

日期: 2010 年 06 月 02 日

行业: 化学药



医药行业研究小组 赵冰

021-53519888*1902

Zhaobing1704@hotmail.com

证券从业证书编号: S0870109070947

专攻骨科和肿瘤疾病的化学药生产企业

IPO 询价区间 RMB 37.74-45.28

首日定价区间 RMB 50.32-60.38

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 35

发行后总股本 (百万股) 140

发行方式 网下询价配售 20%

网上定价发行 80%

保荐机构 国信证券

主要股东 (IPO 前)

哈尔滨恒世达昌科技有限公司 59.5%

Yu Heng International Investments 28%

Oriental Keystone Investment 12%

收入结构 (MRQ)

鹿瓜多肽 40.39%

盐酸吉西他滨 8.86%

报告编号: ZB10-NSP13

首次报告日期: 2010 年 6 月 2 日

投资要点

化学处方药的生产及销售企业

公司核心产品鹿瓜多肽注射液获得国家发明专利并进入全国医保目录,其“松梅乐”商标被评为黑龙江省著名商标,2007 年该产品获得国家发改委单独定价权,但该产品在国内并非独家生产。公司另一主导产品注射用盐酸吉西他滨存在与美国伊莱利公司的未决诉讼案。受制于产能瓶颈的制约,公司业绩在募投项目达产前较难出现大幅增长。

产品结构合理,盈利能力强

2007-2009 年,公司综合毛利率为 65.66%、63.82%、56.43%,综合毛利率水平较高。其中自产产品毛利率分别为 77.40%、78.96%、81.47%;代理销售产品毛利率分别为 19.39%、24.20%、24.81%。

主营业务收入和利润快速增长

2009 年公司营业收入继续快速增长 55.99%,但由于药品代理销售比重增大和企业所得税增加,导致公司净利润增长幅度小于公司销售增长,为 22.92%。

上市 6 个月内的估值区间为 50.32-60.38 元

我们认为给予公司 10 年每股收益 44 倍市盈率这一可比公司平均的估值水平较为合理。以该市盈率为中枢且正负区间为 20%的公司合理估值为 50.32-60.38 元,相对于 2009 年的静态市盈率(发行后摊薄)为 40-48 倍。

建议询价区间为 37.74-45.28 元

近期医药类中小板新股上市首日的平均涨幅为 62.29%,目前股价距其发行价的平均累计溢价率为 34.90%,发行价对应折扣率为 25.87%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况,我们建议选取 25% 的折扣率,对应的询价区间为 37.74-45.28 元,相对于 2009 年的静态市盈率(发行后摊薄)为 40.57-48.68 倍。

数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	429.93	615.78	850.14	1204.64
年增长率 (%)	55.99%	43.23%	38.06%	41.70%
归属于母公司的净利润	130.24	176.10	220.07	298.76
年增长率 (%)	22.92%	35.22%	24.97%	35.76%
(发行后摊薄)每股收益 (元)	0.93	1.26	1.57	2.13

注:有关指标按最新总股本为 140 百万股计算

一、行业背景

发行人所处行业及简况

公司主营业务为药品生产及销售。在药品生产方面，公司产品主要是处方药，公司共拥有 40 个药品注册批件，主要生产产品 23 种，涵盖骨科药物、风湿类药物、抗肿瘤药物、消化系统用药、呼吸系统用药、心脑血管药物、肝病用药、妇科用药和抗生素等领域。经过多年的发展，公司现拥有通过国家 GMP 认证的小水针、冻干粉针、头孢类冻干粉针、胶囊、片剂、栓剂、粉针灌装、肿瘤药品八大品系的自动化生产线，具有年产水针剂 1,500 万支、普通冻干粉针剂 500 万支、肿瘤冻干粉针 55 万支和部分片剂、栓剂和胶囊剂的生产能力。2008 年 11 月 21 日，公司被黑龙江省科学技术厅、黑龙江省财政厅、黑龙江省国家税务局和黑龙江省地方税务局评为高新技术企业。公司主导产品为鹿瓜多肽注射液和注射用盐酸吉西他滨，分别应用于治疗骨科和肿瘤疾病，是公司利润的主要来源。公司核心产品鹿瓜多肽注射液获得国家发明专利，并进入全国医保目录，2007 年该产品获得国家发改委单独定价权，2008 年占同类药品市场份额超过 65%，具有较强品牌优势和竞争力，其“松梅乐”商标被评为黑龙江省著名商标。公司主营业务属于化学制药领域。

