

日期：2012 年 8 月 10 日

行业：医药生物

化学合成多肽领域重点骨干企业

赵冰

 ZHANGBING1704@foxmail.com
 证券从业证书编号：S0870511030004

询价区间 RMB 13.00-15.54
 首日定价区间 RMB 16.20-19.43

基本数据（IPO）

发行数量不超过（百万股） 30.00
 发行后总股本（百万股） 120.00
 发行方式 网下询价配售 1500.00 万股
 网上定价发行 1500.00 万股
 保荐机构 海通证券

主要股东（IPO 前）

双成投资 45.93%
 HSP 21.37%
 Ming Xiang Capital 9.24%

收入结构（MRQ）

化学合成多肽 75.18%
 其他药品 24.82%

报告编号:WY12-NSP03

首次报告日期：2012 年 8 月 10 日

■ 投资要点

专注于化学合成多肽领域

公司成立以来一直从事化学合成多肽药物的研发、生产和销售，是我国化学合成多肽行业的重点骨干企业之一。公司现生产和销售的多肽药物主要包括注射用胸腺法新、注射用生长抑素、注射用胸腺五肽。其中，免疫调节类多肽产品“基泰”（注射用胸腺法新）是公司的主导产品，目前广泛应用于各型肝炎、肿瘤、重症感染等疾病的治疗，是公司利润的主要来源。

公司竞争优势突出

公司主要的竞争优势是：1）核心技术优势；2）主导产品优势；3）营销网络优势；4）精英团队优势；5）管理优势；6）财务状况良好等。

上市 6 个月内的估值区间为 16.20-19.43 元

我们认为给予公司 12 年每股收益 26 倍市盈率这一持平于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% 的公司合理估值区间为 16.20-19.43 元，相对于 2011 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 27.60-33.12 倍。

建议询价区间为 13.00-15.54 元

近期医药类中小板新股上市首日的平均涨幅为 20.11%，目前股价距其发行价的平均累计溢价率为 24.69%，发行价对应折扣率为 19.80%。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 20% 的折扣率，对应的询价区间为 13.00-15.54 元，相对于 2011 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 22.08-26.50 倍。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（¥.百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	112.88	133.50	157.76	187.26
年增长率	28.00%	18.27%	18.17%	18.70%
归属于母公司的净利润	64.23	70.41	82.22	99.70
年增长率	100.05%	9.63%	16.77%	21.26%
（发行后摊薄）每股收益（元）	0.54	0.59	0.69	0.83

注：有关指标按最新总股本为百万股计算

一、行业背景

发行人所处行业及简况

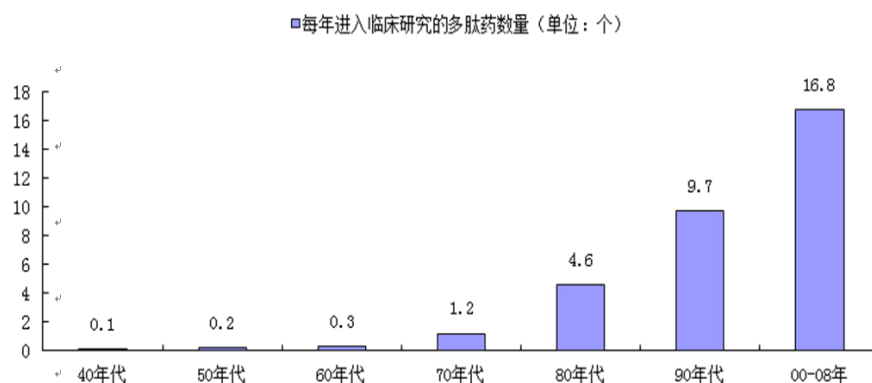
双成药业主要从事化学合成多肽药物的研发、生产和销售，是我国化学合成多肽行业的重点骨干企业之一。公司现生产和销售的多肽药物主要包括注射用胸腺法新、注射用生长抑素、注射用胸腺五肽。其中，免疫调节类多肽产品“基泰”（注射用胸腺法新）是公司的主导产品，目前广泛应用于各型肝炎、肿瘤、重症感染等疾病的治疗，是公司利润的主要来源。

目前公司拥有 28 个品种、37 个规格的药品生产批号。其中医保甲类品种 5 个，乙类品种 14 个，4 个基药品种。除了多肽药物外，其他用药是公司的补充产品，能够分享冻干粉针生产线的产能并共享销售网络，对公司的主营业务构成有益补充。

行业增长前景

化学合成多肽类药物的适应症广泛且疗效显著，主要应用于肿瘤类、新陈代谢类、心血管类、传染病类等疾病的治疗。另一方面，多肽药物因其较传统药物的开发成功率高，且随着生物技术和遗传工程领域的迅速发展，多肽药物将有可能取代越来越多的现存药物。目前，全球处于临床试验阶段的多肽药有 140 个，还有 500~600 个药品处于临床前研究阶段。多肽药物批准率显著高于小分子化学药，历史数据表明进入临床研究的多肽药物批准率为 23%~26%。截至 2009 年底，全球共有 438 个多肽药物进入或已完成临床研究，其中 334 个为治疗药物；全球获准上市（至少在一个国家或地区上市销售）的多肽药物有 68 个，其中 51 个为治疗药物，总销售额约 130 亿美元。已上市的 51 个多肽治疗药物主要应用于肿瘤类、免疫调节类、心血管类、新陈代谢类等 14 个治疗领域。2000 年以后，新进入临床研究的多肽药物数量显著增加，增长率达到 73.2%，预示着未来治疗类多肽药物的市场供求会有巨大的提升空间。

