

汉森制药

成长型胃肠用药企业

——汉森制药新股定价报告

✍ 马霏霏
86-22-28451945
SAC 执业证书编号 S1150200010033
✉ maff@bhq.com

核心观点:

- 公司产品线丰富并且胃肠用药是主要盈利来源
- 募投项目将突破产能瓶颈开启新一轮高成长序幕
- 三大业绩发力点助推公司腾飞

投资要点:

● 公司产品线丰富并且胃肠用药是主要盈利来源

公司以生产中药制剂为主，化学药制剂为辅。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）》。四磨汤口服液是公司主要利润来源，二线品种有愈伤灵胶囊、银杏叶胶囊等，2009 年三个品种收入占主营业务收入的 88%，毛利润占 93%。其中四磨汤口服液是公司核心产品，也是销售收入过两亿的产品，收入占主营收入的比例呈逐渐增长态势，由 2006 年的 59% 增长到 2009 年的 71%。

● 募投项目将突破产能瓶颈开启新一轮高成长序幕

四磨汤口服液目前产能 1.05 亿支，但产量已达到 1.27 亿支，产能利用率 121%；胶囊剂生产线现有总产能 1.1 亿粒，产能利用率也达到 125%，产能瓶颈制约严重。二线产品多为胶囊产品，增长较快，尤其是缩泉胶囊 2009 年被列入《国家基本药物目录（基层部分）》，市场需求急速增加，胶囊生产线无法同时满足几个胶囊剂的需求，亟需扩大规模。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。本项目建设期为 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，在有效缓解四磨汤口服液产能不足的同时，可以扩大银杏叶胶囊、缩泉胶囊等的产能，实现三大胶囊产品与四磨汤口服液齐头并进的格局，从而打造更多的主导产品，提高公司的综合竞争力。

● 三大业绩发力点助推公司腾飞

公司未来利润增长明确，随着募投项目的不断推进，将开启公司新一轮高成长的序幕。我们认为公司业绩主要有三大发力点：第一，深耕细作终端，带动四磨汤口服液的新一轮快速增长；第二，公司的普药销售还将受益于新医改带动的普药市场的扩容。第三，愈伤灵胶囊等二线产品的放量

● 合理价值区间在 30.1 元-34.4 元

目前中药行业主要上市公司的市盈率水平 2009-2011 年分别为 45 倍、37 倍和 29 倍。考虑到公司良好的业绩成长性，我们保守的认为应该赋予公司 35-40 倍较为合理，按照公司 2010 年业绩估算合理价值区间在 30.1 元-34.4 元给予公司“买入”评级。

财务摘要（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	283	367	472	606
(+/-)%	20%	30%	28%	29%
经营利润（EBIT）	62	79	101	129
(+/-)%	14%	27%	28%	28%
净利润	49	64	81	104
(+/-)%	16%	30%	28%	28%
每股净收益（元）	0.67	0.86	1.10	1.41
每股股利（元）	0.14	0.49	0.17	0.22

数据来源：公司招股说明书，渤海证券研究所，EPS 为摊薄后

股本数据

发行前总股本 5500 万股

A 股发行股数 1900 万股

发行后总股本 7400 万股

公司简介

公司以生产中药制剂为主，化学药制剂为辅。共有药品 131 个品种、188 个规格。

资产负债表	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	57	1049	897	665	营业收入	283	367	472	606
应收票据	35	50	65	83	营业成本	67	88	113	146
应收账款	42	54	69	89	营业税金及附加	4	6	7	9
预付款项	4	4	4	4	销售费用	129	169	217	279
其他应收款	13	17	21	27	管理费用	20	26	33	43
存货	14	4	6	7	财务费用	3	2	2	3
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0
固定资产	61	105	217	405	汇兑收益	0	0	0	0
在建工程	6	53	126	213	营业利润	59	77	99	126
工程物资	0	0	0	0	营业外收支净额	1	0	0	0
无形资产	15	14	13	12	税前利润	60	77	99	126
长期待摊费用	0	0	0	0	减：所得税	10	13	17	22
资产总计	247	1351	1418	1506	净利润	49	64	81	104
短期借款	40	0	0	0	归属于母公司的净利润	49	64	81	104
应付票据	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	12	21	25	31	基本每股收益	0.90	0.86	1.10	1.41
预收款项	2	-2	-8	-15	稀释每股收益	0.90	0.86	1.10	1.41
应付职工薪酬	2	2	2	2	财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
应交税费	6	300	300	300	成长性				
其他应付款	5	5	5	5	营收增长率	20.2%	29.7%	28.3%	28.6%
其他流动负债	0	0	0	0	EBIT 增长率	13.5%	26.9%	27.6%	27.9%
长期借款	0	100	100	100	净利润增长率	15.9%	29.5%	27.7%	27.9%
负债合计	68	427	426	426	盈利性				
股东权益合计	180	924	992	1080	销售毛利率	76.2%	76.1%	76.0%	75.9%
现金流量表	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	17.4%	17.4%	17.3%	17.2%
净利润	49	64	81	104	ROE	27.4%	6.9%	8.2%	9.6%
折旧与摊销	8	9	16	26	ROIC	23.45%	6.38%	7.63%	9.04%
经营活动现金流	41	354	62	87	估值倍数				
投资活动现金流	-21	-100	-200	-300	PE				
融资活动现金流	-16	738	-15	-19	P/S				
现金净变动	4	992	-153	-232	P/B				
期初现金余额	53	57	1049	897	股息收益率				
期末现金余额	57	1049	897	665	EV/EBITDA				

