

日期: 2011 年 8 月 19 日

行业: 原料药

常山药业 (300255)

证券研究报告/公司研究/新股定价

肝素钠领域的全产业链龙头企业



赵冰

021-53519888*1902



Zhaobing1704@hotmail.com

执业证书编号: S0870511030004

IPO 询价区间 RMB 23.40-28.08

首日定价区间 RMB 26.00-31.20

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 27.00

发行后总股本 (百万股) 107.85

发行方式 网下询价配售

网上定价发行

保荐机构 兴业证券股份有限公司

主要股东 (IPO 前)

高树华 43.64%

国投高科技投资有限公司 18.98%

白文举 9.09%

陈曦 9.09%

收入结构 (MRQ)

肝素钠原料药 (注射级) 78.89%

低分子量肝素钙注射液 11.06%

肝素钠原料药 (非注射级) 7.96%

肝素钠注射液 0.17%

报告编号: YGQ11-NSP06

首次报告日期: 2011 年 8 月 19 日

■ 投资要点

技术优势国内同行业领先

公司自成立以来始终坚持以技术研发和自主创新为主导,自主开发了用于肝素分离纯化的系列技术,包括无酸化蛋白质共沉淀技术、动态离子交换吸附技术、超滤膜技术、纳滤技术和脱色树脂纯化工艺等。公司技术实力在国内肝素行业处于领先水平。

完整产业链优势、抗风险能力强

公司是国内少数拥有完整肝素产品产业链、能够同时从事肝素钠原料药和肝素制剂药品研发、生产和销售的龙头企业之一。与仅生产肝素钠原料药的企业相比,公司具备更加长远、持续的盈利前景;与仅生产肝素制剂药品的企业相比,公司可以有效降低肝素原料药持续上涨带来的成本压力。公司完整的产业链格局能够有效分散、抵消原料药及制剂价格的波动风险,保证公司具有长期、稳定、持续的盈利能力。

上市 6 个月内的估值区间为 26.00-31.20 元

我们认为给予公司 11 年每股收益 30 倍市盈率这一接近于同行业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% 的公司合理估值区间为 26.00-31.20 元,相对于 2010 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 46.58-55.90 倍。

建议询价区间为 23.40-28.08 元

近期医药类新股和创业板新股上市首日的平均涨幅为 25.1%,目前股价距其发行价的平均累计溢价率为 1.36%,发行价对应折扣率为 1.35%。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,建议选取 10% 的折扣率,对应的询价区间为 23.40-28.08 元,相对于 2010 年的静态 PE (发行后摊薄) 为 41.92-50.31 倍。

数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	466.7	744.3	958.5	1,314.6
年增长率	83.9%	59.5%	28.8%	37.2%
归属于母公司的净利润	60.2	102.8	139.1	214.8
年增长率 (%)	65.5%	70.8%	35.3%	54.4%
(发行后摊薄)每股收益 (元)	0.56	0.95	1.29	1.99

注: 有关指标按最新总股本为 107.85 百万股计算

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺、公司资格说明和免责条款。

一、行业背景

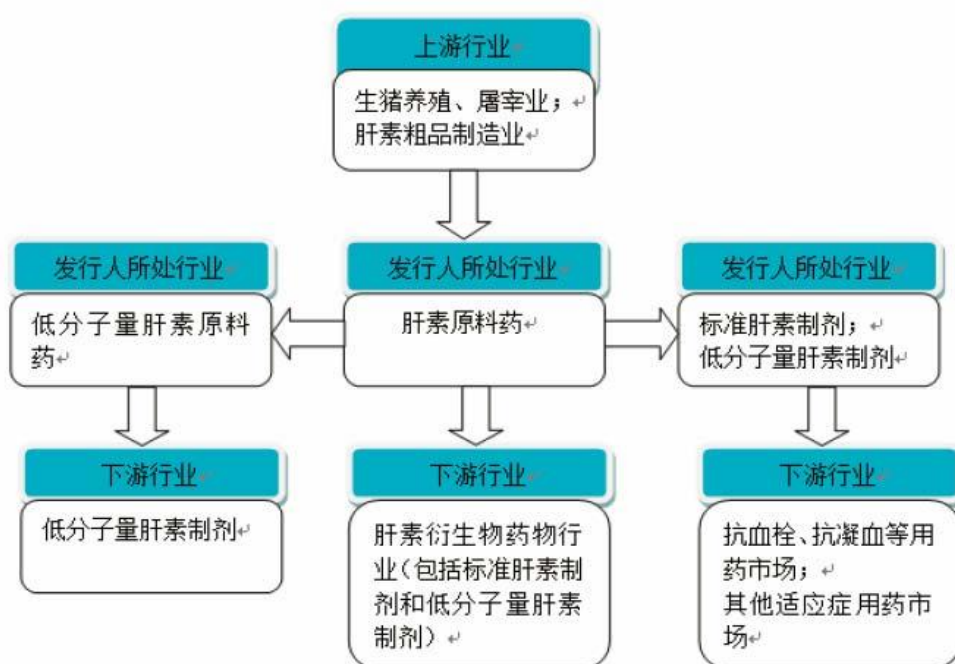
发行人所处行业及简况

公司是国家级生物医药类高新技术企业，是国内少数几家可同时生产精制肝素原料药、标准肝素制剂、低分子量肝素制剂等全系列肝素类产品的企业之一。公司主导产品为肝素钠原料药（注射级和非注射级）、低分子量肝素钙注射液和肝素钠注射液。公司核心产品肝素钠原料药（注射级）为精制肝素原料药目前已经通过了我国 SFDA 和欧盟药政管理机构 EDQM 的双重认证，可以出口至欧盟地区，公司正在积极申请美国 FDA 认证。公司属医药行业中的原料药子行业。

