

市价(人民币): 21.00元

## 肝素产业领航者, 制剂转型亮点多;

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)



## 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.656	0.526	0.700	1.052	1.473
每股净资产(元)	9.16	5.84	4.88	5.52	6.55
每股经营性现金流(元)	0.16	-0.37	0.38	0.48	0.58
市盈率(倍)	27.57	23.47	30.02	19.97	14.26
行业优化市盈率(倍)	24.42	33.55	44.41	44.41	44.41
净利润增长率(%)	17.63%	39.96%	33.03%	50.32%	40.05%
净资产收益率(%)	7.17%	9.01%	10.05%	13.34%	15.74%
总股本(百万股)	107.85	188.42	188.42	188.42	188.42

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **公司是专注于肝素产业一体化的制药企业:** 虽然在肝素钠原料药的市场占有率为仅排名国内第 7 名, 但公司拥有低分子肝素钙制剂、低分子肝素钙原料药、依诺肝素原料药、达肝素原料药等高附加值下游产品的技术优势, 能够通过打通产业链提升附加值。
- **低分子肝素钙制剂降价风险较小:** 公司于 2006 年提出了低分子量肝素钙注射液 YBHO2832006 标准, 经 SFDA 审核通过并获得发改委单独定价, 目前中标价格是普通低分子肝素钙的 2 倍。公司通过收购常州泰康获得普通低分子肝素钙(安瓿、预冲式注射液)2 个品规补充, 产品组合足以灵活应对基药和非基药的任何招标政策, 预计降价风险较小。
- **原料药看美国新增市场突破和产品升级:** 近期上游肝素粗品价格稳定, 预计原料药价格不会出现太大波动。公司正着手从欧洲和美国寻找合作拓展原料供应渠道。公司于年初成功获得 FDA 认证, 由于美国客户的原料药变更申报流程较长, 我们预计到 2014 年才会实现原料药对美销售; 公司依诺肝素、达肝素等高端原料药在市场上已经获得认可, 高端产品也将拉动今年原料药出口实现较快增长。
- **西地那非预计明年年底上市:** 公司常州子公司拥有仿制辉瑞“伟哥”的西地那非国内一类新药证书。辉瑞在中国的专利将于 2014 年 6 月到期, 专利到期后公司预计经过半年的准备和原料药报批, 将于 2014 年年底正式上市伟哥的仿制药。
- **透明质酸钠和长效艾塞纳肽将助力长期发展:** 透明质酸钠目前处于中试阶段, 已经实现小批量销售, 产品用于化妆品和食品领域, 预计原料药车间达产后有望扩大生产; 长效艾塞纳肽美国已经完成二期临床, 国内三期正着手申报, 预计仍需 3-5 年在国内上市。

## 投资建议

- 我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.70 元、1.05 元、1.47 元, 同比增长 33%, 50%, 40% (考虑股权激励费用计提), 公司目前股价对应 2013 年 30 倍, 我们认为公司由肝素钠原料药企业向制剂企业的转型已经获得成功, 西地那非、透明质酸钠、长效艾塞纳肽等重磅新产品的陆续推出将推动公司踏上更加快速的增长轨道, 维持“增持”评级。

相关报告

1. 《制剂持续高增长, 原料药毛利率短暂停滑;》, 2013.4.25
2. 《年报业绩高增长, 激励费用影响短期增长;》, 2013.4.3
3. 《肝素产业链整合者, 制剂业务潜力大;》, 2013.3.22

燕智 联系人  
(8621)60870946  
yanz@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)61038219  
lijingli@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
(8621)61038218  
huangting@gjzq.com.cn

### 肝素钠原料药：价格稳定，美国市场尚待突破

- 近期肝素粗品价格稳定，原料药价格也相对平稳。肝素原料药企业对于原材料资源的掌控能力非常重要，公司的原料来源规划包括 2 个：1.以进口原料为主，把欧洲的肠粘膜运到国内进行加工 2.把握国内优势地区的肠衣资源。公司计划与国外公司合作，进口原料，虽然欧美原料的价格和国内相当，但国内粗品的收率是 82-83%，欧美粗品的收率可达到 89-90%，因此能够显著降低成本。
- 公司去年年底获得肝素钠原料药的 FDA 认证，美国客户现在正在紧密接触，但美国制剂企业的申请周期很长，如果现在签订协议，需要 1 年的时间让制剂企业向 FDA 申报变更原料药，所以要明年才能形成对美国市场的实际销售。FDA 级别的肝素钠原料药较欧盟标准贵，实现出口后有望提升原料药毛利。

### 低分子肝素钙：新招标规则对价格影响有限

- 低分子肝素钙今年的增速预计 30%-40%，仍将保持快速增长。招标规则的问题公司评估将不会对经营产生重大影响，因为公司产品是优质优价招标，且能够灵活运用多种产品组合。
- 公司去年出收购常州子公司获得普通低分子肝素钙注射液，等待常州子公司改造获批以后，公司将拥有优质优价的低分子肝素钙注射液，常州子公司生产的低分子肝素钙注射液（普通定价，预冲式注射液），常州子公司生产的低分子肝素钙注射液（普通定价，安瓿），共三种规格的产品，有利于公司在基本药物市场和非基本药物市场招标过程中的灵活操作，从而较好的维护价格体系。