1.公司概况

1.1 历史沿革

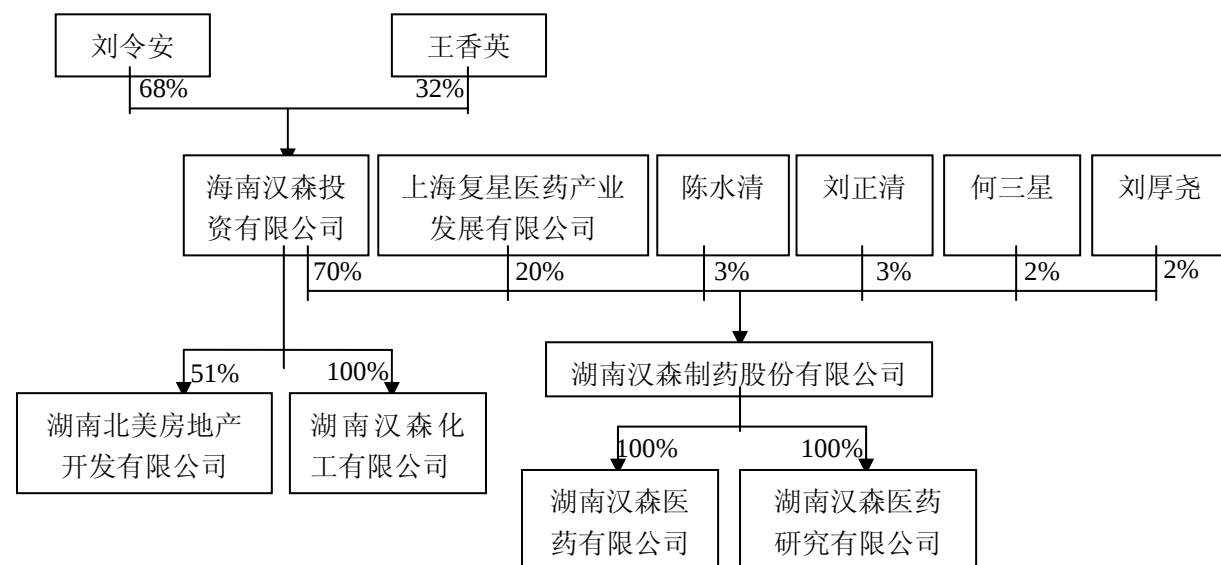
湖南汉森制药有限公司是湖南省重点医药工业企业和高新技术企业，公司前身为益阳制药厂，有近40年的药品生产历史。1999年11月，深圳市汉森实业有限公司及海南汉森药业有限公司共同出资收购益阳制药厂，重组后成立湖南汉森制药有限公司，并投入1.2亿元进行搬迁，2008年1月整体变更为湖南汉森制药股份有限公司，下设湖南汉森医药有限公司和湖南汉森医药研究有限公司二个全资子公司。

公司以生产中药制剂为主，化学药制剂为辅。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。西药原料药有泛影酸、葡甲胺、次硝酸铋和三磷酸胞苷二钠，均已全部通过GMP认证。四磨汤口服液2007年销售过亿元，荣获“湖南名牌产品”和“湖南省产品质量奖”称号。公司先后被评为“湖南医药工业十佳企业”、湖南省“守信用企业”、并被省政府列入100家“小巨人”企业之列。董事长刘令安先生荣获“湖南省优秀企业经营者”光荣称号并被选为省人大代表。“汉森”商标被评为“湖南省著名商标”和“全国驰名商标”。

1.2 股权结构：简单清晰

海南汉森投资有限公司持有本公司70%的股份，为公司第一大股东。汉森投资由刘令安先生持有68%的股权，王香英女士持有32%的股权，因此刘令安先生为本公司的实际控制人。上海复星医药为汉森制药的战略投资者，持有20%的股份。

本次发行前，公司总股本为5500万，本次计划发行1900万股，占发行后总股本的25.68%。发行后，海南汉森仍为第一大股东，持股比例为52.03%；复星医药为第二大股东，持股比例为14.86%。

图 1: 汉森制药股权结构（发行前的股本结构）


数据来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

1.3 股东减持情况：治理结构稳定 大股东锁定三年

公司治理结构稳定，大股东减持可能性较小。根据公司大股东承诺，自公司股票上市之日起三十六个月内，不转让或者委托他人管理其持有的发行人股份，也不由发行人回购其持有的股份。同时，作为公司董事、高级管理人员的陈水清、刘正清、何三星、刘厚尧四位股东承诺：除前述锁定期外，在其任职期间每年转让的股份不超过其所持有发行人股份总数的25%，离职后半年内不转让其所持有的发行人股份。在申报离任六个月后的十二个月内通过证券交易所挂牌交易出售公司股票数量占当时其所持有公司股票总数的比例不得超过50%。承诺期限届满后，上述股份可以上市流通和转让。我们认为，大股东减持的可能性较小，确保了公司的稳定持续发展。

表 1: 有限售条件股东持股数量及限售条件

项目	股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构		锁定限制及期限
		股数(万股)	比例	股数(万股)	比例	
有限售条件的股份	海南汉森投资有限公司	3,850	70%	3,850	52.03%	自上市之日起 锁定 36个月
	上海复星医药产业发展有限公司	1,100	20%	1,100	14.86%	
	陈水清	165	3%	165	2.23%	
	刘正清	165	3%	165	2.23%	
	何三星	110	2%	110	1.49%	
	刘厚尧	110	2%	110	1.49%	
本次发行的股份		--	--	1,900	25.68%	
合 计		5,500	100%	7,400	100%	

