

海纳百川 有恒乃大 壁立千仞 因泰而刚

行业研究员 吴琳

021-64047135

邮箱: wl@cnht.com.cn

证书编号: S0910112120004

新股申购

灵康药业 (603669)

预计公司上市初期股价压力位为 27 元-33 元

公司概况:

公司前身为成立于2003年的海南灵康制药有限公司，主要从事华药处方药的研发、生产和销售，在肠外营养类、抗感染类以及消化系统类等领域共有多个市场占有率居前的品种。

本次发行前，陶灵萍和陶灵刚控制灵康控股100%的股权，陶灵萍、陶灵刚直接和间接控制公司81%的股份。

行业现状及前景:

化学药品制剂行业增长稳定。据 CFDA 统计，2007 年-2013 年，我国医药工业销售产值年复合增长率为 22.03%，医药工业总产值占 GDP 的比重由 2.53%上升至 3.97%。化学制剂工业 2013 年销售产值为 5731 亿元，在我国医药产业各子行业销售产值中排名第一，占医药制造业总销售值的 26.2%。2007 年-2013 年，我国化学药品制剂行业销售产值年复合增长率为 20.83%。

公司亮点:

产品多样化，部分药品市占率较高。产品的多样化战略是公司抵御市场风险和政策风险的战略选择。至2015年1月末，公司取得了84个制剂品种共180个药品生产批准文件，另有27个新药品中、117个仿制药品种在申请临床批件或生产批件过程中。注射用丙氨酰谷氨酰胺是公司销量最大的肠外营养药产品，该产品已列入国家医保目录乙类和部分省市新农合目录，根据南方所的统计，2013 年公司的注射用丙氨酰谷氨酰胺市场份额为24.83%，位列行业第二，略低于四川科伦药业股份有限公司，超过了原研厂商费森尤斯卡比医药公司的市场份额。根据南方所的统计数据，2013 年头孢孟多酯钠总体市场规模约21.51 亿元，在我国抗生素市场中所占份额约2%; 2013 年公司生产的注射用头孢孟多酯钠市场占有率为14.41%，居市场第三位。炎琥宁注射剂被列入多个地方基药或医保目录。根据南方所的统计数据，2013 年我国炎琥宁注射剂终端市场总体份额约11.17 亿元，公司生产的炎琥宁注射剂市场占有率为24.26%，市场份额居市场第二位。公司生产的消化系统药包括注射用奥美拉唑钠、注射用泮托拉唑钠等，其中注射用奥美拉唑钠为公司销量最大的消化系统药，该产品已被纳入《国家基本药物目录》，同时被列入国家医保目录乙类。根据南方所的统计数据，2013 年公司生产的注射用奥美拉唑钠市场份额为10.92%，市场占有率仅次于原研厂商江苏阿斯利康（无锡）制药有限公司和江苏奥赛康药业股份有限公司，居市场第三位。

发行前后主要股东情况

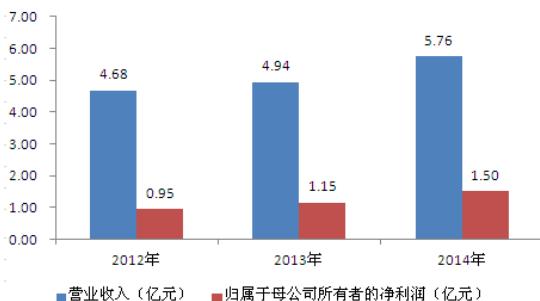
股东名称	发行前 (%)	发行后 (%)
灵康控股	66	49.50
陶灵萍	9	6.75
盈实投资	6.5	4.88

发行前主要财务数据

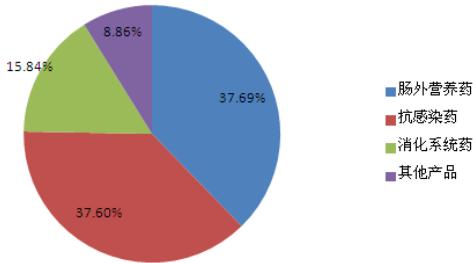
2014 基本每股收益 (元)	0.77
发行前每股净资产(元)	1.92
发行前资产负债率 (%)	5.08

主营业务及利润情况

2012-2014年营业收入及净利润情况



公司2014年主营业务构成



募投项目

- 拟募集2.69亿元，用于冻干粉针剂生产线建设项目；
- 拟募集1.17亿元，用于粉针剂生产线建设项目；
- 拟募集1.01亿元，用于药品物流中心项目；
- 拟募集0.94亿元，用于研发中心建设项目；
- 拟募集0.38亿元，用于营销网络建设项目；
- 拟募集0.67亿元，用于ERP系统建设项目；
- 拟募集0.18亿元，用于补充流动资金。

主要潜在风险

1、药品降价风险。根据现行政策，进入各级医保目录的药品由价格主管部门限定最高零售价。国家发改委1998年以来对药品进行了多次降价，未来随着医疗卫生体制改革、医疗保险制度改革的深入，大量药品价格仍将呈现降价趋势。公司现有产品中标价有下降压力，可能影响公司业绩。

2、原材料价格变动的风险。公司原材料主要为原料药，一旦原料药价格上涨，而公司产品售价保持不变，产品毛利率水平将会下降，会对公司的经营业绩产生不利影响。

估值

发行人所在行业为医药制造业，截止2015年5月15日，中证指数有限公司发布的行业最近一个月平均静态市盈率为58.33倍。预计公司2015、2016年每股收益分别为0.65元、0.74元。综合目前市场状况，结合公司发行价格**11.70元**（对应2014年摊薄市盈率22.98倍），**预计公司上市初期股价压力位为27元-33元。**

可比公司股价及部分财务数据比较

	2015-5-18 股价	2014 EPS	2014	2014	2014
			每股经营性 现金流净额	销售毛 利率%	资产负 债率%
603669 灵康药业	—	0.58 摊薄	0.70 摊薄	60.89	14.71 发行后 测算
002422 科伦药业	39.65	1.50	2.19	45.66	44.15
002437 誉衡药业	33.95	0.31	1.62	77.14	15.79
002653 海思科	26.92	0.42	0.47	69.73	60.71

免责声明：恒泰证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告中的数据均来源于公开可获得资料，恒泰证券力求准确可靠，但对这些数据的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成具体投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向特定客户传送，未经恒泰证券授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。