### 依诺肝素：高毛利品种高增长

- 公司高管姬胜利在依诺肝素的制备技术方面是全国的权威。目前，公司依诺肝素主要销往非规范市场国家，随着依诺肝素制剂专利的到期，未来依诺肝素原料药的市场空间将非常可观，预计今年将实现大幅增长。

### 达肝素：拓展日本以外市场

- 常州子公司的达肝素主要销往日本，公司在日本 7 家采购达肝素的客户中，占据 5 家。
- 我们预计公司今年达肝素有望实现较快增长，盈利能力将高于普通肝素钠原料药。
- 目前，公司正在帮助常州子公司在除日本以外的其他国家注册，拓展其他市场。

### 长效艾塞纳肽：准备国内三期临床，预计 3-5 年后上市

- 长效艾塞纳肽目前在美国已经完成二期临床，效果理想。公司正着手在国内开展 3 期临床，预计要 3-5 年的时间才能完成。
- 艾塞纳肽由礼来公司研发，用于改善 2 型糖尿病患者的血糖控制，适用于单用二甲双胍、磺酰脲类，以及二甲双胍合用磺酰脲类，血糖仍控制不佳的患者，全球年销售额超过 10 亿美元，是糖尿病领域的一线治疗药物。

### 西地那非（伟哥）：有望 2014 年年底上市

- 公司常州子公司拥有仿制辉瑞“伟哥”的西地那非国内一类新药证书。
- 该产品由南大教授研发，因为化合物是没有专利的，公司通过制备工艺绕开辉瑞的制备专利。目前，国内有多家企业获得新药证书，但是否绕开辉瑞的制备工艺专利不得而知。等到 2014 年 6 月国内专利到期以后，公司就能够仿制。
- 等到 2014 年 6 月专利到期之后，公司将立即获得制剂批文，但仍然需要申请原料药批文，如果是省局报批，时间预计在半年之内。因此，公司预计伟哥仿制药将于 2014 年底成功上市。

#### 透明质酸钠：用于美容、食品，有望成为又一主导品种

- 透明质酸又称玻尿酸原本主要用于保湿，注射型透明质酸在 2003 年被美国食药局(FDA)批准用于皮肤除皱，现在还多用于面部整形、丰胸，和治疗关节炎、白内障等疾病的治疗。玻尿酸在医疗和美容两大领域的使用，大有取代胶原蛋白、胎盘素和肉毒杆菌之势。
- 公司目前透明质酸钠在中试车间生产，已经实现小批量对外销售，产品主要为食品级和化妆品级。待原料药募投项目年底达产后，有望扩产。
- 公司计划加大投入，以医用注射剂为目标研发透明质酸，将其培养成公司另一主导品种。

#### 销售团队

- 公司销售团队由 Pharmacia 的原有销售团队组成，目前在河北、山东等地方比较强势，但在北上广等大城市和 GSK 存在很大差距。公司的销售组织结构分为 4 个大区，公司主要负责制剂的招标、学术推广等工作。

