

胃肠药物潜力巨大，受益基本药物目录

汉森制药（002412）

建议询价区间：30.6-34.4 元

新股定价报告

2010 年 5 月 5 日 星期三

东海医药研究小组

屈昶、袁舰波

执业证书编号：S0630208010053

021-50586660-8643

qy@longone.com.cn

医药生物行业/中药

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

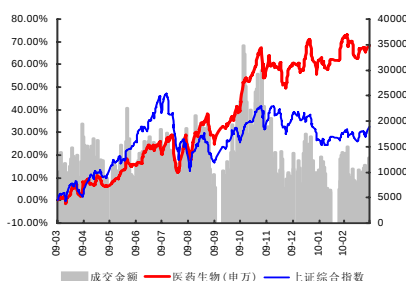
发行数据

发行前总股本(万股)	5500
本次发行股数(万股)	1900
发行后总股本(万股)	7400

发行后股权结构

汉森投资	52.03%
复星医药	14.86%
社会公众股	33.11%

医药行业相对上证综指走势图



投资要点

- 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。主导产品为四磨汤口服液、愈伤灵胶囊、银杏叶胶囊、缩泉胶囊等。本次公开发行 1900 万股，上市后总股本 7400 万股。上市后汉森投资的持股比例为 52.03%，仍为公司的控股股东。公司实际控制人为董事长刘令安先生。
- 四磨汤口服液为公司独家发明专利产品，多次被评为“湖南名牌产品”、“湖南省高新技术产品”，并多次被授予“湖南省产品质量奖”。四磨汤口服液的适用症横跨了助消化、肠胃动力、止泻及通便三大病种，具有明显的品种优势。目前四磨汤口服液年销售额已超过 2 亿元，09 年占公司收入比 71.17% 及毛利比的 74.43%，为公司主要的利润来源。近几年复合增长率达到了 30% 以上，未来成长潜力巨大。
- 二线品种中缩泉胶囊 09 年进入了国家基本药物目录，将明显受益于基层放量。银杏叶胶囊被国家发改委评为“优质优价产品”，有效成分在同类产品中最高。愈伤灵胶囊被评为“湖南省优质优价产品”，有望实现平稳增长。
- 公司本次 IPO 计划公开发行人民币普通股（A 股）1900 万股，募集资金用于口服液及胶囊生产线技术改造工程项目，用以解决四磨汤口服液、银杏叶胶囊、缩泉胶囊的产能瓶颈问题，提升公司的综合竞争力。
- 我们预测公司 2010-2011 年的 EPS 分别为 0.86 元和 1.08 元。综合考虑公司基本面及可比公司的估值，我们建议询价区间为 30.6-34.4 元之间，对应公司 2010 年及 2011 年 EPS 的市盈率分别为 35-40 倍和 28-32 倍。

1、公司基本情况

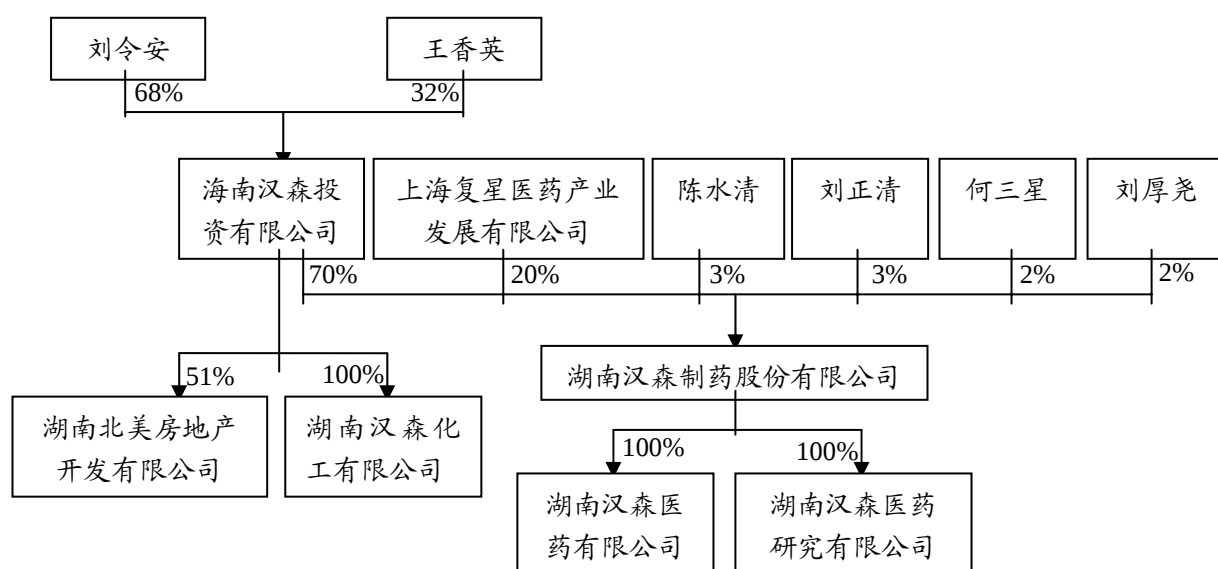
1.1 公司股权结构

汉森制药是湖南省的一家民营中药企业，公司 IPO 前股本 5500 万股，此次拟发行 1900 万股，上市后总股本 7400 万股。

公司 IPO 前海南汉森投资有限公司持有公司 70% 的股份，为公司的控股股东。汉森投资由刘令安先生及其夫人王香英女士共同出资设立，其中刘令安先生持有 68% 的股权，王香英女士持有 32% 的股权，因此刘令安先生为汉森制药的实际控制人。另外上海复星医药为汉森制药的战略投资者，持有公司 20% 的股份。

本次公开发行 1900 万股后，汉森投资的持股比例将下降至 52.03%，仍为公司控股股东。

图 1：IPO 前汉森制药股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

1.2 公司主营业务

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。生产口服液、胶囊剂、片剂等 10 个剂型、130 种药品，共有 188 个药品批准文号。其中，83 个品种、129 个规格药品列入《国家基本医疗保险和工伤保险药品目录》。

公司的主导产品为四磨汤口服液、愈伤灵胶囊、银杏叶胶囊、缩泉胶囊等。四磨汤口服液为独家发明专利产品，多次被评为“湖南名牌产品”、“湖南省高新技术产品”，并多次被授予“湖南省产品质量奖”；公司缩泉胶囊为中药保护

品种，愈伤灵胶囊被评为“湖南省优质优价产品”，银杏叶胶囊被国家发改委评为“优质优价产品”。

2、公司行业背景

2.1 肠胃疾病用药市场情况

胃肠疾病为常见病、多发病，年龄越大，发病率越高。我国已开始步入老龄化国家行列，胃肠疾病用药市场潜力巨大。

目前全球胃肠疾病用药的销售额达 1000 亿美元，胃肠疾病用药的销售额列世界药品销售总额的 3 位，约占 14%。在我国，胃肠用药占医院药品销量的 18%，占 OTC 药品销售额的 25%。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。据统计，我国胃肠疾病用药近几年的复合增长率为 13%，2009 年约为 230 亿元。预计未来几年的增长率仍将保持 10% 以上。

以中西药分类来看，胃肠疾病用药中西药的市场份额为 53%，中药为 47%。胃肠用药主要分为抗溃疡、助消化、肠胃动力、止泻及通便四大类别。在医院市场和零售市场中，助消化药物分别占到了 18% 和 13%。

2.2 骨伤科疾病用药市场情况

骨伤科疾病是不受时间、季节、地点、性别、年龄的限制，而随时随地任何人都可能发生的伤痛病。在全球工业化程度巨增的背景下，因各种原因造成的骨伤、软组织损伤性疾病，占整个人类疾病的三分之一还多。近年来，我国作为一个发展中的人口大国，因交通事故、其他作业造成的伤亡事故逐年递增。同时，伴随人口的老龄化，肩周炎、腰椎间盘突出、股骨头坏死、骨质增生等常见病、多发病的发病率也明显增加。

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。按每年 0.5% 的人口自然增长率测算，至 2013 年，我国骨伤科治疗类药物的市场规模将达到 72.11 亿元。

2.3 心脑血管疾病用药市场情况

心脑血管药在全球范围内是第一大类药，约占药品销售总规模的 20%；在我国，心脑血管病用药属于第二大类药，约占全国药品销售总额的 15%。作为我国传统的疾病治疗手段，中成药以其适应症广泛、耐受性好、毒副作用小等特殊优势在我国心脑血管疾病用药市场中占据相当重要的位置。据测算，

2013 年我国心脑血管中成药市场容量将达到 621 亿元。

银杏叶提取物银杏内酯安全性高、疗效确切，主要用于缺血性心脑血管疾病、冠心病、心绞痛、脑栓塞、脑血管痉挛等疾病的治疗。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。

2000 年至 2007 年，我国银杏叶制剂销售额的平均增长率为 29%。据此测算，2013 年，我国银杏叶制剂的市场规模将达到 144.84 亿元。

3、公司竞争力分析

3.1 产品优势明显

公司的主导产品为四磨汤口服液、愈伤灵胶囊、银杏叶胶囊、缩泉胶囊等。

表 1：公司主导产品情况

产品名称	用途	备注
四磨汤口服液	顺气降逆，消积止痛。用于婴幼儿乳食内滞症，症见腹胀、腹痛、啼哭不安、厌食纳差、腹泻或便秘；中老年气滞、食积症，症见脘腹胀满、腹痛、便秘；以及腹部手术后促进肠胃功能的恢复。	国药准字 Z20025044 发明专利产品 湖南省名牌产品 湖南省高新技术产品 乙类医保品种
愈伤灵胶囊	活血散瘀，消肿止痛。用于跌打挫伤，筋骨瘀血肿痛，亦可用于骨折的辅助治疗。	国药准字 Z43020436 乙类医保品种 品种优质优价产品（湖南省）
银杏叶胶囊	活血化瘀，通脉舒络。用于血瘀症引起的胸痹、中风，症见胸闷、心悸、舌强语蹇、半身不遂等。	国药准字 Z20026289 乙类医保品种 优质优价产品（国家发改委）
缩泉胶囊	补肾缩尿。用于肾虚之小便频数，夜卧遗尿	国药准字 Z19991039 甲类医保品种 品种国家中药保护品种

数据来源：公司招股说明书，东海证券研究所

独家品种四磨汤口服液成长性好

四磨汤口服液是公司挖掘明代儿科医家翁仲仁的《痘疹金镜录》中所载秘方“四磨饮”研制而成，已获得国家独家发明专利，专利保护期至 2014 年截止。四磨汤口服液的主要成分为木香、枳壳、乌药、槟榔，具有顺气降逆、消积止痛的功效，适用症横跨了助消化、肠胃动力、止泻及通便三大病种，同其他畅销肠胃产品相比，四磨汤口服液具有更广泛的适应症。

四磨汤口服液目前年销售额已超过 2 亿元，但市场份额仍然较小，据不完全统计，该产品占肠胃动力药市场的比率在 2%以下，近几年四磨汤口服液的复合增长率达到了 30%以上，未来成长潜力巨大。

银杏叶胶囊优质优价

银杏叶胶囊的市场广阔但生产批文也较多，竞争较为激烈。公司的银杏叶胶囊是国家医保乙类品种，被国家发改委评为优质优价产品，全国的9个生产批文中仅有3家公司的产品被评为国家优质优价产品。这主要是由于公司的银杏叶胶囊中银杏总黄酮醇苷含量高达40mg，其余厂家的含量都为9.6mg左右，这也是公司银杏叶胶囊的最大优势之一。

愈伤灵胶囊平稳增长

愈伤灵胶囊是乙类医保品种及在湖南、河南、广西、新疆为优质优价产品。公司胶囊剂产能瓶颈解决后，愈伤灵胶囊的生产不再受限，预计将获得平稳增长。

缩泉胶囊将受益于基本药物目录

缩泉胶囊主治补肾缩尿，2009年入选《国家基本药物目录（基层部分）》，未来有望受益于基层放量，实现销售额大幅增长。目前缩泉胶囊的竞争品种仅有缩泉丸，但缩泉丸的生产厂家较多，竞争激烈，而缩泉胶囊仅有公司一家厂商；并且缩泉丸是非处方药，而缩泉胶囊是处方药，因此将更明显受益于基本药物目录。

3.2 研发优势

公司为湖南省高新技术企业。为提升公司研发能力，公司于2003年设立了汉森研究，专门从事公司产品的研发工作。

公司目前正在研发的项目有心血舒通胶囊、蓝红胶囊、尼扎替丁注射液等。心血舒通胶囊用于治疗冠心病心绞痛、心悸、胸闷、气短及心律失常等病症。是公司自主研发的独家品种，拥有发明专利。蓝红胶囊是伤科用药，也是自主研发的独家品种，拥有发明专利。尼扎替丁注射液为胃药，有益完善公司的肠胃用药产品线。

另外公司正参与“973计划”中医专项《若干中药成方的现代临床实验研究》项目，在项目中公司与湖南中医药大学承担《四磨汤治疗运动功能障碍性胃肠疾病的多中心临床实验研究》课题研究工作，具体负责《四磨汤口服液创新质量控制体系的研究》子课题的研究工作。

3.3 营销优势

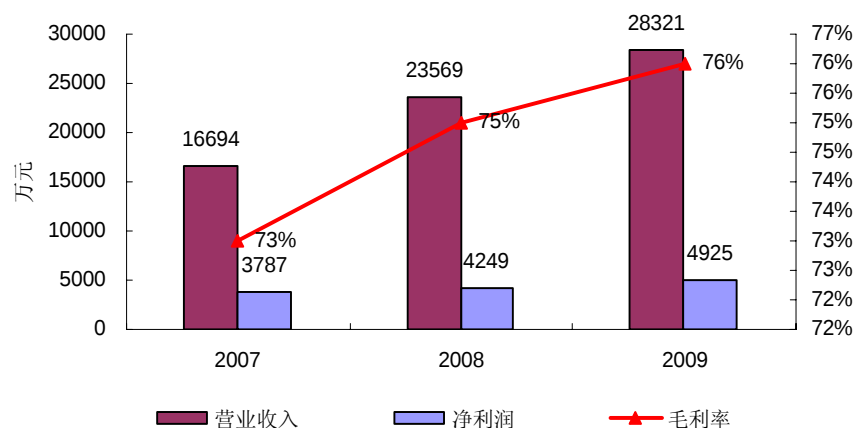
公司采用专业化临床学术推广与品牌推广相结合的营销方式。目前聘用了500多名营销人员，其中OTC及基层的营销人员达到300多人，在全国设立了28个办事处，覆盖30个省市，与900多家医药经销商建立了业务往来，重点销售终端客户达4,000余家。

4、公司财务分析

公司 2007-2009 年销售收入分别为 1.67 亿元、2.35 亿元和 2.83 亿元，复合增长率达到 30%。净利润分别为 3996 万元、4249 万元和 4925 元，复合增长率 11%。公司整体收入及盈利增长情况良好。

2007-2009 年公司综合毛利率分别为 73%、75%、76%，呈逐年上升趋势。

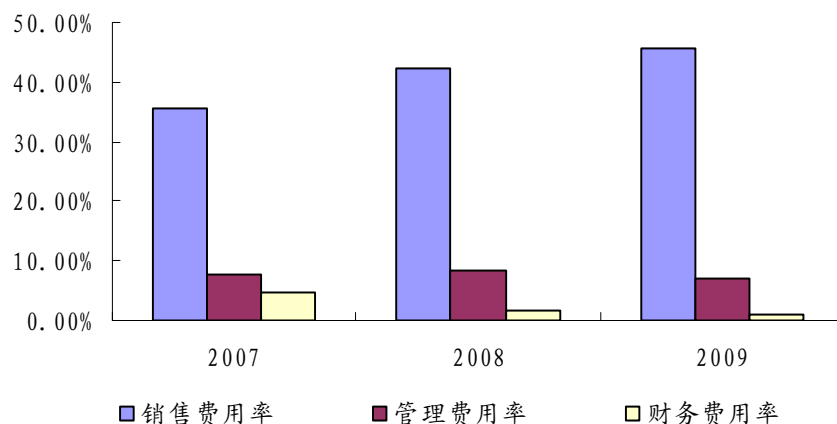
图 2：公司收入、净利润、毛利率情况



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

公司 2007-2009 年的三项费用率逐年上升，分别为 48.21%、52.44%、53.80%，主要原因是公司近年加大了市场推广力度，销售费用率逐年上升所致。公司 2007-2009 年的销售费用率分别为 35.73%、42.27%、45.65%，预计随着公司规模的增长，管理费用率和财务费用率的下降将有效抵消销售费用率的增长，公司整体的期间费用率有望保持稳定。

图 3：公司费用率情况



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

公司 2007-2009 年的应收帐款周转率均较高，且远好于化学制药板块的平均

水平，显示了公司良好的回款能力。

表 2: 公司其他财务指标

项目	2009 年度	2008 年度	2007 年度
流动比率	2.45	1.59	1.16
速动比率	2.24	1.41	1.06
资产负债率	27.38%	39.39%	49.63%
资产负债率（母公司）	31.37%	40.01%	52.34%
应收账款周转率（次）	4.13	4.00	3.11
存货周转率（次）	4.55	4.80	5.23
销售利润率	17.39	18.03%	23.94%
无形资产占净资产比例（扣除土地使用权）	3.48	6.11%	10.83%
息税折旧摊销前利润（元）	70,792,297.73	62,436,563.92	73,435,269.39
利息保障倍数	17.80	12.69	8.76
每股经营活动产生的现金流量（元/股）	0.75	0.62	0.69
每股净现金流量（元/股）	0.08	0.49	0.37

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

5、公司主要风险

5.1 主导产品集中的风险

公司的主导产品四磨汤口服液、愈伤灵胶囊等占收入比很大。其中，四磨汤口服液 2007 年、2008 年及 2009 年的销售收入分别为 10,971.15 万元、16,288.61 万元和 20,135.78 万元，占同期主营业务收入的 65.81%、69.15% 和 71.17%，产品毛利占同期主营业务毛利的 71.07%、72.71% 和 74.43%，公司面临产品集中风险。未来应优化产品结构，打造更多的主导产品。

5.2 主导产品专利到期风险

公司的主导产品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。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。公司已从申请四磨汤口服液为中药保护品种（拟在专利保护到期前申请）、申请四磨汤其他剂型的专利、通过参与国家“973 计划”项目加强对四磨汤产品的研究以提高产品标准并申请新的专利及加强市场营销力度等多方面建立起相应的应对措施，若未获批，公司的经营可能面临一定的风险。

5.3 募投项目风险

募投项目的实施进程及最终收益还存在一定的不确定性。

6、募集资金投向

公司本次公开发行股票 1900 万股，募集资金用于口服液及胶囊生产线技术改造工程项目，用以解决四磨汤口服液、银杏叶胶囊、缩泉胶囊的产能瓶颈问题，提升公司的综合竞争力。

公司 2008 年及 2009 年口服液生产线及胶囊剂生产线的产能利用率均已达到 100%以上。其中四磨汤口服液 2009 年产量 12675.38 万支，2007-2009 年产能利用率分别为 93.54%、122.18%和 120.72%，均达到了较高水平，供给已不能满足市场需求，并且在 2007 年、2008 年只能通过委托中达鹭马生产的方式解决了部分市场需求。胶囊剂生产线的银杏叶胶囊 2009 年产量 2895.51 万粒，产能利用率也达到了 125.44%。缩泉胶囊 2009 年产量 2421.65 万粒，产能利用率为 125.44%。另外缩泉胶囊进入了国家基本药物目录，市场需求也将快速扩张。

本次募投项目投产后，四磨汤口服液产能将由 1.05 亿支增加到 3.05 亿支，胶囊产能将由 1.1 亿粒增加到 2.1 亿粒。项目建设期为 24 个月，投产后第 1 年其生产负荷为 40%，第 2 年为 70%，第 3 年及以后为 100%。项目投产后，四磨汤口服液及银杏叶胶囊、缩泉胶囊等的产能不足问题将得以解决。超募资金还将用于扩大原有产品市场及开发四磨汤新剂型等项目，界时公司的整体竞争力将大大加强。

表 3：募集资金投向

项目	募集资金投资前产能	募集资金新增产能
口服液生产线产能	10,500 万支/年	20,000 万支/年
胶囊生产线产能	银杏叶胶囊 1,500 万粒	银杏叶胶囊 5,000 万粒/年
	缩泉胶囊 1,500 万粒	缩泉胶囊 5,000 万粒/年

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

7、估值与市场定价

7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设：

- 1、2010-2012 年销售收入同比增长 30.6%、30.2%和 28.1%；
- 2、发行 1900 万股，每股收益按照发行后总股本 7400 万股计算；

3、公司综合企业所得税率为 15%。

在上述假设下，我们预测公司 2010-2012 年 EPS（摊薄）分别为 0.86 元、1.08 元和 1.40 元。

表 4：力生制药盈利预测

盈利预测及市场重要数据	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	23,569	28,321	36,979	48,161	61,704
增长率	41.2%	20.2%	30.6%	30.2%	28.1%
营业利润(万元)	5,045	5,854	7,985	9,947	12,915
增长率	19.7%	16.0%	36.4%	24.6%	29.8%
净利润(万元)	4249	4925	6388	7958	10332
增长率	12.2%	15.9%	29.7%	24.6%	29.8%
每股净资产(元)	2.37	3.26	3.29	4.36	5.76
每股收益(元)	0.77	0.90	0.86	1.08	1.40

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

7.2 上市定价

我们认为公司目前在胃肠药物、骨伤科药物及心脑血管药物等领域的优势明显，拥有独家品种四磨汤口服液、国家基本药物缩泉胶囊及愈伤灵胶囊、银杏叶胶囊等盈利品种。随着产品在 OTC 及基层的放量，未来几年公司的快速增长值得期待。

综合中药版块可比公司的估值水平，我们建议询价区间为 30.6-34.4 元之间，对应公司 2010 年及 2011 年 EPS 的市盈率分别为 35-40 倍和 28-32 倍。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122