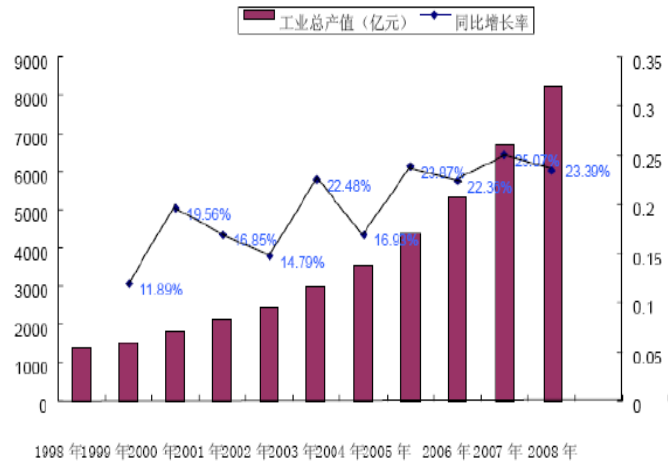
行业增长前景

人口的老龄化、强劲的经济增长以及创新类药物的上市成为当今拉动全球医药行业发展的“三驾马车”，2006 年全球药品市场销售总额达到 6,430 亿美元，增长 7%，高于 2005 年 6.8% 的增长率。从 1999 年-2006 年的总体趋势看，全球医药行业保持每年 7% 左右的速度稳定增长。据 IMS 预测，未来几年药品市场年增长率将维持在 5%-8% 左右，北美洲和欧洲市场增长会与全球药品市场同步，拉丁美洲为 7%-10%，亚太地区及非洲市场的年增长率将达到 9%-12%，远高于全球经济的增长速度，预计到 2010 年将全球药品市场将达到 7,600 亿美元。

化学制药行业占我国医药行业的比重最大，近年来进入了一个快速分化、调整、重组的阶段，化学制药企业的两极分化，优胜劣汰的进程不断加快。这一进程所带来的结果是中国医药企业向两个主体医药市场演变。一个是大规模的普药市场，另一个是特色药品市场。1997 年-2004 年，我国化学制药工业总产值保持稳步增长，

从 1997 年的 768 亿元增长到 2007 年的 1,732 亿元。近三年化学制药工业总产值占我国整个医药工业总产值份额维持在 27% 左右。2008 年我国化学制药行业销售收入分别为 2,175 亿元，利润总额为 236 亿元。

图 1 我国医药工业总产值变化情况



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

行业竞争结构及公司地位

目前公司的主导产品为鹿瓜多肽注射液和注射用盐酸吉西他滨。

1) 鹿瓜多肽注射液的市场前景与行业竞争情况

鹿瓜多肽注射液为骨科类处方药，是由梅花鹿四肢骨和中草药甜瓜籽经高科技生物技术分离，提纯制成的复方制剂，主要用途为加快骨折愈合速度，同时也应用于治疗风湿及类风湿、肌肉骨骼系统流行病和骨质疏松等疾病。近年来，随着人口老龄化的加速，骨折发病率逐年增加，我国骨折愈合用药的需求也随之逐年上升。骨折愈合注射剂市场由 2004 年的 2.50 亿元上升至 2008 年的 12.15 亿元，年增长率超过 25%。特别是近两年同比增长率分别达到了 106.9% 和 44.49%。2009 年上半年的销售额为 6.91 亿元。

我国骨折愈合注射剂市场产品较少，目前我国医药市场销售的品种只有五个，分别为：骨肽注射液、鹿瓜多肽注射液、复方骨肽注射液、硫酸软骨素 A 注射液和谷康泰灵注射液。其中，骨肽注射液、鹿瓜多肽注射液和复方骨肽注射液占据了较大的市场份额。鹿瓜多肽注射液虽然相对于骨肽注射液上市时间较晚，但经过多年的临床应用和品牌建设，该产品的市场占有率逐年快速提高，尤其

