

## 人神经生长因子将为公司提升盈利预期

- **人神经生长因子治疗糖尿病并发症安全有效:** 浙江大学医学院丁德云教授主持的 240 例多中心随机双盲安慰剂平行对照研究的结果是试验组的总有效率为 73.92%，对照组为 14.41% (PP 分析)，证明人神经生长因子治疗糖尿病多发性神经病变安全有效。
- **人神经生长因子有望在今年获得 GMP 证书:** 泛特尔项目建设已经全部完工可以投入使用，年产能可以达到 350 万支，一旦今年 6 月财年前 GMP 获批，将有力提升 2010 年公司盈利预期。我们预期公司生产的人神经生长因子注射液售价能够达到每支 1000 元人民币以上。
- **公司收入和利润有望在 2010 年起持续上升:** 鉴于公司人神经生长因子 (“hNGF”) 是国家一类新药和独家产品并且疗效显著，料 hNGF 将在 2011-2012 年(1-12 月)为公司销售收入最少贡献每年 3 亿元人民币以上收入。同时，由于我们预计 hNGF 毛利率高达 90%，公司的利润额有望持续增长。
- **上调公司 2010-2012 年盈利预期:** 基于以上情况和我们对公司其它业务的综合分析，上调公司 2010-2012 年 EPS 为 0.19、0.30 和 0.47 港元。
- **调整目标价至 2.85 港元，重申买入评级:** 根据本文分析，借鉴横向的估值水平比较，将公司 12 个月目标价上调为 2.85 港元，目标价相当于 2010-2012 年的 15 倍、9.5 倍和 6.1 倍 P/E。投资评级为买入。

第一上海研究部

86 755-3336 7877

行业 医药生物

股价 2.20 港元

目标价 2.85 港元

**+29.5%**

市值 29.59 亿港元

已发行股本 13.21

52 周高/低 2.39 港元/0.37 港元

每股净现值 1.42 港元

主要股东 管理层 (34%)  
新加坡虎豹集团 (21%)

汇率: 1 港元=0.88 人民币

## 盈利摘要

截止 6 月 30 日财年	08 财年 历史	09 财年 历史	10 财年 预测	11 财年 预测	12 财年 预测
营业额(港币千元)	806,204	1,023,747	1,506,000	2,211,000	3,181,000
变动(%)	8.4%	27.0%	47.1%	46.8%	43.9%
股东应占溢利(港币千元)	144,184	147,853	257,556	392,420	614,560
每股盈利(港元)	0.16	0.14	0.19	0.30	0.47
变动(%)	10.4%	-15.0%	40.1%	52.4%	56.6%
市盈率@2.2港元(倍)	13.4	15.8	11.3	7.4	4.7
每股股息(港元)	0.00	0.03	0.04	0.06	0.09
股息现价比率(%)	0.0%	1.3%	1.8%	2.7%	4.2%

## 股价表现



来源: 公司资料, 第一上海估计

来源: 彭博

## 临床报告

人神经生长因子治疗  
糖尿病多发性神经病  
安全有效

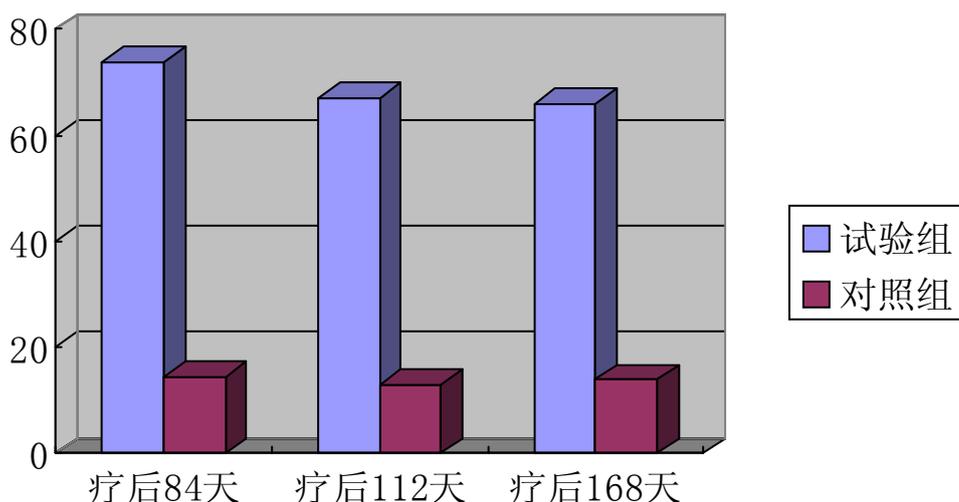
由浙江大学医学院丁德云教授主持的，在浙大附二院，浙大附一院，南京医大附一院，华山医院，瑞金医院进行的 240 例多中心随机双盲安慰剂平行对照研究的结果是试验组的总有效率为 73.92%，对照组为 14.41% (PP 分析)，证明结果①自觉感觉障碍、神经体征及神经传到速度都明显好于安慰剂组，说明人神经生长因子 hNGF 对 DPN 有显着疗效，停药后，其效果可持续 3 个月以上；②不良反应并不严重，提示 hNGF 安全性佳。

