



国内皮质激素类药物二当家

——新股上市定价分析

投资要点:

- 浙江仙琚制药股份有限公司是一家成立于2000年,主营甾体原料药和制剂的研制、生产与销售集一身的制药企业,其主要产品为皮质激素类药物、妇科及计生用药和麻醉与肌松类药物三大类。
- 公司具备一定的研发实力,已成功开发了20多个高科技新品种,取得了30余项省级以上科研成果,并拥有6项发明专利,9项专利申请已获受理。另外,公司在6个国家和地区总计有23种产品取得了国际认证,其中,4种产品取得了美国FDA认证,2种产品获得了欧洲COS认证。
- 公司主营业务毛利率水平呈现出逐年上升的良好态势,与国内同行业上市公司天药股份相比,公司的应收账款周转率与其相近,且更加平稳。公司的营运能力和盈利能力,均处于较高水平,总体上目前公司经营稳健。
- 此次公司募集资金将用于四个方向,募投项目大多处于公司原先的优势领域之内,故失败的风险较低,我们预计项目全部达产后,将每年给公司新增6亿左右的销售收入。
- 预计公司09—11年每股收益分别为0.22、0.28、0.33元。我们认为公司作为甾体药物的龙头企业、以及募集项目顺利投产所带来的较理想收益,公司应享受一定的估值溢价,合理的2010年PE估值区间为32—35倍之间,上市6个月内的合理价格区间为8.9—9.8元之间

风险提示:

- 原料药价格下跌风险
- 短期偿债能力不足风险
- 产品外销风险

请务必阅读正文之后的重要声明

医药生物行业

评级: 无

合理价格区间: 8.9—9.8 元

发行数据

总股本(万股)	34,140
发行数量(万股)	8,540
每股净资产(元)	3.02
网下发行(万股)	1,708
网上发行(万股)	6,832
上市日期	2010-01
发行方式	网下询价,网上定价

股东信息

仙琚县资产经营公司	32.00%
金敬德	13.88%
浙江医药	9.00%
王焕勇	4.00%
顾时云	3.29%
张国安	3.80%
张直庆	2.58%
张琪	2.46%
范敏华	2.00%
合计	73.01%

田垒、张欣 行业研究员
电话 021-32229888*3507
邮箱 tianlei@ajzq.com

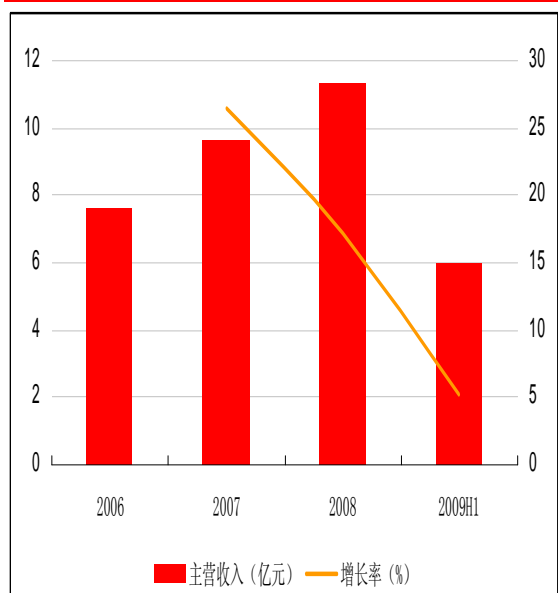
一、公司甬体药物产业链最为完整

浙江仙居制药股份有限公司前身为2000年6月由浙江医药股份有限公司联合仙居县电力开发有限公司、仙居制药发展投资有限公司、浙江省仙居县医药公司共同出资设立仙居制药有限公司。公司主营业务为甬体原料药和制剂的研制、生产与销售，主要产品分为皮质激素类药物、妇科及计生用药和麻醉与肌松类药物三大类。公司是国家计划生育药物定点生产厂家、国家火炬计划重点高新技术企业、浙江省高新技术企业、浙江省重点化学制药骨干企业、2005年和2007年浙江省医药十强企业。

公司具备一定的研发实力，已成功开发了20多个高科技新品种，取得了30余项省级以上科研成果，并拥有6项发明专利，9项专利申请已获受理。另外，公司在6个国家和地区总计有23种产品取得了国际认证，其中，4种产品取得了美国FDA认证，2种产品获得了欧洲COS认证。

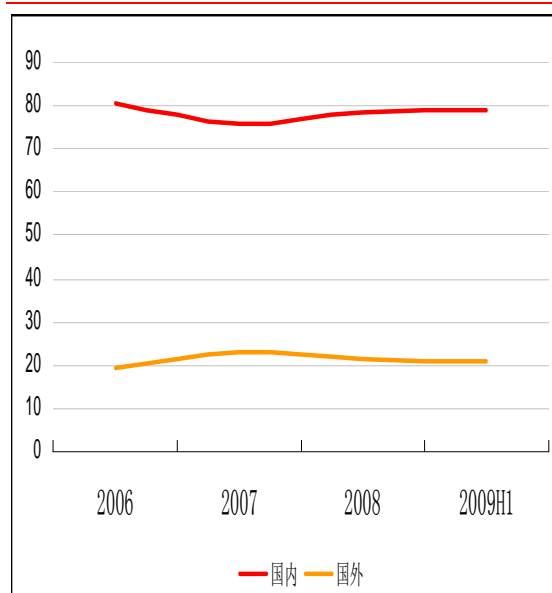
公司最显著的特点是，在甬体药物产业链的中下游建立了较为完整的产品体系，是目前国内品种最为齐全的甬体药物生产企业。

图1： 公司近三年主营收入及增长率



数据来源： 公司公告、爱建证券

图2： 公司主营业务的区域占比



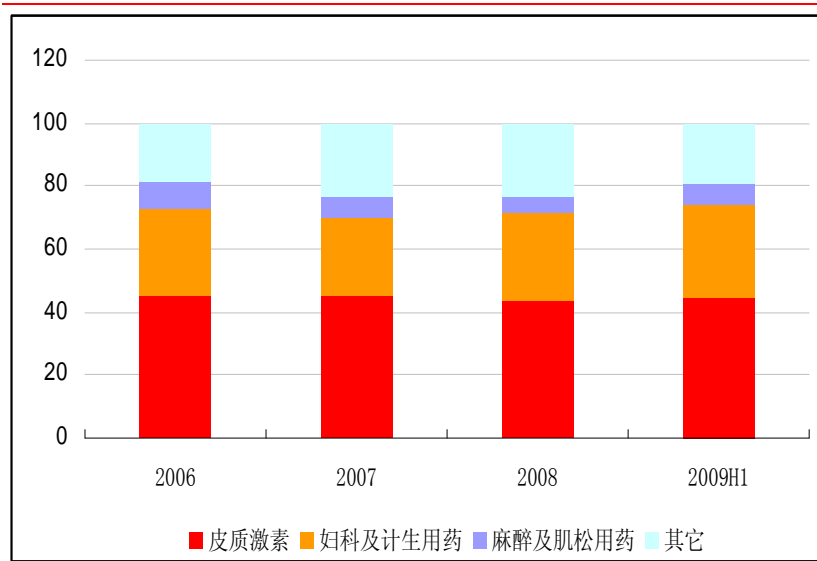
数据来源： 公司公告、爱建证券

近三年，公司克服了全球性金融危机的影响，主营收入稳步增长，作为主营原料药的生产企业来说较为难得，这种抗周期性主要得益于两个方面，首先：公司与国内一般的原料药企业依靠产品出口经营模式不同，近三年，公司接近80%的产品都在国内销售，较好的规避了国际市场的风险。其次：公司自身在甬体药物产业链的中下游建立了较为完整的产品体系，部分原料药可以用于制剂的生产。

二、三驾马车驱动公司稳健发展

公司自成立以来一直致力于甬体药物原料和制剂的研制，主打产品为皮质激素类药物、性激素类药物（生殖健康及妇科计生用药）、麻醉与肌松类药物三大类。近三年来，公司该三大类药物销售收入占公司主营业务收入比例稳定在75%以上，09年中期更是高达81.04%。

图3：近年来三大业务的收入占公司主营收入比例

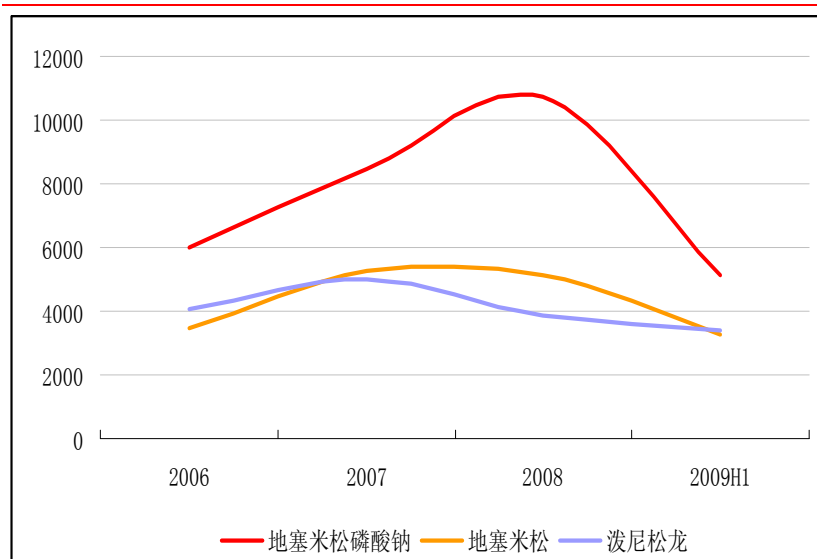


数据来源：公司公告、爱建证券

1、皮质激素类药物将享受全球原料药产业转移

由于环保成本上升及我国具有原材料优势等多种因素，甾体药物出现了产业转移的趋势，我国已逐步成为世界甾体药物原料药生产中心。目前，我国甾体药物年产量占世界总产量的1/3左右，皮质激素原料药生产能力和实际产量均居世界第一位。皮质激素类药物是公司最重要的业务，该类药物的销售收入占公司主营业务收入40%左右，其中销售额最大的三个产品为地塞米松磷酸钠、地塞米松和泼尼松龙。近期由于皮质激素药物的原料皂素缺货，推动了下游地塞米松等产品的涨价，我们认为公司皮质激素类产品营业收入增速在2010年将达到15%左右。

图4：皮质激素类三大产品近年销售情况

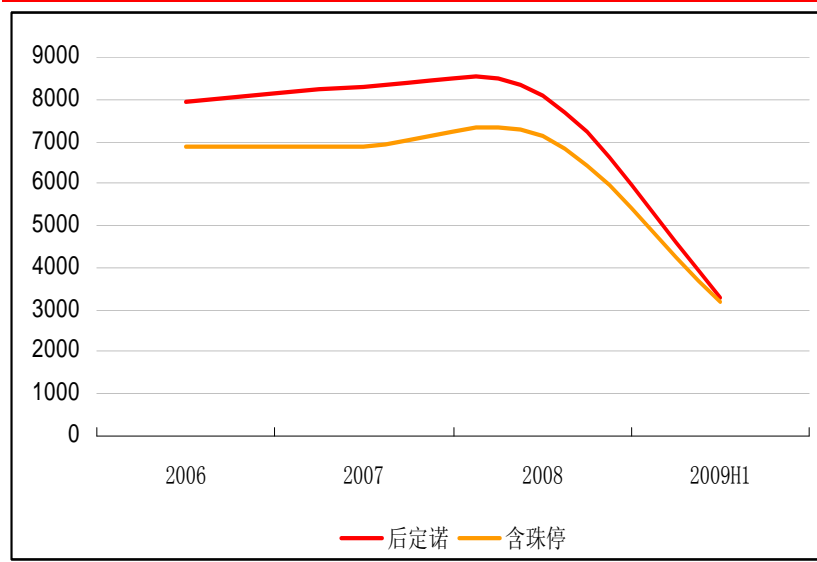


数据来源：公司公告、爱建证券

2、性激素类药物将受益于主打产品米非司酮适应症增加

公司在性激素类系列药物中最重要的是米非司酮，该产品在国内紧急避孕药市场占有率第三，2007年市场占有率为28.6%，与另两家竞争对手的市场份额都非常接近，并且公司在性激素类药物的其它产品开发上领先竞争对手，多年来性激素类的雌二醇、炔雌醇、雌酚酮和炔诺酮等皆为公司独家生产。

图5：米非司酮两种主要产品后定诺和含珠停近年销售情况



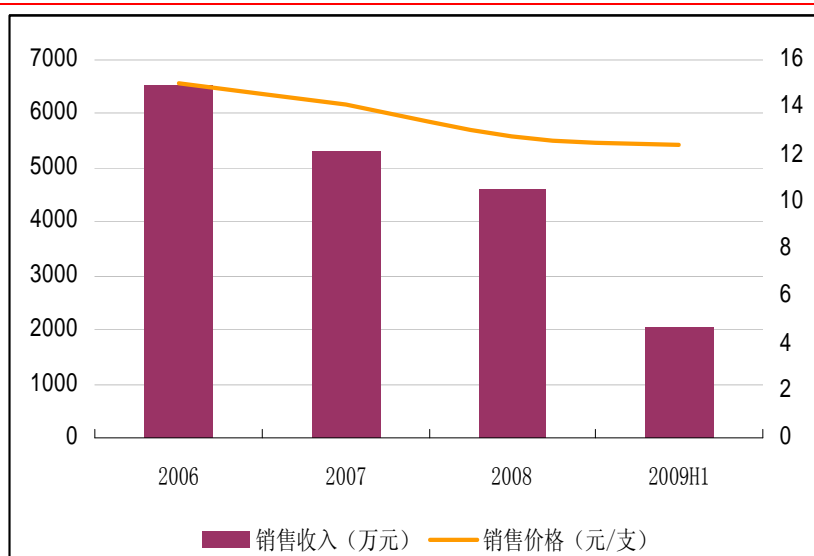
数据来源：公司公告、爱建证券

作为终止早孕的一线用药米非司酮，还发现其具有治疗和预防子宫内膜异位症、子宫肌瘤的功能。公司目前正就米非司酮治疗子宫内膜异位症进行临床实验。如若能顺利得到生产批件，作为唯一的醋酸去氢表雄酮类治疗子宫内膜异位症的药品，市场前景广阔。

3、麻醉与肌松类药物看好新产品罗库溴铵的市场前景

公司于1999年推出维库溴铵并开始涉足麻醉和肌松类药物市场，目前主要的产品有注射用维库溴铵、罗库溴铵、氟马西尼、甲磺酸罗哌卡因、甲硫酸新斯的明。其中注射用维库溴铵是最重要的品种，但由于其上市时间较长，价格受发改委调价影响，逐年降低，最终导致销售收入在近三年持续走低。

图6：注射用维库溴铵近年销售情况和价格



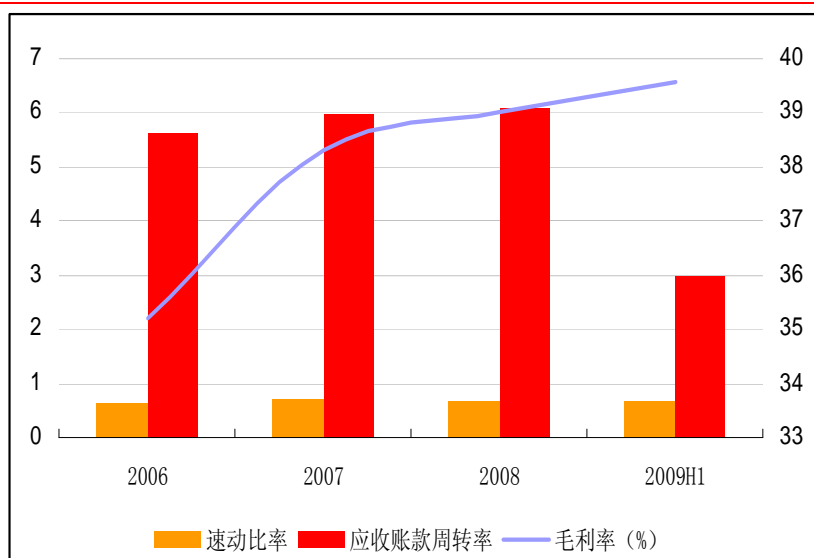
数据来源：公司公告、爱建证券

公司于2008年推出了新产品罗库溴铵，它是维库溴铵的升级产品。该产品在国内为公司独家生产，由于目前罗库溴铵主要以原料药对外销售，毛利率相对较低，且处于市场导入期，尚未充分放量。公司计划逐渐增加高毛利率的罗库溴铵制剂销售。我们预计随着该产品在市场的逐步推广，将改变公司麻醉药销售逐年下降的情况。

三、公司运营状况总体良好，短期偿债能力有所不足

公司主营业务毛利率水平呈现出逐年上升的良好态势，与国内同行业上市公司天药股份相比，公司的应收账款周转率相近，且更加平稳。公司无论营运能力还是盈利能力，均处于较高水平。总体上目前公司经营稳健，唯独短期偿债指标速动比率低于安全线，但随着此次股票公开发行，超募资金到位，该问题也将随之化解。

图7：公司部分运营状况指标



数据来源：公司公告、爱建证券

三、 募集计划将提升公司整体实力

公司本次在中小板公开发行股票，预计募集资金净额为6.56亿元。将主要用于以下几个项目的建设。

表1： 公司募集资金投向

项目名称	具体产品	投资额（万元）	建设期（年）
生殖健康制剂系列产品投资项目	年产米非司酮片剂2000万片	11500	2
	年产米非司酮胶丸2000万粒		2
	年产复方戊酸雌二醇片剂2000万片		2
	年产非那雄胺片剂7000万片		2
麻醉制剂产品投资项目	年产甲磺酸罗哌卡因注射液900万支（10ml）和100万支（100ml）	3660	2
高级糖皮质激素系列原料药固定资产投资项目	年产2吨环索奈德原料药	31500	2
	年产6吨甲基泼尼松龙原料药		2
	年产260千克噻托溴铵原料药		2
外用制剂产品投资项目	年产糠酸莫米松乳膏剂500万支	3360	2

数据来源： 公司公告、爱建证券

- （1） 生殖健康制剂系列产品投资项目：米非司酮片剂和胶丸生产线的扩产，将进一步强化公司在避孕和终止早孕方面的先发优势，且如果米非司酮治疗子宫内膜异位症得到生产批件，将进一步放大市场对该药的需求。复方戊酸雌二醇片剂和非那雄胺片剂项目属于国内独家生产药品，相对于进口同类药品具有一定的价格优势。我们预计生殖健康制剂系列产品项目达产后将每年给公司带来3亿元左右的销售收入。
- （2） 麻醉制剂产品投资项目：甲磺酸罗哌卡因注射液是一种新型长效局麻药，具有麻醉和镇痛的双重作用，目前主要用于剖腹产手术、术后或分娩时疼痛控制。我国无痛分娩技术正在迅速推广中。甲磺酸罗哌卡因与其它局麻药物相比，应用于术后镇痛和分娩麻醉有其独具的优势，我国每年有近一千九百万左右的新生儿出生，随着我国产科技术的发展和无痛分娩的迅速普及，对于甲磺酸罗哌卡因这一局麻药物的需求量将会越来越大。我们预计项目达产后将每年给公司带来1亿元左右的销售收入。
- （3） 高级糖皮质激素系列原料药项目：环索奈德、甲基泼尼松龙和噻托溴铵，都是医药行业比较新的研究成果，属于高级的糖皮质激素，该类物质与普通糖皮质激素相比具有更高的毛利率和技术要求。我们预计项目达产后将每年给公司带来3亿元左右的销售收入。
- （4） 外用制剂产品投资项目：糠酸莫米松属新型高效甾体皮质激素，临床上主要适用于神经性皮炎、湿疹、异位性皮炎及银屑病等引起的皮肤炎症和皮肤瘙痒的治疗。本项目的产品为OTC产品。由于其广泛的适应症，和药物半衰期较长，我们预计其有一定市场容量，项目达产后将每年给公司带来0.5亿元左右的销售收入。

四、 盈利预测与合理价格区间

表格2： 盈利预测结果

单位：百万元

项目	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1133	1230	1378	1600
增长率%	17.16	8.56	12.07	16.11
营业成本	697	750	833	970
营业税金及附加	7	8	10	12
销售费用	186	200	230	267
管理费用	112	130	155	175
财务费用	46	42	10	15
资产减值损失	11	9	20	22
投资净收益	5	5	6	8
营业利润	80	96	126	147
营业外净收支	3	4	2	3
利润总额	83	100	128	150
所得税	21	25	32	38
归属母公司净利润	65	75	96	112
增长率%	1.56	15.38	28	16.67
基本每股收益（元）	0.19	0.22	0.28	0.33

数据来源： 爱建证券

基于已公布的08年业绩和09—11年预测业绩以及医药行业2010年平均30倍的动态市盈率。我们认为公司作为甾体药物的龙头企业、以及募集项目顺利投产所带来的较理想收益，公司应享受一定的估值溢价，合理的2010年PE估值区间为32—35倍之间，上市6个月内的合理价格区间为8.9—9.8元之间。

五、 风险提示

- 1、 原料药价格下跌风险：公司皮质激素类原料药业务占主营业务三分之一左右，该产品的价格具有一定的波动性。
- 2、 短期偿债能力不足风险：公司短期偿债指标速动比率和流动比率都低于安全线。
- 3、 产品外销风险：由于人民币的升值因素，给公司出口产品在国际上的竞争力带来负面影响，使公司的外销业务具有一定风险

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。