从 2006 年开始，产品销售收入出现了快速增长，2006 年至 2008 年三年复合增长率达到 75%，2008 年鹿瓜多肽注射液样本医院采购额为 5.93 亿元，2009 年 1-6 月样本医院采购金额已经超过 3.2 亿元，市场占有率为市场第一。而骨肽注射液、复方骨肽注射液增长相对平缓；硫酸软骨素 A 注射液和谷康泰灵注射液的市场份额逐年下降。目前，我国生产鹿瓜多肽注射液的药厂仅有三家，除本公司外，还有迪龙药业和江世药业。2006 年以前，由于公司拥有鹿瓜多肽的国家专利，全国只有本公司一家药厂生产鹿瓜多肽注射液，独占市场，经过多年临床应用和品牌建设，公司产品现已受到医生和患者的广泛认可，2009 年 1-6 月公司产品的市场占有率高达 69.03%，并拥有国家发改委给予的单独定价权，竞争优势突出。

表 1 2007-2009 年上半年我国样本医院鹿瓜多肽品牌市场份额

排名	厂家	2009 年 1-6 月	2008 年	2007 年
1	誉衡药业	69.03%	65.61%	66.55%
2	黑龙江江世药业有限公司	19.36%	25.50%	19.93%
3	黑龙江迪龙制药有限公司	11.61%	8.89%	13.52%

数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

2) 注射用盐酸吉西他滨的市场前景与行业竞争情况

注射用盐酸吉西他滨为抗肿瘤处方药，属于抗代谢药物类，应用于多种癌症的治疗。该产品最早由美国伊莱利利公司开发成功，1996 年获得美国 FDA 批准上市。截至目前，注射用盐酸吉西他滨被广泛应用于治疗胰腺癌和非小细胞肺癌。由于肿瘤发病率的增高，全球抗肿瘤药物市场出现快速增长态势，据 IMS 统计，2007 年全球抗肿瘤药物销售额达到了 414 亿美元，增长率为 19.65%，占世界医药市场总销售额的 5.8%。据我国卫生部统计，20 世纪 90 年代我国肿瘤发病率已上升为 127 例/10 万人。近年来我国每年新增肿瘤患者 160-170 万人，众多的肿瘤患者形成了对抗肿瘤医药市场的巨大需求。我国抗肿瘤药物除去 2006 年受国家宏观政策环境影响销售额增长速度放缓之外，其他年份均保持着 20% 的增长速度。南方医药经济研究所预计，2009 年我国抗肿瘤药物市场销售规模将超过 220 亿元。

根据健康网研究所报告数据显示：从 2004 年至 2006 年我国样本医院注射用盐酸吉西他滨医院购进额处于抗代谢肿瘤药物的第一位，2007 年销售额略低于卡培他滨排在了第 2 位，但购进额持续较

快增长，2007 年全年销售额已接近 2 亿元，2008 年销售额达到 2.4 亿元。目前我国仅有三家药厂生产注射用盐酸吉西他滨，分别为美国伊莱利利公司、江苏豪森药业股份有限公司和誉衡药业。根据健康网研究所报告数据：美国伊莱利利公司的产品销售额占据了一半以上的市场份额，但随着国内产品加入竞争，美国伊莱利利公司所占据的市场份额已经开始逐年下降。江苏豪森药业股份有限公司的产品销售额位居该市场第二，医院采购金额逐年增长，市场份额不断增大。公司产品虽然进入该市场时间较晚，但公司同规格产品价格较低，具有很强的价格竞争优势，2006-2008 年产品销售额和市场份额不断增加。

表 2 2006-2009 年上半年我国样本医院注射用盐酸吉西他滨各品牌购进额（万元）

公司名称	2009 年 1-6 月	2008 年	2007 年	2006 年
美国伊莱利利公司	6,935	12,897	11,186	8,659
江苏豪森药业股份有限公司	6,189	10,325	7,594	4,256
誉衡药业	475	1,081	869	521
合计	13,599	24,303	19,648	13,436