图 1 全球每年进入临床研究的多肽药物数量



数据来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

20世纪90年代末, 国内企业开始关注化学合成多肽药物。近几年, 国家和企业都加大了对化学合成多肽药物的关注。目前我国上市的化学合成多肽药物共有26个品种 (不包含抗生素、环孢素等非化学合成方法获得, 也不包含从动物脏器中提取的多肽混合物), 其中17种多肽药物已实现国产化, 销售较好的为注射用胸腺法新、注射用胸腺五肽、注射用生长抑素、注射用去氨加压素。与国际市场相比, 化学合成多肽药物在国内上市的品种较少, 还处于发展的起步阶段, 未来的发展空间巨大。

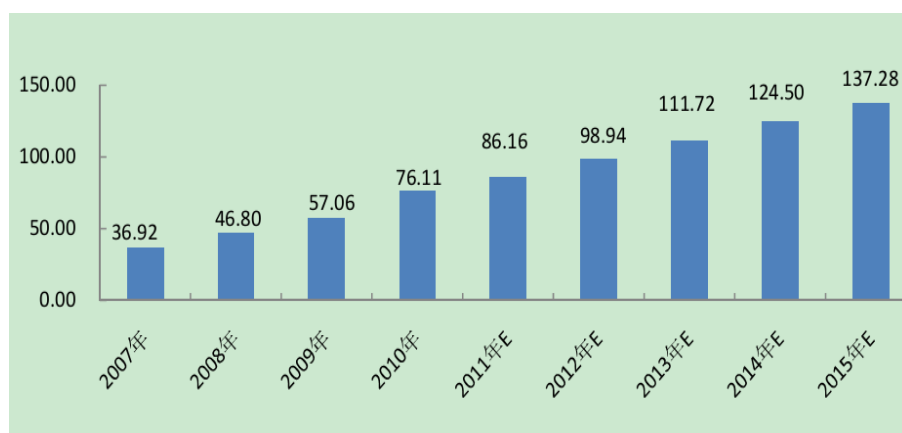
我国医药行业的市场化程度较高, 竞争激烈。但就多肽药物而言, 受到工艺、设备及技术等条件的限制, 行业还处于供方市场, 市场竞争相对缓和。目前国产的多肽药物均为仿制国外已过专利保护期或未在我国申请专利的多肽药物。发达国家的化学合成多肽药物大多还处于专利保护期内。这些多肽药物的专利保护期将在未来5至10年内将陆续过期, 这将为多肽仿制药迎来新的市场机会。

国内医药市场近年来的快速增长为化学合成多肽行业的发展奠定了基础。根据IMS的资料, 中国医院用药市场由2005年的1,072亿元增至2010年的3,130亿元, 复合年增长率为23.90%。预计国内医药市场未来将继续大幅增长, 截至2014年, 中国医院用药市场规模将达到6,913亿元, 2009年至2014年的复合增长率为23.2%。

化学合成多肽药物是目前市场开发的热点。从化学合成多肽药物销售看, 近几年我国化学合成多肽药物市场销售规模逐年扩容, 从2007年至2010年每年以高于20%的速度增长, 其销售额由2007年的36.92亿元上升至2010年的76.11亿元 (按照实际零售价统计), 四年的

平均复合增长率达到27.27%。

图 2 我国化学合成多肽药物未来几年市场发展预测（亿元）



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

表 1 我国主要的化学合成多肽药物生产企业和主要产品

序号	生产企业	主要产品
1	成都地奥	注射用胸腺法新、注射用胸腺五肽
2	海南中和	注射用胸腺法新、注射用胸腺五肽、注射用生长抑素、注射用醋酸去氨加压素
3	翰宇药业	注射用胸腺五肽、注射用生长抑素、注射用醋酸去氨加压素、注射用特利加压素
4	北京世桥生物制药有限公司	注射用胸腺五肽、注射用降钙素
5	双成药业	注射用胸腺法新、注射用生长抑素、注射用胸腺五肽

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

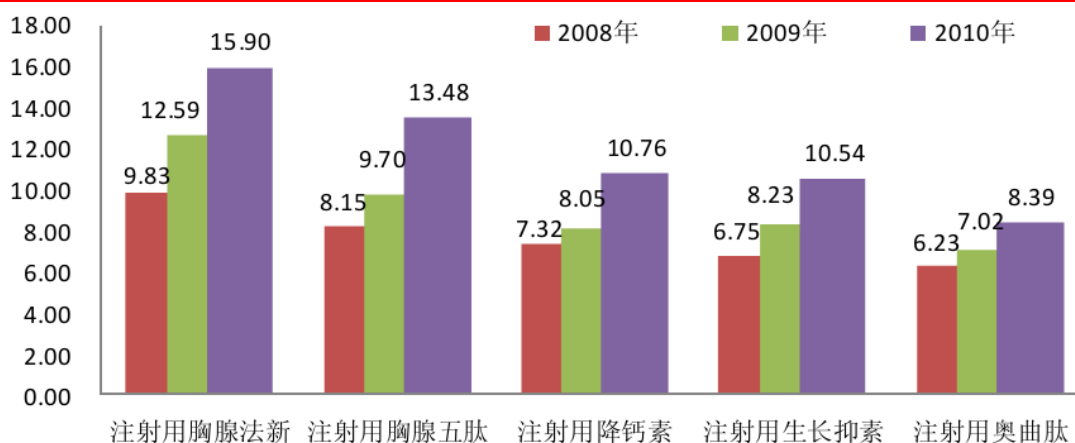
行业竞争结构及公司地位

根据SFDA南方医药经济研究所的统计，2008年、2009年和2010年我国医药工业的销售利润率为10.69%、11.03%和11.67%，化学合成多肽行业的销售利润率高于行业平均水平。2008年、2009年和2010年公司的销售利润率分别为43.76%、40.70%和63.93%，远高于医药行业平均销售利润率。近几年，由于技术水平发展较快且成本下降，而市场竞争格局相对稳定化学合成多肽行业销售利润率保持逐年上升。

在化学合成多肽类药物市场中，2010年销售额排名前五品种合

计的销售额为59.06亿元，占整个化学合成多肽类药物77.60%的比例。其中免疫刺激剂注射用胸腺法新和注射用胸腺五肽近几年的销售业绩表现较好，2010年分别以15.90亿元和13.48亿元排名第一、二位，这两个产品近三年的增长率相对较高，尤其是注射用胸腺法新，2008年至2010年销售额的复合增长率达27.18%。

图 3 2008 年至 2010 年我国排名前五的化学合成多肽药物的销售情况（亿元）



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

表 2 2008 年至 2010 年我国合成多肽药物前五品种的增长情况

品名	2008 年增长率	2009 年增长率	2010 年增长率
注射用胸腺法新	41.28%	28.10%	26.30%
注射用胸腺五肽	33.90%	19.06%	38.90%
注射用生长抑素	16.42%	21.78%	28.24%
注射用降钙素	20.85%	10.13%	33.72%
注射用奥曲肽	6.41%	12.72%	19.43%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

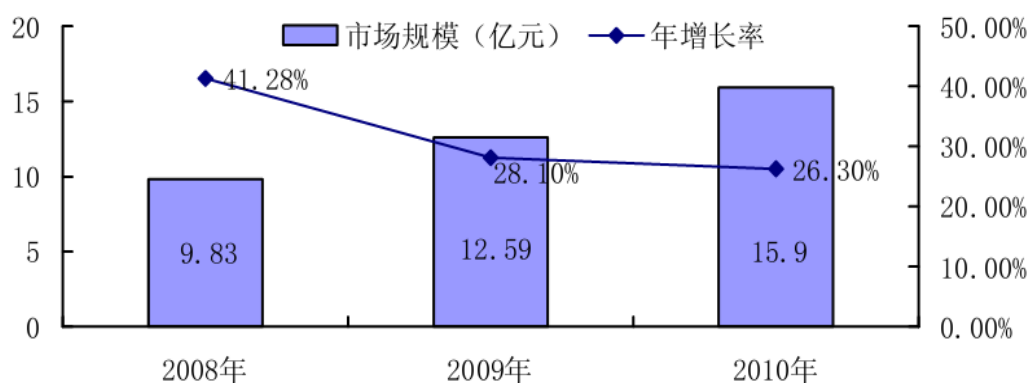
目前我国具有大规模生产化学合成多肽药物的企业主要有成都地奥、海南中和、翰宇药业、北京世桥生物制药有限公司及公司等。公司生产的多肽制剂药品有注射用胸腺法新、注射用生长抑素、注射用胸腺五肽。上述产品的市场供求状况如下：

（1）注射用胸腺法新

注射用胸腺法新是免疫调节剂中的高端产品，具有较高的免疫增强活性，同时还具有刺激血管内皮细胞迁移、促进血管生成和伤口愈合等作用。临床已用于乙型肝炎、丙型肝炎、恶性肿瘤、重症感染以及免疫缺陷疾病等的临床治疗，随着注射用胸腺法新的适应症不断拓展，注射用胸腺法新的市场上升潜力较大，市场前景良好。

注射用胸腺法新在我国医药市场中的用药逐年增长，销售量由2008年的426.59万支上升至2010年的776.46万支，每年的增长率均达到30%以上，2008~2010年的复合增长率达34.91%。其市场规模由2008年的9.83亿元上升至2010年的15.90亿元，每年的增长率均达到26%以上。

图4 注射用胸腺法新近几年在我国医药市场的市场销售走势（亿元）



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

注：此处销售额以市场最终零售价格进行统计，公司财务数据以批发价格进行统计，两者之间存在统计差异。下同。

在注射用胸腺法新市场中，共有6家企业取得了该品种的生产批件，其中苏州天马医药集团天吉生物制药有限公司、上海实业联合集团长城药业有限公司于2010年获准生产。2010年前市场中仅有4家注射用胸腺法新生产企业，该品种是公司的主导产品，美国赛生、成都地奥和海南中和与公司在该产品构成竞争。

表3 近年注射用胸腺法新主要生产企业销售情况及市场份额（亿元）

生产企业	2010		2009		2008	
	销售额	市场份额	销售额	市场份额	销售额	市场份额
1 美国赛生（日达仙）	6.52	40.97%	5.73	45.52%	4.85	49.31%
2 成都地奥（迈普新）	4.82	30.31%	3.58	28.39%	2.90	29.52%
3 双成药业（“基泰”）	3.07	19.33%	2.32	18.42%	1.55	15.74%
4 海南中和（和日）	1.49	9.39%	0.96	7.66%	0.53	5.43%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

（2）注射用生长抑素

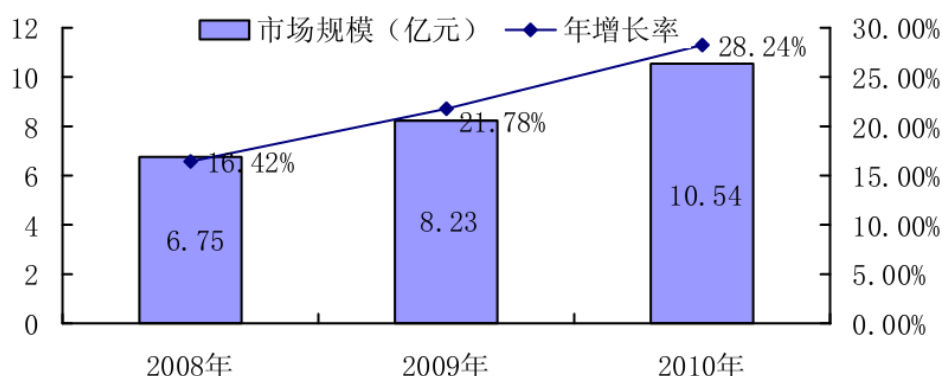
注射用生长抑素在我国医药市场中的用药规模也逐年扩容，销

售量由 2008 年的 270.15 万支上升至 2010 年的 476.72 万支，三年的复合增长率达到 32.84%；其市场规模由 2008 年的 6.75 亿元上升至 2010 年的 10.54 亿元，每年的增长率均达到 16% 以上。2010 年注射用生长抑素的销售业绩表现较好，其增长率为 28.24%，高于 2009 年的增长率。

国内销售注射用生长抑素的生产企业较多，主要的生产企业包括默克雪兰诺有限公司、深圳翰宇药业股份有限公司、成都天台山制药有限公司、扬子江药业集团有限公司、常州四药制药有限公司等。

3mg 规格的注射用生长抑素市场竞争最为激烈，公司目前仅有此唯一规格，公司采用低价策略，使超泰成为最具价格优势的品牌。

图 5 注射用生长抑素近几年在我国医药市场的市场销售走势（亿元）



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

表 4 近年注射用生长抑素主要生产企业销售情况及市场份额（万支）

	生产企业	2010		2009		2008	
		销量	市场份额	销量	市场份额	销量	市场份额
1	深圳翰宇	96.93	20.33%	73.49	22.10%	71.22	26.23%
2	成都天台山	74.76	15.68%	33.13	9.96%	27.84	10.26%
3	默克雪兰诺	69.81	14.64%	61.40	18.47%	51.61	19.01%
4	扬子江	50.73	10.64%	18.88	5.68%	7.41	2.73%
5	常州四药	40.75	8.55%	34.04	10.24%	33.43	12.31%
9	双成药业	16.82	3.53%	11.98	3.61%	9.29	3.42%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

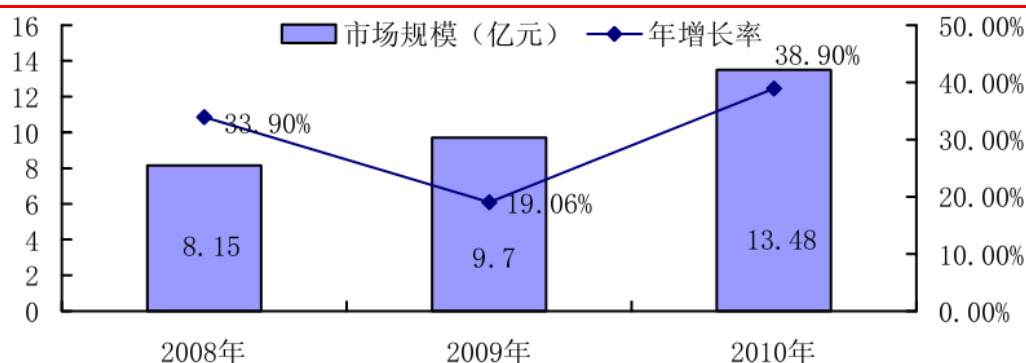
（3）注射用胸腺五肽

注射用胸腺五肽在我国医药市场中的用药规模逐年扩容，销售量由 2008 年的 1,011.60 万支上升至 2010 年的 1,539.48 万支，三年

的复合增长率达到 23.36%；其市场规模由 2008 年的 8.15 亿元上升至 2010 年的 13.48 亿元，每年的增长率均达到 19%以上。2010 年注射用胸腺五肽增长率为 38.90%，高于 2009 年的增长率。

截至 2011 年 12 月 31 日，SFDA 批准生产胸腺五肽原料药及注射剂的批文已达 115 个。公司目前唯一的规格——1mg 注射用胸腺五肽的市场竞争最为激烈，公司借助规模化、低成本的优势，采用低价策略，使“双成可维”成为该规格中最具价格优势的品牌。

图 6 注射用胸腺五肽近几年在我国医药市场的市场销售走势（亿元）



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

表 5 近年注射用胸腺五肽主要生产企业销售情况及市场份额（万支）

	生产企业	2010		2009		2008	
		销量	市场份额	销量	市场份额	销量	市场份额
1	北京世桥生物	284.92	18.51%	189.77	15.73%	130.74	11.47%
2	深圳翰宇	269.49	17.51%	196.57	16.30%	250.20	21.94%
3	北京双鹭	209.60	13.61%	62.11	5.15%	80.65	7.07%
4	海南中和	176.10	11.44%	291.57	24.17%	273.62	24.00%
5	武汉龙华生物	112.75	7.32%	130.19	10.79%	116.85	10.25%
9	双成药业	51.46	3.34%	41.32	3.43%	34.21	3.00%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司竞争优势

公司的竞争优势有：1）核心技术优势：公司的核心技术优势为规模化、低成本、符合 GMP 要求地生产高标准的化学合成多肽药物原料药和制剂。胸腺法新采用固相合成法，单步产成率可达 97% 以上，采用 Fmoc 固相化学合成法生产的多肽产品，经过多级次色谱柱分离，纯度可达 99.6%；2）主导产品优势：公司的主导产品胸腺法新具有以下优势：质量标准高、安全性好，临床应用广泛，疗

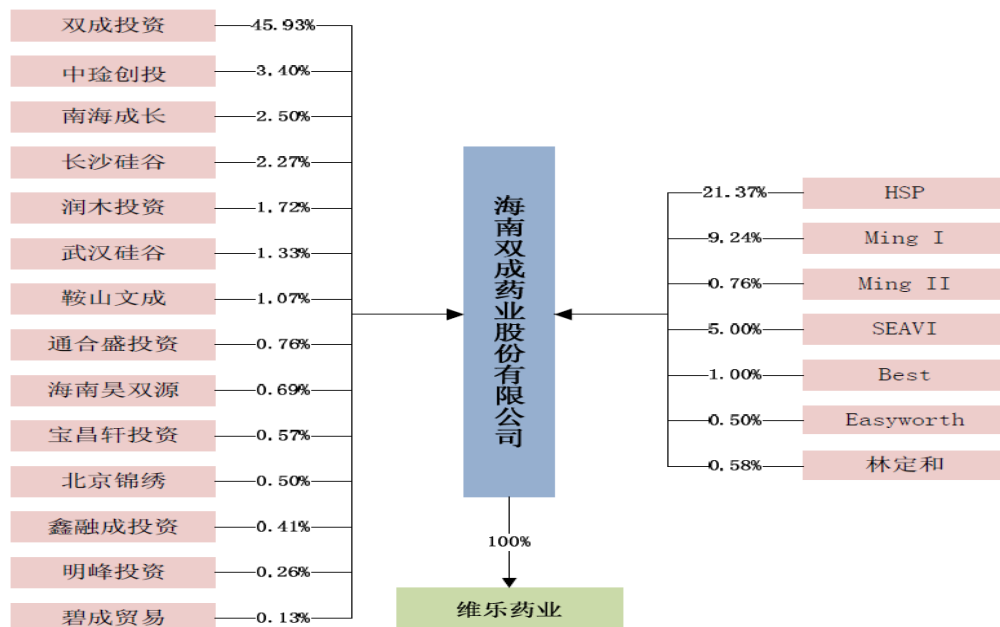
效确切，医生认可度高，已被中国药典、中国国家处方集及相关权威临床诊疗指南收录；3）营销网络优势：公司拥有完善的销售系统和市场支持体系，已在 30 个省、市、自治区建立营销网络，合作的医药商业公司超过 600 家。公司其他产品覆盖的销售终端超过一万个；4）精英团队优势：公司的高级管理人员和核心技术人员在中国医药行业平均拥有 15 年经验；5）管理优势：公司发展战略清晰，管理层市场意识强烈，公司内部管理结构和人员精简高效，管理成本低。

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

公司是由海南双成药业有限公司整体变更的方式设立，海南双成投资有限公司持有公司41,338,236股股份，占本次发行前公司总股本的45.93%，系公司的控股股东。王成栋通过双成投资间接持有公司45.93%的股权，Wang Yingpu（王荧璞）通过HSP间接持有公司21.37%的股权，王成栋与Wang Yingpu（王荧璞）系父子关系，两人合计持有公司67.30%股权，共同为公司实际控制人。

图 7 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

2009-2011 年,公司营业收入分别为 0.88 亿元、1.13 亿元及 1.34 亿元,其中主营业务收入占比均在 99%以上,主营业务突出。报告期内,公司主营业务收入主要来源于多肽类药物,包括注射用胸腺法新、注射用生长抑素和注射用胸腺五肽等。其他产品则包括注射用盐酸克林霉素、注射用左卡尼汀等,近三年占主营业务收入的比重分别为 32.59%、29.44%和 24.82%,呈逐年下降趋势。公司 2010 年度的其他业务收入为房屋租赁收入,2011 年度的其他业务收入主要为海南斯达制药有限公司委托公司对研发样品进行中试冻干工艺筛选试验开机费用。

图 8 公司近年来收入及净利润增长

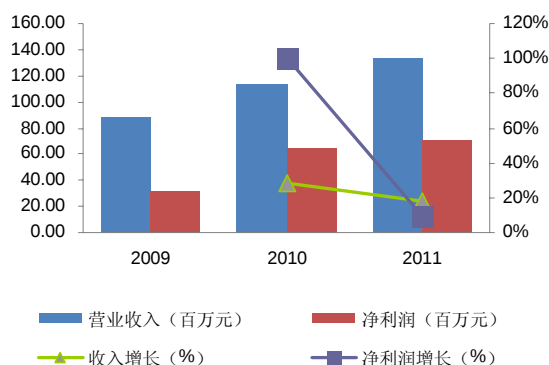
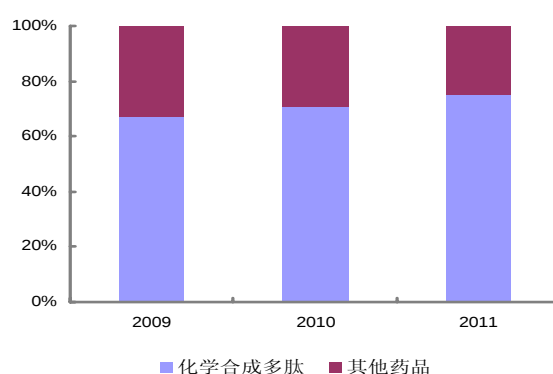


图 9 公司主营收入结构



资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

募集资金投向

本次发行所募集资金将分别用于现有厂房技改及新厂房建设项目、研发中心建设项目。

表 6 募集资金使用情况 (万元)

项目名称	总投资额	资金投入计划		
		第一年	第二年	建设期
现有厂房技改及新厂房建设项目	25,253.55	11385.54	13868.01	24 个月
研发中心建设项目	4,761.55	4761.55	-	12 个月
合计	30,015.10	16147.09	13868.01	

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

现有厂房技改及新厂房建设项目

此次拟投资的现有厂房技改及新厂房建设项目主要瞄准国内

多肽药物制剂市场以及国际多肽原料药市场。该项目将分两年建设，建设完成后新厂房的产能规模将达到年产注射用胸腺法新 550 万支、注射用胸腺五肽 120 万支、注射用生长抑素 80 万支、注射用依非巴特 50 万支、50 公斤多肽原料药，现有厂房通过技术改造使硬件设施满足国家新版 GMP 要求。本项目计算期 12 年（含 2 年建设期），项目投产后将分三年达产，投产第一年实现销售收入 20,320 万元，第二年实现销售收入 23,220 万元，第三年实现销售收入 25,600 万元，达产后投资利润率为 44.41%。项目投资回收期为 4.47 年（含建设期），财务内部收益率 36.48%。

研发中心建设项目

公司在长期的多肽药生产过程中，积聚了一批研发骨干力量，积累了较为丰富的研发经验。目前公司研发场地、人员和仪器设备已经不能满足公司快速发展和产品更新换代的需要。2011 年至 2013 年，公司计划引进先进的成型工艺设备，在现有产品研发基础的条件下，把药品研发中心建成具有国内先进水平的化学合成多肽药研发中心。争取在化学合成多肽药领域有数个产品立项或上市，每年重点培养 1~2 名创新型优秀研发人才，利用公司销售网络与市场开发经验，研制开发 5 个左右具有较高科技含量的化学合成多肽药，重点研究固液联合片段合成技术以及多种纯化技术。力争经过 5~8 年的发展，把研发中心建成国内领先的化学合成多肽药物工程技术中心。

三、财务状况和盈利预测

综合毛利率稳定

2009~2011 年度，公司综合毛利率分别为 67.18%、74.88%和 74.76%，报告期内，公司主导品种注射用胸腺法新销售收入占主营业务收入的比重逐年上升，同时由于技术进步，主导产品的原材料耗用量出现较大下降并维持在较低的水平，两者共同促使公司综合毛利水平维持在较高水平。

主营业务收入和利润快速增长

报告期内，公司营业收入和利润均呈快速上升趋势，2009~2011 年度，公司主营业务收入分别为 0.88 亿元、1.13 亿元和 1.34 亿元，

2010 年和 2011 年主营业务收入分别比上年增长 27.99%和 18.10%。得益于公司销售规模的稳定增长，2009~2011 年公司主营业务利润分别为 5,924.23 万元、8,451.90 万元和 9,959.86 万元，同比增加 42.67%、17.84%。

主要资产周转能力指标良好

2009~2011 年，公司应收账款周转率分别为 16.56、33.17 和 46.22 次。公司产品主要采取先款后货的销售方式，因此，公司的应收账款余额较低，回收期短，质量良好。2009~2011 年，公司存货周转率为 3.38、2.81 和 2.98 次。报告期内，公司的存货周转率较为稳定，处于合理水平。

盈利预测及主要假设

1) 各产品毛利率处于稳定状态、价格维持相对稳定，不出现大幅下降；

2) 募投项目进展顺利。

基于以上假设，我们预计2012-2014年归属于母公司的净利润将实现年递增16.77%、21.26%和15.32%，相应的稀释后每股收益为0.69元、0.83元和0.96元。

四、风险因素

主导产品集中的风险

公司主导产品为胸腺法新原料药及制剂。2009 年、2010 年及 2011 年，公司主导产品注射用胸腺法新的销售收入分别为 5,595.29 万元、7,503.66 万元和 9,560.94 万元，分别占公司当期主营业务收入的 63.45%、66.48%和 71.73%。虽然注射用胸腺法新的市场在未来几年仍然将保持快速增长，但若公司不能保持持续创新能力、把握市场发展机遇，将可能导致注射用胸腺法新的市场份额下降，从而对公司经营业绩产生不利影响。

不能进入医保目录风险

公司共有19个品种进入国家医保目录，其中包括注射用胸腺法新、注射用生长抑素等主要产品，另外注射用胸腺五肽等被部分省份列入省级或市级医保目录。国家医保目录在一定时间内（一般为4至5

年)会进行一定的调整,在未来国家医保目录的调整中,公司主要产品也存在不能进入医保目录的风险,从而对公司的生产经营产生不利影响。

价格调整风险

国家《药品政府定价办法》规定,国家对药品价格进行政府管制。随着国家药品价格改革、医疗保险制度改革的深入及相关政策、法规的调整或出台,预计药品的降价趋势仍将持续随着医药产品市场竞争的进一步加剧。此外,随着医院以招投标方式采购药品的进一步推广,公司产品的医院招标价格也存在下滑的风险。亦不排除未来公司为进一步扩大市场份额,对部分产品价格进行主动下调的可能。假如产品售价出现较大下降,将对公司未来的盈利能力构成不利影响。

新版药品 GMP 认证风险

目前公司部分药品质量管理体系已达到新版药品GMP认证的要求,但仍需严格按照新版药品GMP的要求,进行企业质量保证体系软件和硬件同步升级。如果公司现有车间及新建项目不能顺利通过新版药品GMP认证,则有可能存在更新改造投入加大、募投项目不能按期投产等风险。同时,新版药品GMP标准的实施对公司质量管理体系软件和硬件都提出了更高的要求。未来随着公司对现有质量管理体系和生产设施的升级改造,公司的生产成本存在上升的风险。

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 2011 年业绩和 2012、2013 年预测业绩的均值,同行业可比上市公司 11 年、12 年平均动态市盈率为 33.66 倍、27.34 倍,最近上市的中小板医药公司 11 年、12 年平均动态市盈率为 34.95 倍、25.27 倍。国际同规模的医药制造业上市公司 11 年、12 年平均动态市盈率为 33.85 倍、22.19 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,我们以国内公司的估值水平作为参考。

表 7 同行业上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
翰宇药业	300199	17.20	0.40	0.52	0.70	42.75	32.97	24.59
双鹭药业	002038	33.27	1.37	1.24	1.59	24.20	26.76	20.86
丽珠集团	000513	28.72	1.22	1.42	1.72	23.63	20.27	16.72
信立泰	002294	28.15	0.93	1.19	1.50	30.27	23.73	18.71
莱美药业	300006	15.05	0.40	0.56	0.76	37.68	27.10	19.74
誉衡药业	002437	18.13	0.42	0.55	0.71	43.44	33.18	25.64
行业平均						33.66	27.34	21.04
EMERGENT								
EBS US Equity	BIOSOLUTIONS INC	13.99	0.60	0.66	0.95	23.32	21.26	14.70
COSMO								
COPN SW	PHARMACEUTICALS							
Equity	SPA	27.61	0.69	1.02	1.58	39.95	26.94	17.51
EVT GR Equity	EVOTEC AG	3.44	0.07	0.09	0.13	51.31	36.32	26.15
SNTS US								
Equity	SANTARUS INC	6.01	0.07	0.16	0.52	85.86	37.56	11.49
SPECTRUM								
PHARMACEUTICALS								
SPPI US Equity	INC	10.76	1.31	1.24	1.03	8.21	8.65	10.42
SCICLONE								
SCLN US	PHARMACEUTICALS							
Equity	INC	6.17	0.52	0.70	0.73	11.87	8.88	8.45
GENP FP								
Equity	STALLERGENES	63.20	3.84	4.03	4.45	16.46	15.70	14.20
行业平均						33.85	22.19	14.70

数据来源: Wind, Bloomberg, 上海证券研究所

表 8 最近上市中小板医药公司市况

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%
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E			
瑞康医药	002589.SZ	34.06	0.90	1.25	1.65	38.01	27.35	20.60	30.30	22.20	70.93
以岭药业	002603.SZ	26.83	0.82	1.00	1.24	32.65	26.95	21.69	47.39	29.28	1.23
金达威	002626.SZ	15.00	0.73	0.95	1.16	20.44	15.80	12.93	22.73	33.77	-12.82
佛慈制药	002644.SZ	17.00	0.36	0.56	0.68	47.12	30.36	25.00	46.92	20.19	17.15
海思科	002653.SZ	28.51	0.78	1.10	1.38	36.53	25.89	20.62	32.87	-4.90	46.95
平均						34.95	25.27	20.17	36.04	20.11	24.69

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

公司的竞争优势有：1) 核心技术优势；2) 主导产品优势；3) 营销网络优势；4) 精英团队优势；5) 管理优势；6) 财务状况良好等。我们认为给予公司 12 年每股收益 26 倍市盈率这一持平于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% 的公司合理估值区间为 16.20-19.43 元，相对于 2011 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 27.60-33.12 倍。近期医药类中小板新股上市首日的平均涨幅为 20.11%，目前股价距其发行价的平均累计溢价率为 24.69%，发行价对应折扣率为 19.80%。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 20% 的折扣率，对应的询价区间为 13.00-15.54 元，相对于 2011 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 22.08-26.50 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	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	112.88	133.50	157.76	187.26	214.83
二、营业总成本	42.69	55.56	64.33	73.97	84.18
营业成本	28.35	33.70	38.45	43.96	49.53
营业税金及附加	0.25	1.26	0.64	0.98	1.34
销售费用	5.35	5.47	6.31	7.49	8.59
管理费用	9.47	16.91	18.93	21.54	24.71
财务费用	-0.25	-1.54	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.36	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	71.55	77.94	93.43	113.30	130.66
加: 营业外收入	1.18	3.19	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.57	1.11	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	72.16	80.02	93.43	113.30	130.66
减: 所得税	7.93	9.60	11.21	13.60	15.68
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	64.23	70.41	82.22	99.70	114.98
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	64.23	70.41	82.22	99.70	114.98
七、摊薄每股收益(元)	0.54	0.59	0.69	0.83	0.96

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)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
化学合成多肽	7,962.96	10,020.47	12,137.55	14,724.17	17,080.72
注射用胸腺法新	7,502.73	9,559.82	11,614.59	14,090.08	16,309.63
注射用生长抑素	362.98	387.44	438.32	531.46	649.17
注射用胸腺五肽	97.26	73.21	84.65	102.63	121.93
其他药品	3,323.22	3,307.69	3,638.46	4,002.30	4,402.54
合计	11,286.18	13,328.16	15,776.01	18,726.48	21,483.26
分业务增速	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
化学合成多肽	33.94%	25.84%	21.13%	21.31%	16.00%
注射用胸腺法新	34.08%	27.42%	21.49%	21.31%	15.75%
注射用生长抑素	36.05%	6.74%	13.13%	21.25%	22.15%
注射用胸腺五肽	17.69%	-24.73%	15.62%	21.25%	18.80%
其他药品	15.64%	-0.47%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	27.98%	18.09%	18.37%	18.70%	14.72%
分业务主营成本	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E

化学合成多肽	884.94	1,235.33	1,479.56	1,794.79	2,091.56
注射用胸腺法新	688.00	1,057.32	1,277.60	1,549.91	1,794.06
注射用生长抑素	141.60	142.96	162.18	196.64	240.19
注射用胸腺五肽	55.34	35.05	39.78	48.24	57.31
其他药品	1,950.07	2,134.45	2,365.00	2,601.50	2,861.65
合计	2,835.00	3,369.79	3,844.56	4,396.28	4,953.20
毛利率	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
化学合成多肽	88.89%	87.68%	87.81%	87.81%	87.75%
注射用胸腺法新	90.83%	88.94%	89.00%	89.00%	89.00%
注射用生长抑素	60.99%	63.10%	63.00%	63.00%	63.00%
注射用胸腺五肽	43.10%	52.12%	53.00%	53.00%	53.00%
其他药品	41.32%	35.47%	35.00%	35.00%	35.00%
合计	74.88%	74.76%	75.63%	76.52%	76.94%

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±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±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。