

分析师： 叶颂涛 (8627)65799535 yest@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490200010013
联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

汉森制药：新股分析

事件描述

汉森制药将于 2010 年 5 月 11 日在深交所创业板发行。

事件评论

报告要点

管理层持股的中成药企业：公司主要从事中成药的研发生产，主要产品有四磨汤口服液、愈伤灵胶囊和银杏叶胶囊等。海南汉森投资有限公司持有公司发行后 52.03% 股份，刘令安，王香英夫妇分别持有汉南汉森投资有限公司 68% 和 32% 的股权，为公司实际控制人

公司主要产品市场潜力较大：公司主要产品对应的胃肠疾病、骨伤科疾病及心脑血管疾病市场容量大，尤其是主打药“四磨汤口服液”对应的胃肠疾病市场仍然保持高速增长，为公司提供了成长空间。

公司具有区域竞争优势：公司主要产品均为国家医保乙类药物，主打产品“四磨汤口服液”享受国家专利保护。产品生产原料较为常规，易于获得，这使得公司毛利率维持在较高水平。公司销售网络覆盖广，在重点区域的销售能力强，并且积极开拓 OTC 和农村市场，为公司的发展奠定良好基础。

募集资金扩大产能：本次募集资金主要用于口服液及胶囊生产线的改造，用以扩大公司传统优势产品的生产规模。

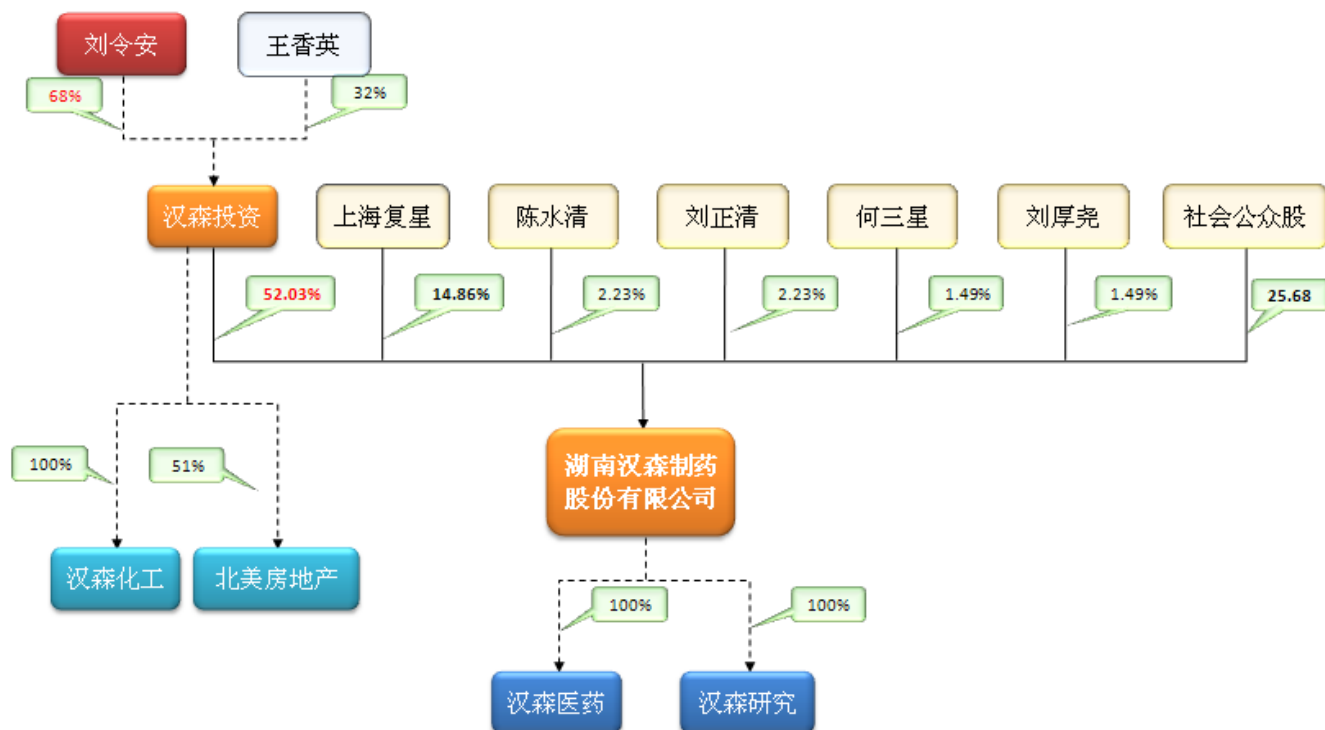
申购建议：根据目前中小板新上市制剂类公司的价格定位，我们认为上市后可给予汉森制药 2010 年 50 倍市盈率，而申购价可在 40 倍市盈率，即 36 元左右。