图表：人神经生长因子注射液临床试验研究



资料来源：公司资料

图表：实验组和对照组疗效比较



资料来源：公司资料

## 市场竞争分析

hNGF 生物安全更高，针对是糖尿病多发性神经病变的巨大市场

相对于鼠神经生长因子采自小鼠颌下腺和从牛、猪等哺乳动物脑组织中提取的单唾液酸四己糖神经节苷脂钠产品，hNGF 产品来自与人体完全同源的人胎盘，生物安全性好。同时，hNGF 产品瞄准的是治疗需求甚殷的糖尿病并发症市场。临床统计表明，糖尿病患者中 20%-40%会发生外周神经病变，40%—50%的糖尿病患者在发病 10 年后发生视网膜病变；约有 2%的患者在发病 15 年后完全失明；5%—10%的患者在发病 20 年后恶化成终末期肾病。如果以目前全世界糖尿病总人数为 1.71 亿计，神经病变并发症的发病人数在 6 千 8 百万以上，市场规模估计为每年 115 亿美元，因而 hNGF 比其它产品增长空间更大。而由于国外没有准许同样的产品生产，公司产品出口有大幅的提升潜力。

图表：竞争品种对比

项目	人神经生长因子	鼠神经生长因子	单唾液酸四己糖神经节苷酯
原料	健康人体胎盘	小鼠颌下腺	牛、猪等哺乳动物脑组织中提取
适应症	治疗糖尿病所致外周神经病变	正己烷中毒性周围神经病或视神经损伤	用于治疗血管性或外伤性中枢神经系统损伤；帕金森氏病
禁忌症	无	对本品过敏者禁用。	已证实对本品过敏；遗传性糖脂代谢异常（神经节苷脂累积病，如：家族性黑蒙性痴呆、视网膜变性病）。
安全性	与人体完全同源，生物安全性极高	异源蛋白，存在种属差异及致病微生物污染等问题。	原料多从牛、猪等哺乳动物脑组织中提取，可能引发皮疹样反应、严重过敏反应、与血清或组织蛋白混合后可能诱导免疫应答以及格林巴利综合症。是多种毒素、病原体的受体，如霍乱杆菌。
竞争情况	全球首家上市，国内独家产品	SFDA共颁发3个厂家5个规格的生产批文	SFDA共颁发13个厂家23个规格的生产批文

资料来源：公司资料，第一上海

hNGF 系公司全球首家上市，避免了重复竞争

鼠神经生长因子目前有由厦门北大之路生物工程有限公司生产的恩经复、由舒泰神(北京)药业有限公司生产的苏肽生、由武汉海特生物制药股份有限公司生产的金路捷等产品。而目前国内药物市场上存在的神经节苷脂类药物分进口和国产两大类，其中进口的主要有施捷因；国产的主要有申捷、博司捷。在 2009 年 SFDA 新颁发单唾液酸四己糖神经节苷脂注射液批准文号 4 家，截止 2009 年 12 月，累计颁发 13 个厂家 23 个批文，市场竞争同质化格局趋于形成。对比而言，公司人神经生长因子是全球首家上市，国内独家产品，因而有效开辟了广阔的市场空间。

## 其它重点

四个独家品种进入新版国家医保目录

公司共有 31 个产品进入国家基本药物目录,及共 73 个品种和规格进入新版国家医保目录，进新版医保目录的药品其中 4 个为独家品种，即只有公司独家生产，包括芪胶升白胶囊、止咳化痰丸、易孚、易贝，其中芪胶升白胶囊和止咳化痰丸往年的

销售额都较少，因此在国家政策推动下，该2个产品及其他目录品种将为公司带来可观的额外收入，预计芪胶升白胶囊在2010年1-12月份的销售量为100万盒，每盒售价最低为约60元，预计将带来最少6,000万销售收入，另外，预计止咳化痰丸在2010年1-12月份的销售量为200万瓶，每瓶最低售价为约17.6元，预计将为公司带来约3,500万元的收入。因此，传统中药在国家政策下增长前景乐观。

国家一类新药易孚和易贝

华诺威所生产和销售的重组人表皮生长因子滴眼液（易贝）和重组人表皮生长因子凝胶（易孚）09财年已经录得约1亿的销售收入，说明疗效受到了市场的认可。由于近年用于白内障及近视眼手术的项目增多，我们预计易贝会取得40%以上的增长。易孚瞄准的是医院的烧伤科室，竞争相对缓和，预料易孚也会随着易贝同样快速增长。

美容护理品美即快速增长

美即往期销售收入和利润每年以50-100%增长，通过不断推出新系列产品，加大广告投放和终端推广力度，预计收入和利润增长将维持40%以上。

## 公司估值

### 同类公司估值水平

人神经生长因子是独特的国家一类新药

人神经生长因子目前在国内的神经生长因子项目中是唯一由人类胎盘作为原料的同类产品，而且人神经生长因子仅仅是华瀚的人胎盘综合开发项目的第一部分，泛特尔的工厂接下来还将有人胎盘血红蛋白，胎华素，原态基因组生命信息芯片，脐血干细胞库，间充质干细胞等项目提供的一系列产品会相继问世。这在全球是独一无二的，同业竞争优势明显。

图表：同业比较

公司	代码	货币	股价	市值	销售额(百万)			EPS			CAGR	PE			ROE			
			1月20日	(百万)	08A	09E	10E	08A	09E	10E	07~10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	
联邦制药	3933 HK	港元	4.300	5,160	3,756	4,119	4,694	0.36	0.43	0.53	3.1%	11.9	10.0	8.2	16.3%	17.8%	19.9%	
中国制药	1093 HK	港元	4.300	6,602	6,830	7,765	8,360	0.61	0.68	0.53	19.7%	7.0	6.3	8.1	24.0%	21.6%	17.1%	
利君国际	2005 HK	港元	1.250	2,534	1,805	1,925	2,168	0.06	0.08	0.10	8.7%	22.0	14.9	12.8	8.0%	12.0%	12.4%	
神威药业	2877 HK	港元	14.800	12,240	1,447	1,703	2,035	0.54	0.79	0.94	12.0%	27.2	18.8	15.7	18.9%	24.3%	25.4%	
同仁堂科技	8069 HK	港元	14.040	2,752	1,374	1,477	1,599	0.93	1.01	1.10	6.2%	15.1	13.9	12.8	12.1%	12.3%	12.4%	
广州药业	874 HK	港元	6.760	5,482	3,915	4,268	4,775	0.25	0.22	0.27	-11.4%	23.9	27.2	21.7	5.7%	4.7%	5.6%	
中国仁济医疗	648 HK	港元	0.067	777	208	267	298	0.01	0.01	0.01	86.6%	6.7	6.7	5.2	4.0%	8.1%	9.0%	
中国生物制药	1177 HK	港元	2.350	7,094	2,282	3,273	4,085	0.10	0.13	0.16	17.4%	23.5	18.1	14.7	12.3%	15.7%	16.7%	
先声药业	SCR US	换算港	75.330	5,341	1,741	1,932	2,174	5.61	4.16	5.03	25.2%	13.4	18.1	15.0	16.5%	11.9%	8.2%	
海王星辰	NPD US	美元	7.080	755	351	334	379	0.13	0.21	0.24	28.8%	54.5	34.5	30.1	6.8%	6.6%	10.6%	
威高股份	8199 HK	港元	30.400	32,719	1,718	2,280	3,029	0.54	0.70	0.95	39.1%	55.8	43.4	32.1	25.4%	25.1%	26.5%	
迈瑞	MR US	美元	37.780	2,851	548	613	753	1.01	1.24	1.55	28.5%	33.0	26.9	21.5	24.9%	24.6%	26.2%	
中国医疗技术	CMED US	美元	14.620	469	131	170	188	1.80	2.46	2.78	15.5%	8.1	5.9	5.3	24.2%	12.0%	14.8%	
铭源医疗	233 HK	港元	1.390	4,072	326	375	427	0.05	0.05	0.06	11.9%	27.8	25.7	22.1	16.3%	15.4%	16.3%	
以上平均												20.8%	20.6	19.3	16.1	13.5%	13.3%	13.8%
华瀚生物制药	587 HK	港元	2.200	2,906	806	1,024	1,506	0.16	0.14	0.19	9.5%	13.4	15.8	11.3	10.2%	9.9%	14.6%	

资料来源：彭博，第一上海 \* 为第一上海预测

2010年15倍P/E是可接受的

从医药行业来看，上述图表分析显示同业公司当前市场动态P/E为平均16.1倍。华瀚公司当前市价仅仅相当我们预测10年P/E 11.3倍，公司的生物制药前景美好，况且我们估计14.6%的ROE将为公司提供持续增长的动力。综合上述同行业公司估值水平比较，我们认为市场能接受给予华瀚公司10年15倍P/E估值水平。

### 上调目标价至 2.85 港元，重申买入评级

12 个月目标价 2.85 港元

预测公司 2010—2012 年的 EPS 至人民币 0.19、0.30 和 0.47 港元，考虑到公司有泛特尔和华诺威两个项目在 2010 年有大幅提升的潜力和德昌祥 OTC 能维持 20% 以上增长，借鉴多方的估值水平比较，将公司 12 个月目标价上调为 2.85 港元，目标价相当于 2010—2012 年的 15 倍、9.5 倍和 6.1 倍 P/E。重申投资评级为买入。

## 风险提示

**GMP 证书如期获批后 hNGF 良好销售是盈利关键**

由于目前人神经生长因子 hNGF 尚在等待国家药监局的 GMP 批文，公司预计 GMP 能在今年六月份财年前获批。同时，公司认为在厂房和设备都已经完备，相关的生产只须等待 GMP 证书就可以启动。我们认为 hNGF 取得 GMP 批文是泛特尔和公司 2010 年乃至以后获得成功的新起点，将来 hNGF 的良好销售最终是盈利的关键。

# 财务报表摘要

损益表						财务分析					
港币千元, 财务年度截至6月30日											
	2008财年	2009财年	2010财年	2011财年	2012财年		2008财年	2009财年	2010财年	2011财年	2012财年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
营业收入	806,204	1,023,747	1,506,000	2,211,000	3,181,000	<b>盈利能力</b>					
营业成本	-335,264	-481,378	-592,420	-769,070	-993,750	经营利润率(%)	30.1%	25.4%	29.0%	31.4%	34.5%
						EBITDA 利润率(%)	34.6%	31.1%	31.4%	33.5%	36.0%
毛利润	470,940	542,369	913,580	1,441,930	2,187,250	净利率(%)	19.4%	18.1%	22.2%	24.0%	26.5%
销售费用	-195,368	-239,396	-387,720	-626,881	-910,106						
行政开支	-55,424	-62,076	-100,360	-132,660	-190,860	<b>营运表现</b>					
其他收入及收益	22,515	19,182	11,444	11,444	11,444	SG&A/收入(%)	31.1%	29.4%	32.4%	34.4%	34.6%
						实际税率(%)	27.2%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
经营盈利	242,663	260,079	436,944	693,833	1,097,728	股息支付率(%)	0.0%	0.0%	14.9%	14.5%	14.4%
融资成本	-28,167	-19,843	-3,500	-3,500	-3,500						
税前盈利	214,496	240,236	433,444	690,333	1,094,228	应付账款天数	31	35	34	31	29
所得税	-58,247	-55,302	-99,692	-158,777	-251,672	应收账款天数	162	154	148	143	138
净利润	156,249	184,934	333,752	531,556	842,556						
折旧及摊销	36,497	58,629	36,497	46,418	47,241	<b>财务状况</b>					
EBITDA	279,160	318,708	473,441	740,251	1,144,969	负债/权益	44%	16%	15%	14%	12%
每股盈利(元)	0.16	0.14	0.19	0.30	0.47	收入/总资产	37%	47%	57%	68%	76%
增长						总资产/股本	1.44	1.16	1.15	1.14	1.12
营业收入(%)	8.4%	27.0%	47.1%	46.8%	43.9%	盈利对利息倍数	9	13	125	198	314
EBITDA(%)	23.6%	14.2%	48.6%	56.4%	54.7%						
每股收益(%)	10.4%	-15.0%	40.1%	52.4%	56.6%	净资产收益率	10.2%	9.9%	14.5%	18.7%	22.5%
资产负债表						现金流量表					
	2008财年	2009财年	2010财年	2011财年	2012财年		2008财年	2009财年	2010财年	2011财年	2012财年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
现金	816,298	719,438	987,104	1,307,810	1,917,013	EBITDA	279,160	318,708	473,441	740,251	1,144,969
应收账款	363,664	439,327	618,904	878,342	1,220,110	融资成本	-28,167	-19,843	-3,500	-3,500	-3,500
存货	25,824	27,339	48,692	63,211	81,678	营运资金变化	-26,064	-94,286	-123,057	-143,197	-139,629
其他流动资产	112,797	89,396	84,664	80,183	75,939	所得税	-58,247	-55,302	-99,692	-158,777	-251,672
总流动资产	1,318,583	1,275,500	1,739,364	2,329,547	3,294,740	营运现金流	166,682	149,277	247,192	434,777	750,168
非流动资产											
固定资产	181,718	256,381	294,523	332,664	369,905	资本开支	-255,934	-63,383	-70,000	-60,000	-60,000
无形资产	533,232	488,995	466,995	434,995	402,995	其他投资活动	418,859	-5,369	65,065	-2,559	-2,483
其他非流动资产	170,788	151,872	148,265	145,706	143,223	投资活动现金流	162,925	-68,752	-4,935	-62,559	-62,483
总资产	2,204,321	2,172,748	2,649,147	3,242,912	4,210,863						
流动负债											
短期借款	462,472	69,827	69,827	69,827	69,827	借款	11,149	0	0	0	0
应付款项	28,719	46,090	54,847	64,720	80,252	偿还债务	-44,500	-395,739	0	0	0
其他短期负债	90,464	106,140	127,368	152,842	183,410	其他融资活动	13,571	220,184	25,409	-51,511	-78,483
总流动负债	581,655	222,057	252,042	287,388	333,489	融资活动现金流	-19,780	-175,555	25,409	-51,511	-78,483
长期借款	2,146	2,196	2,196	2,196	2,196						
递延税项负债	89,020	76,155	91,386	109,663	131,596	现金变化	309,827	-95,030	267,666	320,707	609,203
总负债	672,821	300,408	345,624	399,247	467,281						
股东权益	1,531,500	1,872,340	2,303,523	2,843,665	3,743,582	期初持有现金	461,934	816,298	719,438	987,104	1,307,810
负债权益合计	2,204,321	2,172,749	2,649,147	3,242,912	4,210,863	汇率存款变动影响	44,537	-1,830	0	0	0
每股净值(元)	1.74	1.42	1.74	2.15	2.83	期末持有现金	816,298	719,438	987,104	1,307,810	1,917,013

资料来源: 公司资料、第一上海预测

**第一上海证券有限公司**

香港中环德辅道中 71 号  
永安集团大厦 19 楼  
电话: (852) 2522-2101  
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人传阅。未经批准,不得以任何方式使用或转载本报告之任何内容。此报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作查照之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请或构成对任何人的投资建议。此报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向,财务情况或任何特别需要。此报告所载资料在刊出时皆被第一上海认为可靠,但第一上海不能担保其准确性或完整性,而第一上海不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。第一上海或其雇员将不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会持有此报告内所提及到的证券或投资项目。

©2010 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。