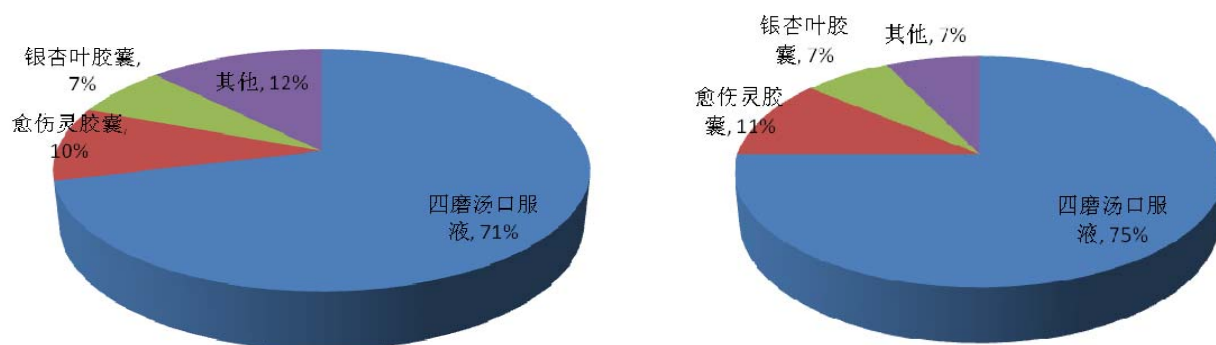
数据来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2. 主营业务分析：四磨汤口服液是主要利润来源

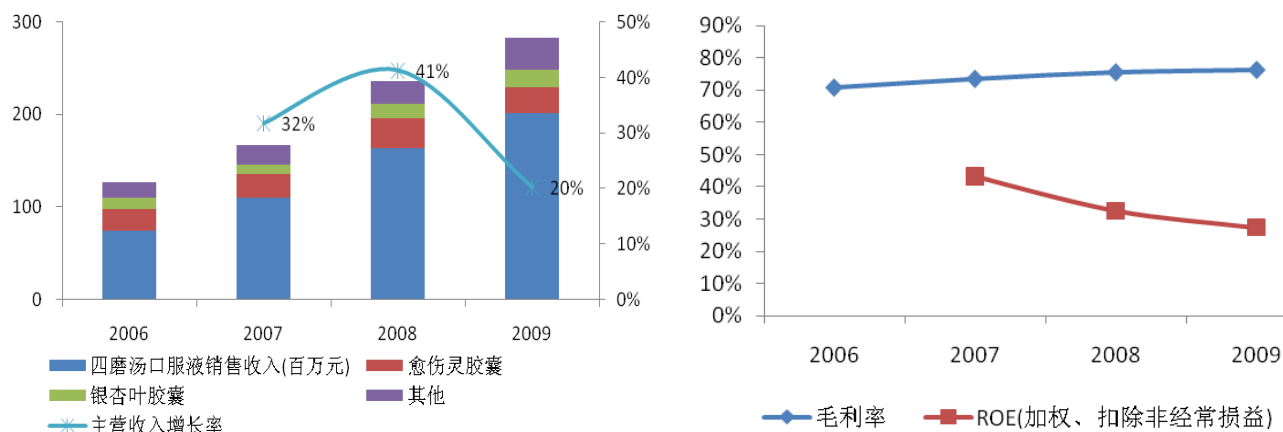
在公司130个品种中，四磨汤口服液是公司主要利润来源，二线品种有愈伤灵胶囊、银杏叶胶囊等，2009年三个品种收入占主营业务收入的88%，毛利润占93%。其中四磨汤口服液是公司核心产品，也是销售收入过两亿的产品，收入占主营收入的比例呈逐渐增长态势，由2006年的59%增长到2009年的71%。

图 2：主营业务收入和主营业务利润的构成情况



数据来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

图 3：公司主导产品毛利率变化趋势以及在毛利中构成情况



数据来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

3. 公司核心竞争力

3.1 产品优势

■ 产品细分市场未来发展前景可期

胃肠用药市场发展前景

胃肠疾病为各年龄段人群多发疾病，目前全球胃肠疾病用药的销售额达1000亿美元，位列世界药品销售总额的第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%。根据SFDA南方医药经济研究所的相关数据，2005年我国胃肠疾病用药市场容量约为140亿元，2009年约为230亿元，则4年复合增长率13%，预计未来几年增长率保持10%~13%。

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%。

图 4：样本医院市场胃肠用药结构

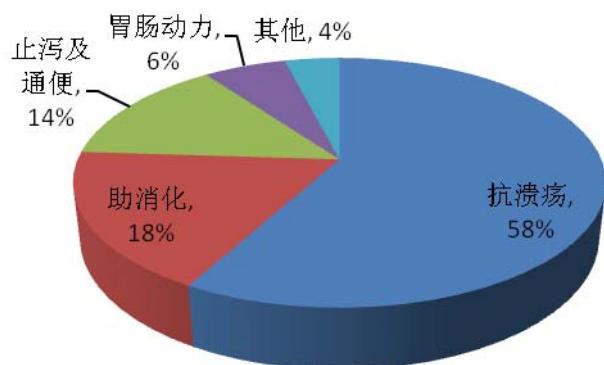
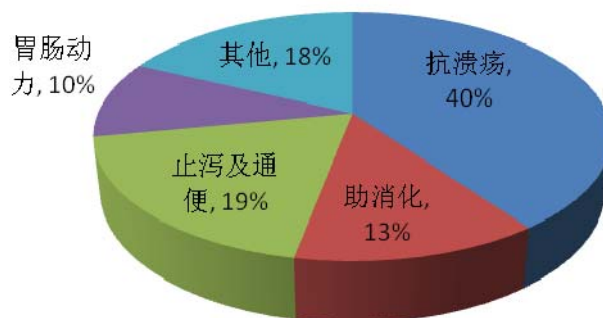