#### 激励费用较大压制业绩增长

- 今年股权激励费用 1300 万元，四季度新增原料药产能达产将单季度增加 300 万元的折旧费用。短期费用开支较大是压制今年业绩增长的主要原因。

#### 盈利预测

- 我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.70 元、1.05 元、1.47 元，同比增长 33%，50%，40%（考虑股权激励费用计提），公司目前股价对应 2013 年 30 倍，我们认为公司由肝素钠原料药企业向制剂企业的转型已经获得成功，西地那非、透明质酸钠、长效艾塞纳肽等重磅新产品的陆续推出将推动公司踏上更加快速的增长轨道，维持“增持”评级。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>主营业务收入</b>	<b>467</b>	<b>423</b>	<b>576</b>	<b>827</b>	<b>1,144</b>	<b>1,534</b>							
增长率	-9.3%	35.9%	43.6%	38.4%	34.1%		货币资金	92	742	540	418	550	700
<b>主营业务成本</b>	<b>-342</b>	<b>-282</b>	<b>-292</b>	<b>-421</b>	<b>-562</b>	<b>-735</b>	应收款项	74	76	125	167	231	309
%销售收入	73.3%	66.6%	50.7%	51.0%	49.1%	47.9%	存货	150	173	308	266	246	262
<b>毛利</b>	<b>125</b>	<b>141</b>	<b>284</b>	<b>405</b>	<b>582</b>	<b>800</b>	其他流动资产	7	57	146	213	283	369
%销售收入	26.7%	33.4%	49.3%	49.0%	50.9%	52.1%	流动资产	323	1,047	1,119	1,063	1,310	1,640
<b>营业税金及附加</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	%总资产	75.0%	88.3%	78.9%	75.3%	78.5%	81.8%
%销售收入	0.1%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	长期投资	0	0	0	1	0	0
<b>营业费用</b>	<b>-11</b>	<b>-11</b>	<b>-115</b>	<b>-165</b>	<b>-229</b>	<b>-318</b>	固定资产	50	82	215	262	265	265
%销售收入	2.3%	2.6%	20.0%	20.0%	20.0%	20.8%	%总资产	11.6%	6.9%	15.1%	18.6%	15.9%	13.2%
<b>管理费用</b>	<b>-33</b>	<b>-36</b>	<b>-54</b>	<b>-85</b>	<b>-114</b>	<b>-153</b>	无形资产	58	56	79	83	91	99
%销售收入	7.1%	8.6%	9.5%	10.3%	10.0%	10.0%	非流动资产	108	139	299	348	358	366
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>80</b>	<b>91</b>	<b>111</b>	<b>150</b>	<b>232</b>	<b>319</b>	%总资产	25.0%	11.7%	21.1%	24.7%	21.5%	18.2%
%销售收入	17.2%	21.6%	19.3%	18.2%	20.3%	20.8%	<b>资产总计</b>	<b>431</b>	<b>1,186</b>	<b>1,418</b>	<b>1,411</b>	<b>1,668</b>	<b>2,006</b>
<b>财务费用</b>	<b>-12</b>	<b>-14</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>9</b>	短期借款	174	159	225	0	53	73
%销售收入	2.6%	3.3%	0.5%	0.0%	0.2%	-0.6%	应付款项	19	9	33	51	69	92
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他流动负债	4	15	16	19	26	34
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	197	182	273	69	148	200
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	0	0	0	1
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他长期负债	14	16	20	0	0	0
<b>%税前利润</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>负债</b>	<b>211</b>	<b>199</b>	<b>293</b>	<b>69</b>	<b>148</b>	<b>201</b>
<b>营业利润</b>	<b>67</b>	<b>77</b>	<b>106</b>	<b>150</b>	<b>230</b>	<b>328</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>219</b>	<b>987</b>	<b>1,100</b>	<b>1,312</b>	<b>1,485</b>	<b>1,763</b>
营业利润率	14.4%	18.1%	18.4%	18.2%	20.1%	21.3%	少数股东权益	0	0	26	30	35	43
<b>营业外收支</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>431</b>	<b>1,186</b>	<b>1,418</b>	<b>1,411</b>	<b>1,668</b>	<b>2,006</b>
<b>税前利润</b>	<b>70</b>	<b>83</b>	<b>112</b>	<b>156</b>	<b>236</b>	<b>333</b>							
利润率	14.9%	19.5%	19.4%	18.9%	20.6%	21.7%							
所得税	-9	-12	-13	-20	-32	-48							
所得税率	13.6%	14.3%	11.3%	13.0%	13.5%	14.5%							
<b>净利润</b>	<b>60</b>	<b>71</b>	<b>99</b>	<b>136</b>	<b>204</b>	<b>285</b>							
净利润率	12.9%	16.7%	17.2%	15.9%	17.3%	18.1%							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>60</b>	<b>71</b>	<b>99</b>	<b>132</b>	<b>198</b>	<b>278</b>							
净利率	12.9%	16.7%	17.2%	15.9%	17.3%	18.1%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金净流</b>	<b>29</b>	<b>17</b>	<b>-70</b>	<b>103</b>	<b>129</b>	<b>157</b>	<b>每股指标</b>						
资本开支	-38	-30	-125	-63	-23	-24	每股收益	0.744	0.656	0.526	0.700	1.052	1.473
投资	0	0	-68	-1	0	0	每股净资产	2.713	9.156	5.836	4.878	5.521	6.553
其他	0	2	1	0	0	0	每股经营现金净流	0.362	0.158	-0.375	0.381	0.480	0.585
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-38</b>	<b>-29</b>	<b>-193</b>	<b>-64</b>	<b>-23</b>	<b>-24</b>	每股股利	0.000	0.200	0.000	0.000	0.000	0.000
股权募资	0	705	30	81	-25	0							
债权募资	90	-16	61	-241	53	21							
其他	-20	-25	-30	0	-2	-4							
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>71</b>	<b>664</b>	<b>61</b>	<b>-160</b>	<b>26</b>	<b>17</b>							
现金净流量	62	652	-202	-121	132	150							

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	2	6
增持	0	2	6	10	14
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0</b>	<b>2.00</b>	<b>1.89</b>	<b>1.86</b>	<b>1.78</b>

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

日期	评级	市价	目标价
1 2013-03-22	增持	19.76	20.00 ~ 22.00
2 2013-04-03	增持	17.31	N/A
3 2013-04-25	增持	18.71	N/A

来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性  
3.01~4.0 = 减持


**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20% 以上；  
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：(8621)-61038271  
传真：(8621)-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-6621 6979  
传真：010-6621 6793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-33516015  
传真：0755-33516020  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518026  
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)