管理层持股的中成药企业：

公司主要从事胃肠疾病、骨伤科疾病及心脑血管疾病中药制剂的研发、生产与销售。主要产品为四磨汤口服液、愈伤灵胶囊和银杏叶胶囊等。海南汉森投资有限公司持有公司发行后 52.03% 股份，刘令安，王香英夫妇分别持有汉南汉森投资有限公司 68% 和 32% 的股权，为公司实际控制人。

刘令安先生曾任湖南省医药开发集团总公司部门经理、海南医疗董事长兼总经理、深圳汉森董事长兼总经理、汉森有限董事长兼总经理，其丰富的医药行业的从业、管理经验能为公司发展提供支持。

图 1：公司发行后股权结构图



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部整理

四磨汤口服液、愈伤灵胶囊和银杏叶胶囊等药品是公司的主要收入来源，占公司总收入的 85%以上。公司的营业收入和净利润在最近 3 年均保持了稳定的增长。

图 2：公司收入和盈利状况分析

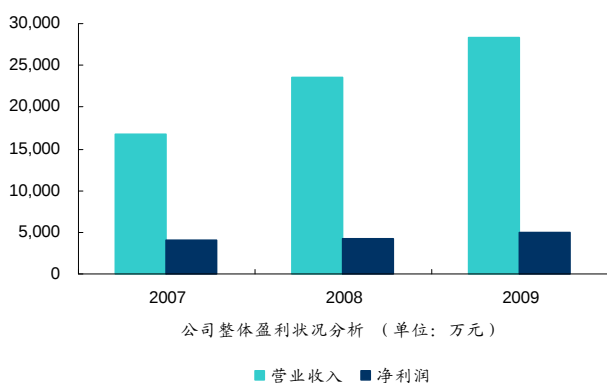
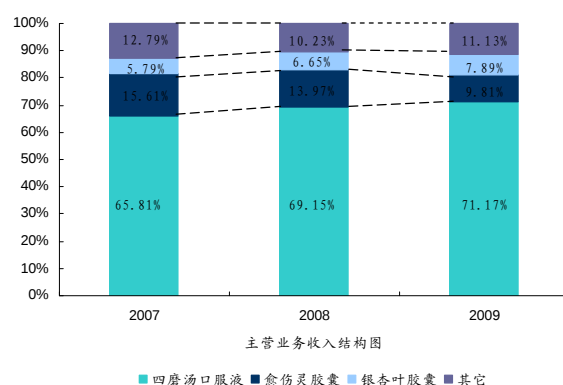