公司是我国现有 6 家取得 SFDA 颁发的低分子量肝素钙注射液生产批准文号的企业之一，发行人提出了低分子量肝素钙注射液的 YBH03832006 标准，所生产的万脉舒牌低分子量肝素钙注射液是国内唯一符合该标准并享受国家发改委单独定价的国产低分子肝素注射液。虽然公司产品进入市场较晚，但凭借高品质及国家发改委单独定价的政策优势，市场规模迅速增长，市场份额持续扩大，目前是国内该细分行业的领先企业。

肝素原料药和低分子肝素原料药的上游行业为肝素粗品制造业，其起始端为生猪养殖、屠宰业，下游行业为肝素衍生药物行业；标准肝素制剂和低分子肝素制剂的上游为肝素原料药制造业，下游为抗血栓、抗凝血以及其他适应症的用药市场。

图 1 肝素钠上下游关系

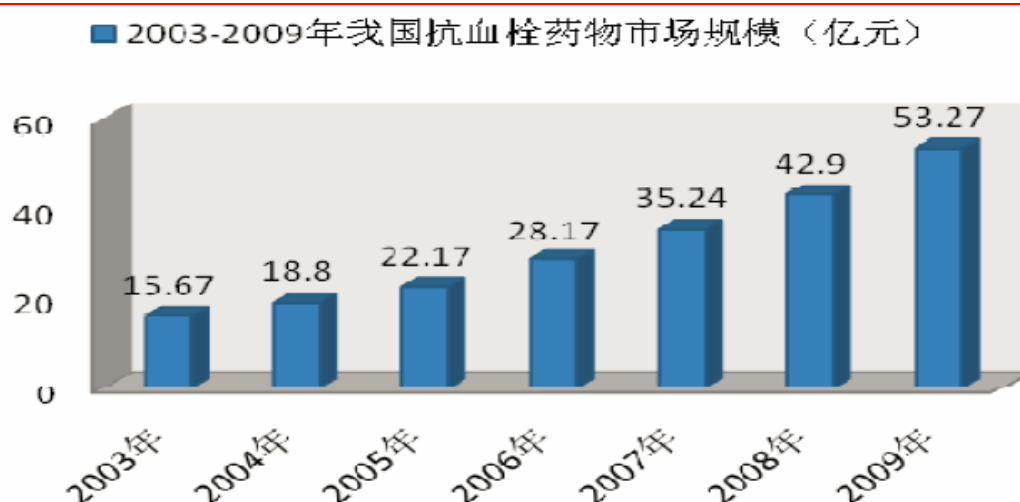


数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

行业增长前景

肝素类药物主要应用于心脑血管疾病和血液透析治疗,用药患者集中于老龄和肥胖人群。因此肝素类药品的主要消费市场集中分布在欧洲、美国和日本等发达国家。近年来国际市场对肝素类药品的需求十分强劲,2009年全球肝素类药品市场规模达到了65.77亿美元,2006年至2009年年均复合增长率超过了10%,预计到2012年全球肝素类药物市场规模将达到91.02亿美元。肝素类药物作为经典的抗凝、抗血栓药物,在国际医药市场上占有重要地位,市场需求潜力巨大。受以下驱动因素影响,肝素类产品需求将长期保持增长态势:1)随着人口老龄化程度日益加剧,人们生活环境和膳食习惯的变化,全球心脑血管疾病的发病和死亡率正逐年增高。据世界卫生组织(WHO)统计,近年来,全球心脑血管疾病每年平均夺走约2,000万人的生命,占世界总死亡人数的30%,成为人类健康的头号大敌。作为临床应用最广泛和最有效的抗凝血、抗血栓药物之一,肝素类药物在国际医药市场上占据重要地位,其市场需求十分强劲。2)抗血栓药物在国际医药市场上多年稳居销售额首位,且市场增长潜力巨大。预计2012年全球销售额将达到291.98亿美元。我国抗血栓药物市场规模自2003年以来一直快速增长,2009年达到53.27亿元,年均复合增长率22.62%。

图2 我国抗血栓药物市场规模



数据来源: 公司招股说明书, 上海证券研究所

当前临床使用的抗血栓药物依据治疗的侧重点不同主要分为抗血小板类药物、肝素类药物、溶栓类药物三大类。低分子肝素钙制剂、低分子肝素钠制剂和标准肝素制剂这三类肝素类药物在抗血栓药物

