

2010年01月05日

目标价格(人民币) : 8.57元

长期竞争力评级 : 高于行业均值
市场数据(人民币)

发行价(元)	8.20
发行 A 股数量(百万股)	85.40
总股本(百万股)	341.40
国金化学制药指数	6380.23
沪深 300 指数	3564.04
中小板指数	5920.82


医药行业研究小组
李敬雷

 (8621)61038219
 lijingl@gjzq.com.cn

黄挺

 (8621)61038218
 huangting@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

仙琚制药 (002332.SZ)

——国内规模最大的甾体药物生产企业
公司基本情况(人民币)

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.193	0.252	0.254	0.231	0.286	0.355
净利润增长率	N/A	30.50%	0.62%	21.14%	23.89%	24.21%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	31.75	68.42	36.07	64.09	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.7	N/A	N/A
净资产收益率	13.66%	17.21%	17.01%	7.05%	8.68%	10.09%
每股净资产(元)	1.42	1.47	1.49	3.27	3.29	3.52
已上市流通 A 股(百万股)	N/A	N/A	N/A	85.40	85.40	85.40
总股本(百万股)	256.00	256.00	256.00	256.00	256.00	256.00

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司主营业务为甾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、性激素类药物(妇科及计生用药)和麻醉与肌松类药物三大类,是国内规模最大、品种最为齐全的甾体药物生产厂家。
- 甾体药物的发现和成功合成被誉为二十世纪医药工业取得的两个重大进展之一(另一个是抗生素的发现和应 用)。是人体内源性药物,对维持人体身体健康有着不可替代的作用和地位。具有很强的抗感染、抗过敏、抗病毒和抗休克的药理作用,能改善蛋白质代谢、恢复和增强体力以及利尿降压。
 - ◆ 公司皮质激素原料药市场份额仅次于天药股份,位居第二位,但国内制剂销量位居首位。
 - ◆ 性激素类药物方面,公司米非司酮的市场占有率居第 3 位,与另两家竞争对手的市场份额都接近。雌二醇、炔雌醇、雌酚酮和炔诺酮等皆为公司独家生产。
 - ◆ 麻醉与肌松类药物方面,公司于 1999 年和 2008 年分别独家推出肌肉松弛药维库溴铵和罗库溴铵,目前维库溴铵的市场占有率仍居第一位。
- 皮质激素类占公司销售收入的比重有 50%,主要产品的价格如地塞米松从底部开始爬升,我们预计 1-2 年内产业格局将保持稳定,天药股份、仙琚制药都会力争维稳产品价格。因此在价格不发生明显波动的情况下,我们预计该类产品销售收入将保持 10%左右的增速,毛利率略有提高。
- 性激素类公司在行业内具有领先水平,米非司酮也是增发募集项目之一,我们预计该类业务会比皮质激素有更快的增长,预计销售收入增速在 15%左右,毛利率保持平稳。
- 肌松药随着罗库溴铵的放量,有望继续实行较快的增长,预计增速超过 20%。

- 我们假设公司的销售费用率每年略有提升，管理费用率稳定，财务费用随募集资金逐步降低。其他财务指标维持往年正常水平。
- 综上我们预测公司 2009、2010、2011 年摊薄后 EPS 为 0.231 元、0.286 元、0.355 元，同比增长 21%、24%、24%。公司是一家以原料药为基础、向制剂药拓展的企业，参考医药板块的平均估值，我们给予公司 2010 年 30 倍的 PE，对应合理目标价为 8.57 元。

内容目录

公司专注于甾体药物的研发和生产	4
公司业务立足于三大类甾体类药物的生产销售	4
公司甾体药物生产国内规模最大、品种最全	5
公司多个产品获得了国际认证，在研产品丰富	5
公司销售体系成熟，环保风险相对较低	6
公司是一家股权相对分散的国有企业	7
甾体药物具有刚性的市场需求，较高的进入门槛	8
甾体类药物具有不可替代的性质	8
我国甾体激素具有天然优势，且发展空间较大	8
甾体药物具有很高的进入门槛，市场集中度高	9
公司三大业务增长前景分析：皮质激素稳定，其他较快	9
皮质激素保持稳定较慢增长	9
性激素（妇科及计生药物）增长较快	11
罗库溴铵使公司的麻醉肌松药重回增长轨道	12
募投资金项目分析：扩产+新产品开发	13
盈利预测及估值	13
风险提示	14

图表目录

图表 1：公司主要产品分类统计	4
图表 2：公司营业收入构成图	4
图表 3：公司毛利构成图	4
图表 4：公司各类产品毛利率统计	5
图表 5：公司已获得多项国际认证	5
图表 6：公司在研产品线统计	6
图表 7：公司销售体系简介	6
图表 8：公司股权结构图	7
图表 9：主要甾体类药物分类	8
图表 10：甾体药物原料来源及特点	8
图表 11：公司主要竞争对手情况	9
图表 12：公司皮质激素产品简介	10
图表 13：地塞米松是公司的主要皮质激素产品	10
图表 14：地塞米松原料药销量、价格近年来逐年上升	10
图表 15：公司妇科计生药物简介	11
图表 16：益玛欣销量增长迅速	12
图表 17：公司麻醉肌松药销量走势	12
图表 18：公司募集资金项目	13
图表 19：公司分产品销售收入预测	14

公司专注于甾体药物的研发和生产

公司业务立足于三大类甾体类药物的生产销售

- 公司主营业务为甾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、性激素类药物（妇科及计生用药）和麻醉与肌松类药物三大类，是国内规模最大、品种最为齐全的甾体药物生产厂家。