图 3：公司收入结构



资料来源：公司招股说明书

公司主要产品市场潜力较大：

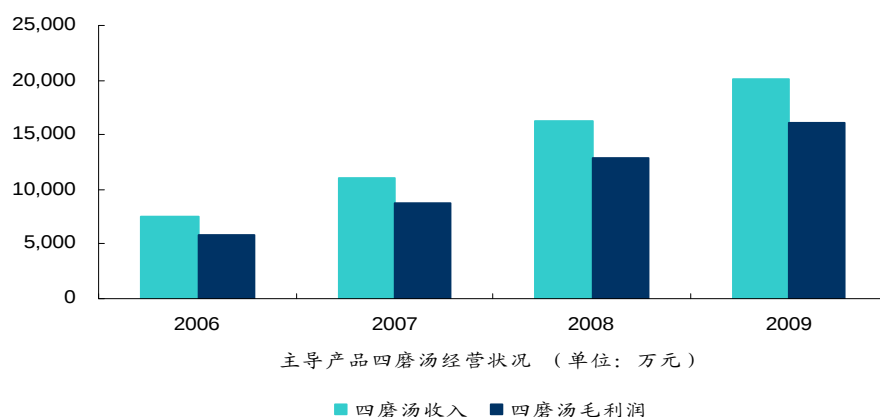
公司以生产中药制剂为主，共有药品 131 个品种、188 个规格。其中 83 个品种、129 个规格列入《国家基本医疗保险和工伤保险药品目录》，76 个规格列入 OTC 目录，36 个品种 71 个规格列入《国家基本药物目录（基层部分）》。主要涉及消化系统用药、伤科用药、心脑血管用药和诊断用药等。主导产品有四磨汤口服液、愈伤灵胶囊、银杏叶胶囊、缩泉胶囊、泛影葡胺注射液、陈香露白露片等。

四磨汤口服液

四磨汤口服液主要用于胃肠疾病的治疗。我国胃肠疾病用药市场中，胃药约占 80%，2005 年我国胃药市场规模约为 114.22 亿元。据此测算，2005 年我国胃肠疾病用药市场容量约为 140 亿元。据统计，我国胃肠疾病用药每年以 30% 的速度增长，按照中药行业平均增长速度 20% 保守测算，目前我国胃肠疾病用药市场容量约为 240 亿元。

若按病变种类划分，公司四磨汤口服液横跨了助消化类、肠胃动力类、止泻及通便类三大种类。按照胃肠疾病用药 240 亿元市场规模的 40% 测算，对应约 96 亿元的市场规模，在扣除助消化类、肠胃动力类、止泻及通便类胃肠疾病用药中的强势品牌所占的市场份额后，仍有 40 亿元以上的市场空间，潜力巨大。

图 4：主导产品四磨汤经营状况



资料来源：上市公司

愈伤灵胶囊

愈伤灵胶囊主要用于骨伤科疾病的治疗。骨伤科用药约占中药市场的 4% 左右；2007 年，我国中药产业实现销售收入 1,763 亿元，据此测算 2007 年骨伤科用药市场规模约为 70 亿元。公司生产的愈伤灵胶囊原料投放量足、疗效显著，被评为“湖南省优质优价产品”，目前已在全国 30 个省（直辖市）的大中型医院临床应用推广。

银杏叶胶囊

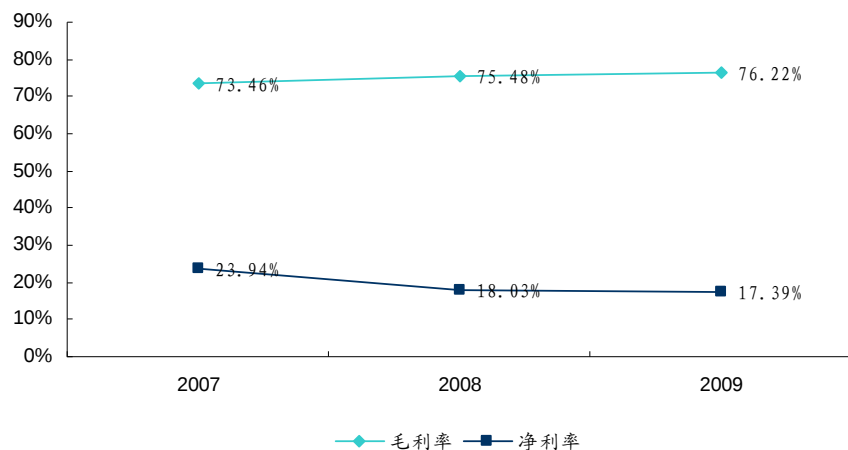
银杏叶胶囊主要用于心脑血管疾病的治疗。2005 年我国心脑血管中成药的市场零售总规模约为 119.8 亿元，约占心脑血管用药（包括中成药和化学药）总体市场的 25.96%。由于银杏叶制剂为处方制剂，故医院销售所占比例较大，达银杏叶制剂总销售额的 70% 左右。2007 年我国银杏叶制剂医院销售额为 22 亿元，据此测算，2007 年我国银杏叶制剂总销售额约为 31.4 亿元。

公司具有区域竞争优势：

第一，原料供应优势。公司生产所需的主要中药材包括枳壳、木香、乌药、槟榔、陈皮、落新妇、山药、益智仁等，均为常规普通产品，价廉易得。其中，枳壳、乌药、陈皮、落新妇等原料在周边地区广泛种植、大量出产，公司产品主要原材料的供应来源丰富，不依赖于特定的第三方。由于公司主要原材料价廉易得，公司产品的毛利率始终保持较

高水平，最近三年公司综合毛利率分别为 73.46%、75.48%和 76.22%。

图 5：07 年-09 年公司毛利率和净利率



资料来源：公司招股说明书

第二，知识产权保护优势。主导产品四磨汤口服液的核心技术已获得国家专利，保护期为 20 年。公司本次募集资金投资产品之一缩泉胶囊已被国家药监局认定为“中药保护品种（首家保护）”，保护期限为 7 年（到期后可续保 7 年）。同时，公司“四磨汤”的发明专利申请已获国家知识产权局受理。公司五积丸产品正申请中药保护品种，已获得国家中药品种保护审评委员会受理。

表 1：公司主要产品介绍

产品	用途	09 年占销售收入比例	是否医保	独家产品	备注
四磨汤口服液	胃肠疾病治疗	71.17%	乙类医保	是	享受国家专利保护
愈伤灵胶囊	骨伤科疾病治疗	9.81%	乙类医保	否	优质优价产品（湖南省）
银杏叶胶囊	心脑血管疾病治疗	7.89%	乙类医保	否	优质优价产品（国家发改委）

资料来源：公司招股说明书

第三，营销优势。公司目前聘用了 500 多名营销人员，在全国设立了 28 个办事处，覆盖 30 个省市，与 900 多家医药经销商建立了业务往来，营销渠道覆盖面广。同时公司也非常重视 OTC 和农村市场，2005 年以来，公司加强了 OTC 及农村市场的开拓力度，最近三年发行人产品销售收入构成中，OTC 及农村市场销售所占比例分别为 51.63%、48.15%和 45.15%，这使得公司能够享受到农村市场增长带来的收益。此外，公司还积极调整营销策略，在保持和发展全国市场的同时，加大了对占公司销售收入比重较高的广东、河南、河北等地的营销投入，维持自己的优势。

募集资金扩大产能

本次募集资金将用于口服液及胶囊生产线技术改造工程。改造过后“四磨汤口服液”产能将新增 2 亿支，较 2009 年实际产量增长 158%；“银杏叶胶囊”产能将新增 5 千万粒，较 2009 年实际产量增长 173%；“缩泉胶囊”产能将达到 5 千万粒，较 2009 年实际产量增长 206%

表 2: 募集资金项目:

项目名称	预计投资总额 (万元)	项目规模	项目建设期
口服液及胶囊生产线技术改造工程项目	15,543.30	2 亿支四磨汤口服液 0.5 亿粒银杏叶胶囊 0.5 亿粒缩泉胶囊	24 个月

资料来源: 公司招股说明书

风险提示:

主导产品过于集中的风险: 四磨汤口服液销售额 2009 年占公司销售收入比例为 71.17%, 尽管公司正在加大对其他产品的投入, 改善产品结构, 但短期内四磨汤口服液份额独大的情况不会改变, 一旦该市场发生重大变化, 将严重影响公司的盈利能力。

知识产权保护到期及产品被仿制风险: 公司生产的四磨汤口服液为国家专利产品, 专利保护期至 2014 年 2 月 4 日。在四磨汤口服液专利保护期满后, 市场上可能出现其他企业生产的同类产品, 公司的经营可能面临一定的风险。