数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司竞争优势

公司主要的竞争优势：1）议价优势。发行人主导产品鹿瓜多肽注射液获得国家发明专利，并进入全国医保目录，其“松梅乐”商标被评为黑龙江省著名商标，2007 年该产品获得国家发改委单独定价权。2）区位优势。公司主导产品鹿瓜多肽注射液的主要原材料是梅花鹿四肢骨，东北地区是黑龙江地区是我国梅花鹿的主要养殖地区，公司采购鹿骨货源充足，成本低廉，运输方便。3）研发优势。公司一贯重视对研发的投入，于 2002 年被黑龙江省科学技术厅认定为“高新技术企业”，同年，被国家科技部认定为“国家火炬计划新医药产业基地首批骨干企业”，2008 年，公司再次被黑龙江省科学技术厅认定为高新技术企业。

二、公司分析及募集资金投向

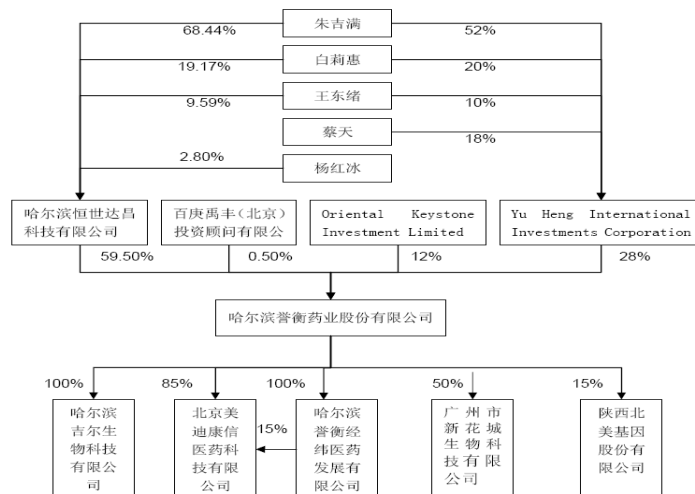
公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

经商务部 2008 年 6 月 5 日批准，公司整体变更设立股份有限公司。公司主要发起人为恒世达昌和誉衡国际。恒世达昌成立于

2007 年 9 月 28 日，为公司董事长朱吉满等设立的公司。誉衡国际成立于 2006 年 3 月 16 日，为公司董事长朱吉满等设立在中国境外的返程投资公司。

朱吉满先生为发行人的实际控制人之一，同时也是发行人的前身誉衡有限的创始人之一，现为公司董事长兼总经理。白莉惠女士为发行人的实际控制人之一，现为本公司监事会主席。朱吉满先生与白莉惠女士为夫妻关系，两人同为公司的实际控制人。朱吉满和白莉惠夫妇直接持有公司控股股东恒世达昌 87.61%的股权，直接持有誉衡国际 72.00%的股权，故间接持有公司 7,590.23 万股，占本次发行前公司总股本的 72.29%；本次发行后，朱吉满和白莉惠夫妇仍将间接持有公司 54.22%的股份。

图 2 发行人股东结构图



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司业务简况及收入利润结构变化

报告期内公司营业收入快速增长，2007 年、2008 年、2009 年分别为 16,411.30 万元、27,561.02 万元、42,992.90 万元，2008 年、2009 年分别较上年同期增长 67.94%、55.99%。报告期内公司利润总额和净利润也持续快速增长，2008 年利润总额和净利润分别比 2007 年增长 41.63%、41.72%，2009 年利润总额和净利润分别比 2008 年同期增长 39.83%和 22.92%。

目前公司的主导产品为鹿瓜多肽注射液和注射用盐酸吉西他滨。2007 年、2008 年和 2009 年鹿瓜多肽注射液的销售收入占公司同期营业收入的比例分别为 56.18%、50.56%和 40.39%，销售毛利

占公司同期销售毛利的比例分别为 75.16%、71.27%和 64.66%; 2007 年、2008 年和 2009 年注射用盐酸吉西他滨的销售收入占公司同期营业收入的比例分别为 12.47%、12.74%和 8.86%, 销售毛利占公司同期销售毛利的比例分别为 12.24%、13.09%和 11.31%。