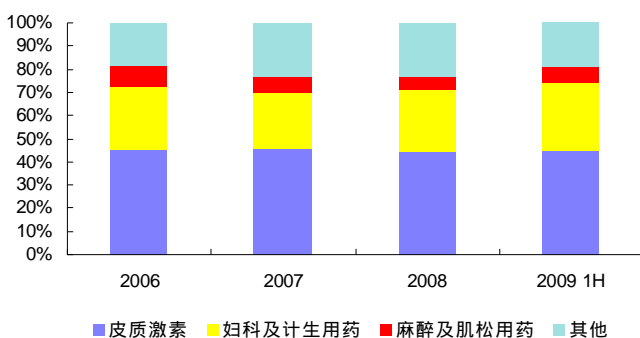
图表1：公司主要产品分类统计

类别	产品系列	具体产品	类别	产品系列	具体产品	
皮质激素类药物	地塞米松系列	地塞米松磷酸钠	性激素类药物	米非司酮	含珠停	
		地塞米松			后定诺	
		醋酸地塞米松			黄体酮	
	倍他米松系列	倍他米松		孕激素类	醋酸甲羟孕酮	
		倍他米松戊酸			炔诺酮	
		醋酸倍他米			醋酸环丙孕酮	
		倍他米松磷酸钠			醋酸炔诺酮	
		丙酸氯倍他索			庚酸炔诺酮	
	泼尼松系列	醋酸泼尼松		雄性激素类	十一酸睾酮注射液（思特珑）	
		醋酸泼尼松龙		雌性激素类	雌二醇、苯甲酸雌二醇、戊酸雌二醇、雌三醇、雌酚酮、炔雌醇	
						泼尼松
		泼尼松龙				注射用维库溴铵（仙林）
		曲安西龙系列				醋酸曲安奈德
	其它	糠酸莫米松				氟马西尼
					麻醉与肌松类药物	
					甲硫酸新斯的明	

来源：招股说明书，国金证券研究所

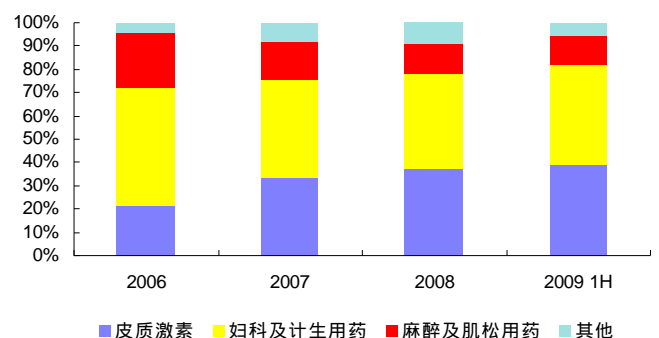
- 皮质激素类药物在公司营业收入构成中占比最大，妇科及计生用药的营业收入略低，但利润额最大。主要原因是皮质激素类药物以原料药为主，妇科及计生用药基本为制剂，而原料药毛利率比制剂略低。麻醉及肌松用药为特殊药品，毛利率较高。

图表2：公司营业收入构成图



来源：招股说明书，国金证券研究所

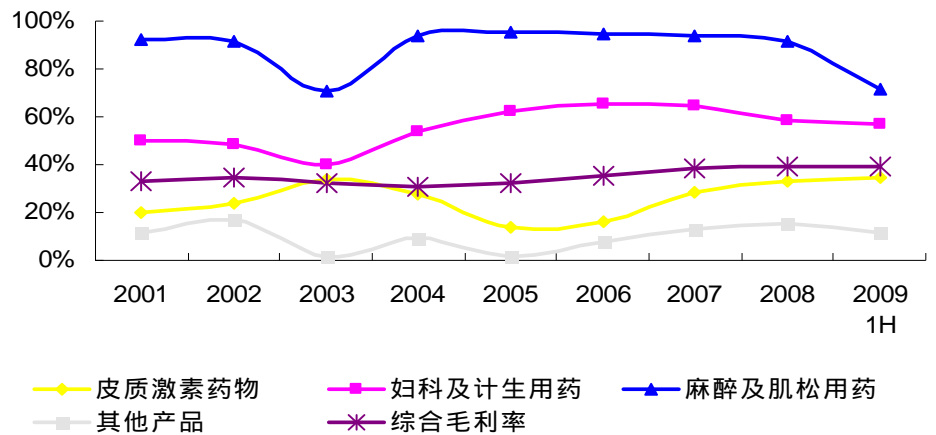
图表3：公司毛利构成图



- 公司综合毛利率一直保持在 30% 以上，从毛利率变化情况看：
 - 皮质激素类由于原料药比重较大，原材料成本时有波动，毛利率也有较大起伏。
 - 妇科计生用品毛利率一直维持在较高水平，公司作为国家计划生育药物定点生产厂家，并且此行业受到诸多政策性保护，因此行业经营环境较为稳定。

- ◆ 麻醉肌松药毛利高：长期在 90%以上，09 年上半年下降是因为新产品罗库溴铵目前主要以原料药对外销售，拉低了总体毛利。

图表4：公司各类产品毛利率统计



来源：招股说明书，国金证券研究所

公司甾体药物生产国内规模最大、品种最全

- 公司皮质激素原料药市场份额仅次于天药股份，位居第二位，但国内制剂销量位居首位。
- 性激素类药物方面，公司米非司酮的市场占有率居第 3 位，但与另两家竞争对手的市场份额都非常接近。雌二醇、炔雌醇、雌酚酮和炔诺酮等皆为公司独家生产。
- 麻醉与肌松类药物方面，公司于 1999 年和 2008 年分别独家推出肌肉松弛药维库溴铵和罗库溴铵，目前维库溴铵的市场占有率仍居第一位。

公司多个产品获得了国际认证，在研产品丰富

- 公司已在 6 个国家或地区总计 23 种产品取得了国际认证，另外还有 12 个产品正在编制或已经完成了 DMF 编写，准备申请美国 FDA 和欧洲 COS 认证。

