

## 仙琚制药002332上市定价报告

摘要:

### 一、上市公司基本资料

- (一) 公司介绍
- (二) 近三年财务数据
- (三) 董事会经营分析

### 二、数据统计

- (一) 所属板块及整个市场估值
- (二) 近期股本大小相似股票上市首日平均涨幅比较

### 三、首日估值预测及分析

### 四、风险因素分析

- (一) 对外担保的风险
- (二) 原料药价格波动的风险
- (三) 原材料依赖风险
- (四) 非经常性损益较高的风险
- (五) 短期偿债压力较大的风险
- (六) 产品外销风险
- (七) 行业政策风险
- (八) 环保成本增加的风险
- (九) 募集资金投向风险
- (十) 汇率波动风险
- (十一) 行业竞争加剧的风险
- (十二) 管理风险
- (十三) 对核心技术人员依赖和核心技术失密的风险
- (十四) 新产品开发风险
- (十五) 安全生产风险

大通上市首日定价区间:

**15.58—17.22 (元)**

### 上市新股发行要素

股票名称	仙琚制药
股票代码	002332
发行价格	8.2 元
发行数量	8540 万股
网上发行	6832 万股
发行前总股本	2.56 亿股
发行后总股本	3.414 亿股
申购上限	6 万股
发行 PE	45.56 (摊薄)
中签率	0.31%
上市地	台州市
上市日期	2010-01-12
所属行业	医药制造业
主承销商	中信建投证券有限责任公司

研究员: 吴葵

电 话: 0411-39673206

网 址: www.daton.com.cn

邮 箱: wuyan@daton.com.cn

### 近期相关报告

皖通科技 002331 上市定价报告

皇氏乳业 002329 上市定价报告

得利斯 002330 上市定价报告

## 一、上市公司基本资料

### （一）公司介绍

公司是国内规模最大、品种最为齐全的甾体药物生产厂家，国家计划生育药物定点生产厂家。主营业务为甾（zāi）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。公司拥有一支超过700人的制剂产品销售队伍，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。公司医院线的销售网络已覆盖全国地级市以上的主要医院，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线的销售人员管理的药店已达到6万多家。公司国际贸易部已与美国、印度、英国等30多个国家的40多家原料药加工企业、制剂生产厂家和贸易商建立了业务联系。

### （二）近3年财务数据

	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
每股收益	0.2541	0.2525	0.1935
每股收益(扣除)	0.2414	0.1800	0.1225
每股净资产	1.49	1.47	1.42
净资产收益率	17.02%	17.21%	13.67%
主营收入	11.34 亿	9.67 亿	7.65 亿
每股现金流	0.00	0.14	0.05
每股经营性现金流	0.14	0.38	0.21

### （三）董事会经营分析

#### 一、公司营业收入

报告期内公司的营业收入包括主营业务收入和其他业务收入，公司主营业务突出，近三年及一期主营业务收入占营业收入的比例平均为98.68%。

公司皮质激素(包括原料药和制剂)和妇科计生用药收入占总销售的比重较大,2006年度、2007年度、2008年度和2009年1-6月分别达到72.61%、70.20%、71.32%和74.17%,平均为72.08%。报告期内公司在皮质激素和妇科计生用药方面取得了较好的销售收入,2007年度和2008年度公司皮质激素和妇科计生用药收入分别较前一年度增加12,491.54万元和11,475.61万元,增幅分别为22.77%和17.04%。

未来公司将进一步发挥在产品组合、营销网络方面的优势,促进营业收入的增长,同时公司将通过持续产品创新,不断开发出满足市场需求的产品,形成新的收入和利润增长点。

报告期内,公司营业收入大幅增长。在经过2005年—2006年我国医药行业阶段性低迷期后,公司2007年营业收入显著增长,2007年营业收入较2006年增加20,145.87

万元,增幅达26.32%,主要原因是2007年年初以来皮质激素原料药的价格开始回升,经销商逐渐调高库存水平,公司皮质激素产品2007年度销售收入43,315.52万元较2006年度34,163.83万元增加了9,151.69万元,增幅达26.79%。

2008年营业收入较2007年增加16,672.72万元,增幅达17.25%,主要原因是公司传统的制剂主导产品——注射用维库溴铵(仙林)、含珠停、后定诺等销售保持稳定,新产品益玛欣增长迅速;同时,主要原料药地塞米松系列产品等受益于需求旺盛,销量和价格都出现上涨,销售额增长明显。

公司2009年1-6月营业收入较2008年上半年55,882.18万元增加3,412.35万元,同比增长6.11%。从产品结构来看,皮质激素、妇科及计生用药、麻醉及肌松用药均呈现一定增长。主要原因是,甾体药物主要属基础用药,需求的刚性强,公司现有产品的销量稳定,部分产品价格还保持稳步增长;同时,在经过多年努力完善销售网络后,推出的新产品与销售网络吻合度高,市场表现较好。具体分析如下:

第一，部分原料药产品价格稳步上涨。如，主导产品地塞米松 2009 年 1-6 月均价较 2008 年度均价上涨 10.41%；第二，部分原料药产品销量增加，如 2009 年 1-6 月泼尼松龙销量为该产品 2008 年全年销量的 85.48%，销售收入为 2008 年全年的 88.00%；第三，2008 年推出的新产品罗库溴铵和益玛欣胶囊在 2009 年上半年开始放量增长，而 2009 年新推出的左炔诺孕酮肠溶胶囊由于公司的计生产品销售网络健全，在市场导入阶段就取得了较好销售业绩。2009 年 1-6 月，罗库溴铵缩合物销售额为 1,355.36 万元，已超过 2008 年全年 913.59 万元的销售额；益玛欣胶囊销售收额为 2,613.83 万元，已达到 2008 年全年销售额的 78.32%。左炔诺孕酮肠溶胶囊于 2009 年初投放市场，销售量逐月快速上升，2009 年 1-6 月已实现销售收入 547.42 万元。

## 二. 公司财务状况和盈利能力的未来趋势分析

### (一) 未来影响公司财务状况和盈利能力的因素

1、行业发展状况的影响我国甾体药物行业竞争格局相对较为稳定，产品也较为成熟。随着国际医药市场原料药的生产向我国的逐步转移，以及我国国民医疗保障水平的不断提高，对甾体激素药物的需求出现刚性快速增长，因此，整个行业的盈利能力在可预见的将来都将呈现稳定增长态势。作为国内规模最大、品种最为齐全的甾体药物生产厂家，公司行业领先地位突出。公司将发挥营销网络、工艺创新等方面的优势，使公司皮质激素、妇科计生和麻醉肌松药物的产销在未来较长一段时期内保持良性增长趋势，增强公司的持续盈利能力。

2、产品结构及产品研发创新的影响公司甾体激素产品种类比较全面，并始终坚持原料药与制剂一体化的业务模式，本次募集资金投资项目也涵盖了皮质激素原料药、皮质激素制剂、妇科计生制剂和麻醉制剂的生产。原料药与制剂同一产业链条开发使得公司具有显著的制剂生产原料成本优势，将进一步扩大公司制剂产品的市场份额，使公司具备持续稳定的盈利能力，这是因为，制剂企业可通过提高品牌影响力和完善

的销售网络扩大销售规模、维护产品价格，从而保持制剂产品盈利的稳定性，减缓原料药价格下跌带来的盈利波动；另一方面丰富的制剂产品结构可以有效抵御某一细分产品市场变动给公司财务与经营带来的影响。

此外，公司多年来对甾体药物新产品的研发投入使公司形成了良好的新产品梯队，例如，进口替代新产品糠酸莫米松的批量生产、麻醉和肌松新产品罗库溴铵 2008 年的新订单投产、高效糖皮质激素原料药(环索奈德、甲基泼尼松龙、噻托溴铵)的计划建设项目等。新产品的逐步投产将使公司产品更具市场竞争力，并进一步增强公司的持续盈利能力。

3、募集资金的影响本次首次公开发行股票募集资金到位后，将较大程度地增加公司资产规模，改善公司资产负债结构。募集资金投资项目建成后，公司将在扩大原有皮质激素产品生产规模的同时，投产高端产品(糠酸莫米松等)来替代进口，另一方面投产高附加值的新产品(非那雄胺片、复方戊酸雌二醇、甲磺酸罗哌卡因等)，进一步丰富公司主营产品种类，优化产品结构，使公司产品更具有竞争力，增强公司的盈利能力和抗风险能力。

4、产品国际认证的影响报告期内公司通过加快产品的国际注册认证，使公司外销收入逐年增加。国外客户的认可和国际合作的逐步开展，在扩大公司出口量的同时，也进一步提高了出口业务的附加值。目前公司已在 6 个国家或地区总计 23 种产品取得了国际认证，另有 12 种产品正在准备申请美国 FDA、欧洲 COS 认证。2008 年 9 月和 2009 年 2 月，美国 FDA 和欧洲 EDQM 的专家对公司产品质量体系进行了现场检查。公司产品国际认证工作的显著进展将有助于公司未来高端原料药产品出口的快速增长，进一步提升公司在国际医药市场的竞争力。

5、企业所得税政策变化的影响公司 2006 年度和 2007 年度企业所得税按照 33%的税率计缴，缴纳的企业所得税分别为 2,859.03 万元和

3,707.59 万元。2008 年度根据浙江省科技厅《关于认定杭州科澜信息技术有限公司等 349 家企业为 2008 年第三批高新技术企业的通知》

(浙科发高[2008]362号), 公司被认定为高新技术企业。根据所得税法相关规定, 2008 年度本公司享受所得税优惠政策, 所得税税率为 15%, 公司 2008 年缴纳的企业所得税为 2,745.95 万元。此外, 公司的工资薪金、公益性捐赠、研发费用等支出在计算应纳税所得额时的扣除调整, 这都将降低公司的税赋水平, 从而增加公司的税后利润。

## (二) 财务状况和盈利能力发展趋势

1、资产状况发展趋势公司 2009 年 6 月 30 日固定资产占总资产的比例为 23.86%, 主要包括生产所需的机器设备和厂房建筑物等。由于公司计划在未来二年继续扩大生产规模, 并进行生产设备的技术改造和升级, 公司的固定资产规模将持续增长。同时, 流动资产也将随着资产总额和销售收入的增加而相应增加。公司未来将继续坚持原料药与制剂一体化的业务模式, 开发具有良好资信和雄厚实力的客户, 使销售状况、现金流量维持良好状态, 进一步提高公司资产周转能力。

2、负债状况发展趋势本次首次公开发行募集资金到位后将降低公司资产负债率, 改善公司资产负债结构, 提高公司债务融资能力, 公司未来将根据生产经营需要, 保持合理的资产负债结构。

3、销售收入发展趋势随着市场对甾体药物需求的快速增长, 公司面临良好的发展机遇, 公司一方面凭借已建成的健全的营销网络与高效的销售团队进行国内市场开拓, 提高市场占有率, 增加销售收入; 另一方面通过加快国际注册认证和开展国际合作提高出口业务附加值, 扩大出口量。目前公司产品已经获得国外客户的认可, 已具备一定的国际竞争力, 公司出口销售业务将得到更快的发展, 并成为推动公司营业收入快速增长的主要动力之一。

4、盈利能力可持续性分析公司管理层认为，未来公司的业务将稳步增长，盈利能力具有可持续性：

(1) 现有主导产品的盈利稳定。公司现有的主导产品都属基础用药，需求刚性强。如，原料药地塞米松系列产品、泼尼松系列产品，制剂维库溴铵(仙林)、含珠停、后定诺等都已使用多年，医生的用药习惯已形成，市场需求稳定。目前同行业竞争对手少，行业竞争格局不会发生大的变化。因此，公司管理层认为，未来较长时间内这些产品的销售量和盈利水平不会重大不利变化。

(2) 新的利润增长点不断出现。近年来，公司已成功开发出多项新产品，如益玛欣、芙美松、罗库溴铵、左炔诺孕酮肠溶胶囊和克林霉素凝胶等。凭借公司的销售网络优势和良好的产品质量，这些产品已成为公司新的盈利增长点。

(3) 新医改将扩大公司产品的销售，并降低销售费用。公司产品主要为基本用药，大部分主导产品市场占有率居领先地位，部分产品独家生产，因此，公司产品进入基本药物的比例将非常高。而基本药物制度的推行将淘汰一部分规模小、质量保障体系差的企业，这将会进一步增加公司产品销量。由于公司产品市场占有率高甚至独家生产，公司的成本将成为国家定价的主要参考基础，公司的利润能得到有效保证。此外，列入基本药物目录后，公司将可以节省大量销售费用。

(4) 国际认证将提高公司原料药的盈利水平。2008年9月和2009年2月，美国FDA、欧洲EDQM分别对公司进行了全面现场检查。2009年4月2日公司四种药品获得美国FDA认证。随着公司获得FDA认证和COS认证产品的增加，未来公司原料药出口业务的盈利水平将显著提高。

## 二、数据统计

### (一) 所属板块及整个市场估值

板块名称	市盈率 (TTM, 整体法)	预测市盈率 (整体法) 2010	预测市盈率 (整体法) 2011	市净率(整体法)
全部 A 股	26.36	19.18	15.88	3.54
上证综合指数成份	23.94	17.91	14.93	3.28
沪深 300 成份	23.53	17.47	14.74	3.31
医药制造业	34.74	26.52	22.36	5.48

数据来源：大通研发中心、wind

### (二) 近期股本大小相似股票上市首日平均涨幅比较

证券代码	证券简称	首发上市日期	首发数量万股	首发价格元	首发 PE	现金申购中签率	首日平均涨幅
002329	皇氏乳业	2010-01-06	2700	20.1	67	0.51%	41.49%
002330	得利斯	2010-01-06	6300	13.18	50.69	0.41%	69.12%
002331	皖通科技	2010-01-06	1400	27	58.52	0.36%	58.12%
				平均值	58.74	0.42%	56.24%
002332	仙琚制药	2010-1-12	8540	8.2	45.56	0.31%	/

数据来源：大通研发中心、wind

## 三、首日估值预测及分析

### (一) 与股本大小相似公司首日相比较

从近期上市的股票首日涨幅来看，平均值在 56%。根据仙琚制药首发价格、首发 PE、首发网上中签率的参考分析，以及近期股本大小相似股票上市首日平均 56% 的涨幅的参照，我们认为其首日涨幅大约在 90-110%，相对应价格为 15.58-17.22。

## （二） PE 估值

从发行 45 倍 PE 来看，显然高出市场 24 倍 PE。因此从整个市场角度看属于偏高估。从其所属的医药制造业板块 34 倍的 PE 来看，属于相对高估。如果按照首日 90 倍 PE 来计算，首日涨幅大约为 100%，相对应股价为 16.4 元。

综合来看我们给予仙琚制药首日涨幅区间 **90%-110%**，相对应波动价格区间为 **15.58-17.22 元**。

## 四、风险因素分析

### （一）对外担保的风险

根据公司与浙江伟星集团有限公司、升华集团控股有限公司、浙江省耀江实业集团有限公司分别签订的借款互保协议，公司与该三家公司的互保额度合计为 5.50 亿元。其中，公司与浙江伟星集团有限公司（包括双方的控股子公司）互保金额上限为 2 亿元，与升华集团控股有限公司互保金额上限为 1 亿元，与浙江省耀江实业集团有限公司（经对方同意并提供反担保，担保对象可包括双方母公司及控股子公司）互保金额上限为 2.5 亿元。截至 2009 年 6 月 30 日，公司为浙江伟星集团有限公司、升华集团控股有限公司、浙江省耀江实业集团有限公司实际提供担保金额合计为 3.14 亿元，该三家公司为公司实际提供的担保金额为 4.38 亿元。浙江伟星集团有限公司注册资本 16,800 万元人民币，主要经营纽扣及服装辅料、新型建筑材料、市政施工、光学镜片等业务，并持有台州高速公路、国泰君安证券、临海信用社等股权，系上市公司浙江伟星实业发展股份有限公司（002003，SZ）的控股股东。截至 2009 年 6 月 30 日，该公司总资产 426,855.43 万元，净资产 86,919.27 万元，2009 年 1-6 月净利润 3,334.26 万元（未经审计）。升华集团控股有限公司注册资本 8,054.29 万元人民币，通过 40 余家控股子公司从事生物与精细化工、装饰装潢材料、木材制品等产品的生产经营，系上市公司升华拜克（600226，SH）的控股股东。截至 2009 年 6 月 30 日，该公司总资产 534,624.08 万元，净资产 80,661.76 万元，2009 年 1-6 月净利润 12,019.62 万元（未经审计）。浙江耀江实业集团有限公司注册资本 8,500 万元人民币，是一家以房地产为主导、多业并举的多元化产业集团，系上市公司海德股份（000567，

SZ) 的间接控股股东(通过下属子公司海南祥源投资持股)。截至2009年6月30日,该公司总资产151,038.29万元,净资产67,040.27万元,2009年1-6月净利润2,783.60万元(未经审计)。在当前融资渠道单一的形势下,公司需要借入银行借款满足生产经营的需要。目前银行发放贷款普遍要求提供财产抵押或担保,公司通过选择经济实力较强、资信水平较高的互保对象来满足部分银行的贷款要求。公司与以上三家企业互保,使承担的责任不超过享受的权利;同时,公司对所有对外担保的主债务合同的履行保持持续跟踪,努力避免对外担保可能对公司带来的负面影响。虽然三家公司的经济实力较强,公司已与其分别签定互保协议,并严格监控担保对象的日常经营与财务状况,但该担保事项仍将对公司形成潜在风险,公司面临对外担保风险。

## (二) 原料药价格波动的风险

皮质激素类原料药为公司的主要产品类别之一。报告期内,皮质激素类原料药的销售收入占公司主营业务收入总额的比例约为三分之一左右。皮质激素类原料药价格在2003年创出历史高位,在2006年医药行业整体经营环境不佳的背景下,皮质激素类原料药价格跌到阶段性底部。以皮质激素原料药的代表性品种地米松为例,2003年最高价超过14,000元/千克(不含增值税,下同),2006年末跌破6,000元/千克,2008年末上涨到近9,000元/千克,2009年6月末价格达到9,300元/千克。在我国医药行业面临“新医改”推行等诸多有利因素的背景下,预计未来需求会增加,皮质激素类原料药价格会进一步回升。尽管如此,如果未来原料药价格再次出现较大幅度下滑,公司的收入及盈利水平会受到一定影响。公司的皮质激素原料药生产规模居国内第二位。公司长期从事甾体药物的生产和销售,产品质量稳定,市场美誉度高。凭借公司的市场地位和品牌影响力,公司在主要原料药产品定价方面具有一定的市场主导权。公司将通过以下措施规避原料药价格波动的不良影响:

- 1、进一步完善业务模式。公司已形成了原料药和制剂一体化经营的业务模式,报告期内公司的制剂产品销售收入占主营业务收入的比重超过50%。报告期内公司的制剂产品价格保持稳定,有效提高了公司盈利水平的稳定性。
- 2、加大国际认证工作力度,提高原料药产品出口盈利能力。目前公司总计有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种产品取得了

欧洲COS认证。公司将通过加大国际认证工作力度，让更多产品进入国际高端市场，提高原料药产品出口的盈利能力。

3、开发新产品，提高盈利水平。公司将不断加大新产品开发力度，通过开发技术含量高的高级皮质激素原料药，避开低端产品的激烈竞争。本次募集资金拟投资的高级糖皮质激素系列原料药固定资产投资项目生产的甲基泼尼松龙、环索奈德和噻托溴铵直接替代进口产品，市场价格和毛利水平较高，实施后将有效提高公司原料药的整体盈利水平。

4、内部挖潜，降低生产成本。公司通过内部挖潜不断降低成本，减少原料药价格波动对公司盈利的影响。公司已形成完善的内部挖潜考核奖励制度，鼓励各车间改进工艺、降低成本。

### （三）原材料依赖风险

公司主要产品的原材料为双烯。目前我国甾体药物的起始原料为黄姜，通过对黄姜进行加工提取皂素，并进一步加工成双烯或沃氏氧化物供甾体原料药生产厂家使用。因此，黄姜是生产甾体药物的重要药源植物。我国甾体原料药行业目前的产品生产工艺都是基于黄姜为起始原料，黄姜供应状况的变化直接影响到甾体原料药厂家的生产经营和成本。二十世纪末以前，国内生产甾体药物的药源以野生黄姜为主。随着我国甾体药物产业的快速发展，野生黄姜被大量采挖，资源越来越少，黄姜收购价格迅速上升，导致双烯价格最高上涨到2002年的92万元/吨。近几年人工种植黄姜技术推广成功，黄姜供应充足，双烯价格随之下跌，最低下跌到2006年的32万元/吨。但双烯价格的下跌影响到黄姜的种植，在价格下跌后，黄姜的主产地陕西和湖北已出现农民减少种植的情况，受供应减少、市场需求增加和环保要求提高等因素影响，双烯价格逐年回升，2009年6月末价格达到60.50万元/吨。黄姜供给量和价格的波动会对公司的生产经营和成本产生一定的影响。

2002年双烯价格高，主要的原因是我国甾体药物行业在二十世纪八、九十年代得到了快速发展，而此前的植物药源以野生黄姜为主。野生黄姜被大量采挖后，资源越来越少，黄姜收购价格迅速上升。到本世纪初，黄姜的人工种植技术研究成功，黄姜的人工种植逐渐推广，供应增加后原料价格开始回落。

2006年双烯价格出现最低点，原因是双方面的。一是黄姜供应过剩，另一方面

2005 年-2006 年我国医药行业全行业不景气，需求减少。从2006 年下半年到目前，双烯价格呈现恢复性上涨趋势。未来原料价格的上涨存在有效的市场制约机制。起始原料——黄姜已解决了人工种植的问题，价格上涨会刺激农民增加种植面积，市场供应会增加。业内的粗略测算是，双烯价格达到55 万元/吨时，因为土壤和气候的关系，陕南和鄂西北山区种植黄姜比种植其它任何作物的经济价值都高。可以认为，由于解决了人工种植问题，黄姜的资源稀缺性消失，黄姜的价格一定程度上存在“天花板”。防止黄姜种子退化引发产量和含量的降低，中国科学院西北植物研究所已成功研究出黄姜3 号等新品种，新品种的产量和含量都显著提高，为进一步改善黄姜的供应提供了保证。

公司参股的阳光生物曾主要从事黄姜后续产品的开发。目前该公司已掌握了成熟的皂素、双烯及其衍生物的生产工艺。如果未来双烯供应再度出现紧张，公司可以通过阳光生物进行技术输出，在黄姜产地设厂或与当地企业合作的方式，稳定公司的原料供应。

此外，作为一项战略性储备，公司一直在进行双烯替代物的研究，目前已开发出豆甾醇替代双烯作为甾体激素起始原料技术。该项技术储备有利于公司进一步抵御黄姜市场发生不利变化的影响。

#### （四）非经常性损益较高的风险

2006 年、2007 年、2008 年和2009 年1-6 月，公司归属于母公司股东的非经常性损益净额分别为1,817.36 万元、1,855.87 万元、324.36 万元和437.70万元，占同期归属于母公司股东净利润的比例分别为36.69%、28.71%、4.99%和11.48%。公司2006 年和2007 年的非经常性损益较高，2008 年已大幅下降；2009年1-6 月归属于母公司股东的非经常性损益较2008 年增加113.34 万元，主要系公司在2009 年1-6 月集中收到县政府各项政策性补助和科技、节能奖励。2006 年、2007 年、2008 年和2009 年1-6 月，公司扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别为3,135.62 万元、4,607.78 万元、6,179.41 万元和3,375.66 万元。报告期内公司主营业务持续、显著增长。报告期内，公司的非经常性损益主要是处置已计提减值准备的下属公司股权产生收益、收到政府的科技、计生产业补贴以及实施新会计准则的影响。处置经营状况不好的下属公司股权，使公司能集中资源专注优势业务。公司收到的政府补贴，分别为科技项目补助经费、计划生育

新药产业化专项款、县域经济贡献奖励、新产品补助等，主要是公司的计生产品享受国家政策优惠和研发活动得到政府支持。非经常性损益金额较大的2006年和2007年主要明细如下：

2006年非经常性损益主要包括：控股子公司仙琚置业转让已计提减值准备的北京兴业89%股权实现股权处置收益1,898.11万元、转让仙乐药业45%股权实现收益124.29万元、收到政府补助613.39万元以及一些营业外支出。2007年非经常性损益主要包括：出售解除限售股票收益1,087.80万元、公司按新企业会计准则规定冲回职工福利费年初余额调减管理费用700.95万元、兴业公司与仙琚医院归还欠款使公司冲回个别认定超额计提的坏帐准备708.55万元、收到政府补助225.30万元。

#### （五）短期偿债压力较大的风险

2009年6月30日，公司资产负债率（母公司）为64.58%，公司负债总额为81,089.14万元，其中流动负债76,089.14万元，占负债总额的93.83%，短期借款53,069.66万元，占负债总额的比例为65.45%。2006年末、2007年末、2008年末和2009年6月30日，公司流动比率分别为0.96、1.02、0.98和0.97，速动比率分别为0.64、0.70、0.65和0.65，两项指标都较低。公司存在短期偿债能力不足的风险，并可能限制公司进一步债务融资的能力。

#### （六）产品外销风险

公司生产的地塞米松、醋酸泼尼松、地塞米松磷酸钠等原料药出口世界多个国家和地区，其中包括亚洲的印度、巴基斯坦等国以及欧美国家。2006年、2007年、2008年和2009年1-6月，公司出口金额分别为14,774.63万元、22,978.04万元、23,565.02万元和12,365.37万元，占公司主营业务收入的比例分别为19.56%、23.95%、21.32%和20.85%。海外市场的不利变化，会对公司的经营造成一定负面影响。与一般商品相比，各国对药品进口的管制较严，出口药品必须符合进口国的质量标准要求以及客户对生产管理和质量标准的更高要求，并且质量标准有越来越高、检验越来越严格的趋势。相对而言，发展中国家对质量要求较低，以价格要求为主，并且计划执行性较差，使公司运作成本增高，利润空间不断受到挤压；而欧美发达国家普遍资信较好，合作期限长，计划执行性好，价格高，但对药品质量管理工作要求很高，必须通过美国FDA、欧洲COS的质量认证。目前公司

已有4个产品通过美国FDA认证、2个产品通过欧洲COS认证、1个产品通过韩国KFDA认证、9条制剂生产线通过哥伦比亚认证，9种产品通过印度认证、5种产品通过伊朗认证，另有12个产品正准备申请FDA和COS认证。随着通过国际认证产品数量的增加，公司出口市场的范围将不断扩大。此外，加入WTO后，我国凭借在化学原料药领域的生产和人力成本的优势，成功地开拓了国际市场。部分国内企业为了抢占国际市场份额竞相压价，造成低价恶性竞争，大量廉价产品涌入国际市场，使国外反倾销、反垄断诉讼此起彼伏。由于我国反倾销预警机制不健全，公司也缺乏相应的经验，可能存在的反倾销调查使公司的外销面临一定的不确定性。

#### （七）行业政策风险

医药行业的产品关系到使用者的生命安全，各国都实施严格的监管。对医药行业的监管固然增加了进入壁垒，有利于现有制药企业的规范化发展，但同时也会可能加大企业的经营成本。如果监管部门提高药品质量标准和药品生产环境标准，发生诸如延长新药临床试验期、试生产期、增加临床案例数，或重新审核生产资格的情况，将使新药研制的投入增加，或生产改造的投入增加，甚至可能因不及时更新改造而丧失重新获得生产经营的资格，从而对公司的生产经营带来不利影响。此外，国家还对部分药品价格进行限制，加大了企业经营风险。国家为了保护患者的利益，对药品价格实行政府定价与市场调节价相结合的原则。实行政府定价的药品，限于列入国家基本医疗保险药品目录的药品及其它生产经营具有垄断性的少量特殊药品（包括国家计划生产供应的精神、麻醉、预防免疫、计划生育等药品）；政府定价以外的其它药品，由经营者自主定价。从1997年开始，国家已连续进行药品降价。由于药品价格的限制，原材料价格变动与产品价格变动可能出现不同步的情况，因此一旦原材料价格上涨，而产品销售价格被降低，将可能导致产品利润水平的下降，从而给生产经营带来一定风险。

#### （八）环保成本增加的风险

公司生产过程中会产生废水、废气和废渣，若处理不当会污染周边环境。公司高度重视环境治理，已通过了浙江省环科环境认证中心ISO14001认证。公司采取积极的环境保护政策，实施源头控制、工艺改进、综合利用的环境治理思路。通过调整产品结构和生产布局，改进工艺，降低消耗，推行清洁工艺，从源头控制排放总量。对废液、废气等采取综合回收利用方法，变废物为资源。公司已严

格按照有关环保法规、标准对生产过程中产生的污染物进行了治理,公司的废水、废气和废渣的排放均达到了国家规定的环保标准,2007年公司被评为浙江省绿色企业,为浙江省当年唯一上榜的化工类企业。尽管如此,如果未来国家和地方政府进一步提高环保标准,将会导致公司需要加大环保投入,从而会提高公司经营成本,影响公司经营业绩。

### (九) 募集资金投向风险

#### 1、项目实施风险

本次募集资金投资项目共投资50,020.00万元。在项目投资决策过程中,公司已聘请有关专业机构对市场、工艺技术方案、设备选型、工程方案、环保、财务等因素进行了充分论证和预测分析,但不排除由于预测分析的偏差以及项目实施过程中的一些不确定因素,造成投资风险的可能性。例如,在项目实施过程中,可能存在因工程进度、工程质量、投资成本发生变化而引致的风险;同时,竞争对手的发展、药品产品价格的变动、市场容量的变化、新的替代产品的出现、宏观经济形势的变动以及销售渠道、营销力量的配套措施是否得力等因素也会对项目的投资回报和预期收益产生影响。发行人自公司设立以来,一直致力于甾体类原料药和制剂的研发、生产与销售,积累了丰富的药品研发、生产和质量控制经验。

#### 2、新项目产能扩大与市场销售拓展匹配的风险

本次募集资金拟投资项目建成并达产后,公司的产能将显著增加。尽管公司新增产能的产品与公司现有产品高度相关,且技术较为成熟,可实现市场、品牌、服务、基础技术等资源共享,但项目投产后,仍会存在由于市场需求的变化、竞争对手能力增强等原因而导致的产品销售风险。本次募集资金项目主要依据公司销售网络的覆盖领域确定,具备较好的销售基础。公司高度重视销售市场的拓展,成立了专业的销售公司,已在全国建立起了完善的生殖健康产品、OTC产品和麻醉产品的销售网络。公司将加强销售团队的建设和管理,不断提高销售网络的销售能力。

#### 3、因折旧摊销费用大幅增加而导致利润下降的风险

截至2009年6月30日,公司固定资产净值合计为28,732.82万元,本次募集资金投资项目全部完成后,将增加固定资产约43,720万元,按目前公司折旧政策,每年增加折旧费用3,630.52万元。因此,如果募集资金投资项目不能如期达产并实现

经济效益，公司将面临因折旧及摊销大量增加而导致短期内净利润下降的风险。

#### （十）汇率波动风险

2006年、2007年、2008年和2009年1-6月，公司自营出口额占公司主营收入的比例分别为19.56%、23.95%、21.32%和20.85%。公司出口主要以美元结算。截至2009年6月30日，公司持有外币银行存款51.83万美元，按当日外汇基准价（美元6.8319）共折合人民币354.07万元；以外币结算的应收账款余额为563.87万美元、17.80万港元，按当日外汇基准价（美元6.8319、港元0.8815）共折合人民币3,868.03万元。自2005年7月21日起，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，人民币汇率开始逐步升值。截至2009年6月30日人民币汇率中间价已经升为100美元兑换683.19元，自汇改以来累计升幅较大。人民币升值将直接影响到公司外币存款、外币债权的价值，并给公司出口产品在国际上的竞争力带来负面影响，给公司的出口业务带来一定风险。

#### （十一）行业竞争加剧的风险

与我国医药行业整体发展状况相似，目前我国甬体药物行业主要以仿制药为主。加入WTO后，国外知识产权在国内的受保护程度逐渐增强，仿制国外新品种的空间变小，先进工艺和处方的选用也受到更多限制，从而可能会影响公司乃至国内大多数医药企业新产品的仿制、开发。并且，我国药品知识产权保护政策进一步与国际接轨。新的药品管理办法对新药的保护由行政保护转为专利保护，取消了原有对新药根据类别给予一定行政保护期的做法。这使大批企业纷纷涌入仿制药品领域，同品种制剂生产企业数量大幅增加，国内药品同质化竞争日益加剧。此外，加入WTO后国外厂商进入我国市场的途径更为畅通。国内医药市场强劲的增长势头和巨大的发展潜力吸引了国外制药企业进驻我国市场，一批知名的大型跨国制药企业不仅投资设厂，而且设立中国研发中心，将中国市场作为新的业务增长点，与全球同步在中国申请新产品专利注册和上市注册。由于国外企业在长期新药研发过程中积累了丰富的成果，国内企业面临更大的市场竞争压力。

#### （十二）管理风险

本次公开发行股票后，公司总资产和净资产将大幅度增加。新增两个生产厂区，其中，高级糖皮质激素原料药项目位于浙江省临海市沿海工业区，制剂产品项目位于仙居县现代工业集聚区。资产规模的快速扩张，将在资源整合、科研开发、

生产管理、市场开拓等方面对公司管理层提出更高的要求，增加管理与运作的难度。如果管理层的业务素质和管理水平不能适应公司规模迅速扩张的需要，组织模式和管理制度未能随着公司规模的扩大而及时调整与完善，将给公司带来一定的管理风险。公司作为一家位于浙东南丘陵地区的生产型企业，长期致力于原料药及制剂的生产与销售，人力资源建设也主要围绕着产品的生产和销售而进行。随着企业经营迈上新的台阶，公司对研发、营销、品牌管理等方面的高端人才需求大增。公司已开始从多方面着手解决人才瓶颈问题。一是建立持续的内部培训制度，充分利用公司多年积累的资源，由内部讲师和外聘专家对员工进行技术、生产等方面的培训；二是内部选拔和外部招聘双管齐下，大胆启用表现突出的年轻员工，充实管理队伍；三是根据高端人才所从事工作的特点，将部分职能机构外迁，以增强公司对高端人才的吸引力。但如果公司不能有效吸引所需要的高端人才，则公司业务的进一步发展会受到影响。

#### （十三）对核心技术人员依赖和核心技术失密的风险

公司主导产品的核心技术及相关技术人员是公司生存发展的重要基础。公司拥有的核心技术是通过自主或合作研发，拥有技术的所有权和独家使用权。随着间和地区间人才竞争的日趋激烈，若核心技术人员流失，将给公司生产经营和产品研发带来较大的负面影响。虽然公司已与核心技术人员、重要岗位的核技术工人、合作研发单位均签署了技术保密协议，但如果技术人员或合作单位违反职业操守，公司技术仍存在泄密或者被盗用的可能。即使公司借助司法程序寻求保护，但也必须为此付出人力、物力及时间成本，会给公司的业务发展带来不利影响。

#### （十四）新产品开发风险

医药行业新产品开发周期长、风险高。新药的研制需要经历合成提取化合物、生物筛选药理毒理等临床前试验，制剂处方研制及稳定性试验，生物利用度测试和放大试验，直到用于人体的临床试验，以及注册上市和售后监督。环节多，过程长，容易受到一些不可预测因素的影响，新药研制的风险大。新药的市场化投资也很大，公司可能会面临前期的投入不能取得预期效果的风险。并且，外部环境、气候、技术工人熟练程度等因素也影响新开发产品规模化生产的实现。此外，在新产品研发的过程中，还存在被他人抢先注册、开发成功后市场需求不足等风险。

#### （十五）安全生产风险

公司生产过程中使用有机易燃易爆溶剂，若使用管理不当易造成火灾或爆炸事故；如工人操作不当或设备老化失修，可能导致安全事故的发生，从而影响公司的正常生产经营。公司地处中纬度亚热带地区，年平均雷暴天数86天，平均台风次数2次，雷击、强台风袭击以及伴随而来的山洪等，容易给公司造成意外损失。公司已购买了相应的财产保险，以减轻意外事故的经济影响。公司制定了专门的管理制度以及应对安全事故的预案，并就安全生产对公司全体员工进行定期培训，对新工人进行上岗前安全教育，讲解本岗位安全注意点和应急处理方法。公司每年均对主要生产设备进行大修，强化工程设计中防火、防爆、防腐、防毒要求，严格执行安全生产操作规范，至今未发生重大安全事故。公司根据自身的生产特点，制订了岗位责任制、安全监督、安全考核等一系列行之有效的安全管理规章和制度，并在生产经营中严格贯彻执行，使安全生产的风险降低到最低程度。针对自然灾害容易造成的破坏，公司从工程设计阶段对所有建筑物都配备了防静电避雷装置，对重点车间、仓库和总电源等建筑适当提高地基的水平标高。公司制定了专门的抗洪抢险预案，对供电实行双线保障，以确保将自然灾害对公司经营造成的影响降到最低。

**—正文完毕—**

## ● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级, 这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为:

### 公司评级标准

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业投资评级标准

增持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

## ● 免责声明

本报告信息均来源于公开资料, 我对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的, 还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司