图 3 公司近年来收入及净利润增长

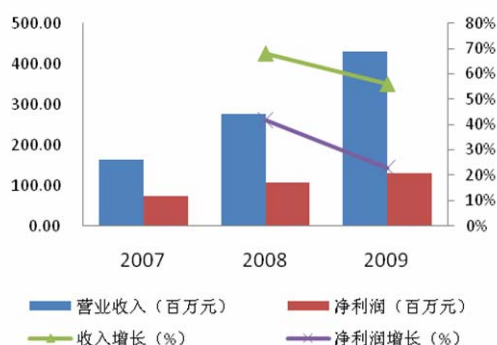
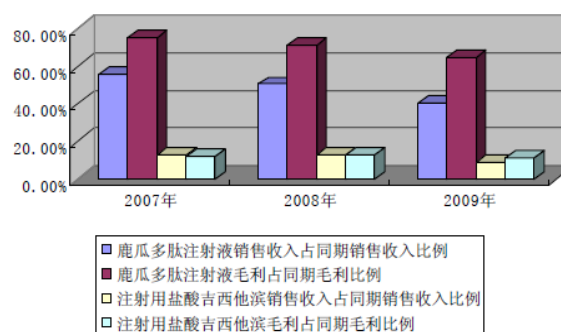


图 4 公司主营收入结构



资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

募集资金投向

本次 IPO 计划实施两个募集资金项目 (表 3), 拟投资总额为 42871.96 万元。除使用上述募集资金投资外, 尚须另行配套流动资金 4,818.14 万元和 5,251.71 万元, 在项目建成投产后, 公司将利用自有资金或通过向银行借款解决。募集资金项目将能保障公司健康、快速发展, 有助于进一步提升公司产品市场份额和盈利能力。

表 3 公司的募集资金项目计划概况 (单位: 万元)

项目名称	募集资金投资计划 (万元)		
	T-T+12 月	T+12-T+24 月	投资总额 (万元)
哈尔滨誉衡药业股份有限公司 GMP 技改项目	11830.33	6525.36	18355.69
哈尔滨誉衡药业股份有限公司异地扩建项目	14016.27	10500	24516.27
合计	25846.6	17025.36	42871.96

资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

表 4 公司的募集资金项目达产水平

产品名称	现有产能	建设期 (两年)	投产 第一年	投产 第二年	投产 第三年
鹿瓜多肽注射液 (万支/年)	1400	1400	3200	3800	4400
注射用盐酸吉西他滨 (万支/年)	55	55	145	185	225
注射用泮托拉唑钠 (万支/年)	70	70	370	470	570

注射用头孢米诺钠(万支/年)	0	0	1500	2000	2500
注射用哌拉西林钠舒巴坦钠(万支/年)	0	0	1500	2000	2500

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

哈尔滨誉衡药业股份有限公司 GMP 技改项目

项目建设期 2 年，产品达产期 3 年，第一年达产 60%，第二年达产 80%，第三年达产 100%。项目达产年销售收入(含税)43,520 万元，税后财务内部收益率 33.63%，投资回收期为 5.04 年(含 2 年建设期)。

哈尔滨誉衡药业股份有限公司异地扩建项目

项目建设期 2 年，产品达产期 3 年，第一年达产 60%，第二年达产 80%，第三年即可达产 100%。项目达产年销售收入(含税)43,250 万元，税后财务内部收益率 24.32%，投资回收期为 5.80 年(含 2 年建设期)。

三、财务状况和盈利预测

综合毛利率较高，同行业内领先

2007-2009 年，公司综合毛利率为 65.66%、63.82%、56.43%，综合毛利率水平较高。其中自产产品毛利率分别为 77.40%、78.96%、81.47%；代理销售产品毛利率分别为 19.39%、24.20%、24.81%。公司核心产品鹿瓜多肽注射液在毛利总额中的比重最大，且该产品毛利率很高，报告期内平均毛利率为 89.64%；占公司营业收入第二位的注射用盐酸吉西他滨毛利率也很高，报告期内平均毛利率为 67.94%。公司产品结构合理，盈利能力强。