图表5：公司已获得多项国际认证

国际认证	产品
美国FDA	维库溴铵、醋酸甲羟孕酮、泼尼松龙、醋酸泼尼松
欧洲COS	泼尼松龙、醋酸环丙孕酮
韩国KFDA	泼尼松龙
哥伦比亚	9 条制剂生产线
伊朗	地塞米松磷酸钠、醋酸甲羟孕酮、醋酸环丙孕酮、泼尼松龙、甲基睾丸素
印度	泼尼松龙、醋酸泼尼松龙、地塞米松、醋酸地塞米松、地塞米松磷酸钠、醋酸甲羟孕酮、雌二醇、炔诺酮、米非司酮

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司具有较强的将科技成果转化为生产工艺的能力：在药品从小试阶段（实验室技术）向批量生产转化方面具有很成熟的经验，产品收率在国内同行中处于领先水平。经过多年的技术积累和设备引进，已形成了一系列在业内领先的生产工艺。在领先生产工艺水平的支持下，公司开发生产新产品的能力强，产品质量稳定，成本不断降低。
- 公司有多个在研项目，部分产品已经进入申报生产阶段，多数以制剂为主，可以看出公司希望扩大制剂销售规模的努力。

图表6：公司在研产品线统计

品类	产品名称	注册类别	进度情况
皮质激素	环索耐德原料药及气雾剂	3.1 类	申报生产批件，正在药审中心审评。
	丙酸氟替卡松乳膏	6 类	申报生产批件，正在药审中心审评
	甲基泼尼松龙原料药	6 类	申报生产批件，正在药审中心审评。
	克霉唑倍他米松乳膏	6 类	完成中试研究，正在申报生产，现在药审中心审评
	丙酸氯倍他索乳膏	6 类	正在药审中心综合审评。
	丁酸氢化可的松及乳膏	6 类	在国家药监局审批。
	丙酸倍氯米松水溶液鼻喷剂	5 类	完成临床前研究，申报临床。
	糠酸莫米松鼻喷剂	6 类	完成临床前研究，提出临床申请，正在药审中心审评。
	丙酸氟替卡松鼻喷剂	6 类	临床前研究
	泼尼松龙磷酸钠及制剂	3 类	临床前研究。
妇科计生用药	醋酸甲羟孕酮分散片（0.1g/0.25g）	6 类	完成人体生物等效性研究，已上报。
	赛米司酮片	1 类	开始 III 期临床试验。
	黄体酮缓释凝胶	3 类	已获得临床试验批件，完成人体药代动力学研究，正在开展临床试验。
	醋酸烯诺孕酮及埋植剂	1.1 类	取得临床批件，处于临床试验阶段。
	米非司酮治疗内膜异位	5 类	正在临床试验
	左炔诺孕酮炔雌醇（三相）片	6 类	完成临床前研究，上报国家局药品审评中心等待审评。
中枢神经用药	盐酸美普他酚及制剂	3.1 类	取得临床批件，正在临床研究。
	盐酸噻吩诺啡及其片剂	1.1 类	取得临床批件
	盐酸罗哌卡因及注射液	6 类	完成临床前研究，已上报药监局。
其他	苦参碱凝胶	6 类	完成临床试验。

来源：招股说明书，国金证券研究所

公司销售体系成熟，环保风险相对较低

- 公司原料药内销由国内贸易部负责，原料药外销由国际贸易部负责，制剂产品销售由控股子公司销售公司负责。
- 公司从 2003 年 2 月开始组建独立的制剂销售网络。截至目前，已拥有一支超过 700 人的销售队伍，形成了医院线和 OTC 线两个完整的销售网络，并摸索出了有效的销售管理和市场推广策略。

图表7：公司销售体系简介

原料药	内销	直接销售给制剂厂家
	外销	通过外贸公司间接出口
		自营出口
制剂	医院	已覆盖全国地级以上的主要医院，与2800多家医院的妇产科和3500多家医院的麻醉科建立了业务联系
	OTC	销售人员管理的药店已达到6万多家