市场有着重要的地位。由于疗效显著且应用范围广，肝素及衍生药物市场增长十分迅速，经欧美发达国家药政监管当局批准的临床适应症也不断增加，预计未来会不断有新的原创新药开发成功。以低分子肝素为代表的肝素衍生物药物是肝素类药物的高端产品，也是市场增长最快的一类药物，销售总额占肝素类药物市场份额的 90% 以上。全球低分子肝素制剂中最畅销的药物为 Sanofi-Aventis 生产的“依诺肝素钠”，而以依诺肝素钠为代表的部分专利药品保护期将陆续到期，并成为通用名药品，意味着市场垄断即将被打破，大量仿制药也将问世。

表 1 全球抗血栓药物市场药物销售情况

药名	2005	2006	2007	2008	2009
硫酸氯吡格雷	24.34%	35.57%	38.47%	43.76%	45.83%
奥扎格雷钠	14.74%	15.53%	16.86%	14.64%	13.76%
低分子肝素钙	5.52%	10.43%	9.29%	10.76%	11.32%
低分子肝素钠	23.93%	13.05%	12.56%	9.99%	9.53%
蚓激酶	12.17%	8.10%	6.30%	5.42%	4.33%
肝素钠	2.26%	1.64%	1.69%	2.07%	2.89%

数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

当前国际医药市场对肝素原料药的需求呈现出持续快速上升的趋势，但由于百特事件之后，一批规模小实力弱的肝素原料药生产企业被淘汰，且上游生猪小肠的供给增长缓慢，肝素原料药供应的日益吃紧，尤其是通过欧盟 CEP 认证和美国 FDA 认证的肝素原料药已呈现供不应求的局面。肝素原料药已经成为欧美发达国家肝素药品生产企业争夺的重要资源，并且这种局面还将在未来相当长的一段时期内存在。

由于下游肝素类药品市场的迅速扩容而产生的带动效应，近年来国际市场对肝素原料药的需求增长迅速，导致货源处于一直紧缺状态，符合欧美等发达国家药典要求并通过欧盟 CEP 认证或美国 FDA 认证的肝素原料药已呈现供不应求的局面，价格也持续走高。根据相关统计，2009 年全球肝素原料药销售为 29.71 万亿单位，2007 年至 2009 年的年均复合增长率为 12.92%，预计 2013 年市场规模将达到 40.81 万亿单位。

低分子肝素制剂和标准肝素制剂已经成为了全球重要的生化药物制品，2009 年总销售额超过了 60 亿美元。其中，以低分子肝素为代表的肝素衍生物药物是肝素类药物的最高端产品，是市场增长最快的药物之一，销售总额占肝素类药物市场份额 90% 以上。标准肝素市场规模虽然基数较小，但是近年来增长也十分迅速。

行业竞争结构及公司地位

1) 肝素原料药

欧美发达国家是全球肝素类药物的主要消费市场,也是我国肝素原料药的主要出口市场。当前,欧美地区的生猪小肠资源已接近被完全利用,原料药产量趋于稳定,而我国拥有世界上最丰富的生猪资源,随着生猪养殖和屠宰集约化规模的扩大,肝素粗品和肝素原料药的产量仍有较大增长空间。与欧美的肝素原料药生产商相比,我国生产的肝素原料药生产成本较低,在国际市场的竞争中处于较为有利的地位。

从国际市场来看,我国本行业优势企业的主要竞争对手是国外已取得美国 FDA 认证或欧盟 CEP 认证的肝素原料药生产企业,如 N.V.Organon、SPL 公司、Opocrin、Pfizer、Sanofi-Aventis、Sandoz、Leo 等公司,其中只有前四家公司对外销售肝素原料药,其他公司所生产的肝素原料药主要用于自产标准肝素制剂或低分子量肝素制剂。

国外主要的肝素原料药生产企业基本情况如下: 1) N.V.Organon: 总部位于荷兰,自 1923 年成立以来一直从事生殖内分泌和荷尔蒙药物的研究与开发,在该领域的研究水平居世界前列,同时是欧洲主要的肝素钠原料药供应商之一; 2) SPL: 位于美国威斯康辛州,主要产品为肝素钠原料药和胰腺酶原料药,是美国肝素原料药的主要生产企业和最大供应商。该公司既用美国本土肝素粗品生产肝素原料药,也从我国进口肝素粗品; 3) Opocrin: 成立于 1964 年,位于意大利北部,是意大利重要的药品生产商之一,同时也是意大利最大的肝素类药物生产商,其产品销往欧洲,美洲,亚洲等 50 多个国家和地区; 4) Pfizer (辉瑞): 全球最大的医药企业,其子公司 Pharmacia Inc. 的主要产品为达肝素钠 (Fragmin)。Pfizer 是全球第二大低分子量肝素生产企业,也是美国主要的肝素钠原料药生产企业。

2010 年 1-9 月我国主要肝素类产品生产企业的出口金额计算,常山药业的出口规模居全国第六位。除出口之外,常山药业还有 40% 的肝素原料药用于内销。国内竞争对手主要是以下几家:

表 2 国内肝素钠主要竞争情况

排名	公司	出口金额 (万美元)	占全国出口 总额的比重	出口量占企业总 产量的比重
1	深圳海普瑞药业股份有限公司	40,064.6	44.96%	95%以上
2	南京健友生物化学制药有限公司	15,828.6	17.76%	90%以上
3	常州千红生化制药股份有限公司	8,314.9	9.33%	90%以上
4	烟台东诚生化股份有限公司	5,406.3	6.07%	90%以上
5	淮安麦德森化学有限公司	4,285.4	4.81%	100%