主营业务收入和利润快速增长

2007 年、2008 年及 2009 年公司营业收入分别为 16411.30 万元、27561.02 万元及 42992.90 万元，2008 年公司营业收入增长 67.94%，主要原因是公司主导产品销售保持稳定增长，销售价格也有小幅上涨，同时代理销售产品增长迅速；而主要原材料价格均出现下降，特别是吉西他滨原料药价格下降较多，但由于代理销售产品毛利率低于公司自产产品，成本相对较高，因此公司营业成本增长 76.93%。同时，由于代理销售产品销售费用较高，因此公司期间费用增长较

快，增幅达 82.45%。由于成本和费用增长较快，增幅大于营业收入的增幅，因此净利润较 2007 年增长 41.72%，小于营业收入的增幅。2009 年公司营业收入继续快速增长 55.99%，但由于药品代理销售比重增大和企业所得税增加，导致公司净利润增长幅度小于公司销售增长，为 22.92%。

主要资产周转能力指标良好

公司 2007-2009 年应收账款周转率分别为 1181.81、1742.02 和 37.51 次。报告期内，可比公司平均水平为 2.69、6.70、7.29 次。公司应收账款周转率远高于同行业上市公司，主要原因是公司对应收账款管理严格，基本采用客户先付款、公司后发货的控制流程，个别客户赊销需经公司销售部总经理审批同意，加速了公司货款回笼的速度。公司 2007-2009 年存货周转率为 3.76、5.74 和 8.61 次。报告期内，可比公司平均水平为 4.84、3.88 和 1.76 次。公司存货周转率逐年提高并高于行业平均水平。

盈利预测及主要假设

- 1) 预计募投项目于 2012 年以后陆续投产。
 - 2) 受产能瓶颈制约，近期公司主导产品鹿瓜多肽注射液的销售收入增长将主要依靠价格增长和增加生产班次。
 - 3) 由于公司其他主导产品在各自领域均有竞争者，预计公司主导产品的毛利率将维持目前水平。
 - 4) 公司所得税按照高新技术企业 15%的优惠税率计算。
- 基于以上假设，我们预计 2010-2012 年归属于母公司的净利润将实现年递增 35.22%、24.97%和 35.76%，相应的稀释后每股收益为 1.26 元、1.57 元和 2.13 元。

四、风险因素

主导产品较为集中的风险

公司主导产品鹿瓜多肽注射液 2007 年、2008 年、2009 年的销售收入占公司同期营业收入的比例分别为 56.18%、50.56%、40.39%，鹿瓜多肽注射液的生产及销售状况在很大程度上决定公司的收入和盈利水平。如果鹿瓜多肽注射液产品的生产、销售出现异常波动，将对公司经营业绩产生较大的影响。

主要原材料供应风险

公司生产用原材料主要为鹿骨、甜瓜子、吉西他滨原料药等，经过多年的经营，公司与主要供应商已建立良好的合作关系，但是如果发生自然灾害或经济环境、市场供求关系等因素发生较大变化的情况下，可能会出现原材料短缺或价格上涨的情况，从而对公司生产经营产生不利影响。

新产品开发风险

由于新药产品开发从研制、临床试验报批到投产的周期长、环节多、投入大，新药研发风险较大。根据《药品注册管理办法》等法规的相关规定，新药注册一般需经过临床前基础工作、新药临床研究审批、新药生产审批等阶段，如果最终未能通过新药注册审批，则可能导致新药研发失败，进而影响到公司前期投入的回收和经济效益的实现。另外，如果公司新药不能适应不断变化的市场需求，或者开发的新药未被市场接受，将加大公司的运营成本，对公司的盈利水平和未来发展产生不利影响。

五、估值及定价分析

国内/国际同类公司比较分析

基于已公布的 2009 年业绩和 2010 年预测业绩，同行业可比上市公司 09 年、10 年平均市盈率为 72.13 倍、42.55 倍，最近上市的中小板医药公司 09 年、10 年平均动态市盈率为 41.22 倍、45.47 倍。国际同规模的医药制造业上市公司 09 年、10 年平均动态市盈率为 24.35 倍、19.16 倍。由于国内医药行业估值高于国际医药制造业公司估值水平，且公司的产品均在国内销售，我们以国内公司的估值水平作为参考。