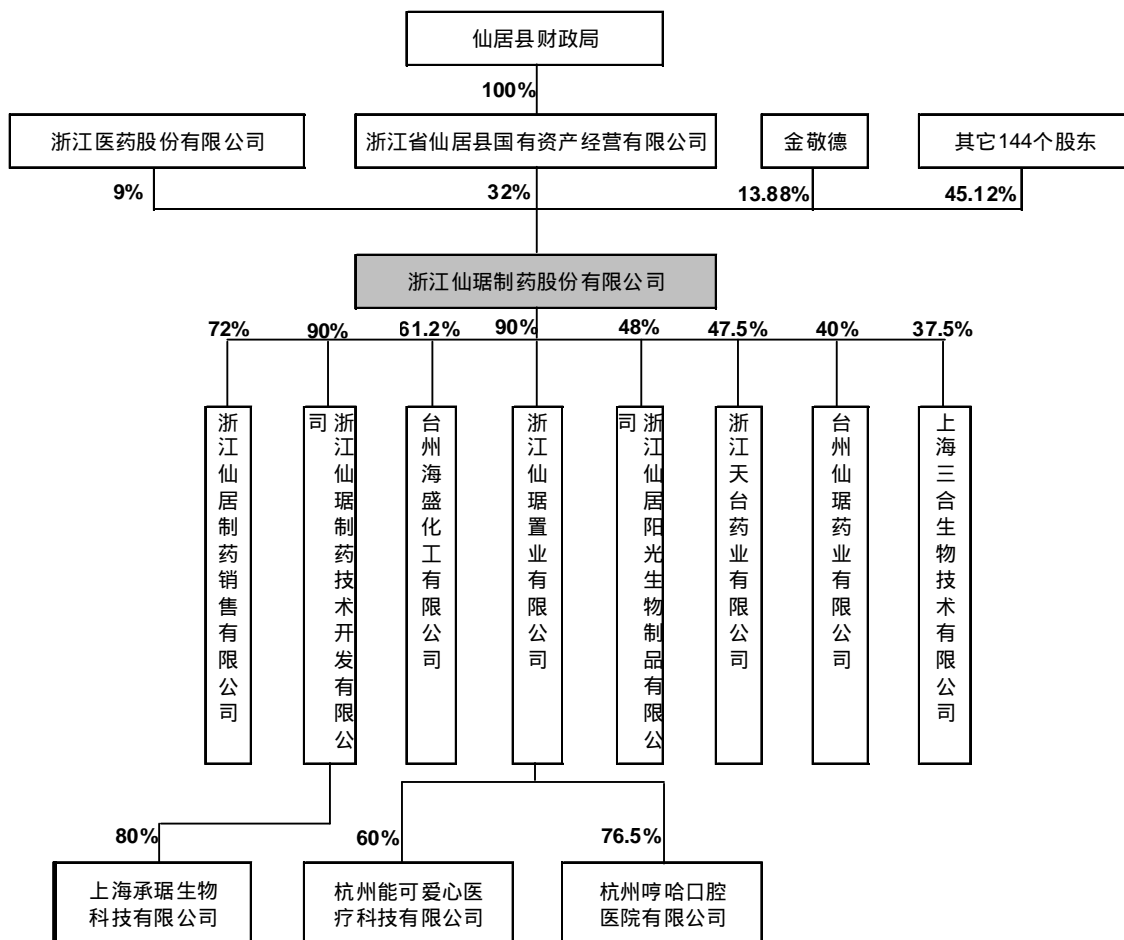
来源：招股说明书，国金证券研究所

- 二级核算销售模式：公司根据一直以来的生产车间经济责任制管理模式，建立了销售工作经济责任制二级核算模式，以任务确定、责任到人、体系支持、持续改善的思路，将整个营销系统划分成若干个小核算单位，责、权、利明确，形成有效的利益分配格局和激励机制，真正利用体系的力量完成销售目标，实现销售利润的最大化。
- 2007年4月3日，公司被浙江省经济贸易委员会、浙江省环境保护局[浙经贸资源(2007)135号]文评定为“2006年度浙江省绿色企业”，为浙江省唯一上榜的化工类企业。
- 公司从2004年开始，实施了清洁生产工艺改进方案60余项，使化学溶剂的使用量比传统工艺减少了近20%。同时，公司引进新工艺，提高了溶剂的循环使用。

公司是一家股权相对分散的国有企业

- 公司的控股股东为仙居县财政局，持股比例为32%。董事长金敬德拥有13.88%的股份；浙江医药作为公司发起时的控股股东，目前持股9%，其余股份由144个自然人持有。可见公司是国有控股企业，但股权性质较为多元化。

图表8：公司股权结构图



来源：招股说明书，国金证券研究所

甾体药物具有刚性的市场需求，较高的进入门槛

甾体类药物具有不可替代的性质

- 甾体药物的发现和成功合成被誉为二十世纪医药工业取得的两个重大进展之一（另一个是抗生素的发现和应⽤）。
- 甾体药物是人体内源性药物，对维持人体身体健康有着不可替代的作用和地位。具有很强的抗感染、抗过敏、抗病毒和抗休克的药理作用，能改善蛋白质代谢、恢复和增强体力以及利尿降压。
- 甾体类药物目前广泛用于治疗风湿性关节炎、支气管哮喘、湿疹等皮肤病、过敏性休克、前列腺炎、爱迪森氏等内分泌疾病，也可用于避孕、安胎、减轻女性更年期症状、手术麻醉等方面，以及预防冠心病、爱滋病、减肥等。
- 目前，全世界生产的甾体药物品种已达 300 多种，其中最主要的为甾体激素药物。

图表9：主要甾体类药物分类

类别		天然	结构修饰产品	高端产品相对低端产品的主要区别
糖皮质激素		氢化可的松	地塞米松、倍他米松、泼尼松、泼尼松龙	增强抗炎作用
性激素	雌激素	雌二醇	炔雌醇、戊酸雌二醇	增加结构稳定性，可口服、延长效果
	孕激素	黄体酮	炔诺酮、炔诺孕酮、醋酸甲地孕酮	
	雄性激素+蛋白同化激素	睾酮	丙酸睾酮、甲睾酮苯丙酸诺龙	
其他	肌松药	--	维库溴铵、罗库溴铵	--

来源：招股说明书，国金证券研究所

我国甾体激素具有天然优势，且发展空间较大

- 目前有三种制备甾体类药物的原料来源。从目前技术水平来看，黄姜将在未来相当长的一段时间仍是生产甾体药物的主要原料。
 - ◆ 薯蓣皂素是生产皮质激素最合适的原料：其分子结构复杂，在目前的技术水平下很难进行人工合成。提取薯蓣皂素的来源主要是我国的黄姜和墨西哥的小穗花薯蓣，而最适合的植物是黄姜。

图表10：甾体药物原料来源及特点

原料种类	原料来源	合成特点
薯蓣皂素	黄姜	结构最为合适，我国拥有黄姜的资源优势
剑麻皂素、番麻皂素	剑麻、番麻	结构和薯蓣皂素有差异，因此原有合成路线无法延续，目前针对此原料的深加工工艺不成熟
植物甾醇	制糖、食用油精炼等产生的工业废料	合成工艺路线长、技术复杂，前期投资巨大