6	浙江惠隆对外贸易有限责任公司	3,577.0	4.01%	-
7	常山药业	2,418.6	2.71%	60%左右
8	江苏汇鸿国际集团医药保健品进出口有限公司	2,079.0	2.33%	-
9	东营天东生化工业有限公司	1,535.2	1.72%	-
10	重庆骏望生化制品有限公司	1,007.1	1.13%	-

数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

2) 标准肝素制剂

目前，全球标准肝素制剂的生产企业主要集中在欧美地区，其中美国的 APP 公司和、Hospira 公司以及欧洲的 Ratiopharma、Sandoz 等公司是全球主要的标准肝素制剂生产企业。由于标准肝素制剂属于药品范畴，出口至发达国家必须经注册并通过认证，具有较高的准入门槛，因此国内肝素企业生产的标准肝素制剂基本上在国内销售，仅有少量出口到非洲等一些发展中国家及地区。

公司主要竞争对手为：1) 天津生物化学制药有限公司：国家医药管理局规划的国内三大生化药品生产基地之一，拥有研究所、中心化验室、小容量注射剂和冻干粉针剂车间。主要产品包括注射用氯化可的松琥珀酸钠、注射用降纤酶、肝素钙注射液、肝素钠注射液、苦参素注射液、眼明注射液、聚肌胞注射液等药品；2) 江苏万邦生化医药股份有限公司：具备生产小容量注射剂、冻干粉针剂、片剂、胶囊剂、生物制品和原料药的条件，生产的药品集中在内分泌和心血管两个治疗领域，主要产品包括胰岛素系列、口服降糖药系列、环磷腺苷葡胺系列、肝素钠系列、口服降压药等药品；3) 上海第一生化药业有限公司：拥有小容量注射剂、冻干粉针剂等生产车间，主要产品包括胰岛素系列产品、肝素钠、催产素、鲑降钙素等药品。

3) 低分子量肝素制剂

在国际市场，四家公司生产的低分子量肝素制剂占据了全球该细分市场的近九成市场份额，这四家公司全部是实力雄厚的跨国制药集团，分别为 Sanofi-Aventis、GlaxoSmithKline、Pfizer、及 Leo。在国内市场，根据国家食品药品监督管理局有关的登记注册文号，国内有资质生产低分子量肝素制剂的企业有十几家。

现阶段有 6 家国内企业取得了 SFDA 颁发的低分子量肝素钙制剂药品批准文号，但在国内市场，葛兰素史克公司的低分子肝素钙（那曲肝素钙）注射液（Fraxiparine, 速碧林）占有优势地位，2009 年市场率为 43.22%，并且凭借较高的销售价格占有 59.03% 的市场份额。在国内只有常山药业生产的低分子肝素钙注射液（万脉舒）的最高零售价格能与其相抗衡。

表 3 国内低分子量肝素钙制剂竞争情况

厂家	产品名称	市场占有率	市场份额
葛兰素史克	速碧林	43.22%	59.03%
发行人	万脉舒	10.75%	12.03%
天津红日药业股份有限公司	博璞青	16.23%	9.83%
兆科药业（合肥）有限公司	立迈青	11.38%	7.25%
广东天普生化医药股份有限公司	-	7.20%	5.92%
海南通用同盟药业有限公司	尤尼舒	9.44%	5.05%
深圳赛保尔生物药业有限公司	赛博利	1.78%	0.87%

数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

公司竞争优势

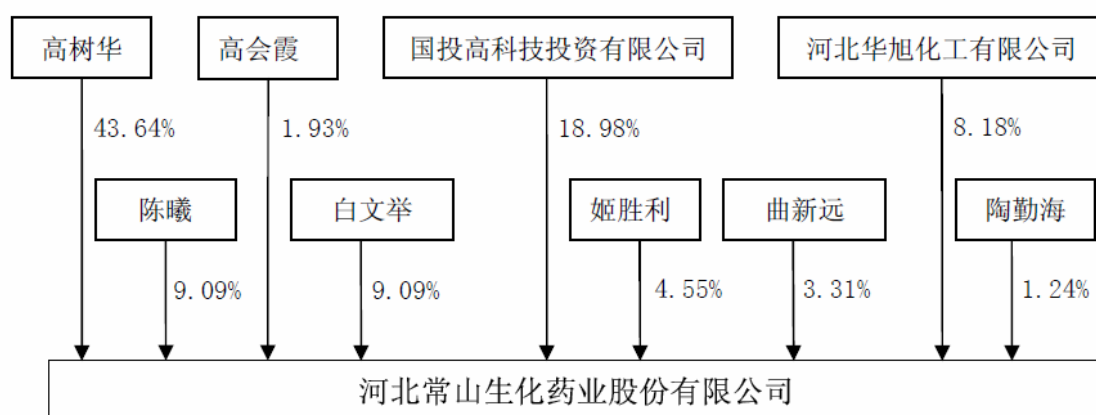
1) 技术领先优势。公司被评为国家级高新技术企业，自成立以来始终坚持以技术研发和自主创新为主导，自主开发了用于肝素分离纯化的系列技术，包括无酸化蛋白质共沉淀技术、动态离子交换吸附技术、超滤膜技术、纳滤技术和脱色树脂纯化工艺等。公司技术实力在国内肝素行业处于领先水平；2) 完整产业链优势。公司是国内少数拥有完整肝素产品产业链、能够同时从事肝素钠原料药和肝素制剂药品研发、生产和销售的龙头企业之一。与仅生产肝素钠原料药的企业相比，公司拥有下游的肝素制剂产品线，具备更加长远、持续的盈利前景；与仅生产肝素制剂药品的企业相比，公司拥有上游肝素钠原料药优势，可以有效降低肝素原料药持续上涨带来的成本压力。公司完整的产业链格局能够有效分散、抵消原料药及制剂价格的波动风险，保证公司具有长期、稳定、持续的盈利能力。3) 兼顾国内外的市场布局优势。公司兼顾国内与海外市场，建立了成熟的国内与海外营销网络，具有合理的国内外市场销售格局，对单一市场依赖性较小。在国内市场，公司与国内多家大型生化制药厂建立了长期稳定的合作关系，并在制剂市场领域建立了较为成熟的营销网络。