图 5：零售市场胃肠用药结构



数据来源：公司招股说明书，SFDA 南方医药经济研究所，渤海证券研究所

骨伤科疾病用药市场发展前景

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。骨伤科疾病发病率基本保持平稳。2006年、2007年我国人口自然增长率（出生率-死亡率）分别为0.528%和0.517%，按每年0.5%的人口自然增长率测算，2008年至2013年，我国骨伤科治疗类药物的市场规模将分别达到70.35亿元、70.70亿元、71.05亿元、71.40亿元、71.75亿元和72.11亿元。

心脑血管疾病用药市场发展前景

心脑血管疾病是心血管疾病和脑血管疾病的统称，泛指由于高脂血症、血液黏稠、动脉粥样硬化、高血压等所导致的心脏、大脑及全身组织发生缺血性或出血性疾病的通称。心脑血管疾病每年至少造成全球1,700万人死亡，已成为人类健康的头号敌人。2007年我国城市居民前十位死因中，心脑血管死因共占死亡总数的34.3%；农村居民前十位死因中，心脑血管死因共占死亡总数的35.4%。心脑血管的死亡比例在我国已超过了恶性肿瘤位列居民死亡原因第一位。

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。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%。2000年至2005年我国心脑血管中成药市场平均增长率为22.84%，高于同期心脑血管用药市场平均增长率2个百分点。据此测算，2008年至2013年我国心脑血管中成药市场容量将分别达到222亿元、273亿元、335亿元、412亿元、506亿元、621.57亿元。

■ 独家产品四磨汤口服液未来增长前景广阔

该产品拥有专利 公司独家生产

四磨汤口服液是汉森制药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，目前已在申请中药保护品种继续对该药进行保护。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，适用于从新生儿到老年人的广大人群，在治疗胃肠动力不足所致的便秘、腹胀腹痛、消化不良等方面疗效显著，是增强婴幼儿肠胃功能以及促进产后、腹部手术后肠功能恢复的首选药物，也是一种目前市场上唯一的复合型肠胃动力药，多次被评为“湖南名牌产品”、“湖南省高科技产品”、并多次被授予“湖南省产品质量奖”，年销售额已超过2亿元。

四磨汤适应症广泛确保增长

助消化类药物，品种多，竞争激烈，江中健胃消食片和妈咪爱（枯草杆菌、肠球菌二联活菌多维颗粒剂）具有较强的品牌优势，两者占据了40%以上的市场份额；

止泻类药物，思密达、整肠生和喇叭正露丸三足鼎立，占据了半壁江山。

胃肠动力类药物，西药只有吗叮啉和西沙比利等品种，中药仅有四磨汤口服液；但西药只具有增强胃动力作用，而且副作用较多，譬如吗叮啉有溢乳、男子乳房女性化、闭经等副作用，西沙比利有腹泻、皮疹、头晕、心悸等不良反应，而且孕妇和哺乳期妇女都不能服用。而四磨汤口服液既增强胃动力又增强肠动力，且毒副反应轻微，尤其对腹腔手术后病人和新生儿促进肠胃蠕动，消除肠胀气，恢复肠功能显著。可以说，四磨汤口服液横跨了助消化类、肠胃动力类、止泻及通便类三大病种。

（1）儿童胃肠疾病

四磨汤口服液可以治疗儿童饮食停滞、脾胃不和导致的腹痛、腹胀、不思饮食、恶心、呕吐等症状，对于腹泻和便秘具有双向调节作用。同时婴儿出生后如服用四磨汤口服液，不会出现乳食内滞所致的吐乳和啼哭不安等症状。

近年来，国内儿童用药的开发进入了快车道，其中胃肠用药是儿科用药市场中增长最快的治疗类别，年增长率达到19%，全球儿科用胃肠道药物市场总值已达25亿美元。

（2）消化功能紊乱

四磨汤口服液可治疗成年人消化功能紊乱导致的腹胀、便秘、嗝气、恶心欲呕、精神萎靡等症状，以及老年人胃肠功能减退导致的消化不良、食物饱胀等症状，可持续温和有节律地促进肠道蠕动和收缩，改善肠道血液循环，促进胃肠道上皮分泌，以达到行气、排滞，调理胃肠功能的作用。

（3）老年性便秘

四磨汤口服液可治疗老年性便秘，老年性便秘是老年人的一种常见病，其发病几率随着年龄的增长而增加，症状也逐渐加重。长期便秘不仅影响患者的工作和生活，甚至会诱发或加重冠心病、高血压病及脑出血、心肌梗死等疾病。

（4）产后、术后肠胃功能恢复

产后和腹部手术后由于创伤、麻醉使部分神经支配被阻断以及胃肠神经激素调节紊乱和水、电解质紊乱等因素，导致肠麻痹，使肠功能受到一定抑制，并极易引起肠粘连、肠梗阻等并发症。尽早恢复肠蠕动和尽快补充营养是产后和腹部手术后的目标。四磨汤口服液具有增加胃肠道平滑肌张力，促进胃肠蠕动的作用，且作用较温和而持久，有利于肠蠕动从不规则向规则转变，从而加速胃肠蠕动功能的恢复。