来源：招股说明书，国金证券研究所

- ◆ 黄姜对生产条件要求十分严格，目前世界上只有中国、越南、朝鲜声场，而实现了人工种植的只有中国。而墨西哥近年来一方面由于野生资源枯竭，另一方面因为产业政策失误，人工没有培育，我国已成为甾体原料药的最主要的供应国。
- ◆ 其他两种原料虽然来源较广，但目前工艺不够成熟，因此黄姜仍然是生产甾体药物的主要原料。
- 我国甾体药物的生产技术和产品结构与国外仍然差距较大：
 - ◆ 目前，我国甾体激素的生产规模、合成工艺以及产品质量总体上已接近世界先进水平，但在微生物转化技术和优良菌种的选育等关键生产技术方面与国外先进厂家存在差距，新产品的研发能力也不足。
 - ◆ 从产品结构来看，我国甾体药物产业与国外先进水平差距还较大。由于科研开发能力相对滞后，国内生产的品种只有 40 余种，占全球的 14%，且大多为中低档产品，仅在肌松药物方面达到国外先进水平，因此我国的甾体药物的结构提升仍有巨大的空间。

甾体药物具有很高的进入门槛，市场集中度高

- 生产工艺复杂：甾体药物的生产技术涉及化学合成和生物发酵技术，比一般化学药品生产仅采用化学合成的生产技术复杂，生产周期长（平均达 2-4 个月），技术含量高。
- 规模经济明显：生物发酵一次性投入大，因此只有规模化生产才能产生效益。另外，各种甾体药物都是由相同的“甾体母核”作为原料合成的，因此单独做一个产品的厂本较高。
- 先入优势明显：甾体药物的生命周期长，目前大量使用的泼尼松系列和地塞米松系列产品，临床使用的历史都超过了 50 年，与抗生素类药物不断升级换代的特点形成鲜明对比。这种产品特点使行业先进者领先一步积累的经验能持续发挥效用，其技术优势能随着经营时间变长被不断强化。而产品更新慢的特点也使得后进入者难以通过在新产品上取得突破而形成后发优势。
- 我国 GMP 认证制度要求激素类产品的生产必须具备独立厂房：这就使一般化学药品生产厂家难以通过在已有产品线上进行甾体药物的试产。
- 由于行业的进入门槛高，行业内产业集中度也较高：

图表11：公司主要竞争对手情况

公司	和仙琚比较
天药股份	国内皮质激素原料药的最大生产厂商，但制剂销售不如仙琚
上海华联	主要生产计生药物，两公司与仙琚的市场份额非常接近，但仙琚其他性激素类药物保持领先
北京紫竹	
河南利华	生产皮质激素原料药，规模较小

来源：招股说明书，国金证券研究所

公司三大业务增长前景分析：皮质激素稳定，其他较快

皮质激素保持稳定较慢增长

- 皮质激素不可替代，但也不能多用，因此市场规模较为稳定，公司主要是以原料药的形式销售，原料药的销售收入占比超过 2/3。
- 公司的皮质激素中，地塞米松和倍他米松属于高端产品，未来 3 个募投资金项目药物的推出将进一步改善产品结构。

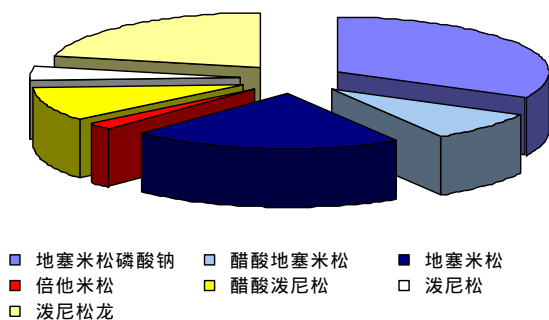
图表12：公司皮质激素产品简介

主要产品系列	公司主要产品明细	用途说明
地塞米松系列	地塞米松磷酸钠、地塞米松、醋酸地塞米松	主要用于胶原性疾病，如风湿性关节炎、红斑性狼疮、风湿性心脏病、心肌炎等症。地塞米松磷酸钠是抢救垂危病人不可缺少的急救药品
倍他米松系列	倍他米松、倍他米松戊酸酯、醋酸倍他米松、倍他米松磷酸钠、丙酸氯倍他索	适用于类风湿性关节炎等胶原性疾病及过敏性、神经性皮炎等皮肤病
泼尼松系列	醋酸泼尼松、醋酸泼尼松龙、泼尼松、泼尼松龙	用于肾上腺皮质功能减退症、活动性风湿病、类风湿性关节炎、全身性红斑狼疮症、严重的支气管哮喘、急性白血病及感染性休克、皮炎、急性白血病、恶性淋巴瘤等。
曲安西龙系列	醋酸曲安奈德	具有抗炎、抗过敏和抑制免疫等药理作用，适用于类风湿性关节炎等胶原性疾病及过敏性、神经性皮炎等。
其它	糠酸莫米松	适用于对皮质类固醇治疗有效的皮肤病，如神经性皮炎、湿疹、异位性皮炎及银屑病等引起的皮肤炎症和皮肤瘙痒症状。

来源：招股说明书，国金证券研究所

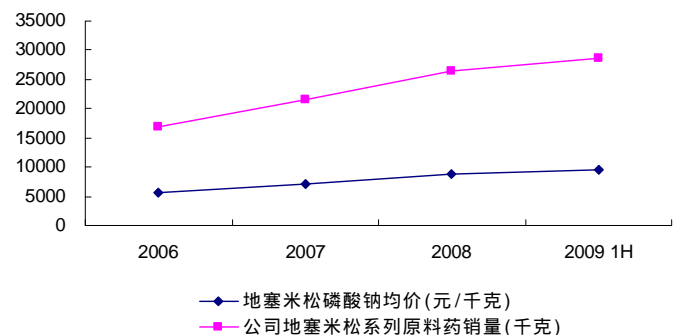
- 地塞米松原料药是过去几年公司皮质激素的主要增长动力：
 - ◆ 地塞米松自从四五十年代研制成功之后，由于其抗炎作用强，用量较少，钠潴留作用轻微，至今仍然广泛应用于临床，已经成为治疗脑水肿、休克、过敏性疾病、减少炎症等方面的一线用药，被誉为“皮质激素之王”
 - ◆ 天药股份是全球最大的地塞米松原料药生产厂商，工艺方面也是全球领先，市场份额达到 50%以上。
 - ◆ 从 2006 年底开始，地塞米松原料药价格出现显著回升，销售数量也逐年增长。

图表13：地塞米松是公司的主要皮质激素产品



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表14：地塞米松原料药销量、价格近年来逐年上升



- 皮质激素行业内，公司与天药股份形成寡头竞争之势。由于我国黄姜资源的天然优势以及植物甾醇路线成本较高，我们预计公司皮质激素业务未来几年内仍将保持缓慢增长，糠酸莫米松乳膏等 OTC 药品将成为新的增长点。

性激素（妇科及计生药物）增长较快

- 公司在妇科计生领域的产品线品种齐全，如下图所示：

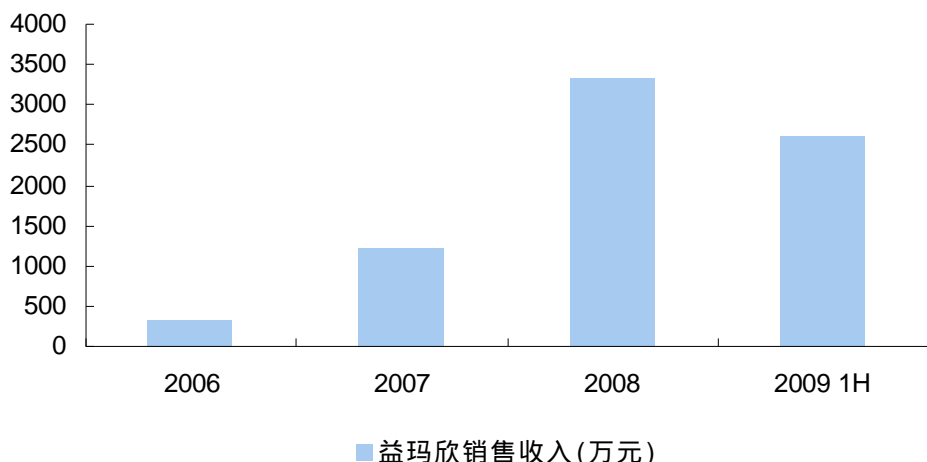
图表15：公司妇科计生药物简介

主要产品系列	主要产品明细	用途说明
米非司酮	含珠停、后定诺	性激素类药，用于紧急避孕、终止早孕以及子宫内膜异位症、子宫肌瘤的治疗
孕激素类	黄体酮、醋酸甲羟孕酮	用于月经不调、子宫功能性出血及子宫内膜异位症等；
	炔诺酮	炔诺酮单方或与雌激素合用能抵制排卵，作避孕药用；
	醋酸环丙孕酮、醋酸炔诺酮、庚酸炔诺酮	醋酸环丙孕酮可与炔雌醇组成复方口服避孕药，或于绝经期综合症与戊酸雌二醇联合序贯应用激素替代疗法，或用于女性激素依赖性疾病的治疗
雄性激素类	十一酸睾酮注射液（思特珑）	原发性或继发性睾丸功能减退；中老年雄性激素缺乏综合症；因生精功能失调导致的不育症以及再生障碍性贫血。
雌性激素类	雌二醇、苯甲酸雌二醇、戊酸雌二醇、雌三醇、雌酚酮、炔雌醇	治疗女性性腺功能不良、更年期综合症等；治疗转移性乳腺癌，晚期前列腺癌；防止骨质疏松、治疗痤疮；亦可用于恶性肿瘤经化疗或放疗引起的白细胞减少症。

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 米非司酮是公司妇科计生药的主打产品
 - ◆ 米非司酮是一种高效的抗孕激素药物，具有终止早孕、中孕、抗着床、诱发月经等作用，用于药物流产、事后紧急避孕和治疗子宫内膜异位症、子宫肌瘤等。
 - ◆ 全世界范围内，米非司酮和左炔诺孕酮（毓婷）是常用的紧急避孕药，相比左炔诺孕酮，米非司酮只用单次服药，大大降低两次服药中间漏服的可能性，而且避孕效果明显优于左炔诺孕酮。
 - ◆ 公司的米非司酮有后定诺和含珠停两种产品，后定诺为事后紧急避孕药，可在药店零售，含珠停是终止妊娠的堕胎药，为处方药。
 - ◆ 公司米非司酮的产能利用率已经接近 100%，募投项目中的新增 2000 万片产能将进一步提升公司的盈利水平。
- 新产品益玛欣销量增长迅速
 - ◆ 益玛欣即黄体酮胶囊，用于治疗先兆流产和习惯性流产、经前期紧张综合症、无排卵型功血和无排卵型闭经、与雌激素联合使用治疗更年期综合症。益玛欣自上市以来销量增长迅速。

图表16：益玛欣销量增长迅速



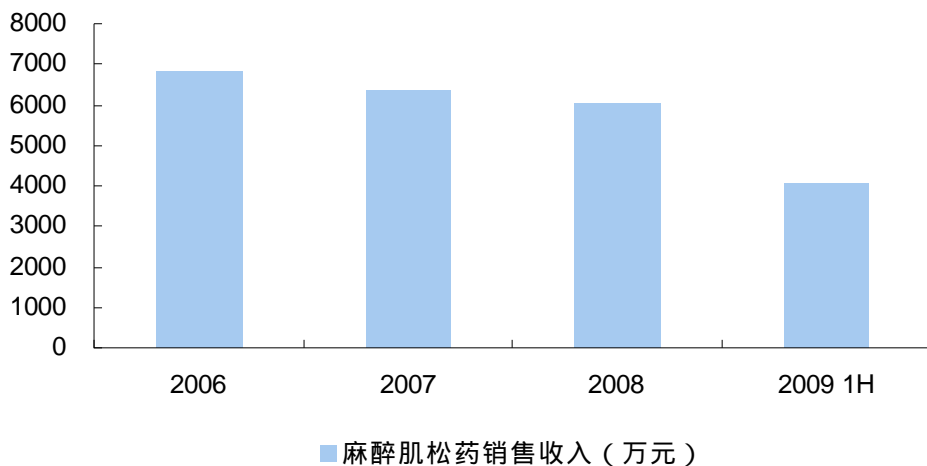
来源：招股说明书，国金证券研究所

- 我们预计，募集资金项目扩产后，性激素类中米非司酮将与益玛欣成为公司的主要增长点。

罗库溴铵使公司的麻醉肌松药重回增长轨道

- 公司于 1999 年在国内厂家中独家生产了肌松药维库溴铵，并成功替代了进口产品，在国内市场的销量一直居第一位，但随着国内厂商的跟进，公司维库溴铵的销量已逐年下滑。
- 罗库溴铵逐步替代维库溴铵，开始贡献利润：
 - ◆ 公司于 2008 年下半年增加了维库溴铵的同类新产品罗库溴铵，仍为独家生产，目前主要以原料药的形式销售。
 - ◆ 罗库溴铵 1994 年欧加农在美国首先上市。在美国上市后有超过 6000 万人（美）使用过，在美国、加拿大、大多数欧洲国家，罗库溴铵的处方量居于肌松药的第一位。
 - ◆ 罗库溴铵起效、恢复迅速：在注射罗库溴铵 7 后大约 1 分钟内就可进行气管插管，而注射同类产品需 2-3 分钟，罗库溴铵快速起效的特点可以将病人的危险降到最低。

图表17：公司麻醉肌松药销量走势



来源：招股说明书，国金证券研究所

募投资金项目分析：扩产+新产品开发

- 扩产方面：公司的米非司酮（后定诺和含珠停）一直为公司的核心产品之一，知名度高，销售渠道成熟，市场前景良好。目前两产品销售旺盛，产能基本饱和，迫切需要增产
- 新产品开发方面：将很好的丰富公司的产品结构，其中 3 个皮质激素原料药将使公司的皮质激素产品线逐渐朝高端转变，外用糠酸莫米松乳膏将进一步开拓 OTC 市场。

图表18：公司募集资金项目

项目名称	具体产品	投资额
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	11,500
	年产米非司酮胶丸2000万粒	
	年产复方戊酸雌二醇片剂2000万片	
	年产非那雄胺片剂7000万片	
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）	3,660
高级糖皮质激素系列原料药固定资产投资	年产2吨环索奈德原料药	31,500
	年产6吨甲基泼尼松龙原料药	
	年产260千克噻托溴铵原料药	
外用制剂产品投资项目	年产糠酸莫米松乳膏剂500万支	3,360
合计		50,020

来源：招股说明书，国金证券研究所

盈利预测及估值

- 皮质激素类占公司销售收入的比重有 50%，主要产品的价格如地塞米松从底部开始爬升，我们预计 1-2 年内产业格局将保持稳定，天药股份、仙琚制药都会力争维稳产品价格。因此在价格不发生明显波动的情况下，我们预计该类产品销售收入将保持 10%左右的增速，毛利率略有提高。
- 性激素类公司在行业内具有领先水平，米非司酮也是增发募集项目之一，我们预计该类业务会比皮质激素有更快的增长，预计销售收入增速在 15%左右，毛利率保持平稳。
- 肌松药随着罗库溴铵的放量，有望继续实行较快的增长，预计增速超过 20%。
- 我们假设公司的销售费用率每年略有提升，管理费用率稳定，财务费用随募集资金逐步降低。其他财务指标维持往年正常水平。
- 综上我们预测公司 2009、2010、2011 年摊薄后 EPS 为 0.231 元、0.286 元、0.355 元，同比增长 21%、24%、24%。公司是一家以原料药为基础、向制剂药拓展的企业，参考医药板块的平均估值，我们给予公司 2010 年 30 倍的 PE，对应合理目标价为 8.57 元。

图表19：公司分产品销售收入预测

		2006	2007	2008	2009H	2009E	2010E	2011E	2012E
皮质激素合计	销售收入(万元)	34163.83	43315.52	48779.15	26465.42	53877.00	58493.00	64503.00	69798.00
	销售成本(万元)	28564.38	30944.61	32750.32	17247.51	35020.05	37435.52	40636.89	43274.76
	销售毛利(万元)	5599.45	12370.91	16028.83	9217.91	18856.95	21057.48	23866.11	26523.24
	毛利率	16.39%	28.56%	32.86%	34.83%	35.00%	36.00%	37.00%	38.00%
性激素合计	销售收入(万元)	20693.21	24033.06	30045.05	17514.53	35607.00	41822.00	47718.00	52459.00
	销售成本(万元)	7199.17	8560.58	12381.57	7518.99	15311.01	18401.68	20995.92	23081.96
	销售毛利(万元)	13494.04	15472.48	17663.48	9995.54	20295.99	23420.32	26722.08	29377.04
	毛利率	65.21%	64.38%	58.79%	57.07%	57.00%	56.00%	56.00%	56.00%
肌松药合计	销售收入(万元)	6806.71	6369.32	6014.97	4070.74	8059.00	9200.00	11255.00	12070.00
	销售成本(万元)	353.95	391.71	504.66	1154.05	1611.80	1840.00	2251.00	2414.00
	销售毛利(万元)	6452.76	5977.61	5510.31	2916.69	6447.20	7360.00	9004.00	9656.00
	毛利率	94.80%	93.85%	91.61%	71.65%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
合计	销售收入(万元)	75552.65	95939.76	110522.95	59294.53	120030.68	132002.68	145963.68	156814.68
	销售成本(万元)	48948.06	59196.58	67398.41	35826.38	71754.51	77488.85	83695.46	88582.37
	销售毛利(万元)	26604.59	36743.18	43124.54	23468.15	48276.17	54513.83	62268.22	68232.31
	毛利率	35.21%	38.30%	39.02%	39.58%	40.22%	41.30%	42.66%	43.51%

来源：国金证券研究所

风险提示

- 原料药价格的大幅波动；
- 制剂销售不及预期；

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	765	967	1,134	1,200	1,320	1,460
增长率		26.3%	17.2%	5.9%	10.0%	10.6%
主营业务成本	-493	-595	-697	-718	-775	-837
% 销售收入	64.4%	61.5%	61.4%	59.8%	58.7%	57.3%
毛利	273	372	437	483	545	623
% 销售收入	35.6%	38.5%	38.6%	40.2%	41.3%	42.7%
营业税金及附加	-4	-6	-7	-7	-8	-9
% 销售收入	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-114	-155	-186	-206	-230	-260
% 销售收入	14.9%	16.0%	16.4%	17.2%	17.4%	17.8%
管理费用	-70	-102	-112	-132	-145	-161
% 销售收入	9.2%	10.5%	9.8%	11.0%	11.0%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	84	109	132	137	162	194
% 销售收入	11.0%	11.3%	11.7%	11.4%	12.3%	13.3%
财务费用	-27	-34	-46	-41	-40	-38
% 销售收入	3.5%	3.5%	4.1%	3.4%	3.0%	2.6%
资产减值损失	-9	3	-11	-10	-10	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	23	16	5	8	8	8
% 税前利润	32.0%	16.7%	5.9%	8.2%	6.4%	5.1%
营业利润	71	95	80	94	121	153
营业利润率	9.3%	9.8%	7.1%	7.8%	9.1%	10.5%
营业外收支	0	-1	3	4	4	4
税前利润	71	94	83	98	125	157
利润率	9.3%	9.7%	7.3%	8.2%	9.4%	10.8%
所得税	-21	-32	-21	-25	-31	-39
所得税率	29.3%	34.5%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	50	61	62	74	93	118
少数股东损益	1	-3	-3	-5	-4	-3
归属于母公司的净利	50	65	65	79	98	121
净利率	6.5%	6.7%	5.7%	6.6%	7.4%	8.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	0	0	0	74	93	118
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	0	40	41	42
非经营收益	0	0	0	36	42	44
营运资金变动	0	0	0	-10	-10	-35
经营活动现金净流	0	0	0	139	166	169
资本开支	-33	-61	-37	-4	-35	-36
投资	9	19	-1	-1	0	0
其他	14	27	-12	8	8	8
投资活动现金净流	-10	-15	-50	3	-27	-28
股权募资	5	0	0	700	-45	0
债权募资	45	45	125	-514	467	-40
其他	-79	-92	-110	-44	-98	-101
筹资活动现金净流	-29	-47	15	142	323	-141
现金净流量	-39	-62	-35	284	463	0

资产负债表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	124	134	154	437	900	900
应收款项	209	243	263	286	314	348
存货	190	193	234	236	255	275
其他流动资产	43	38	35	45	48	52
流动资产	566	609	686	1,004	1,518	1,575
% 总资产	57.5%	58.2%	59.5%	69.4%	77.1%	77.4%
长期投资	55	40	87	88	87	87
固定资产	297	328	317	297	307	314
% 总资产	30.2%	31.4%	27.5%	20.5%	15.6%	15.5%
无形资产	58	62	59	55	56	56
非流动资产	418	437	467	442	451	459
% 总资产	42.5%	41.8%	40.5%	30.6%	22.9%	22.6%
资产总计	984	1,045	1,153	1,447	1,969	2,034
短期借款	394	389	514	0	467	426
应付款项	140	162	151	159	195	212
其他流动负债	57	43	32	95	99	105
流动负债	591	594	697	254	762	743
长期贷款	0	50	50	50	50	51
其他长期负债	3	0	0	0	0	0
负债	593	644	747	304	812	794
普通股股东权益	362	376	382	1,117	1,125	1,202
少数股东权益	29	25	23	18	14	11
负债股东权益合计	984	1,045	1,153	1,439	1,951	2,006

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.193	0.252	0.254	0.231	0.286	0.355
每股净资产	1.416	1.467	1.493	3.271	3.295	3.520
每股经营现金净流	0.207	0.377	0.141	0.408	0.486	0.495
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	13.67%	17.21%	17.02%	7.05%	8.68%	10.09%
总资产收益率	5.03%	6.18%	5.64%	5.48%	5.00%	6.04%
投入资本收益率	7.56%	8.53%	10.20%	8.68%	7.35%	8.59%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	26.32%	17.25%	5.89%	9.97%	10.58%
EBIT增长率	N/A	29.98%	21.00%	3.53%	18.43%	19.23%
净利润增长率	N/A	30.50%	0.62%	21.14%	23.89%	24.21%
总资产增长率	N/A	6.19%	10.30%	25.47%	36.08%	3.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	35.0	60.9	60.1	63.0	63.0	63.0
存货周转天数	70.4	117.6	111.9	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	32.6	61.4	57.9	58.0	58.0	58.0
固定资产周转天数	131.9	109.9	92.1	80.9	73.3	65.8
偿债能力						
净负债/股东权益	68.90%	76.04%	101.25%	-34.14%	-33.61%	-34.89%
EBIT利息保障倍数	3.1	3.3	2.9	3.4	4.1	5.1
资产负债率	60.28%	61.65%	64.83%	21.11%	41.62%	39.57%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；
 目标价格：预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间；
 询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。