| 适应症 | 已上市 | 短期(1-2年) | 中期(3-5年) | 长期(5年) |
|------|---------------------------------|-----------------------|-------------------------|---|
| 免疫调节 | 注射用胸腺五肽 | 注射用胸腺法新 | | 胸腺法新鼻喷剂 |
| 产科 | 注射用缩宫素 | 卡贝缩宫素注射液 醋酸阿托西班注射液 | | |
| 心脑血管 | 注射用奥扎格雷钠 | 爱啡肽注射液 | 科信必成转让的品种 | 注射用奈西立肽 注射用麝香甙素 |
| 消化系统 | 注射用特利加压素 注射用生长抑素 注射用奥美拉唑钠 | | 科信必成转让的品种 | |
| 糖尿病 | 注射用普罗瑞林 | | 醋酸普兰林肽注射液、 科信必成转让的品种 | 溴麦角环肽 |
| 抗肿瘤 | | | 醋酸注射用西曲瑞克、 科信必成转让的品种 | CB5005及制剂、注射 用曲普瑞林缓释微 球、布舍瑞林注射液 |
| 其他 | 醋酸去氨加压素注射液 | | 科信必成转让的品种 | PP0301肽及制剂 B0202合成肽及制剂 格拉替雷注射液 注射用恩夫韦肽 |

来源: 齐鲁证券研究所

- 值得注意的是, 公司的产品结构从普通的仿制药到首仿再到创新药, 不断升级。

图表 25: 翰宇药业产品结构升级


来源: 齐鲁证券研究所

- 已取得临床批件的普兰林肽和引进中的溴麦角环肽(老药新规格、新适应症拓展)都是糖尿病药物。其中, 溴麦角环肽美国FDA要求药企需要证明报批的治疗糖尿病药物不会对患者产生心血管风险后批准的首个产品, 公司将独家代理该产品在中国的销售。中华医学会糖尿病学分会报告显示, 我国糖尿病患者数约9200万, 国内糖耐量低下人群超过1.48亿。2011年我国糖尿病药终端市场规模估计在140亿元左右, 扣除胰岛素类药物后接近90亿元。

图表 26: 翰宇药业的主要在研产品的研发进展和竞争格局

| 品名 | 药品类型 | 进展情况 | 竞争格局 |
|------------------|----------|---------|----------------|
| 卡贝缩宫素及卡贝缩宫素注射液 | 化药 6 类 | 已申请注册 | 首仿, 2 家外资在国内上市 |
| 爱啡肽及爱啡肽注射液 | 化药 3 类 | 已申请注册 | 首仿, 原研未在国内上市 |
| 胸腺法新及注射用胸腺法新 | 化药 6 类 | 已申请注册 | 6 家企业(含原研)获得批文 |
| 醋酸阿托西班及醋酸阿托西班注射液 | 化药 3+6 类 | 已申请注册 | 首仿, 原研已经在国内上市 |
| 醋酸普兰林肽及醋酸普兰林肽注射液 | 化药 3 类 | 已获得临床批件 | 首仿, 原研未在国内上市 |
| 溴麦角环肽 | 新适应症补充 | 已合同独家引进 | 新适应症独家引进 |
| 醋酸西曲瑞克及醋酸注射用西曲瑞克 | 化药 3+6 类 | 即将申请注册 | 首仿, 原研已经在国内上市 |
| 奈西立肽及注射用奈西立肽 | 化药 3 类 | 临床前研究阶段 | 首仿 |
| 格拉替雷及格拉替雷注射液 | 化药 3 类 | 临床前研究阶段 | 首仿 |
| 醋酸布舍瑞林及醋酸布舍瑞林注射液 | 化药 3 类 | 临床前研究阶段 | 首仿 |
| 恩夫韦肽及注射用恩夫韦肽 | 化药 3+6 类 | 临床前研究阶段 | 首仿 |
| 注射用醋酸曲普瑞林缓释微球 | 化药 6 类 | 临床前研究阶段 | 剂型独家 |
| 胸腺法新鼻喷剂 | 化药 2 类 | 临床前研究阶段 | 剂型独家 |
| PP0301 肽及其制剂 | 化药 1.1 类 | 临床前研究阶段 | 创新药 |
| B0202 合成肽及其制剂 | 化药 1.1 类 | 临床前研究阶段 | 创新药 |
| CB5005 及其制剂 | 化药 1.1 类 | 临床前研究阶段 | 创新药 |
| 麝香甙素及注射用麝香甙素 | 化药 1 类 | 临床前研究阶段 | 创新药 |

来源: 齐鲁证券研究所

盈利预测、估值和投资建议

盈利预测

- 我们预计公司 2012-14 年收入分别为 2.21、3.09、4.11 亿元,增速为 33.1%、40.2%、33.0%; 净利润为 1.01、1.34、1.79 亿元,增速为 25.70%、32.11%、34.05%, 2012-14 年对应 EPS 为 1.01、1.34、1.79 元。

图表 27: 翰宇药业销售收入预测表(单位:百万元)

| 项 目 | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 产品I注射用胸腺五肽 | | | | | |
| 销售收入 | 49.61 | 70.17 | 93.40 | 124.23 | 155.81 |
| 增长率 (YOY) | 70.16% | 41.45% | 33.12% | 33.00% | 25.42% |
| 占总销售额比重 | 40.68% | 42.35% | 42.36% | 40.17% | 37.88% |
| 占主营业务利润比重 | 41.52% | 42.70% | 42.33% | 39.53% | 36.93% |
| 产品II注射用生长抑素 | | | | | |
| 销售收入 | 28.18 | 37.59 | 46.70 | 56.04 | 66.78 |
| 增长率 (YOY) | 17.71% | 33.36% | 24.25% | 20.00% | 19.15% |
| 占总销售额比重 | 23.12% | 22.69% | 21.18% | 18.12% | 16.23% |
| 占主营业务利润比重 | 25.91% | 25.14% | 23.14% | 19.49% | 17.24% |
| 产品III醋酸去氨加压素注射液 | | | | | |
| 销售收入 | 17.08 | 20.19 | 23.56 | 27.09 | 31.15 |
| 增长率 (YOY) | -12.06% | 18.19% | 16.68% | 15.00% | 15.00% |
| 占总销售额比重 | 14.01% | 12.19% | 10.68% | 8.76% | 7.57% |
| 占主营业务利润比重 | 10.35% | 8.90% | 7.71% | 6.21% | 5.33% |
| 产品IV注射用特利加压素 | | | | | |
| 销售收入 | 10.74 | 21.66 | 34.86 | 55.78 | 74.10 |
| 增长率 (YOY) | -22.99% | 101.64% | 60.93% | 60.00% | 32.86% |
| 占总销售额比重 | 8.81% | 13.07% | 15.81% | 18.04% | 18.01% |
| 占主营业务利润比重 | 10.69% | 16.19% | 19.21% | 21.47% | 21.30% |
| 产品V客户肽 | | | | | |
| 销售收入 | 13.48 | 11.93 | 14.00 | 16.10 | 18.52 |
| 增长率 (YOY) | 209.36% | -11.54% | 17.40% | 15.00% | 15.00% |
| 占总销售额比重 | 11.06% | 7.20% | 6.35% | 5.21% | 4.50% |
| 占主营业务利润比重 | 9.19% | 4.36% | 3.78% | 3.05% | 2.62% |
| 产品VI其他 | | | | | |
| 销售收入 | 2.83 | 4.15 | 8.00 | 30.00 | 65.00 |
| 增长率 (YOY) | 50.66% | 46.56% | 92.79% | 275.00% | 116.67% |
| 占总销售额比重 | 2.32% | 2.50% | 3.63% | 9.70% | 15.80% |
| 占主营业务利润比重 | 2.34% | 2.71% | 3.85% | 10.25% | 16.58% |
| 销售收入小计 | 121.9285 | 165.68 | 220.53 | 309.24 | 411.36 |
| 销售成本小计 | 29.46 | 38.58 | 49.95 | 66.31 | 86.03 |
| 毛利 | 92.47 | 127.10 | 170.58 | 242.94 | 325.33 |
| 平均毛利率 | 75.84% | 76.71% | 77.35% | 78.56% | 79.09% |

来源: 齐鲁证券研究所

- 对期间费用和所得税率假定如下表:

图表 28: 翰宇药业期间费用率及所得税率假定

| | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 营业费用 | -14 | -26 | -35 | -50 | -66 |
| % 销售收入 | 11.50% | 15.90% | 16.00% | 16.10% | 16.10% |
| 管理费用 | -24 | -33 | -44 | -62 | -82 |
| % 销售收入 | 19.80% | 19.90% | 19.90% | 19.90% | 19.90% |
| 财务费用 | -1 | 17 | 24 | 24 | 34 |
| % 销售收入 | 0.50% | -10.10% | -10.80% | -7.80% | -8.30% |
| 所得税 | -2 | -13 | -17 | -22 | -30 |
| 所得税率 | 3.60% | 14.20% | 14.20% | 14.20% | 14.50% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 少数股东损益占比 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |

来源: 齐鲁证券研究所

绝对估值法：38.82 元

- 假定无风险利率3.50%、风险溢价8.00%、BETA为1.08，2012-14年显性期增长率详见销售收入预测表，2015-2025年的半显性期假定收入增速从24%下降到10%，TV=2%，DCF绝对估值显示公司价值为38.82元。

图表 29：翰宇药业 DCF 估值为 38.82 元

| | | | |
|-------|----------|--------|--------|
| 每股价值 | 38.82 | TV增长率 | 2.0% |
| 隐含P/E | 38.38 | Ke | 12.15% |
| 企业值 | 3,882.27 | 债务 | 0.00 |
| | | 投资 | 793.13 |
| 股票价值 | 3,882.27 | 少数股东权益 | 0.00 |

$$PV(FCFE) = \sum_{t=1}^{n=10} \frac{FCFE_t}{(1+K_e)^t} + \frac{FCFE_n \times (1+TV)}{(1+K_e)^n \times (K_e - TV)}$$

来源：齐鲁证券研究所

PE 相对估值法：35.35-37.52 元

- 由于翰宇药业是研发驱动型企业，新产品的上市给公司的业绩带来很大弹性，在估值上给予一定溢价，按 2012 年×35，2013 年×28，根据我们对 2012-2013 年业绩的预测，公司的合理估值区间是 35.35-37.52 元。

图表 30：翰宇药业 PE 相对估值结果：35.35-37.52 元

| 公司名称 | 股票代码 | 收盘价 | 总市值 | 11EPS | 12EPS | 13EPS | 11PE | 12PE | 13PE |
|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 可比公司平均 | | | | | | | 44.88 | 32.35 | 25.76 |
| 翰宇药业 | 300199.SZ | 34.72 | 34.72 | 0.80 | 1.01 | 1.34 | 43.14 | 34.38 | 25.91 |
| 智飞生物 | 300122.SZ | 23.90 | 95.60 | 0.49 | 0.73 | 1.00 | 48.68 | 32.83 | 23.98 |
| 沃森生物 | 300142.SZ | 35.88 | 64.58 | 1.15 | 1.50 | 1.84 | 31.12 | 23.96 | 19.51 |
| 誉衡药业 | 002437.SZ | 18.78 | 52.58 | 0.42 | 0.67 | 0.68 | 45.00 | 27.95 | 27.72 |
| 长春高新 | 000661.SZ | 41.32 | 54.26 | 0.83 | 1.18 | 1.56 | 49.53 | 35.09 | 26.55 |
| 舒泰神 | 300204.SZ | 51.00 | 68.03 | 0.78 | 1.27 | 1.72 | 65.26 | 40.32 | 29.66 |
| 安科生物 | 300009.SZ | 10.53 | 19.90 | 0.34 | 0.33 | 0.39 | 31.43 | 31.91 | 27.00 |

来源：其他公司数据采用万得一致预期，齐鲁证券研究所

投资建议

- 综合相对估值和绝对估值结果，翰宇药业的合理估值区间为 37.52-38.82 元。
- 近期看点：已有产品(胸腺五肽、特利加压素)的增长和新产品(卡贝缩宫素、爱啡肽)的上市；中长期看点：产品储备丰富，有多个潜力大品种，向高端升级。尽管从相对估值的角度看公司的估值不便宜，但是因为我们非常看好公司中长期的高增长潜力和弹性，首次覆盖给予“增持”评级。

风险因素

- **管理风险：**随着规模的扩大，研发上面临多项目的并行管理，生产上面临化学合成多肽制剂和控缓释制剂的并行管理，管理能力有待考验；随着新产品的上市，公司需要逐步形成强大的学术推广能力，公司对市场和销售团队的建设和管理有待考验。
- **行政审批的风险：**新产品(例如：卡贝缩宫素、爱啡肽)的行政审批速度。
- **市场风险：**目前对利润贡献最大的胸腺五肽是成熟产品，市场竞争激烈，面临降价压力，如果销售放量不能弥补降价的影响，可能使盈利低于预期；新产品导入期的推广效果有不确定性。

图表 31：翰宇药业财务报表摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | |
|-----------------------|------------|------------|-------------|------------|------------|-----------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 营业总收入 | 122 | 166 | 221 | 309 | 411 | 货币资金 | 84 | 793 | 574 | 811 | 1,149 |
| 增长率 | 31.5% | 35.9% | 33.1% | 40.2% | 33.0% | 应收款项 | 24 | 62 | 64 | 89 | 119 |
| 营业成本 | -29 | -39 | -50 | -66 | -86 | 存货 | 17 | 16 | 18 | 22 | 28 |
| %销售收入 | 24.2% | 23.3% | 22.6% | 21.4% | 20.9% | 其他流动资产 | 9 | 56 | 85 | 111 | 31 |
| 毛利 | 92 | 127 | 171 | 243 | 325 | 流动资产 | 133 | 928 | 740 | 1,034 | 1,327 |
| %销售收入 | 75.8% | 76.7% | 77.4% | 78.6% | 79.1% | %总资产 | 62.5% | 89.6% | 64.6% | 83.2% | 92.2% |
| 营业税金及附加 | 0 | -3 | -4 | -5 | -7 | 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %销售收入 | 0.3% | 1.6% | 1.6% | 1.6% | 1.6% | 固定资产 | 54 | 78 | 371 | 173 | 74 |
| 营业费用 | -14 | -26 | -35 | -50 | -66 | %总资产 | 25.5% | 7.6% | 32.4% | 13.9% | 5.2% |
| %销售收入 | 11.5% | 15.9% | 16.0% | 16.1% | 16.1% | 无形资产 | 22 | 24 | 29 | 30 | 32 |
| 管理费用 | -24 | -33 | -44 | -62 | -82 | 非流动资产 | 80 | 108 | 405 | 209 | 112 |
| %销售收入 | 19.8% | 19.9% | 19.9% | 19.9% | 19.9% | %总资产 | 37.5% | 10.4% | 35.4% | 16.8% | 7.8% |
| 息税前利润 (EBIT) | 54 | 65 | 88 | 127 | 171 | 资产总计 | 213 | 1,036 | 1,145 | 1,243 | 1,438 |
| %销售收入 | 44.3% | 39.3% | 39.9% | 41.0% | 41.5% | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -1 | 17 | 24 | 24 | 34 | 应付款项 | 8 | 15 | 19 | 26 | 34 |
| %销售收入 | 0.5% | -10.1% | -10.8% | -7.8% | -8.3% | 其他流动负债 | 7 | 14 | 69 | 26 | 34 |
| 资产减值损失 | -1 | -1 | -1 | -2 | -3 | 流动负债 | 16 | 30 | 88 | 52 | 68 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 17 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 负债 | 32 | 60 | 118 | 82 | 98 |
| 营业利润 | 52 | 81 | 111 | 149 | 203 | 普通股股东权益 | 181 | 976 | 1,027 | 1,161 | 1,340 |
| 营业利润率 | 42.7% | 48.8% | 50.3% | 48.1% | 49.2% | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外收支 | 3 | 13 | 7 | 7 | 7 | 负债股东权益合计 | 213 | 1,036 | 1,145 | 1,243 | 1,438 |
| 税前利润 | 55 | 94 | 118 | 156 | 210 | 比率分析 | | | | | |
| 利润率 | 45.0% | 56.6% | 53.5% | 50.4% | 50.9% | | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 所得税 | -2 | -13 | -17 | -22 | -30 | 每股指标 | | | | | |
| 所得税率 | 3.6% | 14.2% | 14.2% | 14.2% | 14.5% | 每股收益(元) | 0.705 | 0.805 | 1.012 | 1.336 | 1.791 |
| 净利润 | 53 | 80 | 101 | 134 | 179 | 每股净资产(元) | 2.408 | 9.761 | 10.272 | 11.609 | 13.400 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金净流(元) | 0.729 | 0.725 | 0.787 | 0.947 | 2.444 |
| 归属于母公司的净利润 | 53 | 80 | 101 | 134 | 179 | 每股股利(元) | 0.000 | 0.500 | 0.500 | 0.000 | 0.000 |
| 净利率 | 43.3% | 48.6% | 45.9% | 43.2% | 43.5% | 回报率 | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | 净资产收益率 | 29.26% | 8.24% | 9.85% | 11.51% | 13.37% |
| | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 总资产收益率 | 24.82% | 7.77% | 8.84% | 10.76% | 12.46% |
| 净利润 | 53 | 80 | 101 | 134 | 179 | 投入资本收益率 | 53.64% | 30.52% | 16.63% | 31.14% | 76.41% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 增长率 | | | | | |
| 非现金支出 | 8 | 9 | 9 | 12 | 14 | 营业总收入增长率 | 31.51% | 35.88% | 33.10% | 40.23% | 33.02% |
| 非经营收益 | -1 | -2 | -7 | -7 | -7 | EBIT增长率 | 27.81% | 20.52% | 35.10% | 44.30% | 34.73% |
| 营运资金变动 | -5 | -15 | -25 | -44 | 58 | 净利润增长率 | 49.43% | 52.28% | 25.70% | 32.11% | 34.05% |
| 经营活动现金净流 | 55 | 72 | 79 | 95 | 244 | 总资产增长率 | 16.67% | 386.48% | 10.54% | 8.53% | 15.74% |
| 资本开支 | 23 | 78 | 298 | -193 | -93 | 资产管理能力 | | | | | |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 54.9 | 99.4 | 99.4 | 99.4 | 99.4 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 215.6 | 156.7 | 130.0 | 120.0 | 120.0 |
| 投资活动现金净流 | -23 | -78 | -298 | 193 | 93 | 应付账款周转天数 | 25.6 | 16.9 | 16.9 | 16.9 | 16.9 |
| 股权募资 | 0 | 725 | 0 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 143.4 | 108.4 | 84.3 | 63.0 | 48.9 |
| 债权募资 | -29 | 0 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | |
| 其他 | -2 | -8 | 0 | -50 | 0 | 净负债/股东权益 | -46.28% | -81.26% | -55.85% | -69.90% | -85.73% |
| 筹资活动现金净流 | -31 | 716 | 0 | -50 | 0 | EBIT利息保障倍数 | 87.6 | -3.9 | -3.7 | -5.2 | -5.0 |
| 现金净流量 | 1 | 711 | -219 | 238 | 337 | 资产负债率 | 15.17% | 5.75% | 10.27% | 6.57% | 6.82% |

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司(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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,反映了作者的研究观点,力求独立、客观和公正,结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用,不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。

市场有风险,投资需谨慎。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。

投资者应注意,在法律允许的情况下,本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发,需注明出处为“齐鲁证券研究所”,且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。