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

公司是经常山有限 2009 年 10 月 26 日召开的股东会决议通过，以 2009 年 9 月 30 日经中喜所审计的净资产折股整体变更，于 2009 年 11 月 20 日设立的股份有限公司，注册资本 7,350 万元。公司控股股东、实际控制人为自然人高树华，本次发行前高树华持有公司 3,528 万股股份，占本次发行前总股本的 43.64%。

图 3 发行人股权结构图



数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

公司业务简况及收入利润结构变化

2008 年-2010 年公司，公司主营业务收入分别为 10,515.17 万元、23,149.48 万元、45,771.87 万元，占营业收入比重分别为 94.87%、91.23%和 98.07%，公司主营业务突出。从产品结构看，虽然肝素钠制剂和原料药总量都增长很快，肝素钠原料药占比增长相对更快。

图 4 公司近年来收入及净利润增长

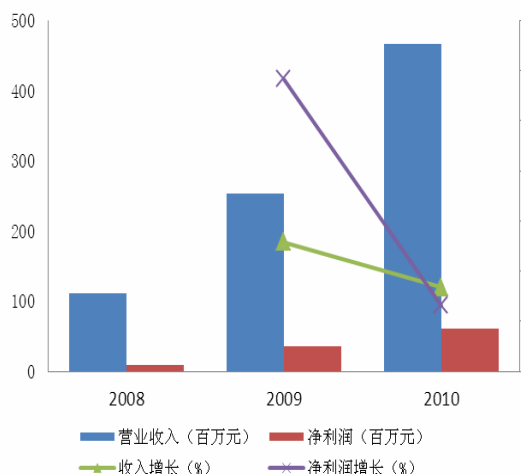
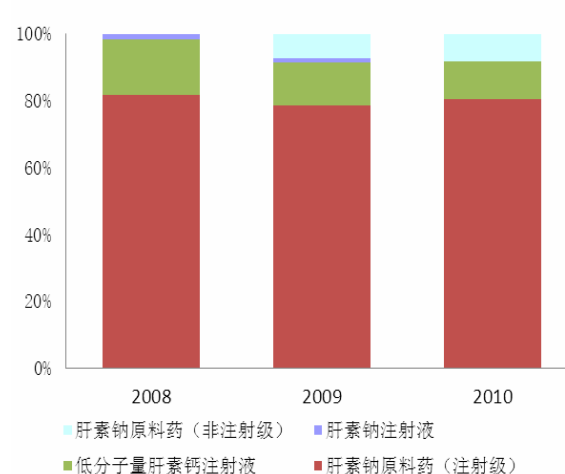


图 5 公司收入结构



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

募集资金投向

公司本次拟公开发行人民币普通股 2,700 万股，占发行后总股本的 25.03%，全部用于与公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金。

表 4 募集项目

序号	项目名称	总投资额（万元）
1	精制肝素原料药产能扩大项目（年产肝素钠原料药 30,000 亿单位）	26,789.50
2	低分子量肝素注射液产能扩大项目（年产低分子量肝素钙注射液 2,000 万支）	11,802.46
3	低分子量肝素原料药研发和产业化项目（年产低分子量肝素钙原料药 2,000 公斤）	11,407.84
4	研发中心建设项目	2,626.35

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

精制肝素原料药产能扩大项目

项目旨在扩大精制肝素原料药的产能，改变目前该产品供不应求的局面。项目将投资建设年产 30,000 亿单位精制肝素原料药的生产线，建设周期为 2 年。达产后，公司精制肝素原料药的年生产能力将达到 38,500 亿单位。

低分子量肝素钙注射液产能扩大项目

项目旨在扩大公司低分子量肝素钙注射液的产能，改变目前该产品供不应求的局面，满足不断增长的市场需求。项目将投资建设年产 2,000 万支低分子量肝素钙注射液的生产线，建设周期为 2 年，项目达产后，公司的低分子量肝素钙注射液年生产能力将达到 2,400 万支。