此外，临床中还有使用四磨汤口服液治疗或配合治疗黄疸及高胆红素血症、病毒性肠炎、便秘型肠易激综合症、中毒性肠麻痹等获得较好疗效的报道。

图 6：四磨汤口服液的收入变化及预测

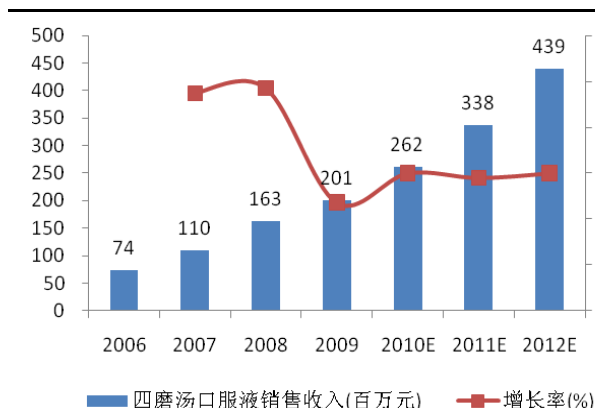
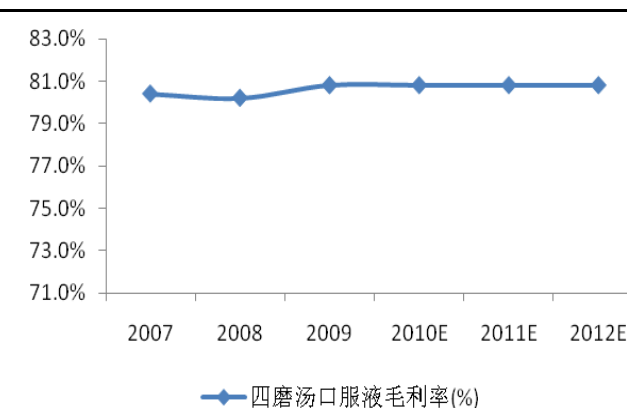


图 7：四磨汤口服液毛利率变化及预测



数据来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

■ 公司二线产品未来不乏亮点

银杏叶胶囊

银杏叶产品为心脑血管疾病常用药，在促进循环系统的血小板活化、抗氧化、抗衰老、抗老年性痴呆和眼部视网膜病变方面，以及治疗神经系统疾病发挥了重要作用，因此，被视作心脑血管疾病和神经系统的双跨性治疗药物。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。近几年国内重点城市样本医院银杏叶制剂用药有了快速增长。我国是银杏树种植大国，具有绝对资源优势，因此国内企业蓬勃发展，在国内医院中，进口银杏制剂已从2004年的12%下降到2007年的5.22%。2007年，国内医院银杏叶制剂用量已达9100多万瓶（盒），同比增长44%，3年平均增长率为42.12%。2008年上半年，银杏叶制剂在全国样本医院神经系统类用药中占了16.97%的份额。银杏叶制剂整个市场的增速在20%左右，据相关统计数据显示，2013年银杏叶胶囊的市场规模将达到144.84亿元。

德国和法国是世界上最早开发银杏叶片的国家，在我国最早开发的就是康恩贝，于1993年将天保宁推向市场。其中提取物主要用于出口，制剂主要在国内销售。银杏叶提取物年产量200吨左右，居全国前三名，主要用于出口。

银杏叶胶囊虽然产品批文较多，但质量差别很大。汉森制药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，全国银杏叶胶囊的生产批文有9个，其中只有3家公司的产品被评为国家优质优价产品，这3家公司分别是汉森制药、康恩贝和上海信谊百路达药业，但各个厂家产品有效成分含量不同。除了汉森制药的每粒胶囊

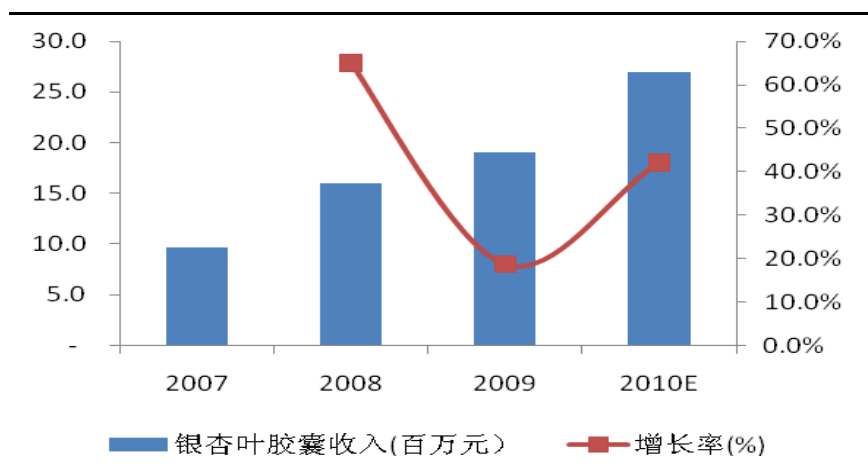
银杏总黄酮醇苷含量高达40mg，其余3家的含量都为9.6mg，这也是汉森银杏叶胶囊的最大优势之一。汉森制药的银杏叶胶囊2010年销售收入有望增长40%。

表 2：不同厂家银杏叶胶囊有效成分含量

生产厂家	每粒胶囊总黄酮醇苷含量	规格	单位	最高零售价(元)
汉森制药	40mg	250mg*20 粒	瓶	54.0
康恩贝	9.6mg	0.2 g*24 粒	盒	25.3
上海信谊百路达药业	9.6mg	9.6m g*20 粒	盒	28.5