表 5 同行业上市公司估值比较（2010-05-31）

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
华邦制药	002004.SZ	53.49	0.97	1.08	1.25	55.14	49.72	42.76
双鹭药业	002038.SZ	50.00	0.97	1.36	1.75	51.44	36.65	28.64
海翔药业	002099.SZ	19.15	0.19	0.43	0.62	100.79	44.73	31.06
紫鑫药业	002118.SZ	12.38	0.50	0.34	0.40	24.76	36.27	31.05

海正药业	600267.SH	28.42	0.60	0.74	0.94	47.21	38.38	30.11
美罗药业	600297.SH	7.71	0.04	0.14	0.19	192.75	54.03	40.22
华海药业	600521.SH	18.06	0.55	0.47	0.65	32.84	38.08	27.74
行业平均						72.13	42.55	33.08
OPTO CIRCUITS INDIA LTD	OPTC IN	11.76	1.85	0.47	0.57	6.36	24.97	20.52
KAKEN PHARMACEUTICAL	4521 JP	26.59	3.82	0.64	0.85	6.97	41.68	31.32
GENTIVA HEALTH SERVICES	GTIV US	21.01	13.87	0.82	0.98	1.51	25.65	21.37
ALK-ABELLO A/S	ALKB DC	48.21	15.16	0.94	1.30	3.18	51.34	37.11
BACHEM HOLDING AG-REG B	BANB SW	37.54	21.64	2.15	2.50	1.73	17.44	15.03
TOWA PHARMACEUTICAL	4553 JP	50.88	15.10	3.43	4.82	3.37	14.86	10.56
NIHON KOHDEN CORP	6849 JP	434.00	7.20	12.83	18.93	60.27	33.83	22.92
SARTORIUS STEDIM BIOTECH	DIM FP	1706.00	16.29	121.52	128.48	104.73	14.04	13.28
PAR PHARMACEUTICAL COS INC	PRX US	2506.00	15.58	138.60	167.26	160.89	18.08	14.98
UNITED DRUG PLC	UDG ID	4435.00	1.32	313.09	330.24	3362.98	14.17	13.43
NICHI-IKO PHARMACEUTICAL CO	4541 JP	21065.00	8.91	1791.25	2069.08	2364.50	11.76	10.18
平均						552.41	24.35	19.16

数据来源: Wind, Bloomberg, 上海证券研究所

表 6 最近上市中小板医药公司市况 (2010-05-31)

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			首发 PE 摊 薄	首日涨 跌幅%	累计 涨幅 %
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E			
众生药业	002317	38.61	1.67	1.07	1.40	23.12	35.98	27.65	63.44	63.98	-29.80
仙琚制药	002332	14.14	0.35	0.30	0.37	40.40	47.87	38.57	45.56	144.27	72.44
精华制药	002349	33.59	0.55	0.53	0.68	61.44	63.26	49.43	73.33	27.02	69.65
永安药业	002365	37.09	0.93	1.07	1.37	39.91	34.79	27.10	46.27	40.48	19.65
亚太药业	002370	22.81	0.54	0.48	0.61	42.24	47.97	37.60	39.90	35.69	42.56
平均						41.22	45.47	35.69	53.70	62.29	34.90

数据来源: Wind, 上海证券研究所

公司可给的估值水平及价格区间

公司主营业务为化学处方药的生产及销售。公司核心产品鹿瓜多肽注射液虽然获得国家发明专利并进入全国医保目录,但该产品在国内并非独家生产。公司另一主导产品注射用盐酸吉西他滨也存在与美国伊莱利利公司的未决诉讼案。与我国众多化学药生产企业类似,公司主导产品毛利率有逐渐下降的趋势。而且受制于产能瓶

颈的制约，公司的业绩在募投项目达产前较难出现大幅增长。

综上所述，我们认为给予公司 10 年每股收益 44 倍市盈率这一可比公司平均的估值水平较为合理。以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值为 50.32-60.38 元，相对于 2009 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 40-48 倍。近期医药类中小板新股上市首日的平均涨幅为 62.29%，目前股价距其发行价的平均累计溢价率为 34.90%，发行价对应折扣率为 25.87%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况，我们建议选取 25% 的折扣率，对应的询价区间为 37.74-45.28 元，相对于 2009 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 40.57-48.68 倍。

附表 1 誉衡药业损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	275.61	429.93	615.78	850.14	1,204.64
二、营业总成本	166.88	277.77	408.60	591.23	853.16
营业成本	99.71	187.32	285.75	416.11	611.02
营业税金及附加	0.78	1.95	2.16	15.30	18.07
销售费用	38.15	50.18	71.43	93.52	132.51
管理费用	24.63	32.80	43.10	57.81	79.51
财务费用	3.29	3.84	6.16	8.50	12.05
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	-0.42	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	108.73	151.74	207.18	258.91	351.48
加：营业外收入	1.42	1.20	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.78	0.02	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	109.36	152.92	207.18	258.91	351.48
减：所得税	3.41	22.68	31.08	38.84	52.72
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	105.95	130.24	176.10	220.07	298.76
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者 的净利润	105.95	130.24	176.10	220.07	298.76
七、摊薄每股收益(元)	0.76	0.93	1.26	1.57	2.13

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

附表 2 公司未来三年分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测

分业务主营收入测算 (万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
自产产品	20031.39	24389.59	31813.17	40366.15	53492.14
鹿瓜多肽注射液	13931.65	17343.79	22702.68	27747.72	36626.99
价格(元/支)	8.07	8.19	9.01	9.91	10.90
产量(万支)	1757.99	2169.14	2520.00	2800.00	3360.00
销量(万支)	1726.35	2117.68	2520.00	2800.00	3360.00
产销率	0.98	0.98	1.00	1.00	1.00
产能(万支)	1400.00	1400.00	1400.00	1400.00	1400.00
产能利用率	1.26	1.55	1.80	2.00	2.40
注射用盐酸吉西他滨	3510.85	3811.04	4905.31	6731.17	8034.26
价格(元/支)	99.67	95.62	90.84	86.30	81.98
产量(万支)	31.02	47.91	54.00	78.00	98.00
销量(万支)	35.22	39.86	54.00	78.00	98.00
产销率	1.14	0.83	1.00	1.00	1.00
产能(万支)	25.00	55.00	60.00	65.00	70.00

产能利用率	1.24	0.87	0.90	1.20	1.40
自产其它产品	2588.90	3234.76	4205.19	5887.26	8830.89
代理销售产品	7529.63	18603.31	29765.30	44647.94	66971.92
合计	275.61	429.93	61578.47	85014.10	120464.05
分业务增速	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
自产产品	53.10%	21.76%	30.44%	26.89%	32.52%
鹿瓜多肽注射液	51.18%	24.49%	30.90%	22.22%	32.00%
价格(元/支)	13.66%	1.49%	10.00%	10.00%	10.00%
产能(万支)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
注射用盐酸吉西他滨	71.51%	8.55%	28.71%	37.22%	19.36%
价格(元/支)	3.59%	-4.06%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
产能(万支)	0.00%	120.00%	9.09%	8.33%	7.69%
自产其它产品	42.17%	24.95%	30.00%	40.00%	50.00%
代理销售产品	126.26%	147.07%	60.00%	50.00%	50.00%
分业务主营成本测算 (万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
自产产品	4200.79	4421.38	6250.97	8124.54	10873.52
鹿瓜多肽注射液	1398.04	1678.44	2270.27	2774.77	3662.70
注射用盐酸吉西他滨	1208.81	1067.23	1373.49	1817.42	2088.91
自产其它产品	1593.94	1675.71	2607.22	3532.36	5121.92
代理销售产品	5702.26	13987.78	22323.97	33485.96	50228.94
合计	9903.05	18409.16	28574.94	41610.50	61102.46
毛利率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
自产产品	78.96%	81.47%	80.35%	79.87%	79.67%
鹿瓜多肽注射液	89.97%	90.33%	90.00%	90.00%	90.00%
注射用盐酸吉西他滨	65.57%	71.99%	72.00%	73.00%	74.00%
自产其它产品	36.72%	37.66%	38.00%	40.00%	42.00%
代理销售产品	24.20%	24.81%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。