申购建议

汉森制药主业突出、主导产品成长性良好。募集资金使用后将扩大产能, 对业绩持续提升有支持作用。我们预测汉森制药 2010 年、2011 年全面摊薄的 EPS 分别为 0.89 元、1.14 元。根据目前中小板新上市制剂类公司的价格定位, 我们认为上市后可给予汉森制药 2010 年 50 倍市盈率, 而申购价可在 40 倍市盈率, 即 36 元左右。

表 3: 可比公司的市场价格定位

代码	名称	价格	EPS		PE	
			2010E	2011E	2010E	2011E
002294	信立泰	66.35	1.44	1.92	45.99	34.62
002317	众生药业	90.19	1.60	2.08	56.37	43.33
002349	精华制药	25.15	0.54	0.69	46.83	36.58
002370	亚太药业	21.71	0.48	0.61	45.71	35.69
002390	信邦制药	52.62	0.70	0.90	75.55	58.56
002393	力生制药	58.30	1.00	1.22	58.25	47.70
平均					54.78	42.75

资料来源: wind, 长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E	
营业收入	283.21	382.34	497.04	621.29	货币资金	57.31	400.00	400.00	400.00

营业成本	71.66	94.36	121.64	151.14	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	211.55	287.98	375.40	470.15	应收账款	89.51	121.38	157.79	197.23
% 营业收入	74.70%	75.32%	75.53%	75.67%	存货	14.38	19.50	25.35	31.69
营业税金及附加	0	0	0	0	预付账款	0	0	0	0
% 营业收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	其他流动资产	3.76	3.82	4.97	6.21
销售费用	129.30	174.34	226.65	283.31	流动资产合计	164.96	544.70	588.11	635.14
% 营业收入	45.66%	45.60%	45.60%	45.60%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	22.49	30.06	38.32	47.20	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.94%	7.86%	7.71%	7.60%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	3.14	5.63	10.69	11.00	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.11%	1.47%	2.15%	1.77%	固定资产合计	66.25	70.86	74.88	78.31
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	15.44	13.51	11.58	9.65
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	56.62	77.94	99.74	128.65	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	19.99%	20.39%	20.07%	20.71%	资产总计	247.20	629.62	675.12	723.65
营业外收支	1.04	0.00	0.00	0.00	短期贷款	40.00	393.05	402.27	406.43
利润总额	59.58	79.87	101.67	130.58	应付款项	12.36	16.58	21.55	26.93
% 营业收入	21.04%	20.89%	20.45%	21.02%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	10.33	13.84	17.62	22.63	应付职工薪酬	0	0	0	0
净利润	49.25	66.03	84.05	107.95	应交税费	0	0	0	0
归属于母公司所有者					其他流动负债	14.98	20.32	26.42	33.02
的净利润	49.25	66.03	84.05	107.95	流动负债合计	67.34	429.95	450.24	466.38
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.35	0.35	0.35	0.35
EPS (元/股)	0.90	0.89	1.14	1.46	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	41.02	45.86	59.61	81.41	负债合计	67.69	430.30	450.59	466.73
取得投资收益					归属于母公司				
收回现金	0	0	0	0	所有者权益	179.51	199.32	224.53	256.92
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	179.51	199.32	224.53	256.92
固定资产投资	-20.50	-10.00	-10.00	-10.00	负债及股东权益	247.20	629.62	675.12	723.65
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	基本指标	2008A	2009E	2010E	2011E
投资活动现金流净额	-20.50	-10.00	-10.00	-10.00	EPS	0.90	0.89	1.14	1.46
债券融资	0	0	0	0	BVPS	3.26	2.69	3.03	3.47
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
银行贷款增加 (减少)	-12.70	353.05	9.22	4.15	PEG				
筹资成本	0	0	0	0	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	-16.25	306.83	-49.61	-71.41	ROE	27.44%	33.13%	37.43%	42.02%
现金净流量	4.27	342.69	0.00	0.00					

分析师介绍

叶颂涛，中南财经大学计统系毕业，先后供职人民银行武汉市分行、华夏证券武汉分公司、长江证券研究部，目前从事医药行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。