低分子量肝素钙原料药研发和产业化项目

项目旨在将发行人研发的低分子量肝素钙产业化，进一步完善公司的产业链条，丰富产品线。项目将投资建设年产 2,000 公斤低分子量肝素钙原料药的生产线，建设周期为 2 年。

表 5 募集项目销售收入情况分析

项目	2013E	2014E	2015E
精制肝素原料药产能扩大项目	达产率%	50%	80%
	销售收入（万元）	69,000	110,400
	销售数量（亿单位）	15,000	24,000
低分子量肝素注射液产能扩大项目	达产率%	50%	80%
	销售收入（万元）	13,680	21,888
	销售数量（万支）	1,000	1,600
低分子量肝素原料药	达产率%	50%	80%

研发和产业化项目	销售收入(万元)	18,681	29,890	37,363
	销售数量(公斤)	1,000	1,600	2,000

资料来源: 公司招股说明书, 上海证券研究所

表 6 募集项目销售收入情况分析

项目	精制肝素原料药产能扩大项目	低分子量肝素注射液产能扩大项目	低分子量肝素原料药研发和产业化项目
利润总额(达产后)(万元)	24,688	6,131	10,564
净利润(达产后)(万元)	20,984	5,212	8,980
内部收益率(税后)	45.83%	38.21%	45.43%
投资回收期(年)	4.78	4.67	4.79
毛利率%	26.39%	33.62%	36.77%
净利率%	15.21%	19.05%	24.03%
净现值(税后)(万元)	46,050.12	10,845.48	17,974.55
盈亏平衡比率%	34.95%	39.00%	27.12%
投资收益率%	66.63%	37.11%	66.91%

资料来源: 公司招股说明书, 上海证券研究所

三、财务状况和盈利预测

主营业务突出, 毛利率受肝素钠价格影响较大

公司主要产品肝素钠原料药(包括注射级和非注射级), 最近三年分别实现销售收入 8,591.62 万元、19,840.53 万元和 40,533.48 万元, 占当期公司主营业务收入的比重分别为 79.36%、82.37%和 86.88%, 主营业务突出。2008-2010 年平均销售价格分别为 15,742.87 元/亿单位、24,522.42 元/亿单位和 44,706.08 元/亿单位; 公司综合毛利率 2008-2010 年分别为 31.72%、33.21%和 26.72%。2010 年下半年以来肝素钠原料药市场价格的回调, 使公司主要产品价格和毛利率水平受到一定影响。

公司主要资产周转能力指标良好

表 7 公司资产周转能力指标

项目	2010	2009	2008
应收账款周转率(次)	16.86	10.58	4.84
存货周转率(次)	2.66	1.86	1

资料来源: 公司招股说明书, 上海证券研究所

报告期内, 应收账款回收情况较为稳定。公司应收账款信用期一般为 30-60 天。应收账款周转率 2009 年高于 2008 年, 主要是由于肝

素钠原料药销售市场良好，产品价格上涨、营业收入增加，同时销售回款速度加快，期末应收账款余额有所减少。应收账款周转率 2010 高于 2009 年，主要是 2010 年营业收入规模继续扩大，营业收入增长的幅度超过了应收账款余额的增长。报告期内公司存货周转率保持相对稳定，2009 年存货周转率略高于 2008 年，主要是由于 2008 年百特事件后公司销售规模扩大，加快了存货周转速度。2010 年度存货周转率高于 2009 年度主要是由于虽然 2010 年底存货余额与 2009 年度相比仍然增长，但销售收入及成本也大幅增长所致，行业的景气使得存货周转速度进一步加快。

盈利预测及主要假设

1) 预计公司各产品营业收入和毛利率稳定。

2) 2011 年-2013 年的各项产品产能和销售收入增长迅速，根据公司招股说明书对未来三年的规划，以及公司募集资金投产率推导出。

基于以上假设，我们预计 2011-2013 年归属于母公司的净利润将实现年 70.8%、35.3%和 54.4%的增幅，相应的稀释后每股收益为 0.95 元、1.29 元和 1.99 元。

四、风险因素

产品质量控制风险

公司主导产品肝素系列产品生产流程长、工艺复杂，存在诸多影响公司产品质量的因素，在原材料采购、产品生产、检测、包装和运输等各环节中，都可能出现影响产品质量甚至导致相关医疗事故的问题。此外，若同行业其他企业或下游生产企业发生药品质量问题，导致市场需求、认证标准及程序发生重大变化，亦会间接给公司经营带来较大的影响。

产品价格下降风险

肝素系列产品是公司的主导产品，最近三年内实现销售收入占公司当期营业收入比例分别为 94.87%、91.23%和 98.07%。肝素钠原料药销售价格主要受市场供求影响，国内肝素制剂销售价格受国家发改委最高限价政策的约束。2008 年“百特事件”发生后，肝素钠原料药价格出现较长时间的持续上涨，但自 2010 年下半年以来则出现回调；根据海关数据，国内肝素类产品 2008-2010 年平均出口价格分别

为 3,473.18 美元/千克、6,249.83 美元/千克和 10,473.86 美元/千克, 2011 年 1 季度则为 9,381.06 美元/千克。所以公司存在由于产品价格下降导致毛利水平降低和盈利能力下降的风险。

原材料供应及价格波动的风险

公司产品主要原材料为肝素粗品和低分子量肝素钙原料药, 占公司生产成本的 90% 左右。近年来, 由于肝素类药物需求大幅增长, 对原材料的争夺更加激烈, 肝素粗品和低分子量肝素原料药的价格也随之上涨。2007 年-2010 年发行人肝素粗品和低分子量肝素钙原料药的采购价格均有较大幅度的上升, 直接导致公司产成品成本上升。虽然公司采取多种模式保持原材料供应的稳定, 但仍存在着原材料价格下降导致肝素粗品和低分子量肝素钙原料药的生产经营者生产或经营的意愿降低, 原材料供给量出现波动的风险。

产品品类单一的风险

公司主营业务为肝素系列产品的研发、生产和销售, 其中核心产品肝素钠原料药最近三年实现销售收入分别占当期公司主营业务收入的 79.36%、82.37% 和 86.88%, 比重较高。销售产品类型的集中, 使公司的经营业绩容易受到核心产品肝素钠原料药销售价格波动的影响。公司正在调整产品策略, 进一步扩大肝素制剂销售规模, 开发新的肝素制剂产品, 不断提升肝素制剂特别是优势产品低分子量肝素钙注射液产品在主营业务收入中的比重。募投项目达产后, 公司肝素制剂生产能力大幅提升, 产品结构将得到进一步优化。但公司产品结构仍主要集中在肝素钠原料药, 若肝素钠原料药的市场需求或价格发生较大的波动, 将对公司的收入和盈利水平带来影响。

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 2010 年业绩和 2011、2012 年预测业绩的均值, 国内同行业可比上市公司 11 年、12 年平均动态市盈率为 20.35 倍和 15.72 倍; 国际同行业可比上市公司 11 年、12 年平均动态市盈率为 18.10 倍和 12.67 倍; 最近上市的创业板医药公司 11 年、12 年平均动态市盈率为 32.32 倍和 23.62 倍; 由于国内制造行业估值高于国际制造业公司的估值水平, 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 8 国内同行业上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			P/E		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
浙江医药	600216	35.3	2.54	2.94	3.28	13.89	12.03	10.76
东北制药	000597	15.2	0.16	1.07	1.58	94.94	14.26	9.62
仙琚制药	002332	13.9	0.35	0.47	0.60	39.58	29.64	23.19
海普瑞	002399	35.1	1.51	1.88	2.49	23.22	18.64	14.07
千红制药	002550	32.9	0.94	1.21	1.57	34.99	27.20	20.96
平均						41.32	20.35	15.72

数据来源: Wind, 上海证券研究所

表 9 国际同行业上市公司估值比较

公司简称	股票代码	股价	EPS			P/E		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
DOW CHEMICALS	US Equity	36.30	1.86	2.60	3.36	19.48	13.97	10.80
BASF	US Equity	67.84	5.24	5.54	6.03	12.94	12.24	11.25
DSM	US Equity	44.10	3.17	3.38	3.87	13.93	13.04	11.41
HUNTSMAN CORPORATION	US Equity	19.61	0.71	1.33	1.70	27.46	14.79	11.51
KRONOS WORLDWIDE, INC	US Equity	32.91	1.97	3.53	4.77	16.67	9.33	6.90
平均						14.28	18.10	12.67

数据来源: Bloomberg, 上海证券研究所

表 10 国内创业板医药行业公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			P/E		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
福安药业	300194	32.9	0.92	1.22	1.64	35.7	26.9	20.1
智飞生物	300122	29.3	0.64	0.78	1.12	45.6	37.4	26.1
华仁药业	300110	15.9	0.36	0.46	0.60	44.6	34.5	26.4
佐力药业	300181	23.3	0.52	0.72	0.94	44.9	32.3	24.8
振东制药	300158	33.0	0.64	1.10	1.64	51.6	29.9	20.1
红日药业	300026	30.3	0.68	0.92	1.26	44.8	32.9	24.1
平均						44.55	32.32	23.62

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

公司未来保持着可持续的盈利能力, 主要有如下原因: 1) 技术领先优势。公司自主开发了用于肝素分离纯化、蛋白质共沉淀技术、超滤膜技术等先进生产技术; 2) 完整产业链优势。公司是国内少数

拥有完整肝素产品产业链、能够同时从事肝素钠原料药和肝素制剂药品研发、生产和销售的龙头企业之一。我们认为给予公司 11 年每股收益 30 倍市盈率这一接近于同行业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% 的公司合理估值区间为 26.00-31.20 元，相对于 2010 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 46.58-55.90 倍。近期医药类新股和创业板新股上市首日的平均涨幅为 25.1%，目前股价距其发行价的平均累计溢价率为 1.36%，发行价对应折扣率为 1.35%。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，建议选取 10% 的折扣率，对应的询价区间为 23.40-28.08 元，相对于 2010 年的静态 PE（发行后摊薄）为 41.92-50.31 倍。

附表 1 公司损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	253.8	466.7	744.3	958.5	1,314.6
二、营业总成本	210.6	399.3	627.5	799.7	1,068.1
营业成本	177.9	341.9	537.5	684.3	911.2
营业税金及附加	0.7	0.7	1.1	1.4	1.9
销售费用	8.0	10.9	17.7	23.3	32.0
管理费用	15.9	32.9	52.2	66.7	90.8
财务费用	6.3	12.1	19.0	24.0	32.2
三、其他经营收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
四、营业利润	43.2	67.4	116.8	158.8	246.5
加: 营业外收入	0.8	2.3	2.3	2.3	2.3
减: 营业外支出	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
五、利润总额	42.7	69.7	119.0	161.0	248.7
减: 所得税	6.3	9.5	16.2	21.9	33.9
加: 未确认的投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
六、净利润	36.4	60.2	102.8	139.1	214.8
减: 少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属于母公司所有者的净利润	36.4	60.2	102.8	139.1	214.8
七、每股收益	0.34	0.56	0.95	1.29	1.99

资料来源: Wind, 公司招股说明书, 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 (百万元)

分业务主营收入测算(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
产能 (亿单位)	8,000.0	8,500.0	15,000.0	20,000.0	26,000.0
产量 (亿单位)	7,560.0	9,619.5	12,750.0	16,000.0	20,800.0
肝素钠原料药					
(注射级)					
产能利用率	94%	113%	85%	80%	80%
销量 (亿单位)	7,247.9	8,102.6	11,475.0	14,400.0	19,760.0
产销率	96%	84%	90%	90%	95%
平均价格 (万元/亿单位)	25,078.58	45,440.59	43,168.56	44,031.93	44,912.57
收入(百万元)	181.77	181.77	368.19	495.36	634.06
产能 (万支)	300.0	400.0	900.0	1,200.0	1,600.0
产量 (万支)	154.0	455.5	900.0	1,140.0	1,440.0
低分子量肝素钙					
注射液					
产能利用率	51%	114%	100%	95%	90%
销量 (万支)	252.7	421.7	900.0	1,140.0	1,440.0
产销率	164%	93%	100%	100%	100%
平均价格 (元/支)	11.85	12.24	12.48	12.73	12.99
收入(百万元)	29.95	29.95	51.61	112.35	145.16
肝素钠注射液					
产能 (万支)	300.0	400.0	900.0	1,200.0	1,600.0

	产量 (万支)	76.1	10.8	180.0	240.0	320.0
	产能利用率	25%	3%	20%	20%	20%
	销量 (万支)	124.8	10.0	180.0	240.0	320.0
	产销率	164%	93%	100%	100%	100%
	平均价格 (元/支)	2.52	7.70	7.85	8.09	8.33
	收入 (百万元)	3.14	3.14	0.77	14.14	19.41
	产能 (亿单位)	8,000.0	8,500.0	15,000.0	20,000.0	26,000.0
	产量 (亿单位)	692.0	970.5	3,000.0	4,000.0	5,200.0
肝素钠原料药 (非注射级)	产能利用率	9%	11%	20%	20%	20%
	销量 (亿单位)	842.9	964.0	3,000.0	4,000.0	5,200.0
	产销率	122%	99%	100%	100%	100%
	平均价格 (万元/亿单位)	19,740.25	38,532.54	36,605.91	35,873.79	36,950.01
	收入 (百万元)	16.64	16.64	37.15	109.82	143.50
其他	收入 (百万元)	22.26	9.00	12.60	16.38	21.29
合计	收入 (百万元)	253.8	466.7	744.3	958.5	1,314.6
毛利率测算		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
	肝素钠原料药 (注射级)	36.6%	26.4%	25.0%	25.0%	26.0%
	低分子量肝素钙注射液	33.8%	33.4%	45.0%	50.0%	60.0%
	肝素钠注射液	14.0%	30.4%	40.0%	42.5%	45.0%
	肝素钠原料药 (非注射级)	12.5%	23.0%	22.0%	22.0%	23.0%
	其他	-14.5%	17.8%	20.0%	20.0%	20.0%
营业成本 (百万元)		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
	肝素钠原料药 (注射级)	115.3	271.0	371.5	475.5	656.7
	低分子量肝素钙注射液	19.8	34.4	61.8	72.6	74.8
	肝素钠注射液	2.7	0.5	8.5	11.2	14.7
	肝素钠原料药 (非注射级)	14.6	28.6	85.7	111.9	147.9
	其他	25.5	7.4	10.1	13.1	17.0
	合计	177.9	341.9	537.5	684.3	911.2
分业务增速		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
	肝素钠原料药 (注射级)	111.6%	102.6%	34.5%	28.0%	40.0%
	低分子量肝素钙注射液	69.7%	72.4%	117.7%	29.2%	28.8%
	肝素钠注射液	97.5%	-75.4%	1730.5%	37.3%	37.3%
	肝素钠原料药 (非注射级)	0.0%	123.2%	195.6%	30.7%	33.9%
	其他	291.3%	-59.6%	40.0%	30.0%	30.0%

资料来源: Wind, 公司招股说明书, 上海证券研究所

附表 3 公司主要财务指标

财务指标	2008	2009	2010
ROE%	12.58	32.58	31.80
营业收入 (百万元)	110.84	253.75	466.72
收入增长率 (%)		128.94	83.93
经营性现金流 (百万元)	-30.82	24.21	29.26

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。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

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。