

立足肠外营养，专注慢性病药物研发的创新型企业

核心观点：

- **专注研发，自建和合作方式生产；产能过剩背景下轻资产方式有利提高投资回报**
公司自建四川及辽宁两个生产基地，天台山和美大康是合作生产厂商。国内医药生产企业6000余家，产能总体过剩。
- **肠外营养细分龙头，积极布局肝病、高血压、糖尿病等慢病领域；未来复方维生素（13）等潜力产品陆续获批注入持续增长动能**
国内最大的肠外营养药企业，2011年肠外营养药占公司营收比重44.1%，毛利45.4%。32个在研品种未来1-3年内陆续获批。国内首创的复方维生素（13）、三室袋等产品都具有上市1-2年销售过亿潜力。
- **2012年恢复性增长，未来几年预计将维持25%以上收入增速**
多烯磷脂酰胆碱医保报销范围重新划定有望重拾较高增速，预计全年增长17.5%。夫西地酸钠基数变化，同比由负转正。中长链脂肪乳完成招标后销售步入正轨，复方氨基酸18AA-VII与盐酸纳美芬新进2010版医保拐点凸显。预计2012年销售收入同比增长26.2%。
- **肠外营养正处于行业黄金发展期：提高存活率与生存质量，缩短住院日，肠外营养临床重视度提升；中小城市的临床应用逐渐普及**
严重烧创伤、大手术、消化道严重疾病、癌症患者是肠外营养的主要适用人群。中长链脂肪乳、复合氨基酸、复合维生素及“全合一”产品是肠外营养应用趋势，未来增速将高于行业平均。
- **盈利预测与投资建议**
我们预计公司2012-2014年EPS分别为1.1、1.37、1.69元，12-14年CAGR25.8%，持续成长能力较强。2012年PE约23倍，有一定的安全边际，建议中长期投资者积极关注。
- **风险提示**
新产品上市推广速度低于预期。

主要财务指标

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	604.43	762.64	964.25	1215.34
EBITDA(百万元)	353.22	421.28	515.57	639.68
收入增长率%	3.93%	26.17%	26.44%	26.04%
净利润(百万元)	312.30	438.35	547.30	675.22
摊薄EPS(元)	0.87	1.10	1.37	1.69
PE	31.27	22.28	17.84	14.46
PB	12.72	19.59	15.67	12.00
ROIC	0.80	0.53	0.46	0.48

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

海思科 (002653.SZ)

推荐 首次评级

分析师

黄国珍

☎: 021-20252609

✉: huangguozhen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511100004

特此鸣谢

郭思捷 010-83574110

(guosijie@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2012.06.26

A股收盘价(元)	24.41
A股一年内最高价(元)	26.53
A股一年内最低价(元)	16.60
上证指数	2454.92
市净率	12.72
总股本(万股)	40010.00
实际流通A股(万股)	4010.00
流通A股市值(亿元)	9.79

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

肠外营养行业正处于黄金发展期, 中长链脂肪乳、复合氨基酸、复合维生素及“全合一”产品是肠外营养应用趋势, 未来增速高于行业平均, 预计将在 20% 以上:

肠外营养药品主要应用于严重烧创伤、大手术、消化道严重疾病及肿瘤患者。该群体较高的不良发生率, 导致抵抗力下降容易继发各类并发症, 严重影响患者康复与延长住院时间。肠外营养的应用提高患者存活率与生存质量, 减少并发症的发生, 缩短了住院日, 不仅具有肯定的临床价值, 又提高了医院效益及减少了患者的住院费用, 具有多赢的效果。

复方产品, 一次输注即满足患者多种营养素需求的“全合一”产品未来获得临床更多的青睐, 预计增速将在 20% 以上。

多烯医保报销范围的恢复、中长链脂肪乳完成招标后销售逐渐步入正轨、复方氨基酸及纳美芬新进 2010 版医保销售拐点凸显; 新产品(脂肪乳、氨基酸、多拉司琼、纳美芬) 2012 年销售额预计上亿, 拉动业绩增长约 10 个百分点:

多烯磷脂酰胆碱 2010 年新版医保出台后报销范围缩小。该产品对肝损伤患者具有非常好的疗效, 经过公司的积极努力, 多省市缩小的报销范围重又恢复, 预计 2012 年销售收入同比增长 17.5%, 较上年提高 5.8 个百分点。中长链脂肪乳 2010 年获得批文, 2011 年完成第一次招标工作, 今年销售将逐步进入正轨, 预计全年销售额将达 4000 万元。复方氨基酸 18AA-VII 作为治疗性氨基酸新进 2010 版医保乙类目录, 阿片受体拮抗剂纳美芬也由自费药成为医保乙类品种, 能够报销后将刺激产品销售的快速增长。

复方维生素(13)等新产品的陆续获批将推动业绩持续增长, 预计 12-14 年公司营收复合增长率超过 25%:

公司 32 个在研品种, 未来 1-3 年将陆续获批, 且多个产品均为首仿, 具有良好的销售前景。国内首创的复方维生素(13)、“三室袋”等产品上市 1-2 年后有望成为上亿品种。我们预计公司 2012-2014 年营收同比增长 26.2%、26.4% 和 26.0%, 分别达到 7.6 亿、9.6 亿和 12.2 亿元; 净利润同比增长 40.4%、24.9% 和 23.4%, 分别达到 4.38 亿、5.47 亿和 6.75 亿元。

我们与市场不同的观点:

固定资产固然是企业重要的资源, 但研发能力及销售渠道在产能过剩背景下意义尤甚, 轻资产降低折旧有利于提升投资回报率; 肠外营养提高存活率, 降低并发症发生率, 缩短住院日, 具有肯定的临床疗效及良好的药物经济学特性, 不同于一般意义上的辅助用药。

估值与投资建议:

我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.1、1.37、1.69 元, 12-14 年 CAGR 25.8%, 持续成长能力较强。2012 年 PE 约 23 倍, 具有较高的安全边际, 建议中长期投资者积极关注。

股价表现的催化剂:

新产品批文的陆续下发。

主要风险因素:

新产品上市推广速度低于预期。

目 录

一、专注研发、轻资产经营有利提升投资回报率	4
(一) 轻资产研发型企业, 自建及合作方式进行生产	4
(二) 民营控股企业.....	6
(三) 产能过剩背景下轻资产模式能够获得更高的投资回报率	6
二、肠外营养细分龙头, 积极布局肝病、高血压、内分泌等慢病领域	7
(一) 肠外营养细分龙头, 贡献半数毛利.....	7
(二) 未来 1-3 年将迎来产品密集上市收获期.....	8
(三) 潜力品种陆续上市注入持续业绩增长动能.....	9
三、2012 年恢复性增长, 未来几年预计将维持 25%以上收入增速	11
(一) 2012 年恢复性增长, 未来“营收”将维持 25%以上增速	11
(二) 多烯磷脂酰胆碱: 竞争格局稳定, 医保报销范围重新调整后增速回升, 未来适应症向肝损伤拓展.....	14
(三) 夫西地酸钠: 基数下降后, 恢复正增长.....	17
(四) 新进 2010 年版医保: 复方氨基酸 18AA-VII 与盐酸纳美芬.....	17
(五) 销售进入正轨: 脂肪乳 2010 年获批, 2011 年完成招标	19
四、正处于黄金发展期的肠外营养行业	20
(一) 临床价值与经济效益俱佳的肠外营养药	20
(二) 脂肪乳: 医保调整总体销售增速下滑, 未来中长链比重提升	20
(三) 复方氨基酸 18AA-VII: 治疗性氨基酸, 需求刚性较强	23
(四) 转化糖系列: 电解质厂商较少, 将带动该系列产品销售回升	24
(五) 脂溶性维生素: 继续维持快速增长态势	25
五、盈利预测与估值:	26
(一) 公司盈利预测.....	26
(二) 公司相对估值水平	27
六、附录	28
(一) 公司财务预测表.....	28
(二) 公司估值表.....	29
(三) 公司主要产品医保调整情况.....	30
(四) 肠外营养发展历史.....	32
插图目录	33
表格目录	33

一、专注研发、轻资产经营有利提升投资回报率

（一）轻资产研发型企业，自建及合作方式进行生产

历史：公司最早起步于2000年，是一家专业的民营研发机构。经过十多年的努力，已经从一个单一性的研发机构发展成为集药品研发、制造等多个领域的专业化医药企业。公司前身西藏康欣药业有限公司成立于2005年，2010年更名为西藏海思科药业集团有限公司。

研发：平台性技术包括两类，处方药创新仿制核心技术开发平台及重点上市产品为代表的核心成熟生产技术平台。前者包括

（1）新型肠外营养注射剂系列药物技术开发平台。复方和复合是未来肠外营养临床应用的发展方向，各组分之间的相互作用是该类药品制造业的难点。公司经过若干年的积累，截至目前已经研发上市了13个肠外营养产品，利用该平台技术，2012-2013年有望陆续推出复方维生素注射液（13）、注射用复方维生素（3）、注射用多种复合维生素（12）、橄榄油脂肪乳注射液、复方氨基酸注射液（20AA）等5个重点产品。

（2）注射剂工艺开发平台。注射剂是研发和生产难度较高的一种剂型。难溶注射剂又是注射剂开发中的难点。利用该平台公司成功开发出了多烯磷脂酰胆碱注射液等难度较高的品种。多烯磷脂酰胆碱自1993年由安万特公司引入中国引来，至今仅有两家企业获得制剂和原料药的生产批文，即原研厂商和公司。

（3）多室袋包装技术开发平台。TPN是目前临床肠外营养应用方向。研制此类药品，除了要克服组分之间相互作用的研究难题之外，包材的研发及设计也是核心竞争点之一。截止目前国内尚无企业完全掌握了多室袋“全合一”肠外营养药物的制备技术，进口产品价格昂贵。

（4）新型难溶口服制剂开发平台。溶出度的差异是国产和进口专利（原研）药的差距所在。该技术指标的差异将进一步导致药品药效的发挥，对于一些心脑血管药尤甚。

生产：目前公司产品通过自建的两个生产基地以及天台山和美大康两个合作生产厂进行生产。自建生产基地为四川海思科和辽宁海思科，均为全资子公司。四川海思科主要负责口服制剂和原料药的生产，厂址位于成都温江海峡科技园。辽宁海思科主要负责复方氨基酸等四个制剂产品的生产，厂址位于辽宁省兴城市兴城曹庄工业园区。