数据来源：渤海证券研究所

图 8：汉森制药银杏叶胶囊收入及增速



数据来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

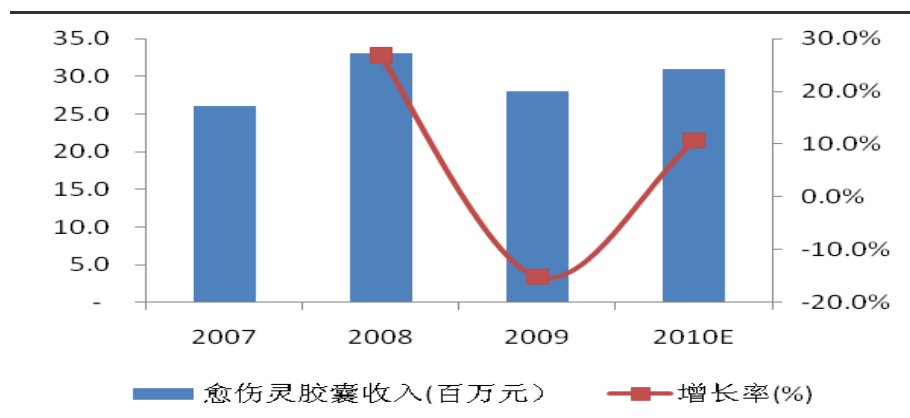
愈伤灵胶囊

愈伤灵胶囊用于治疗跌打挫伤，筋骨瘀血肿痛，是处方药和非处方药双跨产品。汉森的愈伤灵胶囊在湖南、河南、广西、新疆为优质优价产品，目前已在全国30个省（直辖市）的大中型医院临床应用推广。

骨伤科用药以外用药为主，市场份额较大的是云南白药、奇正消痛贴膏、天和骨通贴膏和羚锐通络祛痛膏，其中，云南白药所占市场份额最大，达到30%左右。内服药物中，西药以非甾体消炎镇痛药居多，如双氯芬酸钠缓释片、尼美舒利等。中药有愈伤灵胶囊、龙血竭胶囊、活血止痛胶囊等。

愈伤灵胶囊2009年呈现负增长，一是因为生产愈伤灵的厂家越来越多，招标过程中价格下降，二是由于产能瓶颈。公司胶囊剂产品种类较多，产能总共1.1亿粒，2009年公司主要生产银杏叶胶囊和缩泉胶囊，因此愈伤灵胶囊出现负增长。随着募投项目的投产，胶囊剂产能瓶颈解决后，愈伤灵胶囊的生产不再受限，预计2010年增长10%左右。

图 9：汉森制药愈伤灵胶囊收入及增速



数据来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

表 3：愈伤灵胶囊的生产企业

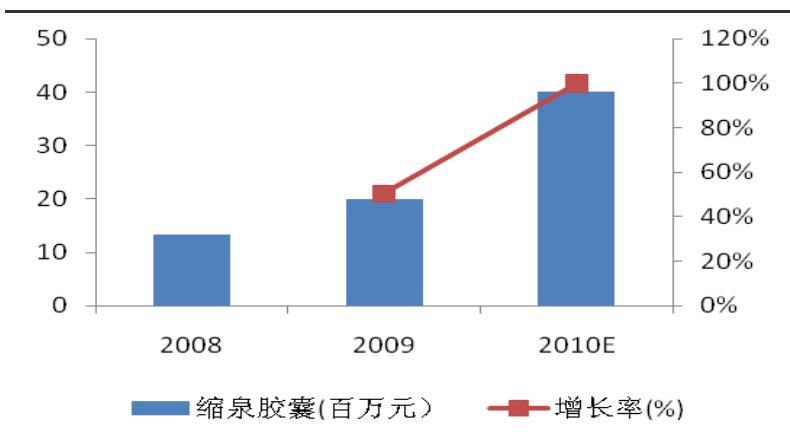
序号	愈伤灵胶囊生产厂家
1	汉森制药
2	贵州恒霸药业
3	安徽天康药业
4	西安兆兴制药
5	黑龙江乌苏里江制药
6	锦州奥鸿药业

数据来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

缩泉胶囊

缩泉胶囊用于治疗下焦虚寒、小便频数及小儿遗尿症。为国家中药保护品种，并于2009年入选《国家基本药物目录（基层部分）》，缩泉丸有8个厂家有生产批文，而缩泉胶囊只有汉森1家企业有生产批文，两个剂型都入选了基本药物目录。过去尿频、小儿遗尿等病求医率低，自从缩泉丸/胶囊进入国家基本药物目录后潜力大幅增加，成为医疗机构必须配备和使用的产品，呈现招标必中的态势。缩泉丸和缩泉胶囊两个药物组方相同，但缩泉丸是非处方药，缩泉胶囊是处方药，因此缩泉胶囊医院市场份额较大，也更受益于基本药物目录，目前也已经申报了OTC，2010年可能批下来。由于产品基数较低，2010年销售额可能翻番。

图 10: 汉森制药缩泉胶囊收入及增速



数据来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

3.2 研发优势

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。心血舒通胶囊为心脑血管用药，主要功能为活血化瘀，行气通脉，养心止痛，用于治疗冠心病心绞痛、心悸、胸闷、气短及心律失常等病症。其组方独特，它最大的特色是组方简单，主要成份为广枣、麝香等，为自主研发的独家品种，拥有发明专利。蓝红胶囊是伤科用药，主要用于跌打损伤，它的特色是含有蒙药成分蓝刺头，效果较好，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，用于胃、十二指肠溃疡导致的消化道出血，为仿制的大输液品种，目前市场上注射剂小针较多，大输液还很少。

除了以上3个在研项目，公司还着重现有产品的二次研发。2009年7月，汉森制药获得国家重点基础研究发展计划（973计划）资助，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”，并具体负责《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。这是湖南省首个由企业承担的973课题。课题目标为运用脑肠轴学说阐述“木郁土壅”理论，选择发病机理相近又各有特点的功能性消化不良、非胃肠术后胃肠排空障碍为研究对象，丰富发展脾胃学说，运用细胞与整体、形态与功能相结合的研究手段，阐明四磨汤调整胃肠运动功能障碍机理的作用机理，为肝脾理论提供实验依据。本课题完成后，将建立国际公认的反映中医特色的胃肠功能性疾病评价体系。

表 4: 公司目前主要在研项目

序号	药品名称	进展情况	拟达到目标
1	心血舒通胶囊	在审批	获得生产批文
2	蓝红胶囊	在审批	获得生产批文
3	尼扎替丁注射液	二期临床	获得生产批文

数据来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

3.3 营销优势

营销网络覆盖广

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，一、二、三级市场齐头并进，协同发展，形成“三叉戟”直升式销售增长格局。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，重点销售终端客户达4,000余家。

OTC及农村市场开拓能力较强

随着新型农村合作医疗的推广、社区卫生服务体系的构建以及农村药品“两网”建设等政策的落实，OTC及农村市场潜力巨大。2005年以来，公司加强了OTC及农村市场的开拓力度，最近三年公司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%；2008年发行人OTC及农村市场销售额较2007年增长31.78%，2009年受产能制约增长速度有所放缓，但仍比2008年增长12.62%。

重点销售地区销售能力较强

2007年以来，公司积极调整营销策略，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。2008年上述三个省份实现的销售收入分别较2007年分别增长了63.11%、106.57%和27.87%；2009年分别较2008年增长了30.12%、28.60%和24.38%。

2008年，公司在重点省、市的销售收入增长额为销售费用增长额的2.72倍，2009年为2.30倍，表明公司在重点省、市的销售费用投入会对销售收入的增长产生乘数效应，同时也为公司开拓其他地区的市场奠定了良好的基础。

4.募投项目将突破产能瓶颈开启新一轮高成长序幕

公司正处于高速发展的关键时期，产品生产能力急待提高，自有资金和银行贷款已经很难满足公司规模扩张的需要，单靠银行贷款也不利于优化资产结构。本次发行1900万股，募集资金将全部用于口服液及胶囊生产线技术改造工程。

四磨汤口服液目前产能1.05亿支，但产量已达到1.27亿支，产能利用率121%；胶囊剂生产线现有总产能1.1亿粒，产能利用率也达到125%，产能瓶颈制约严重。二线产品多为胶囊产品，增长较快，尤其是缩泉胶囊2009年被列入《国家基本药物目录（基层部分）》，市场需求急速增加，胶囊生产线无法同时满足几个胶囊剂的需求，亟需扩大规模。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。本项目建设期为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，在有效缓解四磨汤口服液产能不足的同时，可以扩大银杏叶胶囊、缩泉胶囊等的产能，实现三大胶囊产品与四磨汤口服液齐头并进的格局，从而打造更多的主导产品，提高公司的综合竞争力。

表 5：募集资金投向及投资规模

序号	产品名称	规格	单位	设计产能	投产后新增产能		
					第 1 年	第 2 年	第 3 年及以后
1	四磨汤口服液	10 毫升/支	万支	20,000	8,000	14,000	20,000
2	银杏叶胶囊	0.25 克/粒	万粒	5,000	2,000	3,500	5,000
3	缩泉胶囊	0.3 克/粒	万粒	5,000	2,000	3,500	5,000

数据来源：公司招股说明书，渤海证券研究所

5.估值与投资建议

5.1 盈利预测

表 6: 公司各项业务收入预测

营业收入预测		2009	2010E	2011E	2012E
四磨汤口服液	销售收入 (万元)	20135.78	26579.23	34553.00	44918.90
	销售收入增速 (%)	23.62%	32.00%	30.00%	30.00%
	销售成本 (万元)	4085.81	5393.27	7011.25	9114.62
	毛利率(%)	79.71%	79.71%	79.71%	79.71%
愈伤灵胶囊	销售收入 (万元)	2774.73	3052.20	3357.42	3693.17
	销售收入增速 (%)	-15.68%	10.00%	10.00%	10.00%
	销售成本 (万元)	394.66	434.13	477.54	525.29
	毛利率(%)	85.78%	85.78%	85.78%	85.78%
银杏叶胶囊	销售收入 (万元)	2232.56	3013.96	3918.14	5093.59
	销售收入增速 (%)	42.42%	35.00%	30.00%	30.00%
	销售成本 (万元)	512.11	691.35	898.75	1168.38
	毛利率(%)	77.06%	77.06%	77.06%	77.06%
其他	销售收入 (万元)	3149.34	4094.14	5322.38	6919.10
	销售收入增速 (%)	30.76%	30.00%	30.00%	30.00%
	销售成本 (万元)	1735.92	2256.70	2933.70	3813.82
	毛利率(%)	44.88%	44.88%	44.88%	44.88%
营业收入 (万元)		28,321.14	36,739.53	47,150.95	60,624.75
主营收入增长率%		20.16%	29.72%	28.34%	28.58%
营业成本		6,728.83	8,775.44	11,321.25	14,622.11
毛利		21,592.31	27,964.09	35,829.70	46,002.64
综合毛利率		76.24%	76.11%	75.99%	75.88%

数据来源: 渤海证券研究所

根据保守的测算, 公司2010-2012年分别实现摊薄后的EPS0.86元、1.10元和1.41元。

表 7: 公司盈利预测情况

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	283	367	472	606
营业成本	67	88	113	146
营业税金及附加	4	6	7	9
销售费用	129	169	217	279
管理费用	20	26	33	43

财务费用	3	2	2	3
资产减值损失	1	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0
营业利润	59	77	99	126
营业外收支净额	1	0	0	0
税前利润	60	77	99	126
减：所得税	10	13	17	22
净利润	49	64	81	104
归属于母公司的净利润	49	64	81	104
少数股东损益	0	0	0	0
基本每股收益	0.90	0.86	1.10	1.41
摊薄每股收益	0.67	0.86	1.10	1.41

数据来源：渤海证券研究所

5.2 估值

■ 采取市盈率法估值

表 8：中药行业主要上市公司市盈率比较

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS			PE		
			2009	2010	2011	2009	2010	2011
000423.SZ	东阿阿胶	34.21	0.68	0.88	1.16	50.43	38.95	29.40
000538.SZ	云南白药	63.47	1.13	1.58	2.03	56.17	40.16	31.27
000650.SZ	仁和药业	23.78	0.68	0.77	0.92	35.22	30.98	25.90
000919.SZ	金陵药业	11.00	0.44	0.47	0.53	25.09	23.60	20.62
000989.SZ	九芝堂	13.29	0.50	0.59	0.68	26.58	22.66	19.48
000999.SZ	华润三九	27.50	0.72	0.89	1.12	38.19	30.95	24.62
002118.SZ	紫鑫药业	11.88	0.50	0.34	0.40	23.76	34.63	29.62
002275.SZ	桂林三金	23.29	0.72	0.90	1.08	32.35	25.88	21.56
002317.SZ	众生药业	36.20	1.67	1.07	1.39	21.68	33.94	26.09
002349.SZ	精华制药	29.90	0.55	0.54	0.69	54.69	55.63	43.49
002390.SZ	信邦制药	38.78	0.72	0.70	0.90	53.86	55.68	43.16
300039.SZ	上海凯宝	33.05	0.84	0.58	0.81	39.35	57.43	40.81
300049.SZ	福瑞股份	32.73	0.63	0.77	1.07	51.95	42.49	30.71
600085.SH	同仁堂	26.87	0.55	0.67	0.79	49.03	40.24	33.88
600129.SH	太极集团	11.41	0.11	0.18	0.28	99.39	62.45	41.18
600285.SH	羚锐制药	11.72	0.15	0.20	0.24	78.13	58.81	48.01
600329.SH	中新药业	28.98	0.70	0.92	1.17	41.40	31.66	24.87
600332.SH	广州药业	12.21	0.26	0.43	0.52	46.96	28.29	23.67
600351.SH	亚宝药业	19.41	0.41	0.61	0.91	47.34	31.58	21.40
600380.SH	健康元	9.51	0.44	0.51	0.63	21.48	18.68	15.16

请务必阅读正文之后的免责条款部分

16 of

600422.SH	昆明制药	12.10	0.19	0.29	0.46	65.19	41.18	26.17
600436.SH	片仔癀	41.89	0.93	1.20	1.36	45.04	35.01	30.69
600479.SH	千金药业	27.01	0.60	0.82	1.05	44.92	32.85	25.76
600518.SH	康美药业	13.99	0.31	0.44	0.59	45.28	31.90	23.68
600535.SH	天士力	29.93	0.65	0.84	1.05	46.05	35.56	28.49
600557.SH	康缘药业	21.63	0.50	0.70	0.90	43.26	30.75	24.14
600572.SH	康恩贝	15.88	0.31	0.51	0.60	51.23	31.01	26.38
600594.SH	益佰制药	23.95	0.52	0.75	0.94	46.24	32.01	25.37
600750.SH	江中药业	35.90	0.68	0.89	1.12	52.82	40.52	32.08
600976.SH	武汉健民	13.70	0.32	0.42	0.53	42.81	32.39	25.62
600993.SH	马应龙	36.99	1.09	1.11	1.47	33.94	33.44	25.11
平均值						45.48	36.82	28.66

数据来源：WIND，渤海证券研究所

目前中药行业主要上市公司的市盈率水平2009-2011年分别为45倍、37倍和29倍。考虑到公司良好的业绩成长性，我们保守的认为应该赋予公司35-40倍较为合理，按照公司2010年业绩估算合理价值区间在30.1元-34.4元给予公司“买入”评级。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 4、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长 程文卫 +86 22 2845 1869	副所长 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长 马静如 +86 22 2845 1665	副所长 房振明 +86 22 8837 0816
有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778	商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849
电子/计算机行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	机场/航空/铁路行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	航运/港口/公路行业研究 马哲峰 +86 10 5836 2779	机械行业研究 李强 +86 10 5836 2766
化工行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	煤炭行业研究 张顺 +86 10 5836 2782	钢铁行业研究 刘勇 +86 10 5836 2789	新能源行业研究 江艳 +86 10 5836 2783
房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	汽车行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945
医药行业研究 吴洋 +86 10 5836 2785			
套利策略和产品设计研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	基金与产品设计研究 章辉 +86 22 2845 1977	绝对收益产品与策略研究 徐华 +86 22 2845 1137
策略与行业比较研究 周喜 +86 22 2845 1972	国际与国内宏观研究 张雷 +86 22 2845 1705	金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	
机构销售 黄锋 +86 22 2845 1131	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn