

短期增长无忧，长期看新药

买入首次评级

目标价格：85元

投资要点：

- 📖 2010年心血管类药物和头孢类原料药高速增长
- 📖 老产品短期内增长无忧，长期要靠新产品
- 📖 公司预计未来2年将保持较快增速，目前估值合理

报告摘要：

- **双轮驱动高速增长。**公司2010年实现营业总收入12.98亿元，归属于上市公司股东的净利润3.55亿元，较上年分别同比增长52.75%和64.69%，基本每股收益1.57元。业绩增长的原因来自于心血管类药物的增长和头孢类原料药产能释放。
- **心血管市场优势继续巩固。**泰嘉全年增速50%，占据40%以上的市场份额，短期内替代抗凝药和国内仿制药还不会有很大的威胁，但长期竞争必然加剧，预计后续两年增速35%左右。贝那普利增速很快，达到5000多万，但市场份额仍不到10%，前景仍很广阔。比伐卢定目前处于综合审查阶段，预计今年下半年上市，是公司未来两三年的重要看点。
- **头孢类原料药增速快于制剂。**头孢类抗生素市场特点是“各领风骚二三年”，需要不断地推出新产品。而且，医保降价、抗生素限制也是可能影响业绩的因素。原料药产能快速释放，较09年已经翻番，预计近两年内还可以保持高增长。抗生素研发储备品种很多，但短期还没有新产品会上市。
- **研发创新是长久动力。**公司的战略非常清晰，定位于高新创新处方药物。公司在研产品40多个，5个一类新药。未来每年公司都可以保证有新的品种上市，保证公司的长期增长。我们预计未来2~3年内，公司的高增长仍可以持续。
- **预计公司2011年、2012年实现归属于母公司净利润4.78亿元、6.51亿元，同比增长34.3%、36.2%，对应每股收益2.11元、2.87元，按照2011年40倍PE，给予85元的目标价，给予买入评级。**

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入	527	850	1298	1774	2370
增长(YOY)	72.01%	61.16%	52.76%	36.68%	33.60%
净利润	117	216	356	478	651
增长(YOY)	59.89%	84.49%	65.04%	34.25%	36.16%
每股收益	1.38	1.90	1.57	2.11	2.87
每股股利	-	1.00	0.50	0.65	0.90

分析师

张延明 (S1180510120009)

电话：01088085975

Email: zhangyanming@hysec.com

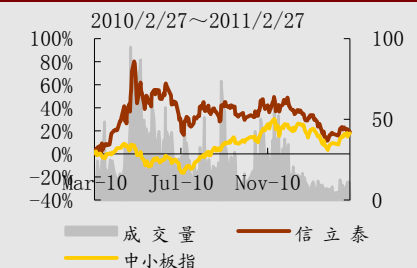
联系人

吴洋

电话：01088085967

Email: wuyang@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20100930	1839	非常分散
20100630	1786	非常分散
20100331	1644	非常分散

数据来源：港澳资讯

相关研究

宏源证券*公司点评*康恩贝—受益基本药物制度超预期 03.01

宏源证券*行业策略*医药行业—紧跟政策，寻找确定性增长的个股 06.21

宏源证券*行业策略*医药行业—政策总体偏利好，行业增长无悬念 11.25

宏源证券*公司点评*康恩贝—资产注入提升估值水平 02.17

公司 2010 年实现营业总收入 12.98 亿元,归属于上市公司股东的净利润 3.55 亿元,较上年分别同比增长 52.75% 和 64.69%,基本每股收益 1.57 元,ROE 为 20.62%。

业绩增长的原因来自于心血管类药物的增长,原料药产能释放,以及销售费用率的降低。利润增幅超过收入增幅正说明公司的期间费用控制较好,在销售大幅增长的情况下,销售费用不升反降。

心血管市场优势继续巩固

心血管类药物目前包括氯吡格雷和贝那普利,基于目前氯吡格雷在全球巨大的市场容量,和我国心脏支架手术的近年来快速增长,泰嘉(氯吡格雷)是公司高速增长的主要品种,10 年销售预计突破 5 亿元。我们认为心脏支架类手术的增长将会稳定,而氯吡格雷在手术后抗血栓方面仍处于优势地位,但随着诺华的普拉格雷等抗血栓新品种的上市,市场竞争将会更加激烈。

目前国内已有多个仿制药厂商计划推出氯吡格雷的产品,10 年已有若干个厂家的原料药上市,预计明年起会陆续有仿制制剂上市。但我们认为短期内 2~3 年内公司的竞争压力还不大,一方面公司已有 8 年的推广经验,完善的营销体系;另一方面由于心脏支架术后的抗凝药对患者预后效果及生命都很关键,医生对药物的选择和更换会比较慎重。再者公司有 2 项专利,进入者需要避开公司的专利,但长期看随着竞争者增多后,压力无疑越来越大。

药价方面,虽然泰嘉作为医保乙类大品种,存在一定降价压力,但泰嘉相比原研产品波利维,治疗费用要少将近一半(波利维的推荐剂量是每天 75mg,而泰嘉宣传推广的是每天 50mg 的剂量,剂量方面有优势,更适合国内患者的特点,另外也更省钱。),2008 年泰嘉的最高零售价从 85.80 元调高到 98.90 元,也说明与波利维的价格差距较大,而且国内现在有没有其他仿制品或替代品,因此我们认为泰嘉即使被降价,幅度也不会大。

综合我们认为,目前泰嘉已经占据了氯吡格雷 40%左右的市场份额,基数已经较大,后续竞争品和仿制品将会越来越多,该产品未来的增速将放缓。预计年增速 35%左右。

贝那普利目前销售额较小,市场主要被诺华公司的洛汀新占有,但 10 年增速很快,有望翻一番达到 5000 万,市场份额仍不到 10%,未来增长的前景仍很广阔。心血管类的新产品如比伐卢定目前处于综合审查阶段,等国家药监局过来抽样检查,预计今年下半年上市,该品种抗凝效果好,但与氯吡格雷没有竞争,相反可以借助原有的销售渠道,快速的放量销售。另外该品种属于国内首仿,且目前没有其他公司申报生产,上市后市场潜力极大,将是公司未来两三年的重要看点,但短期还不能大幅贡献盈利。此外,氟伐他汀等产品仍处于研发阶段。

头孢类原料药增速快于制剂

公司未来的战略定位是一块心血管类专科用药,一类头孢类高档抗生素。目前头孢类产品主要有盐酸头孢吡肟、头孢西丁钠、头孢呋辛等品种。抗生素仍是目前国内市场份额最大的一类药,而其中又以头孢抗生素的份额最大。抗生素用药特点是“各领风骚三五年”,市场最大的品种从早先的头孢曲松、头孢呋辛、头孢哌酮到后来的头孢米诺,再到目前的头孢替安,更迭频率越来越高,持续时间越来越短。在国内,新上市的品种几年内经常就能做到 5~10 个亿,而老品种又较快地被替代。因此想在这个领域做大,要靠不断地推出新产品,要靠持续的研发。抗生素在国内面临诸多不明朗因素:滥用抗生素可能引发限制的政策、医保品种价格下降、仿制企业较多竞

争趋激烈等，都可能会影响到公司的业绩。公司需要开发更多的新药产品，分散经营风险。

公司生产的盐酸头孢吡肟和头孢西丁钠均属于高端头孢类抗生素品种，近年来增长很快，但基数大了以后，增速会下来，需要其他新品种持续的发力。这方面公司的研发储备也很充分，在研的有 10 余个头孢品种，其中头孢呋辛钠舒巴坦钠属于非常有潜力的品种，目前在临床 III 期阶段。

头孢类原料药募投项目进展顺利，产能较 09 年已经翻番，原料药也是公司 10 年业绩大幅增加的主要原因，公司的产品在质量和工艺上有优势，并一直做生产工艺的技改，降低成本，主要客户是国内大型制剂公司，客户群稳定、销售费用低，且款项回收比说较有保障。现在原料药方面暂时没有新批文新产品，主要靠老产品。预计随着原料药产能的释放，这块业务仍将保持 40% 左右的增速。

研发创新是长久动力

未来，类似泰嘉这种机会难以复制，公司必须着力发展自身的研发实力推出新产品，尤其在有渠道优势的心血管领域和高端抗生素领域，目前公司也认识到这种形式，公司的战略非常清晰，定位于高新创新处方药物。从研发产品线的投入可见一斑，研发费用占销售收入比重 5~6%，未来还会继续提高。公司在研产品 40 多个，5 个一类新药。未来每年公司都可以保证有新的品种上市，保证公司的长期增长。

目前比伐卢定已处于综合审查阶段，一类降血脂新药和一类新药头孢呋辛钠均处于临床的不同阶段。此外，公司在生产基地扩建方面也作了长远打算。09 年公司在山东成立了中间体公司，生产头孢上游的中间体，同时在惠州大亚湾竞拍了新厂区将用于心血管原料药和制剂的生产，预计今年可以改造建成，将按照欧美标准建设，为将来出口规范市场打好基础。另外公司还规划在深圳坪山新区建设制剂基地，一部分做冻干制剂，一部分为以后产品做储备。

我们预计未来 2~3 年内，公司的高增长仍可以持续，但长期看，主要产品的竞争会加剧，公司的成长性将逐渐取决于公司的研发实力和新产品情况。预计公司 2011 年、2012 年实现归属于母公司净利润 4.78 亿元、6.51 亿元，同比增长 34.3%、36.2%，对应每股收益 2.11 元、2.87 元，按照 2011 年 40 倍 PE，给予 85 元的目标价，给予买入评级。

联系人简介:

吴 洋: 宏源证券医药行业分析师, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2年医药行业研究经历。

主要研究覆盖公司: 上海凯宝、信立泰、华海药业、华润三九、哈药股份、华润三九、达安基因、天目药业、亚太药业、新和成等

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。