表 1: 公司产品生产安排及生产认证

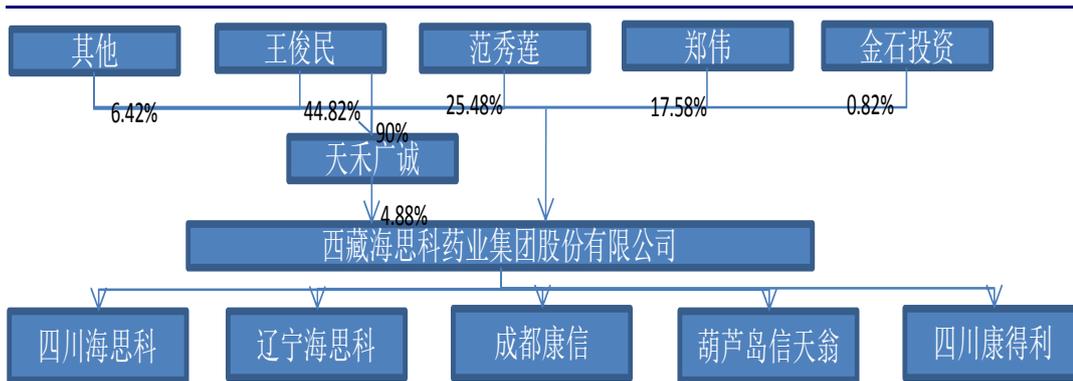
公司（生产基地）	产品名称	GMP 证书
天台山制药	多烯磷脂酰胆碱注射液	1986 年建厂，目前拥有小容量注射液、冻干粉针等 GMP 证书
	注射用夫西地酸钠	
	注射用脂溶性维生素系列（包括 I 型和 II 型两种产品）	
	注射用盐酸罗哌卡因	
美大康药业	转化糖注射液	2001 年建厂，目前拥有大容量注射液、小容量注射液等 GMP 证书
	转化糖电解质注射液	
	甘油果糖注射液	
	复方维生素注射液（4）	
	多种微量元素注射液	
四川海思科	葡萄糖酸依诺沙星注射液	已获得原料药 GMP 证书
	多烯磷脂酰胆碱和夫西地酸钠两种原料药	
辽宁海思科	复方氨基酸注射液	拥有小容量、大容量注射剂及粉针剂（头孢菌素类）GMP 证书
	中长链脂肪乳注射液	
	甲磺酸多拉司琼	
	盐酸纳美芬	

资料来源：公司招股书，中国银河证券研究部

(二) 民营控股企业

公司的控股股东、实际控制人为自然人王俊民、范秀莲和郑伟三人。王俊民等三人合计控制公司发行后总股本的 92.76%，其中王俊民直接和间接合计控制公司 49.7% 的股份。

图 1: 公司股权结构

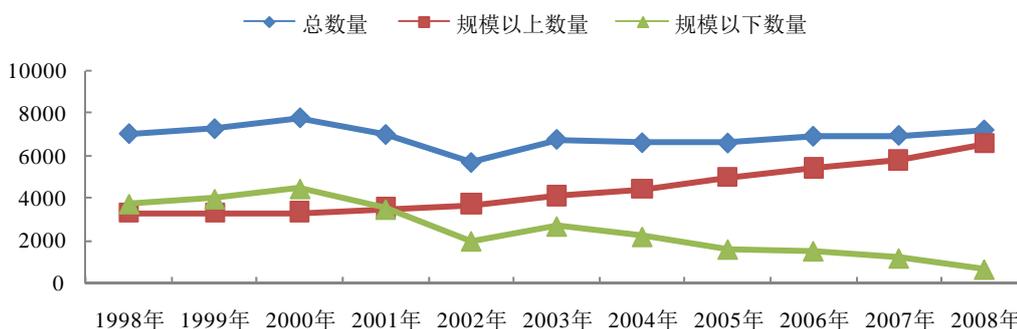


资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

(三) 产能过剩背景下轻资产模式能够获得更高的投资回报率

经过近几年医药制造业领域的不断扩张和改建后, 产能尤其是普通剂型的产能总体相对过剩。国家食品药品监督管理局统计资料显示, 我国 2008 年时总共拥有医药制造业企业约 7167 家, 其中规模以上企业约 6524 家。2009 年总共有 7406 家医药制造业企业。虽然企业的数目基本稳定在 6000 家上下, 但平均规模在扩大。虽然上规模有利于制造业企业发挥规模效应降低成本, 提高竞争力, 但产能利用率不高使得折旧等资本性开支在销售收入中比重提升, 反而降低了企业资本的经营效率。

图 2: 我国医药制造业企业数目众多, 规模逐渐变大



资料来源: SFDA 统计资料, 中国银河证券研究部

公司自建的部分产能主要用于生产技术难度较高及创新程度较高的品种的生产, 其他品种则通过合作生产的方式进行外包。在我国医药制造业产能总体过剩背景下有利于提高资本经营效率。

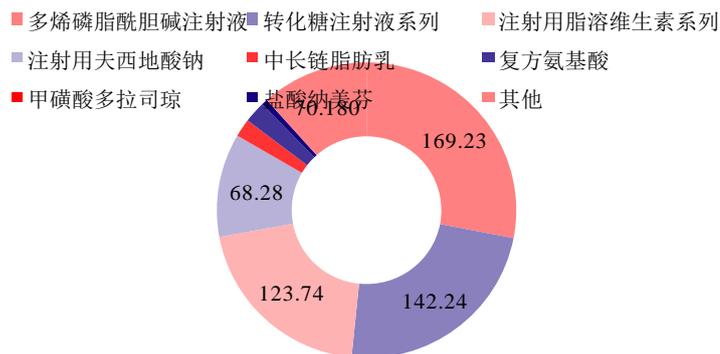
二、肠外营养细分龙头，积极布局肝病、高血压、内分泌等慢病领域

肠外营养是由胃肠外途径将人体必需的营养物质输入体内的治疗手段。随着医学技术的发展肠外营养从理论到临床都发生着深刻的变化，重视程度和应用覆盖面快速提高。公司肠外营养产品主要用于严重创伤、烧伤及大手术禁食患者，合理应用肠外营养药品可以加速创口愈合、提高抵抗力，减少手术并发症的发生，是该类大病用药中不可缺少的部分。另外，在肝病领域，除了现有的拳头产品多烯磷脂酰胆碱外，产品在研梯队还覆盖了用于中晚期肝性脑病患者以及肝炎患者用药；以及糖尿病、心脑血管等慢性病领域药品。

（一）肠外营养细分龙头，贡献半数毛利

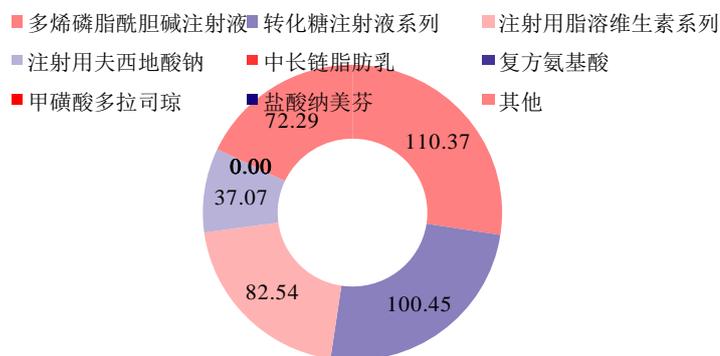
公司目前盈利产品覆盖肠外营养、肝胆、抗生素等领域，其中肠外营养类 2011 年销售金额 1.83 亿元，占公司主营业务收入 48.4% 的比重，毛利占比 49.9%。

图 3：2011 年肠外营养系列占公司营收比重 48.4%



资料来源：南方所，中国银河证券研究部

图 4：2011 年肠外营养系列占公司毛利比重 49.9%



资料来源：南方所，中国银河证券研究部

(二) 未来 1-3 年将迎来产品密集上市收获期

目前公司总共有 32 个在研品种,将在未来 2-3 年内陆续获得生产批件。我们预计公司 2012 年将获得包括马尼地平在内的 5 个以上产品的生产批件, 2013 年所获批件数可能还超过 2012 年。新产品的获批上市将为公司业绩增长注入新的动能。

表 2: 已经完成临床, 正在报批生产品种

序号	品名	原研厂家	国内化合物专利情况	适应症	分类	类别
1	复方维生素注射液 (13)	美国百特	无	肠外维生素营养治疗	3 类	肠外营养
2	注射用复方维生素 (3)	日本扶桑药品	无	肠外维生素营养治疗	3 类	肠外营养
3	富马酸卢帕他定片	西班牙 Uriach 制药	无	季节性和长期性的过敏性鼻炎的治疗	3 类	抗过敏
4	聚普瑞锌颗粒	日本 Zeria	无	消化性溃疡	3 类	消化
5	盐酸氟哌噻吨	丹麦灵北制药	无	轻、中型焦	3 类	精神
6	盐酸美利曲辛	丹麦灵北制药	无	轻、中型焦虑	3 类	精神
7	肠外营养注射液 (25)	日本味之素	无	营养和能量的补充治疗	6 类	肠外营养
8	氨基酸葡萄糖注射液	美国百特	无	营养和能量的补充治疗	6 类	肠外营养
9	注射用头孢美唑钠	日本三共	无	抗感染药	6 药	抗感染
10	注射用头孢哌酮钠他唑巴坦钠	海南通用三洋药业	无	抗感染药	6 药	抗感染

资料来源: 公司招股书, 中国银河证券研究部

表 3: 正在进行临床研究, 准备进行生产注册申请品种

序号	品名	原研厂家	国内化合物专利情况	适应症	分类	类别
1	氯乙酰左卡尼汀片	意大利 sima-tau	无	糖尿病末梢神经病变	3 类	糖尿病
2	复方盐酸吡咯列酮格列美脲片	日本武田工业	2016-6-18 专利到期	糖尿病	3 类	糖尿病
3	注射用头孢匹林钠	美国施贵宝	无	抗感染	3 类	抗感染
4	雷诺嗪缓释片	美国 CV	无	慢性心绞痛	3 类	心血管
5	精氨酸谷氨酸盐注射液	日本味之素	无	高血氨症	3 类	肝病
6	恩替卡韦胶囊	美国施贵宝	2011-10-17 到期	慢性乙型肝炎治疗	3 类	肝病
7	酒石酸艾芬地尔片	赛诺菲-安万特	无	脑梗塞后遗症、脑出血后遗症	3 类	脑血管
8	盐酸马尼地平片*	日本武田工业	无	轻、中度原发性高血压	3 类	心血管
9	门冬氨酸鸟氨酸注射液	Axcan	无	急、慢性肝病引发的血氨升高	6 类	肝病
10	注射用多种维生素 (12)	美国百特	无	肠外维生素营养治疗	6 类	肠外营养
11	脂肪乳氨基酸 (17) 葡萄糖 (11%) 注射液	德国费尤斯卡	无	不能经口/肠道摄取营养者	6 类	肠外营养

资料来源: 公司招股书, 中国银河证券研究部; *: 盐酸马尼地平片已于 2012 年 6 月获得生产批文

(三) 潜力品种陆续上市注入持续业绩增长动能

1、复方维生素注射液（13）

该产品将 4 种脂溶性维生素和 9 种水溶性维生素复合配伍，为 3 类新药，国内首家研发。由于水溶性和脂溶性维生素共存，制剂研发具有一定难度，国内还仅有进口产品。目前该产品已经完成临床，生产现场检查也已完成，预计不久将获得批文。我们估计该产品上市后销售形势较为乐观，2014 年销售额有望过亿。

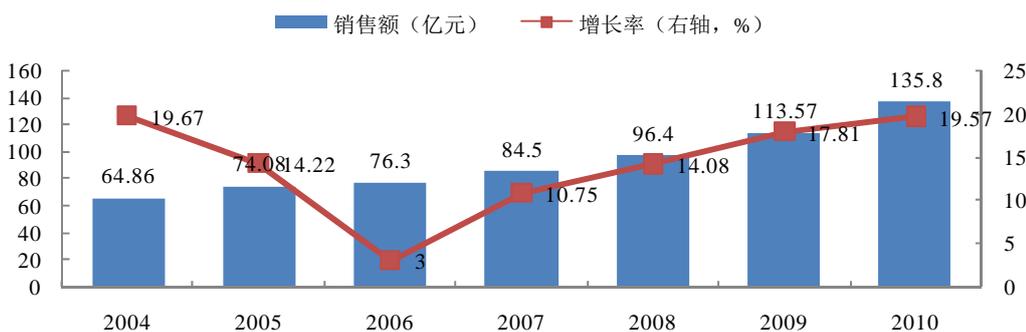
2、三室袋

“全合一”即将多种营养元素如脂肪乳、氨基酸和葡萄糖混合于一个容器中在临床肠外营养支持中具有较高的实用价值，也是未来肠外营养发展的重要方向之一。公司研发的三室袋，使临床上一次给药即可满足患者对中长链脂肪乳（或橄榄油脂肪乳）、氨基酸和葡萄糖三种营养元素的需求，极大的方便了临床治疗的开展，是 3 类新药，未来具有广阔的应用前景。

3、马尼地平

公司已经于 2012 年 6 月获得了马尼地平原原料药及制剂的生产批文。该产品属于钙离子拮抗剂类（CCB）的抗高血压药，该大类药在抗高血压药市场中约占 40% 的市场份额，属于抗高血压类一线用药。CCB 类抗高血压药 2010 年中国市场容量约 50 亿元，预计未来三年复合增长率为 18%。辉瑞的氨氯地平，商品名“络活喜”，占据了我国 CCB 类药品销售额的约 30%，排在 CCB 类药品第一位，2010 年“络活喜”全球销售金额约 15 亿美元。其次为拜耳公司的硝苯地平，商品名“拜新同”，约占 CCB 类药品销售额的约 22%。2010 年拜新同全球销售额 6.64 亿欧元。

图 5：我国抗高血压药市场容量稳步增长



资料来源：南方所，中国银河证券研究部

4、复方吡格列酮格列美脲

根据《新英格兰医学杂志》2010 年 3 月发表的《中国糖尿病患病率》报告，中国大约有 9240 万糖尿病人群，糖尿病治疗用药已然成为未来用药领域需求增长最快的方向之一。

吡格列酮是一种胰岛素增敏剂，通过增强机体组织对胰岛素的敏感性，改善胰岛 B 细胞功能。原研厂商日本武田/礼来，1999 年通过 FDA 审批在美上市，2005 年武田的原研药进入

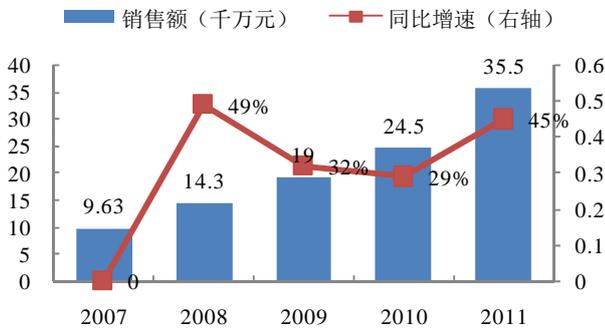
中国，商品名“艾可拓”。格列美脲是磺酰脲类抗糖尿病药，是最早应用的口服降糖药之一，目前仍是临床上 2 型糖尿病的一线用药。其通过刺激胰岛素分泌而发挥作用。

吡格列酮和格列美脲作用机制互补，互相减少用量并保持患者机体分泌胰岛素潜力。通过采用复方制剂，方便了患者服用提高了用药依从性，具有肯定的临床实用价值。

5、恩替卡韦

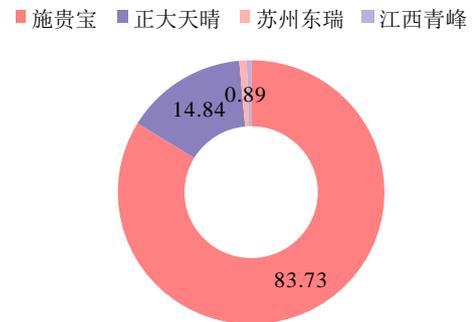
恩替卡韦是一种治疗乙肝药品，其结构与乙肝病毒复制所需的底物类似，从而能够竞争性的替代实际底物发挥对乙肝病毒（HBV）多聚酶的抑制作用。目前共 7 家企业拥有恩替卡韦的批准文号。南方所样本医院 2011 年销售金额 3.55 亿元，同比增长 45%。

图 6：恩替卡韦样本医院销售额增速很快



资料来源：南方所，中国银河证券研究部

图 7：恩替卡韦目前仍是进口产品为主



资料来源：南方所，中国银河证券研究部

三、2012 年恢复性增长，未来几年预计将维持 25% 以上收入增速

(一) 2012 年恢复性增长，未来“营收”将维持 25% 以上增速

1、受限抗及医保调整影响，2011 年收入同比增长 3.9%

公司 2011 年营业收入同比增长 3.9%，较 2010 年增速下滑 16.1 个百分点。主要产品中，多烯磷脂酰胆碱销售收入 1.69 亿，同比增长 11.7%；转化糖注射液系列销售收入 1.4 亿，同比增长 4.1%；注射用脂溶性维生素系列销售收入 1.2 亿，同比增长 25.8%；注射用夫西地酸钠销售收入 0.68 亿，同比下滑 43.6%。受抗生素新政的影响，夫西地酸钠销售收入大幅下滑；同时多烯磷脂酰胆碱报销范围缩窄，销售增速下滑，拖累了公司 2011 年整体业绩表现。此外，转化糖系列销售收入仅个位数增长，增速缓慢，在一定程度上也拉低了公司业绩。

表 4：公司年度利润表各项比较（单位：百万）

一、营业收入	2010A	2011A
营业收入	581.59	604.43
营业收入增长率	20.0%	3.9%
减：营业成本	199.70	200.95
毛利率	65.7%	66.8%
减：营业税金及附加	7.79	8.03
减：销售费用（营业费用）	20.49	26.68
销售费用率	3.5%	4.4%
减：管理费用	65.08	87.33
管理费用率	11.2%	14.4%
减：财务费用	0.25	-6.46
利息支出 减：利息收入	0.00	0.00
减：资产减值损失	-2.41	0.54
加：公允价值变动净收益	0.00	0.00
加：投资净收益	0.00	0.00
其中：对联营合营企业投资收益	0.00	0.00
二、营业利润	290.69	287.36
营业利润增长率	7.9%	-1.1%
加：营业外收入	73.61	83.56
减：营业外支出	0.44	1.53
三、利润总额	363.87	369.39
减：所得税	58.12	57.09
实际所得税率	16.0%	15.5%

资料来源：WIND，中国银河证券研究部

2、2012年1季度收入同比增长41.1%，销售及管理费用率提升

表5: 公司2012年1季度利润表各项比较

季报损益表(单位: 百万)	20110331	20110630	20110930	20111231	20120331
一、营业收入	79.26	257.38	384.64	604.43	111.86
同比增长率					41.1%
累计全年占比	13.1%	42.6%	63.6%	100.0%	
单季全年占比	13.1%	29.5%	21.1%	36.4%	
二、营业总成本	49.43	146.74	214.07	317.07	76.20
其中: 营业成本	25.12	91.13	130.11	200.95	36.98
毛利率	68.3%	64.6%	66.2%	66.8%	66.9%
营业税金及附加	0.31	2.59	4.11	8.03	0.20
营业费用	7.15	11.75	19.18	26.68	13.68
营业费用率	9.0%	4.6%	5.0%	4.4%	12.2%
累计全年占比	26.8%	44.0%	71.9%	100.0%	
单季全年占比	26.8%	17.2%	27.9%	28.1%	
管理费用	17.61	43.93	65.00	87.33	29.14
管理费用率	22.2%	17.1%	16.9%	14.4%	26.0%
累计全年占比	20.2%	50.3%	74.4%	100.0%	
单季全年占比	20.2%	30.1%	24.1%	25.6%	
财务费用	-0.77	-2.49	-4.18	-6.46	-3.80
资产减值损失	0.00	-0.16	-0.16	0.54	0.00
加: 公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加: 投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	29.83	110.63	170.57	287.36	35.66
营业利润增长率	#DIV/0!	#DIV/0!	-9.6%	-1.1%	19.5%
加: 营业外收入	30.08	36.50	68.05	83.56	60.62
减: 营业外支出	0.00	0.15	0.07	1.53	0.02
四、利润总额	59.91	146.99	238.55	369.39	96.26
减: 所得税	9.69	22.48	37.23	57.09	15.13
综合所得税率	16.2%	15.3%	15.6%	15.5%	15.7%
五、净利润	50.22	124.50	201.32	312.30	81.13
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益占比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
归属母公司所有者净利润	50.22	124.50	201.32	312.30	81.13
净利润率	52.6%	63.4%	48.4%	52.3%	51.7%
同比增长率					61.5%
累计全年占比	16.1%	39.9%	64.5%	100.0%	
单季全年占比	16.1%	23.8%	24.6%	35.5%	
六、总股本	360.00	360.00	360.00	360.00	400.10
EPS 摊薄(前复权)	0.14	0.35	0.56	0.87	0.20

资料来源: WIND; 中国银河证券研究部

公司 2012 年 1 季度销售收入同比增长 41.1%，毛利率较 2011 年全年水平继续提升 0.1 个百分点为 66.9%；销售（营业）费用率为 12.2%，较 2011 年大幅提高 7.8 个百分点；管理费用率为 26.0%，较 2011 年提高 11.6 个百分点。但同比来看，公司 2011 年 1 季度的销售费用率和管理费用率都显著高于全年水平，与 2011 年 1 季度同比增速数值相比，2012 年 1 季度的销售费用率和管理费用率分别提高了 3.2 和 3.8 个百分点。

新产品上市后市场推广费用以及研发支出的持续提升导致销售费用率和管理费用率大幅提高。

3、2012 年恢复性增长，未来维持 25%以上稳定增速

我们预计 2012 年抗生素基数下降，以及多烯磷脂酰胆碱医保报销范围重新拓宽，加上新产品上市等，销售增速将呈恢复性增长，预计同比增长 26.2%，达到 7.62 亿元。未来 2012-2014 年复合增长率将达到 25.8%。

图 8：2012-2014 年公司营业收入维持 25%以上稳定增速



资料来源：公司数据，中国银河证券研究部

（二）多烯磷脂酰胆碱：竞争格局稳定，医保报销范围重新调整后增速回升，未来适应症向肝损伤拓展

1、竞争格局稳定

原研赛诺菲-安万特公司，1993 年进入中国市场，商品名肝得健。1997 年更名为“易善力”。1998 年在上海市消化疾病研究所卫生部临床药理研究基地牵头，10 家医院参与下，对其进行了上市后再认证工作。通过这次认证，多烯磷脂酰胆碱对于慢性肝炎和脂肪肝的疗效及安全性得到进一步证实。

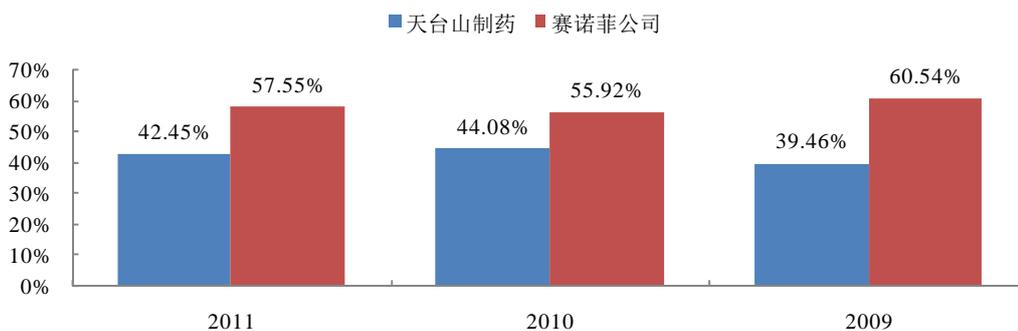
多烯磷脂酰胆碱仿制难度高，作为肝胆用药领域最大品种，十多年过去了，我们通过公开数据可以查询到的现有批文，仅原研厂商和公司两家。2011 年公司该产品市场占有率 42.5%，与前几年变化不大。从申报情况看，目前仅江苏正大天晴在申报新药临床（5 类）。

表 6：多烯磷脂酰胆碱目前仅两家厂商有原料药和制剂批文

批准文号	产品名称	批准日期	生产单位	规格	剂型
国药准字 H20113068	多烯磷脂酰胆碱注射液	2011-01-28	赛诺菲巴斯德公司	5ml: 232.5mg	注射液
国药准字 H20057683	多烯磷脂酰胆碱	2010-09-21	四川海思科制药有限公司	---	原料药
国药准字 H20057684	多烯磷脂酰胆碱注射液	2010-09-17	成都天台山制药有限公司	5ml:232.5mg	注射剂
国药准字 H20059010	多烯磷脂酰胆碱胶囊	2010-08-11	赛诺菲安万特公司	228mg	胶囊剂

资料来源：丁香园，中国银河证券研究部

图 9：多烯磷脂酰胆碱市场竞争格局稳定，公司约占一半的市场份额

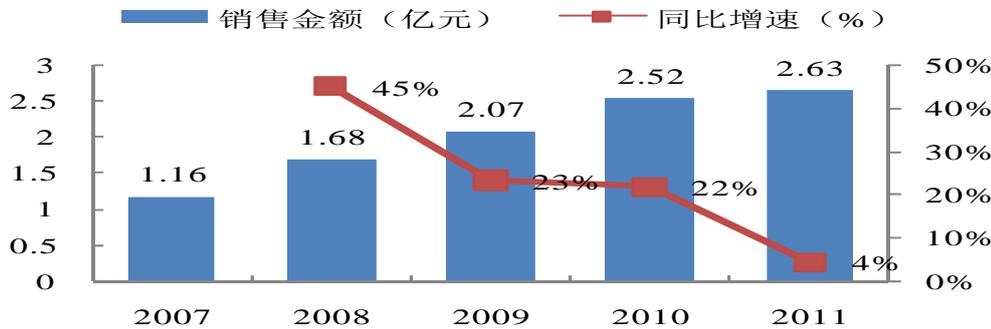


资料来源：南方所，中国银行证券研究部

2、医保报销范围调整 2011 年销售增速下滑，未来将重拾增速

公司 2011 年多烯磷脂酰胆碱销售金额 1.69 亿元，同比增长 11.7%，较 2010 年下降 20.2 个百分点。2011 年该产品销售增速的放缓与国家医保 2010 版对多烯磷脂酰胆碱报销范围的调整有关（该产品是 2004 年医保乙类品种，2010 年新版医保仍然为乙类，但报销范围由严重肝病缩窄为限抢救及肝功能衰竭患者）。

图 10: 多烯磷脂酰胆碱样本医院销售增速 2011 年快速放缓



资料来源: 南方所, 中国银河证券研究部

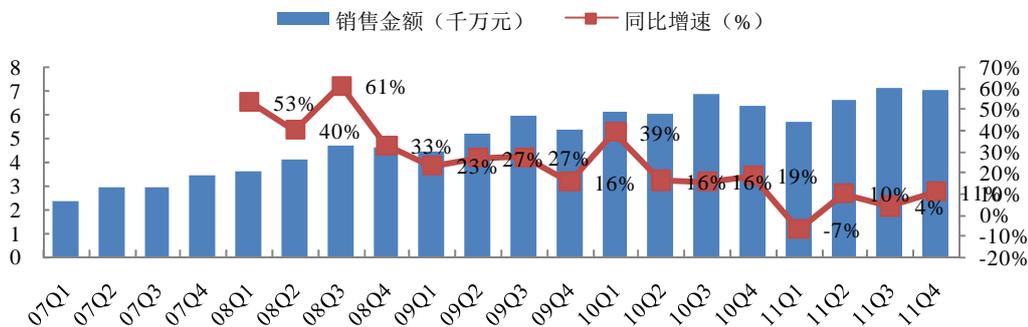
表 7: 多烯磷脂酰胆碱医保调整情况

英文名称	Polyene Phosphatidyl Choline				
药品分类	西药				
治疗大类	消化系统药物				
剂型	注射剂				
	2004 (05) 年医保		2009 (10) 年医保		
是否国家医保药	是		是		
甲乙分类	乙类		乙类		
国家版报销范围	限严重肝病		限抢救、肝功能衰竭		
地方版调整情况	调整地区	调整内容 (报销范围)		调整地区	调整内容 (报销范围)
	北京市	限急、慢性肝损伤。限传染病医院使用。费用需由个人部分负担。限工伤保险。		北京市	限严重肝病。限二级以上医院使用。费用需由个人部分负担。限工伤保险。
	内蒙古	限肝病		海南省	限肝损伤或抢救、肝功能衰竭
	浙江省	限肝病		青海省	限肝功能损伤
	福建省	限肝病		宁夏	无限制适用范围
	江西省	限各类肝病		黑龙江	限肝损伤或抢救、肝功能衰竭
	广东省	限肝病		重庆	限肝病
	海南省	限肝病		新疆	限严重肝病
	重庆市	限肝病		四川	限重度肝损伤
云南省	限肝病		上海市	限急慢性肝病	

资料来源: SFDA, 中国银河证券研究部

经过与医保有关部门的积极沟通, 多省市多烯磷脂酰胆碱的报销范围重新调整至与 2005 版国家医保范围相当的水平。全年来看, 我们预计公司该产品有望出现恢复性增长, 全年增长 17% 达到 1.98 亿元。

图 11: 多烯磷脂酰胆碱样本医院各季度销售情况, 11 年 Q4 开始有所回暖



资料来源: 南方所, 中国银河证券研究部

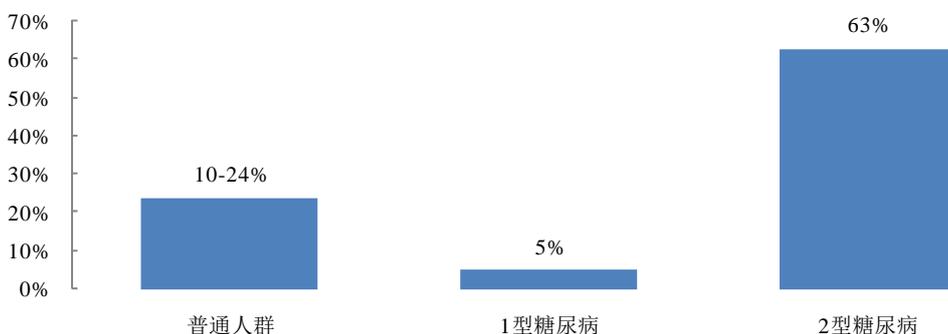
3、脂肪肝等肝病患者群体大, 未来将拓展肝损伤适应症

多烯磷脂酰胆碱是一种从大豆中提取的具有多不饱和脂肪酸成分的药品。其主要用于肝炎、脂肪肝、胆汁淤塞等肝胆疾病的治疗。我国是肝病大国, 除了存量巨大的乙肝患者, 近年来随着饮食结构、生活习惯和疾病谱的变迁, 脂肪肝等慢性肝病患者也呈上升态势。以脂肪肝为例:

脂肪肝分为酒精性脂肪肝和非酒精性脂肪肝, 后者多为肥胖、高血压、高血脂以及高血糖等慢性疾病长期发展后的并发症。脂肪肝早期阶段症状并不明显, 患者治疗脱落率高, 然而如果不采取早期干预措施, 脂肪肝发展下去部分患者肝纤维化程度上升, 并可能最终发展成为肝硬化。

随着最近十余年高血压、高血脂以及糖尿病等慢性病发病率的提高, 经过一段时间发展后, 脂肪肝累计人数明显上升。脂肪肝患者肝脏细胞存在不同程度细胞膜损伤, 脂质代谢紊乱等病理生理障碍。多烯磷脂酰胆碱通过直接作为生物细胞膜形成和再生的构成成分以及通过对脂蛋白代谢的影响发挥对脂肪肝的治疗作用, 临床疗效非常肯定。

图 12: 2 型糖尿病人群脂肪肝发病率显著高于普通人群



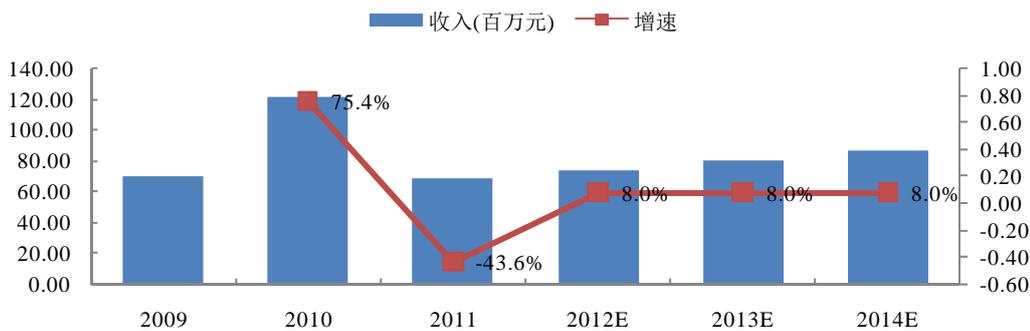
资料来源: 公开资料, 中国银河证券研究部

由于其可以修复受损的肝细胞膜和调节肝细胞的脂肪代谢促进肝组织的再生和功能的稳定, 对于肝损伤患者也具有很好的疗效, 未来适应症将向肝损伤拓展。

(三) 夫西地酸钠: 基数下降后, 恢复正增长

公司该产品 2011 年销售金额 0.68 亿元, 同比下降 43.6%。我们预计基数下降后, 今年将恢复正增长。

图 13: 夫西地酸钠 2012 年销售增速转正



资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部

(四) 新进 2010 年版医保: 复方氨基酸 18AA-VII 与盐酸纳美芬

作为严重烧创伤及感染的“治疗性”氨基酸品种, 国家 2010 年版医保目录将其纳入了乙类品种管理。目前公司该产品尚无其他生产厂商, 全国共有 7 个省中标, 今年销售有望快速增长。

表 8: 公司复方氨基酸 18AA-VII 在 7 个省中标

日期	地区	剂型	规格及包装	单位	中标价
2012/6/6	青海	注射液	20.650g:200ml*1 瓶	瓶	47.9
2012/5/14	成都	注射剂	10.325%(20.650g:200ml)*1	瓶	48.86
2011/11/15	福建	注射液(玻瓶)(静注)	200ml:20.65g(总氨基酸)*10 瓶	瓶	33.4
2011/9/26	河北	注射液	200ml:20.650g(总氨基酸)*1	瓶	34.49
2011/9/22	新疆	大容量注射液	20.650g:200ml*1	瓶	48
2011/6/4	山西	注射液	200ml:20.65g*1	瓶	59
2010/10/25	湖南	注射液	20.65g 200ml*1	瓶	33.8

资料来源: 各地招标网, 中国银河证券研究部

盐酸纳美芬是阿片类药物中毒的拮抗剂, 2010 年新进国家医保乙类品种。2011 年公司纳美芬产品在全国 8 个省(市)中标。

表 9: 复方氨基酸注射液 18AA-VII成为 2010 版国家医保乙类品种

英文名称	Compound Amino Acid (18AA-VII, 18B)				
药品分类	西药				
治疗大类	营养治疗药				
剂型	注射剂				
	2004 (05) 年医保		2009 (10) 年医保		
是否国家医保药	否		是		
甲乙分类	NA		乙类		
国家版报销范围	NA		限重度创伤患者		
地方版调整情况	调整地区	调整内容 (报销范围)		调整地区	调整内容
	北京市	作为复方肝病氨基酸增加 (18B), [适]限重症肝病辅助治疗。限二级以上医院使用。费用需由个人部分负担。		无	无
	江苏省	增加			
	安徽省	增加			
	江西省	增加, 限重症肝病辅助治疗			
	广东省	增加			
	海南省	增加			
	青海省	增加, 限配合肠外营养用			
	宁夏	增加, 限配合肠外营养用			

资料来源: SFDA, 中国银河证券研究部

表 10: 盐酸纳美芬成为 2010 年版国家医保乙类品种

英文名称	Nalmefene Hydrochloride Injection			
药品分类	西药			
治疗大类	解毒药物			
剂型	注射剂			
	2004 (05) 年医保		2009 (10) 年医保	
是否国家医保药	否		是	
甲乙分类	NA		乙类	
国家版报销范围	NA		限工伤保险	
地方版调整情况	调整地区	调整内容	调整地区	调整内容 (报销范围)
	无	无	海南省	限解毒和工伤保险
			重庆市	限二级及以上医疗机构和工伤保险
			新疆区	限急救、催醒、颅脑脊髓损伤和工伤保险

资料来源: SFDA, 中国银河证券研究部

表 11: 公司盐酸纳美芬在 8 个省（市）中标

日期	地区	剂型	规格及包装	单位	中标价
2012/6/6	青海	注射液	0.1mg:1ml*1 支	支	159.6
2011/9/22	福建	注射液(静注)	1ml:0.1mg*1 支	盒	61.64
2011/9/22	新疆	小容量注射液	0.1mg*1	支	158
2011/6/4	山西	注射液	1ml:0.1mg*1	支	256.85
2011/1/18	湖南	注射液	100ug 1ml*支	支	112
2010/10/11	四川	注射剂	1ml:0.1mg*1	支	237
2010/9/9	浙江	注射液	1ml:0.1mg*1	支	116.99
2009/2/26	天津	注射液	1ml:0.1mg/支*1	支	245.34

资料来源: 各地招标网站, 中国银河证券研究部

(五) 销售进入正轨: 脂肪乳 2010 年获批, 2011 年完成招标

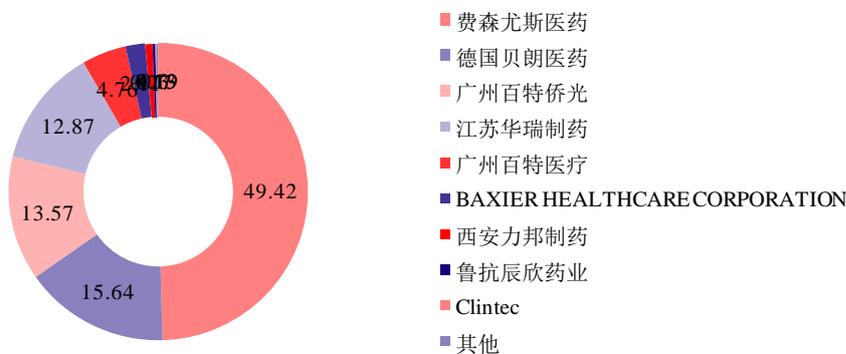
公司中长链脂肪乳产品 2010 年获得生产批文, 2011 年完成了全国各地的招标工作。从公开数据查询来看, 公司产品在全国 6 个省（市）中标, 今年销售将逐步进入正轨。2011 年脂肪乳市场, 费森尤斯占据了一半的市场份额, 其次为德国贝朗和百特侨光, 分别拥有 15.6%和 13.6%的市场份额。

表 12: 公司中长链脂肪乳在全国 6 个省（市）中标

日期	地区	剂型	规格及包装	单位	中标价
2012/6/6	青海	注射液	50g:500ml*1 瓶	瓶	86.39
2012/5/14	成都	注射剂	500ml*1	瓶	82
2011/11/28	新疆	注射剂	500ml 10%*1	瓶（支）	69.98
2011/11/15	福建	注射液(玻瓶)	250ml:25g:25g*30 瓶	瓶	73.9
2011/6/30	河南	大输液	500ml(10%)*1	瓶	83.79
2011/5/27	上海	注射液	10%*500ml	瓶	84.8

资料来源: 各地招标网站, 中国银河证券研究部

图 14: 脂肪乳 2011 年各企业市场份额



资料来源: 南方所, 中国银河证券研究部

四、正处于黄金发展期的肠外营养行业

胃肠道是人通常情况下补充营养的途径，然而对于肠痿、大手术的“围手术期”、胃出血后禁食、晚期癌症或消化道癌症患者，就无法通过正常途径来获取营养了。二十世纪重要的医学成就之一肠外营养极大的改善了这些条件下患者的预后。

（一）临床价值与经济效益俱佳的肠外营养药

肠外营养（Parenteral Nutrition,PN）是指无法通过胃肠道摄取营养物质来满足自身代谢或特殊时期（如应激、创伤、手术）生理功能需要的患者，改由肠道外通路（即静脉途径）输入包括氨基酸、脂肪、碳水化合物等营养素以提供能量、改善营养状态，增强抵抗力和满足生理及疾病状态下生理消耗需求的营养治疗方法。如果完全通过胃肠道外的途径则成为全胃肠外营养（Total Parent Nutrition,TPN）。肠外营养临床雏形形成于上世纪七十年代初，由美国医生Scribner和法国医生Solassol提出的“人工胃肠”概念和方案，之后由美国向欧洲、日本、大洋洲和中国传播。

肠外营养药能够提高大病患者存活率与生存质量、减少并发症，缩短住院日。肠外营养主要用于烧创伤、大手术、消化道严重疾病、癌症等的住院患者。这些情形下，患者无法正常通过胃肠道摄取所需营养物质，使用肠外营养药不仅能够迅速补充患者维持正常生理功能所需营养物质。通过提高抵抗力，降低并发症的发生率，能够提高该类患者存活率与生存质量，缩短住院日。肠外营养的应用对于医院节约宝贵的住院资源，对于患者由于缩短了住院日及降低了并发症用药需求，节约了就医开支。

营养问题在住院患者身上具有一定的普遍意义，各科室的住院患者均有一定比例存在营养不良。中国一项流行病学调查，在2005-2007年期间调查了城市大医院1.5万例住院患者，其中10-12%的患者存在着足以影响疾病康复的营养不良。

（二）脂肪乳：医保调整总体销售增速下滑，未来中长链比重提升

脂肪乳是一种较为理想的提供能量，生物合成碳原子及必须脂肪酸的静脉制剂，临床上用于“围手术期”营养失调、烧伤、肾功能损伤禁用蛋白质、需要高热量的患者如肿瘤及其他恶性病。根据碳链的长度，脂肪乳分为短链、中链和长链，未来中长链脂肪乳由于集合了中链和长链的优点在临床使用比重将进一步提升。

2011年南方所样本医院脂肪乳销售额5.39亿元，同比增长4%。由于医保调整关系，脂肪乳样本医院销售增速有所下滑。由于临床使用具有一定刚性，我们观察到样本医院脂肪乳销售在2011年Q3重又开始回升。

表 13: 长链脂肪乳由医保药品调整为自费药品

英文名称	Fat Emulsion [LCT]				
药品分类	西药				
治疗大类	营养治疗药				
剂型	注射剂				
	2004（05）年医保		2009（10）年医保		
是否国家医保药	是		否		
甲乙分类	乙类		NA		
国家版报销范围	限重症病人伴肠功能障碍		NA		
地方版调整情况	调整地区	调整内容（报销范围）		调整地区	调整内容
	北京市	1.大面积及严重创伤者；2.外科疾病伴有肠功能障碍者(如肠痿、短肠综合症)；3.危重病人较长时间不能进食者。限二级以上医院使用。费用需由个人部分负担。		甘肃、广东、海南、山西、重庆五省市增加（乙类药，无限制报销范围）	
	浙江省	限以下适应证之一伴胃肠功能障碍合并营养不良确需肠外营养的重症病人：①胃肠道梗阻；②胃肠痿或短肠综合征；③肠道广泛炎性疾病(IBD)；④大面积烧伤或严重创伤；⑤恶性肿瘤伴恶液质或严重感染；⑥脏器功能衰竭；⑦各种大手术后禁食。			
	陕西省	限制范围同浙江省			

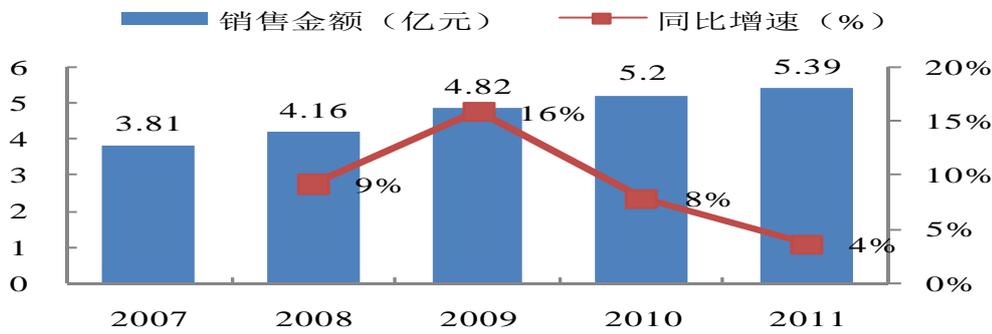
资料来源：SFDA，中国银河证券研究部

表 14: 中长链脂肪乳医保调整

英文名称	Fat Emulsion [MCT/LCT]				
药品分类	西药				
治疗大类	营养治疗药				
剂型	注射剂				
	2004（05）年医保		2009（10）年医保		
是否国家医保药	是		是		
甲乙分类	甲类		乙类		
国家版报销范围	限重症病人伴肠功能障碍		无限制范围		
地方版调整情况	调整地区	调整内容（报销范围）		调整地区	调整内容
	北京市	1.大面积及严重创伤者；2.外科疾病伴有肠功能障碍者(如肠痿、短肠综合症)；3.危重病人较长时间不能进食者。限二级以上医院使用。费用需由个人部分负担。		无	无
	浙江省	限以下适应证之一伴胃肠功能障碍合并营养不良确需肠外营养的重症病人：①胃肠道梗阻；②胃肠痿或短肠综合征；③肠道广泛炎性疾病(IBD)；④大面积烧伤或严重创伤；⑤恶性肿瘤伴恶液质或严重感染；⑥脏器功能衰竭；⑦各种大手术后禁食。			
	陕西省	限制范围同浙江省			

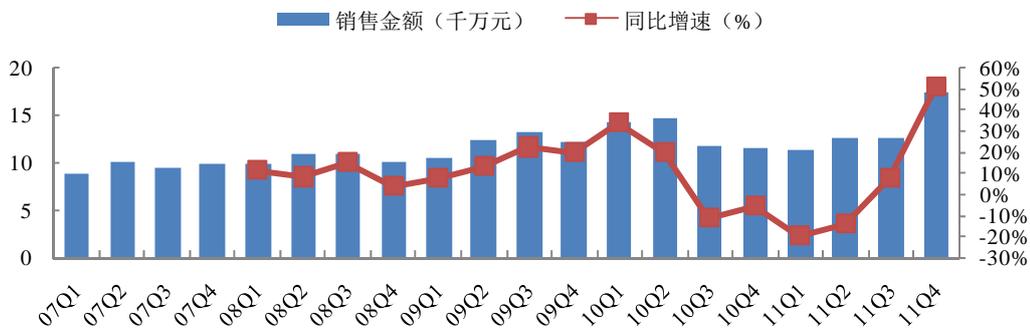
资料来源：SFDA，中国银河证券研究部

图 15: 脂肪乳 2011 年销售下滑



资料来源: 南方所, 中国银河证券研究部

图 16: 脂肪乳 2011 年 Q4 销售开始回暖



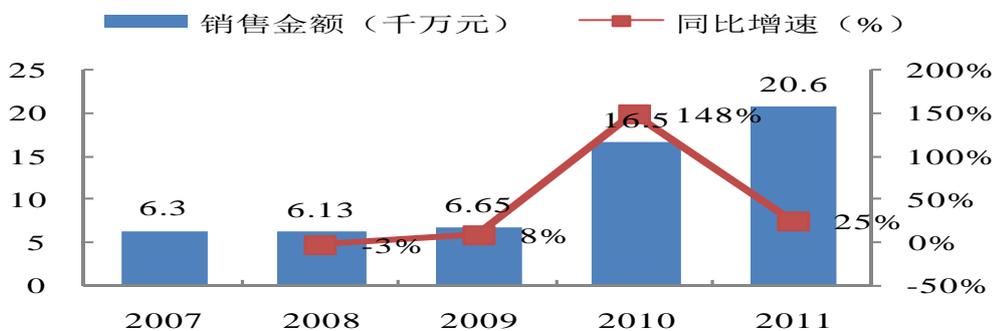
资料来源: 南方所, 中国银河证券研究部

(三) 复方氨基酸 18AA-VII: 治疗性氨基酸, 需求刚性较强

复方氨基酸 18AA 由 18 种氨基酸组成的复方制剂, 临床上用于严重烧创伤及感染状态下患者的营养支持。氨基酸制剂种类众多, 包括诸如 14AA、15AA、17AA 等, 相对于这些品种, 公司产品氨基酸种类更全, 同时由于含有高支链氨基酸更适合上述特定情形下的患者使用, 用药需求刚性较大。

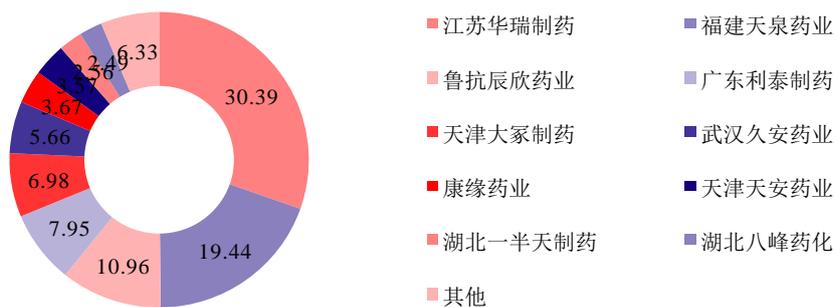
竞争态势方面, 虽然 18AA 氨基酸生产厂商众多, 但 18AA-VII 目前市场上仅公司一家生产。由于包括了主要的必须及非必须氨基酸, 我们预计未来将对临床上其他品种氨基酸制剂产生一定的替代, 销售前景较为乐观。从南方所的数据来看, 18AA 氨基酸近年来维持了快速增长的态势, 2011 年样本医院销售额 2.06 亿元, 同比增长 25%。

图 17: 复方氨基酸 (18AA) 注射液近年来销售快速增长



资料来源: 南方所, 中国银河证券研究部

图 18: 复方氨基酸 (18AA) 注射液各企业市场份额



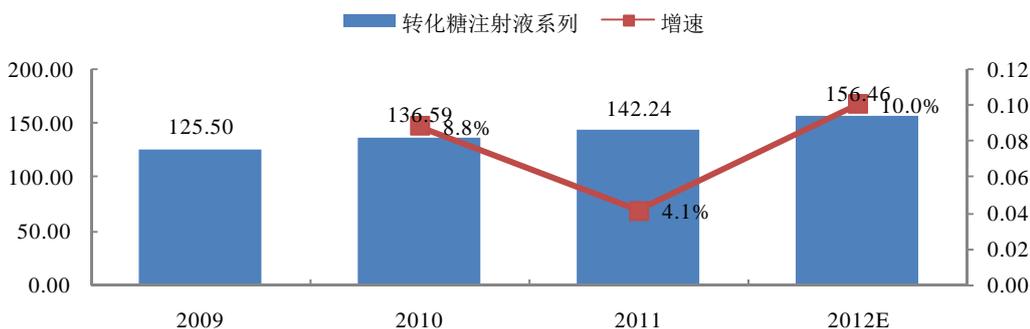
资料来源: 南方所, 中国银河证券研究部

(四) 转化糖系列：电解质厂商较少，将带动该系列产品销售回升

转化糖是由果糖与葡萄糖等量混合而成，由于果糖代谢可绕过糖酵解的限速酶—磷酸果糖激酶，代谢速度较快，能够有效降低血糖波动。由于上述特性，临床上转化糖主要应用于糖尿病患者、烧创伤、术后及感染状况下胰岛素抵抗患者。转化糖电解质组分除了等量的果糖和葡萄糖外，还包括氯化钠、氯化钾、氯化镁等电解质成分，一定程度上免去了临床医师计算配伍电解质溶液的工作负担，提高了工作效率。

竞争格局方面，转化糖生产企业较多，主要生产厂商除公司外还包括上海长征富民金山制药、海南灵康制药、海南通用康力制药、华北制药、华北天成药业等。公司在全国首家完成该产品的创新仿制，2008 年时市场份额比重达到 80%，近年来由于竞争逐渐激烈，公司市场份额呈现下降态势。转化糖电解质生产企业较为集中，除了公司外，目前仅扬子江药业集团上海海尼药业在生产。申请态势方面，目前仅湖南科伦等 2 家企业正在进行注册申请，我们预计未来公司转化糖电解质注射液销售形势将出现快速增长的势头，并带动转化糖系列销售增速的回升。公司 2011 年转化糖系列销售额 1.42 亿元，同比增长 4.1%，增速较 2010 年下降 4.7 个百分点。

图 19：公司转化糖注射液系列销售增速预计将提升



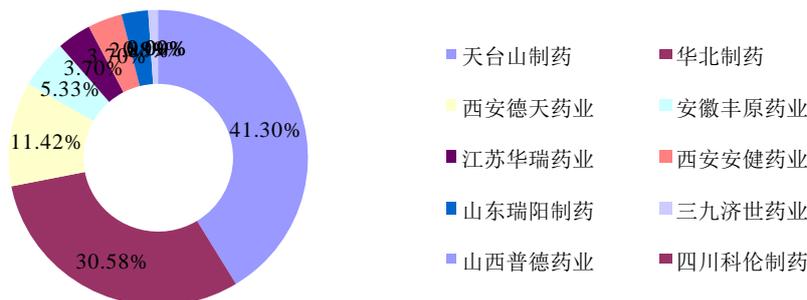
资料来源：公司数据，中国银河证券研究部

(五) 脂溶性维生素：继续维持快速增长态势

维生素是维持人体正常代谢和生理功能所必须的微量营养物质，主要作用是参与机体的能量转移和代谢调节。按照溶解度可分为水溶性和脂溶性，后者主要包括维生素 A、D、E、K。从需求来看，脂溶性维生素主要用于一些不能通过胃肠途径获得足够营养支持的患者，包括“围手术期”禁食患者、以及严重创伤等肠外营养适应症。未来，满足人体多种生理功能需要的复合维生素将获得临床更多的青睐。

竞争格局方面，脂溶性维生素系列包括 I 型和 II 型两种。目前市场上 I 型生产企业除了公司外还包括瑞阳制药、马鞍山丰原制药，总共 3 家。II 型生产企业稍多，除了公司外还包括瑞阳制药、山西普德药业、马鞍山丰原制药、河北智同生物制药、西安德天药业、华北制药，总共 7 家。从公开资料查询来看，I 型和 II 型目前仅保定三九济世生物药业在报 II 型的生产批文。总体来看，未来一段时间当前的竞争格局较为稳定，公司仍有望维持目前领先的市场地位。南方所数据显示，公司 2011 年在维生素 A\D\E\K 市场份额约为 41.3%，其次为华北制药市场份额为 30.58%。

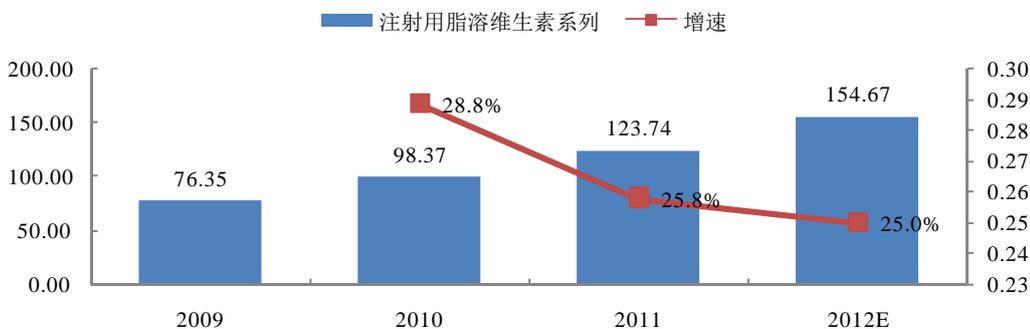
图 20：2011 年维生素 A\D\E\K 各企业市场份额



资料来源：南方所，中国银河证券研究部

公司 2011 年注射液脂溶性维生素系列销售额 1.24 亿元，同比增长 25.8%，我们预计 2012 年将继续维持较好的销售势头。

图 21：公司的“注射用脂溶性维生素”维持快速增长势头（单位：百万）



资料来源：公司数据，中国银河证券研究部

五、盈利预测与估值：

（一）公司盈利预测

核心假设：

（1）四大盈利品种（多烯、脂溶性维生素、夫西、转化糖）2012 年销售增长 15.9%。2013、2014 分别增长 16.4%和 16.9%。

（2）中长链脂肪乳、复方氨基酸、甲磺酸多拉司琼、盐酸纳美芬这四大潜力品种 2012 年销售额达到 1.02 亿元，同比增长 240%。2013、2014 年分别增长 66.2%和 39.6%。

（3）“其他”药品销售额 2012 年同比增长 10%为 0.77 亿元；2013 年、2014 年考虑到复方维生素（13）、马尼地平、恩替卡韦及“三腔袋”等产品的推出，销售额分别达到 1.16 和 1.85 亿元。

（4）我们预期公司 2012-2104 年营收分别增长 26.2%、26.4%和 26.0%；每股盈利分别为 1.10 元、1.37 元和 1.69 元，同比增长 40.4%、24.9%和 23.4%。

表 15：公司收入成本预测

营业收入	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
多烯磷脂酰胆碱注射液	114.88	151.49	169.23	198.84	234.63	276.86
增速		31.9%	11.7%	17.5%	18.0%	18.0%
毛利率	72.70%	62.12%	65.22%	67.5%	69.0%	69.0%
转化糖注射液系列	125.50	136.59	142.24	154.33	166.68	180.01
增速		8.8%	4.1%	8.5%	8.0%	8.0%
毛利率	75.74%	67.94%	70.62%	72.0%	72.5%	72.5%
注射用脂溶性维生素系列	76.35	98.37	123.74	156.53	198.01	250.48
增速		28.8%	25.8%	26.5%	26.5%	26.5%
毛利率			66.71%	68.0%	68.5%	68.5%
注射用夫西地酸钠	69.02	121.05	68.28	73.74	79.64	86.01
增速		75.4%	-43.6%	8.0%	8.0%	8.0%
毛利率			54.29%	55.0%	55.5%	55.5%
中长链脂肪乳			12.00	40.00	66.00	89.10
增速				233.3%	65.0%	35.0%
毛利率				69.0%	69.5%	69.5%
复方氨基酸			14.00	35.00	63.00	94.50
增速				150.0%	80.0%	50.0%
毛利率				69.0%	69.5%	69.5%
甲磺酸多拉司琼			0.00	15.00	22.50	27.00
增速					50.0%	20.0%
毛利率				69.5%	70.0%	70.0%
盐酸纳美芬			4.00	12.00	18.00	26.10

增速				200.0%	50.0%	45.0%
毛利率				70.0%	71.0%	71.0%
其他	97.87	74.08	70.18	77.20	115.80	185.28
增速				10.0%	50.0%	60.0%
毛利率			70.00%	70.0%	71.0%	71.0%
合计	483.62	581.58	603.66	762.64	964.25	1,215.34
增速		20.3%	3.8%	26.3%	26.4%	26.0%
毛利率	70.9%	65.7%	66.7%	67.8%	68.8%	68.9%

资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

(二) 公司相对估值水平

公司 2012 年动态 PE 为 23 倍, PEG 为 1.0。

表 16: 公司与可比公司相对估值水平比较

代码	简称	2012EPS	2013EPS	2014EPS	2012PE	2013PE	2014PE	CAGR (12-14)	PEG(12)
600276.SH	恒瑞医药	0.88	1.10	1.37	31	25	20	24.8%	1.3
300006.SZ	莱美药业	0.53	0.73	0.93	30	22	17	32.0%	0.9
300016.SZ	北陆药业	0.37	0.51	0.69	29	21	15	37.6%	0.8
600079.SH	人福医药	0.80	1.03	1.31	28	22	17	28.4%	1.0
002653.SZ	海思科	1.10	1.37	1.69	23	19	15	24.0%	1.0

资料来源: WIND, 中国银河证券研究部; 除公司外, 其余公司盈利采用 WIND 一致预测, 股价取 6 月 21 日收盘价

六、附录

(一) 公司财务预测表

资产负债表					利润表				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	593.75	1663.19	1846.90	2313.16	营业收入	604.43	762.64	964.25	1215.34
现金	498.42	1542.92	1725.79	2128.41	营业成本	200.95	245.69	301.28	377.90
应收账款	2.16	1.86	4.17	3.43	营业税金及附加	8.03	10.14	12.82	16.16
其它应收款	14.62	52.67	18.19	62.08	营业费用	26.68	61.01	81.96	103.30
预付账款	48.60	19.91	59.53	54.23	管理费用	87.33	125.84	163.92	200.53
存货	28.01	45.18	38.35	63.86	财务费用	-6.46	-25.39	-43.24	-50.28
其他	1.95	0.66	0.87	1.16	资产减值损失	0.54	0.00	0.00	0.00
非流动资产	288.96	328.44	396.24	470.02	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	169.69	222.93	276.49	331.46	营业利润	287.36	345.35	447.50	567.72
无形资产	46.87	56.55	68.90	84.20	营业外收入	83.56	95.00	102.00	110.00
其他	72.39	48.95	50.85	54.35	营业外支出	1.53	2.00	2.20	2.50
资产总计	882.70	1991.63	2243.13	2783.18	利润总额	369.39	438.35	547.30	675.22
流动负债	77.78	174.06	88.18	226.38	所得税	57.09	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	4.02	1.34	1.79	净利润	312.30	438.35	547.30	675.22
应付账款	7.11	41.39	11.17	52.26	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	70.67	128.65	75.67	172.33	归属母公司净利润	312.30	438.35	547.30	675.22
非流动负债	37.17	25.46	34.72	35.00	EBITDA	353.22	421.28	515.57	639.68
长期借款	0.45	1.58	3.82	4.50	EPS (元)	0.87	1.10	1.37	1.69
其他	36.72	23.88	30.89	30.50					
负债合计	114.95	199.52	122.90	261.38					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2011A	2012E	2013E	2014E
归属母公司股东权益	767.76	1792.10	2120.23	2521.80	营业收入	3.93%	26.17%	26.44%	26.04%
负债和股东权益	882.70	1991.63	2243.13	2783.18	营业利润	-1.15%	20.18%	29.58%	26.86%
					归属母公司净利润	2.14%	40.36%	24.86%	23.37%
					毛利率	66.75%	67.78%	68.76%	68.91%
					净利率	51.67%	57.48%	56.76%	55.56%
					ROE	40.68%	24.46%	25.81%	26.78%
					ROIC	37.07%	22.25%	22.92%	23.94%
					资产负债率	13.02%	10.02%	5.48%	9.39%
					净负债比率	0.15%	0.33%	0.29%	0.31%
					流动比率	7.63	9.56	20.94	10.22
					速动比率	7.27	9.30	20.51	9.94
					总资产周转率	0.80	0.53	0.46	0.48
					应收帐款周转率	560.89	380.00	320.00	320.00
					应付帐款周转率	14.15	10.13	11.46	11.92
					每股收益	0.87	1.10	1.37	1.69
					每股经营现金	0.55	1.24	1.10	1.81
					每股净资产	2.13	4.48	5.30	6.30
					P/E	31.27	22.28	17.84	14.46
					P/B	12.72	5.45	4.61	3.87

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究部

(二) 公司估值表

	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
EBIT	215.08	312.44	353.10	353.22	405.33	494.42	612.78
所得税	22.05	31.88	58.12	57.09	0.00	0.00	0.00
NOPLAT	193.24	280.88	296.70	298.63	405.33	494.42	612.78
营运资金净变动					-67.61	84.70	-73.67
资本支出					72.07	56.64	70.36
自由现金流					416.82	374.23	642.99

WACC	10.54%	K_e	10.60%
永续增长率	3.00%	K_d	6.73%
终值	9433.82	t	0.00%
企业价值	14907.99	R_f	4.00%
非核心资产价值	1555.93	E(R_m)	10.00%
债务价值	29.87	R_m - R_f	6.00%
股权价值	16434.04	D/A	10.02%
股本	400.10	E/A	0.11
每股价值	41.07	Beta	1.10

估值		g				
		2.48%	2.73%	3.00%	3.30%	3.63%
W A C C	7.92%	54.90	56.74	58.99	61.76	65.26
	8.71%	48.86	50.22	51.84	53.83	56.28
	9.58%	43.77	44.78	45.97	47.40	49.15
	10.54%	39.44	40.19	41.07	42.12	43.38
	11.59%	35.73	36.29	36.95	37.72	38.64
	12.75%	32.52	32.95	33.44	34.01	34.69
	14.02%	29.74	30.06	30.43	30.85	31.35

(三) 公司产品医保调整情况

表 17: 转化糖注射液医保调整情况

英文名称	Invert Sugar			
药品分类	西药			
治疗大类	调节水、电解质及酸碱平衡药物			
	2004 (05) 年医保		2009 (10) 年医保	
是否国家医保药	否		是	
甲乙分类	NA		乙类	
国家版报销范围	NA		限因胰岛素抵抗无法使用葡萄糖的抢救患者	
地方版调整情况	调整地区	调整内容 (报销范围)	调整地区	调整内容 (报销范围)
	河北省	限糖尿病酮症、高渗昏迷	江西省	限烧伤、创伤、术后及感染等应激患者
	山东省	限糖尿病或其他相关患者	黑龙江	限感染、手术等应激患者或因胰岛素抵抗无法使用葡萄糖的抢救患者
	河南省	限手术、放化疗、烧伤、重度感染	海南省	限感染手术应急患者或因胰岛素抵抗无法使用葡萄糖的患者
	湖南省	限胰岛素抵抗患者营养用药	北京市	限因胰岛素抵抗无法使用葡萄糖的抢救患者。费用需由个人部分负担。
	四川省	限重症胰腺炎和糖尿病患者手术后用药	新疆区	限应激胰岛素抵抗患者或无法使用葡萄糖的抢救患者
	天津、内蒙古、辽宁、浙江、安徽、福建、江西、广东、甘肃、宁夏、新疆地区增加 (无限制范围)		上海市	限感染、手术后或胰岛素抵抗无法使用葡萄糖的患者

资料来源: SFDA, 中国银河证券研究部

表 18: 转化糖电解质注射液医保调整情况

英文名称	Invert Sugar and Electrolytes			
药品分类	西药			
治疗大类	调节水、电解质及酸碱平衡药物			
剂型	注射剂			
	2004（05）年医保		2009（10）年医保	
是否国家医保药	否		否	
甲乙分类	NA		NA	
国家版报销范围	NA		NA	
地方版调整情况	调整地区	调整内容	调整地区	调整内容（报销范围）
	无	无	上海市	增加，限急危重病人使用
			福建省	增加，限配合肠外营养使用
			江西省	增加，烧伤、创伤、术后及感染等应激患者
			湖南省	增加，限糖耐量异常或应激状态病人使用
			河南省	增加，限因胰岛素抵抗无法使用葡萄糖、电解质失衡的抢救患者
			新疆区、四川省、陕西省、山西、青海、宁夏、辽宁、江苏、吉林、黑龙江、海南、广西、广东、安徽、湖北 15 省市增加，无限制范围	

资料来源：SFDA，中国银河证券研究部

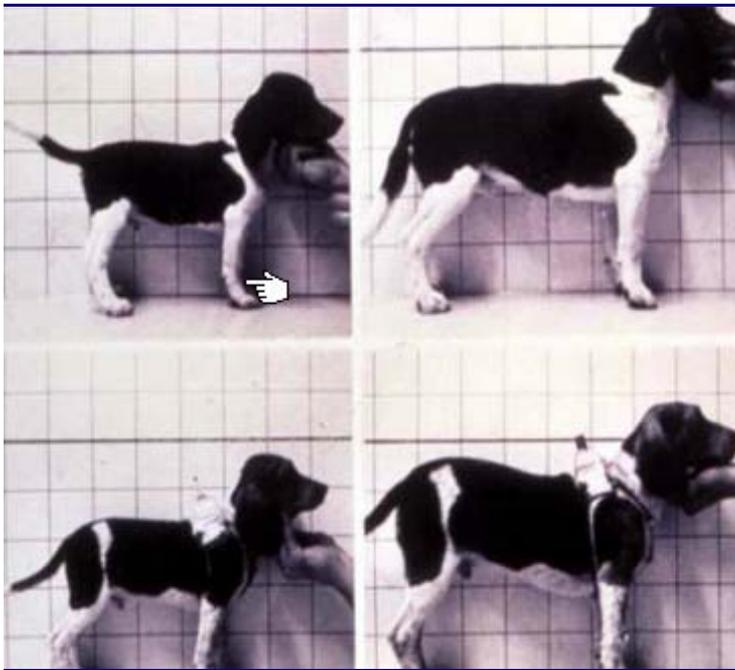
(四) 肠外营养发展历史

1.1952 年法国的外科医师 Robert Aubaniac 首先采用经锁骨下静脉插管到上腔静脉内进行输液,可快速输高渗液,为 10 余年后用高渗糖的胃肠外营养提供了输液途径。

2. 1961 年瑞典的 Karolinska 医学院附属医院内科的 Wretlind 医师首先制造出静脉注射用大豆脂肪乳剂,并安全地应用于临床,因为论文发表在瑞典的杂志内科上,对世界的影响不够显著。

3.1967-1968 年,美国费城医学院附属医院外科的 Dudrick 医师与 Wilmore 医师在 Vars 教授与 Roads 教授的代谢实验室中,用大动物研究证明胃肠外营养与经口进天然食物同样使小狗生长发育。Wilmore 医师与 Dudrick 医师发表了幼儿患者临床应用的报告,证实了肠外营养的临床有效性,使先天腹壁缺损的新生婴儿接受手术及生长,引起了全世界的重视。

图 22: TPN 小狗与正常饲养小狗生长发育无异(著名的 Dudrick 和 Wilmore 犬)



资料来源: 中国银河证券研究部

4.1970-1974 年,美国的医师 Scribner 及法国的医师 Solassol 提出了“人工胃肠”(artificial gut)概念 1970 后由美国向欧洲(Erik Vinnars, Perter Soeters, Marinois Elia, Yvon Carpentier 等)、日本 (Okada, Ogushi 等)、大洋洲 (Hill 等) 及中国等地区发展。

5.自上世纪 80 年代华瑞药将肠外营养产品引入中国以来,肠外营养产品的国内市场一直由华瑞主导。

6.目前中国市场上主要的肠外营养企业为华瑞制药、广州百特侨光、贝朗医疗、三菱制药、四川科伦药业。

插图目录

图 1: 公司股权结构.....	6
图 2: 我国医药制造业企业数目众多, 规模逐渐变大.....	6
图 3: 2011 年肠外营养系列占公司营收比重 48.4%.....	7
图 4: 2011 年肠外营养系列占公司毛利比重 49.9%.....	7
图 5: 我国抗高血压药市场容量稳步增长.....	9
图 6: 恩替卡韦样本医院销售额增速很快.....	10
图 7: 恩替卡韦目前仍是进口产品为主.....	10
图 8: 2012-2014 年公司营业收入维持 25%以上稳定增速.....	13
图 9: 多烯磷脂酰胆碱市场竞争格局稳定, 公司约占一半的市场份额.....	14
图 10: 多烯磷脂酰胆碱样本医院销售增速 2011 年快速放缓.....	15
图 11: 多烯磷脂酰胆碱样本医院各季度销售情况, 11 年 Q4 开始有所回暖.....	16
图 12: 2 型糖尿病人群脂肪肝发病率显著高于普通人群.....	16
图 13: 夫西地酸钠 2012 年销售增速转正.....	17
图 14: 脂肪乳 2011 年各企业市场份额.....	19
图 15: 脂肪乳 2011 年销售下滑.....	22
图 16: 脂肪乳 2011 年 Q4 销售开始回暖.....	22
图 17: 复方氨基酸 (18AA) 注射液近年来销售快速增长.....	23
图 18: 复方氨基酸 (18AA) 注射液各企业市场份额.....	23
图 19: 公司转化糖注射液系列销售增速预计将提升.....	24
图 20: 2011 年维生素 A\D\E\K 各企业市场份额.....	25
图 21: 公司的“注射用脂溶性维生素”维持快速增长势头 (单位: 百万).....	25
图 22: TPN 小狗与正常饲养小狗生长发育无异 (著名的 Dudrick 和 Wilmore 犬).....	32

表格目录

表 1: 公司产品生产安排及生产认证.....	5
表 2: 已经完成临床, 正在报批生产品种.....	8
表 3: 正在进行临床研究, 准备进行生产注册申请品种.....	8
表 4: 公司年度利润表各项比较 (单位: 百万).....	11
表 5: 公司 2012 年 1 季度利润表各项比较.....	12
表 6: 多烯磷脂酰胆碱目前仅两家厂商有原料药和制剂批文.....	14
表 7: 多烯磷脂酰胆碱医保调整情况.....	15
表 8: 公司复方氨基酸 18AA-VII 在 7 个省中标.....	17
表 9: 复方氨基酸注射液 18AA-VII 成为 2010 年版国家医保乙类品种.....	18
表 10: 盐酸纳美芬成为 2010 年版国家医保乙类品种.....	18
表 11: 公司盐酸纳美芬在 8 个省 (市) 中标.....	19
表 12: 公司中长链脂肪乳在全国 6 个省 (市) 中标.....	19

表 13: 长链脂肪乳由医保药品调整为自费药品	21
表 14: 中长链脂肪乳医保调整	21
表 15: 公司收入成本预测	26
表 16: 公司与可比公司相对估值水平比较	27
表 17: 转化糖注射液医保调整情况	30
表 18: 转化糖电解质注射液医保调整情况	31

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

黄国珍，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn