

誉衡药业 (002437) 2010-06-09

 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

创新有储备，营销有一手

——誉衡药业上市定价

投资要点：

- 哈尔滨誉衡药业股份有限公司成立于2000年，地处黑龙江省哈尔滨市，其法定代表人为朱吉满先生。2009年公司实现主营业务收入4.30亿，近三年复合增长率为61.92%，实现净利润1.30亿，复合增长率达到31.66%。总体增速都超过医药行业近三年的平均增速。
- 公司产品治疗领域主要涉及骨科药物、风湿类药物、抗肿瘤药物等，主要的自产产品为鹿瓜多肽注射液和注射用盐酸吉西他滨两大品种；主要的代理产品为脱氧核苷酸钠注射液、注射用哌拉西林舒巴坦和葡萄糖酸钙锌口服液。2009年上述五个产品合计销售3.6亿，占公司药品工业收入的83.72%，总毛利为2.15亿，占公司毛利95%。
- 从募投的两个项目看，主要是扩大生产基地规模，解决产能瓶颈。募投项目达产后，公司目前主营的鹿瓜多肽注射液产能将由1400万支增长至4400万支；注射用盐酸吉西他滨产能将由55万支增长至225万支，并为新产品的上市储备了生产能力。我们预计，公司募投项目达产后，将每年给公司新增销售收入8亿左右。
- 我们预测公司2010年—2012年每股收益分别为1.31元、1.77元和2.32元。基于目前医药行业2010年平均33倍的动态市盈率，以及我们认为公司部分新药产品在未来有爆发增长的可能，故给予公司高于行业平均的35倍—40倍动态市盈率，合理价值区间为46—53元之间。受市场情况影响，我们预计上市首日价格为67—75元之间，注意投资风险。

风险提示：

- 新药无法按预期时间上市的研发风险。
- 鹿瓜多肽注射液造成严重不良反应的产品风险。

请务必阅读正文之后的重要声明

医药生物行业

合理价值区间： 46—53 元

上市首日定价区间： 67—75 元

发行数据

总股本(万股)	14,000
发行数量(万股)	3,500
每股净资产(元)	2.74
网下发行(万股)	7,00
网上发行(万股)	2,800
上市日期	2010-06
发行方式	网下询价,网上定价

发行后股东信息

恒世达昌	44.62%
社会公众股	25.00%
誉衡国际	21.00%
健康科技	9.00%
百庚禹丰	0.38%
合计	100%

田垒、张欣 S0820208030013
电话 021-32229888*3507
邮箱 tianlei@ajzq.com

一、 公司是一家创新、营销并举的民营企业

哈尔滨誉衡药业股份有限公司成立于2000年，地处黑龙江省哈尔滨市，其法定代表人为朱吉满先生。2009年公司实现主营业务收入4.30亿，近三年复合增长率为61.92%，实现净利润1.30亿，复合增长率达到31.66%。总体增速都超过医药行业近三年的平均增速，09年净利润增速明显低于08年，主要是由于公司所得税率由08年的免征，变成了09年的12.5%。

图1：公司近三年营业收入及增长率

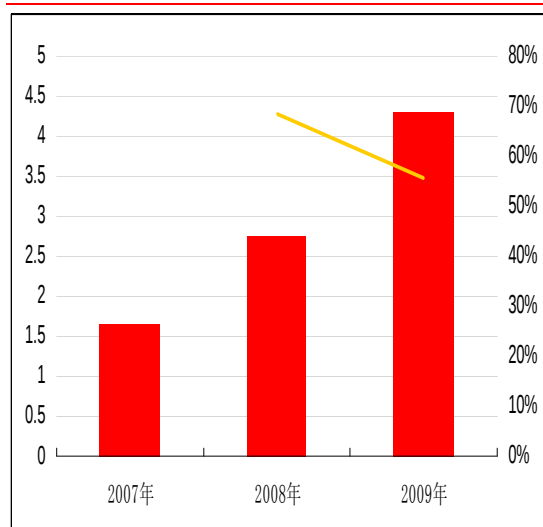
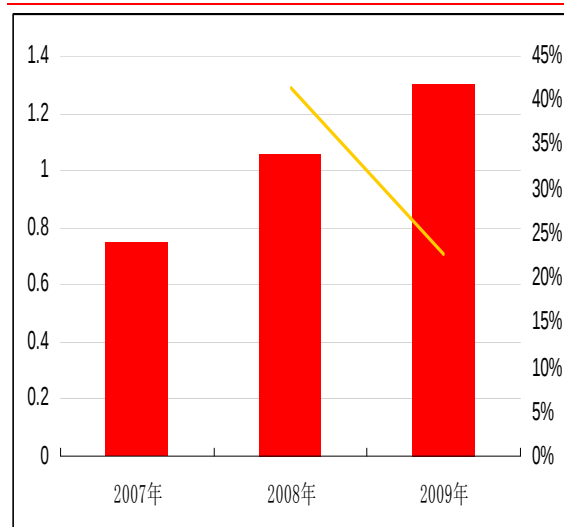


图2：公司近三年净利润及增长率

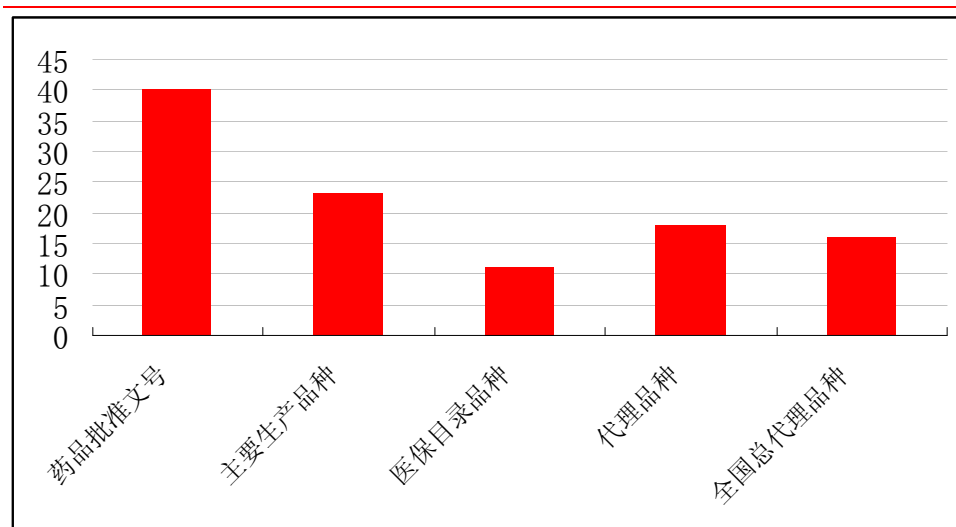


（数据来源：公司公告、爱建证券）

公司主要从事药品开发、生产和代理销售。目前有国药准字号品种40个、主要生产品种23个，并有11个品种入围《09版国家医保目录》。公司自产产品以处方药为主。药品代理销售方面，通过子公司经纬医药经营代理销售18个不同规格的产品，其中全国总代理品种16个。

图3：公司产品概况

单位：个



（数据来源：公司公告、爱建证券）

二、 目前主要依靠两大自产产品，未来新药更为可期

公司产品治疗领域主要涉及骨科药物、风湿类药物、抗肿瘤药物等，主要的自产产品为鹿瓜多肽注射液和注射用盐酸吉西他滨两大产品，主要的代理产品为脱氧核苷酸钠注射液、注射用派拉西林舒巴坦和葡萄糖酸钙锌口服液。2009年上述五个产品合计销售3.6亿，占公司药品工业收入的83.72%，总毛利为2.15亿，占公司毛利95%。

图4：2009年公司主营业务收入情况（分产品）

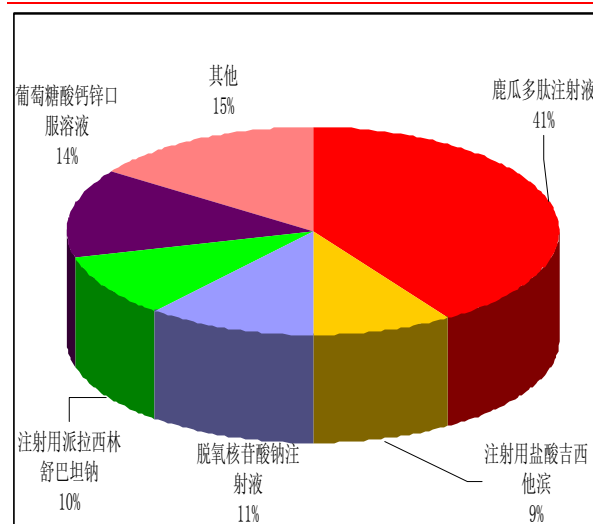
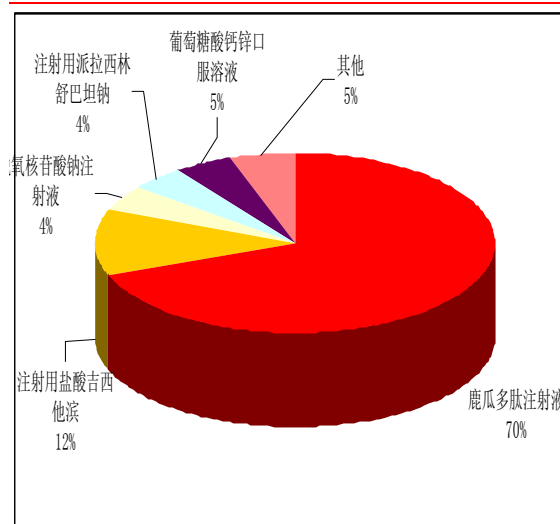


图5：2009年公司毛利情况（分产品）



（数据来源：公司公告、爱建证券）

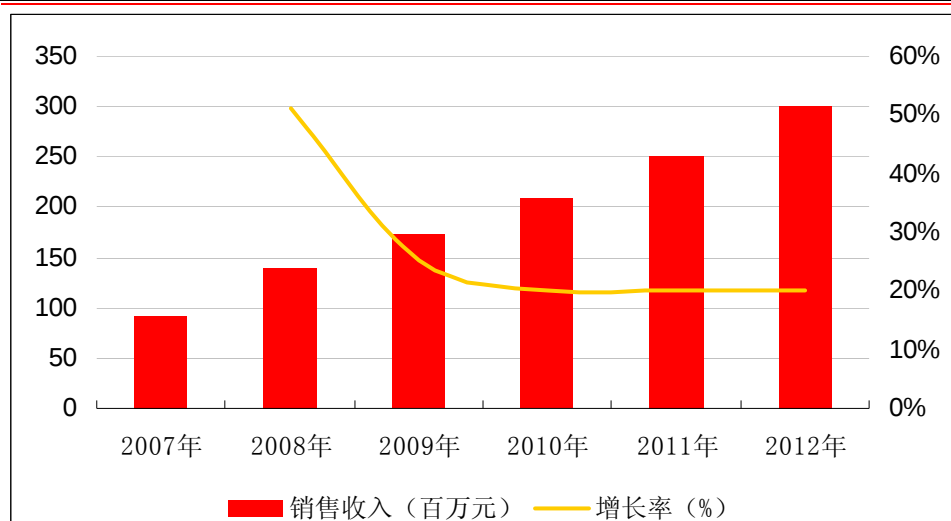
1、鹿瓜多肽注射液：专利产品，保持稳定增长可期

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的增速。

近年来，随着人口老龄化的加速，交通事故的增加，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%。

鹿瓜多肽注射液作为医保乙类的专利产品，于2007年获得了国家单独定价权，由于该产品具有配方独特、疗效确切、较同类产品安全等多方面的优势，2008年销售收入已经过亿，近三年销售收入平均增长率接近35%。由于鹿瓜多肽二级医院覆盖率达到83%，故我们认为未来该产品增长将主要依靠产品另一治疗领域骨质疏松症的开发。我们预计未来三年，该产品销售增速将保持在20%左右。

图6：2007年—2012年鹿瓜多肽注射液销售情况及预测



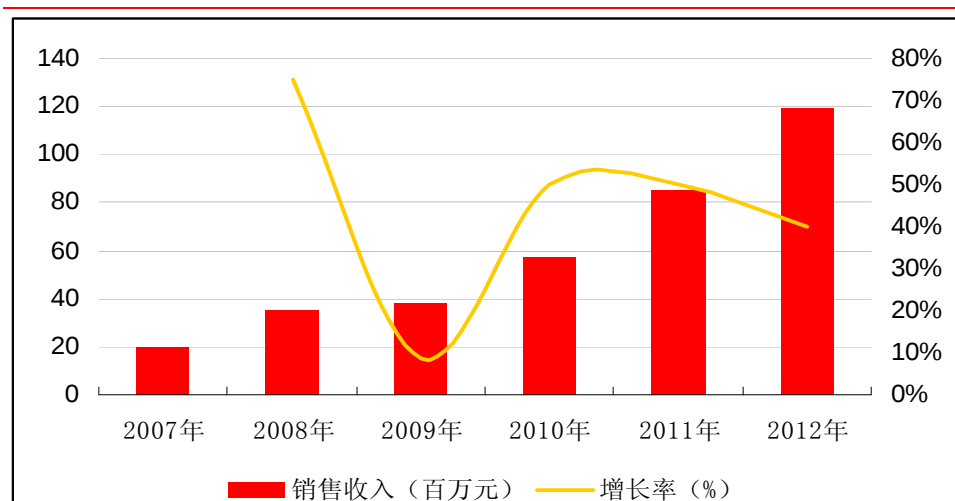
(数据来源：公司公告、爱建证券)

2、注射用盐酸吉西他滨：官司问题解决，放量在即

注射用盐酸吉西他滨为抗代谢类肿瘤处方药，原研单位为美国礼来公司，该产品1996年获得美国FDA批准上市，主要用于治疗胰腺癌和非小细胞肺癌。据WHO统计，自2003年以来，全球每年新增1,090万癌症病人，其中中国220万名，约占全球癌症病人总数的20%，中国已成为癌症高发国。我国流行病学调查表明，2003年我国城市居民和农村居民恶性肿瘤致死率分别94.71/10万和104.01/10万，无论是城市还是乡村，恶性肿瘤死亡率均位居全部死亡疾病之首。抗肿瘤药物在我国医院市场销售规模自2001年以来一直稳步增长，近十年平均增速达到18%。

公司的注射用盐酸吉西他滨2004年获得国家食品药品监督管理局的生产批件，为国内继江苏豪森后，第二家仿制生产企业。2005年以来公司就一直与吉西他滨的原研单位美国礼来纠缠于专利官司中，束缚了公司对该产品的市场推广。2010年官司问题基本解决，由于该产品广阔的市场和公司强大的营销网络，我们预计未来三年该产品平均增速将达到46%。

图7：2007年—2012年注射用盐酸吉西他滨销售情况及预测

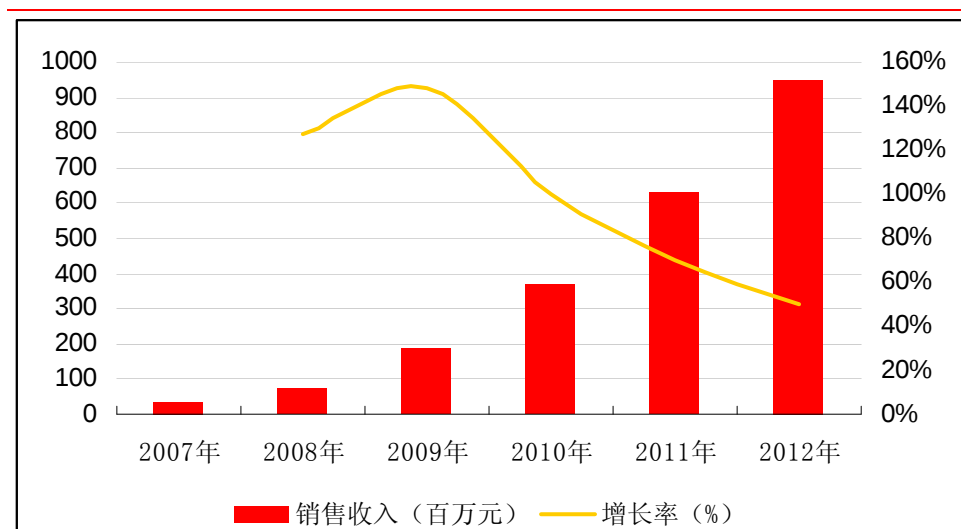


(数据来源：公司公告、爱建证券)

3、代理品种高速增长，侧面印证公司营销实力

公司的营销模式吸收融合了传统代理制和团队制的优点，发展出了独特的集合电话招商+驻地招商+医院终端学术推广的“TRP”营销模式。公司利用自身的销售网络，代理销售国内外其它药厂的18种药品，其中16个为全国总代理品种。销售占比较大的有北京赛生药业有限公司的独家产品脱氧核苷酸钠注射液、四川华安药业的注射用哌拉西林舒巴坦和澳诺（中国）制药的葡萄糖酸钙锌口服液，近三年代理销售收入由3300万增长至1.86亿，复合增长率达到137%。代理品种高速增长，侧面印证公司营销实力。由于近期公司自身新产品将不断上市，未来公司的销售重心将倾向于自产新品，故我们预计公司未来三年代理产品平均增速在73%左右。

图8：2007年—2012年代理产品销售情况及预测



(数据来源：公司公告、爱建证券)

4、新药储备丰富，且有潜在重磅品种

公司管理团队几乎都是营销出生，但对新药的创新甚为重视，近三年公司用于研发的费用占销售收入比重逐年提高，已经由2007年的3.67%提升至2009年的9.53%，远高于行业平均的1.05%。大额的投入带来了丰富的新药储备，目前公司在研的药品项目21个，其中1类新药6个，2类新药1个，3类新药13个，预计在未来的1-2年内将有部分新产品批量上市销售。我们看好银杏内酯B注射液和秦龙苦素注射液这两个新药，预计它们未来都将取得过亿的销售收入。

表 1：公司目前新药研发储备情况

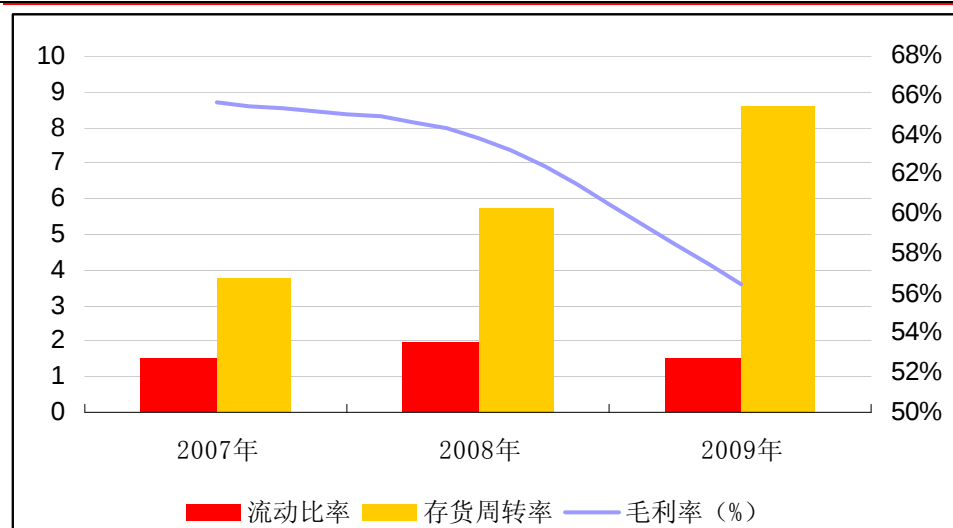
在研品种	医疗效果和适用领域	注册分类	目前进度
MEDX-02	抗肿瘤药	化药 1 类	临床前研究
MEDX-08	抗肿瘤药	化药 1 类	临床前研究
注射用头孢他啶他唑巴坦钠（3：1）	头孢类抗生素	化药 1 类	临床前研究
注射用头孢噻肟钠他唑巴坦钠（3：1）	头孢类抗生素	化药 1 类	临床前研究
注射用环酯红霉素	大环内酯类抗生素	化药 2 类	临床前研究
米屈肼注射液+原料	心脑血管用药	化药 3 类	临床前研究
氯丙酰左卡尼汀原料+注射液	治疗缺血性心脏病	化药 3 类	临床前研究
地西他滨原料+注射液	抗肿瘤药	化药 3 类	临床前研究
苯磺酸氨氯地平/阿托伐他汀钙片	血脂调节药	化药 3 类	临床前研究
雷尼酸锶干混悬剂	促进骨折愈合药物	化药 3 类	临床前研究
非布索坦片+原料	痛风治疗药	化药 3 类	技术审评
奈拉滨注射液+原料	抗肿瘤药	化药 3 类	临床前研究
富马酸尼唑苯酮注射液+原料	治疗缺血所致的脑功能障碍	化药 3 类	临床前研究
匹卡米隆片+原料药	脑功能改善	化药 3 类	临床前研究
注射用多尼培南+原料	抗生素	化药 3 类	临床前研究
头孢卡品酯片+原料	头孢类抗生素	化药 3 类	临床前研究
注射用头孢拉宗+原料	头孢类抗生素	化药 3 类	临床前研究
伊伐布雷定片+原料	慢性稳定型心绞痛治疗	化药 3 类	临床前研究
银杏内酯 B 注射液	心脑血管治疗	中药 1 类	完成临床
秦龙苦素注射液	乙肝	中药 1 类	临床 3 期

（数据来源：公司公告、爱建证券）

三、公司财务状况良好，几乎没有应收账款为最大特色

2007年—2009年公司流动比率分别为1.49、1.94和1.49，低于临界指标2，说明短期偿债能力偏弱，但随着超募资金的到位，公司将不存在偿债风险；公司同期存货周转率分别为3.76、5.74和8.61，即使公司规模不断扩大，但该指标仍逐年提高；显示出公司较强的运营能力；公司近三年毛利率水平分别为65.66%、63.82%和56.43%，呈现出不断下降的趋势，净资产收益率也从2007年的74.35%下降至2009年的56.99%，盈利能力有下降趋势。公司2007年至2009年平均应收账款为35万元，充分体现公司对出货和收款的控制力。

图9：公司部分财务指标



(数据来源: 公司公告、爱建证券)

四、募投项目围绕主业以提高产能为主

公司本次拟公开发行3,500万股, 拟募集资金42,872万元, 从募投的两个项目看主要是扩大生产基地规模, 解决产能瓶颈。具体募投项目如下表。

表2: 公司此次计划募投的项目

	项目名称	投资金额 (万元)	建设周期
1	GMP技改项目	18,355.69	2 年
2	异地扩建项目	24,516.27	2 年
	合 计	42,871.96	

(数据来源: 公司公告、爱建证券)

募投项目达产后, 公司目前主营的鹿瓜多肽注射液产能将由1400万支增长至4400万支; 注射用盐酸吉西他滨产能将由55万支增长至225万支。本次募集资金拟投资的项目不仅扩大了现有产品的生产规模, 而且为新产品的上市储备了生产能力, 并将进一步丰富公司产品结构, 提高主营业务收入与利润水平。我们预计, 公司募投项目达产后, 将每年给公司新增销售收入8亿左右。

五、盈利预测、合理价格区间和上市首日价格区间预测

我们预测公司 2010 年—2012 年每股收益分别为 1.31 元、1.77 元和 2.32 元。基于目前医药行业 2010 年平均 33 倍的动态市盈率, 以及我们认为公司的部分新药产品在未来有爆发增长的可能, 故给予公司高于行业平均的 35 倍—40 倍动态市盈率, 合理价值区间为 46—53 元之间。

报表预测					
利润表	(单位: 百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入		429.93	675.43	1024.91	1470.58
减: 营业成本		187.32	336.81	543.80	800.27
营业税金及附加		1.95	3.38	5.12	7.35
营业费用		50.18	74.30	107.62	147.06
管理费用		32.80	54.03	87.12	132.35
财务费用		3.84	-3.50	-2.30	0.50
资产减值损失		1.69	2.00	2.00	2.00
加: 投资收益		0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益		-0.42	0.00	0.00	0.00
其他经营损益		0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润		151.74	208.42	281.55	381.05
加: 其他非经营损益		1.18	1.18	1.18	1.18
利润总额		152.92	209.60	282.73	382.23
减: 所得税		22.68	26.20	35.34	57.33
净利润		130.24	183.40	247.39	324.90
减: 少数股东损益		0.00	0.00	0.01	0.01
归属母公司股东净利润		130.24	183.39	247.38	324.89
EPS		0.93	1.31	1.77	2.32

(数据来源: 爱建证券)

六、风险提示

- (1) 新药无法按预期时间上市的研发风险。
- (2) 鹿瓜多肽注射液造成严重不良反应的产品风险。

投资评级说明

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内， 个股相对大盘升幅20%以上

推 荐： 预期未来6个月内， 个股相对大盘升幅5%~20%

中 性： 预期未来6个月内， 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来6个月内， 个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级：

强于大市：预期未来6个月内， 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性： 预期未来6个月内， 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6个月内， 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料，我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。我们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，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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。我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服务或其他服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。