

特色营销为优秀产品护航

誉衡药业 (002437)

建议询价区间: 46.90 元-53.60 元

新股定价报告

2010 年 6 月 2 日 星期三

东海证券医药研究小组

袁舰波

执业证书编号: S0630208010052

医药生物行业 高级分析师

021-50586660-8628

屈跌

执业证书编号: S0630208010053

医药生物行业 分析师

021-50586660-8643

联系人: 李惜浣

010-59707110

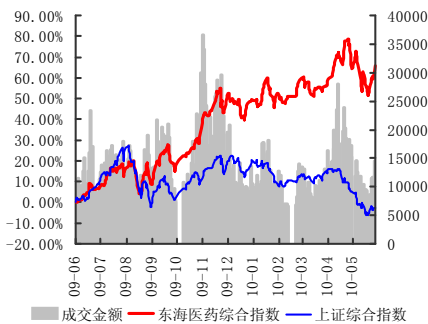
发行数据

发行前总股本(万股)	10500
本次发行股数(万股)	3500
发行后总股本(万股)	14000

发行后股权结构

朱吉满	41.46%
白莉惠	12.76%
王东绪、蔡天等 5 人	20.78%
社会公众股	25.00%

医药行业相对上证综指走势图



投资要点

- 公司是一家民营创业型公司,朱吉满和白莉惠夫妇共同间接持有公司 54% 股份。公司的主营业务包括制药业务和代理业务,自产产品鹿瓜多肽注射液和注射用盐酸吉西他滨为公司的核心产品。
- 公司拥有较完善的产品梯队:一线产品鹿瓜多肽注射液是骨折愈合药物中的一线品种,与其他竞争产品相比具有较高的安全性和更广的适应症范围;二线产品注射用盐酸吉西他滨的专利纠纷制约已基本解除,有望从 10 年开始迅速放量;即将上市的新产品头孢米诺钠市场前景广阔、有望成为公司新的利润增长点;银杏内酯 B 注射液、注射用秦龙苦素等后续品种,作为中药 1 类新药和十一五重大新药创制项目也极具发展潜力。
- 公司拥有专业的职业经理人团队、采用代理制和直销制结合的营销模式,通过电话招商团队(T)+驻地招商团队(R)+医院终端学术推广(P)的方式对代理商形成了特色的“专卖店式”管理模式,使公司具有了出色的处方药营销能力。在此基础上发展的代理业务增速迅猛,目前公司已成为 16 个品规产品的全国总代理。
- 公司本次 IPO 计划公开发行人民币普通股(A 股)3500 万股,集资金到位后,将分别用于公司 GMP 技改项目和异地扩建项目。
- 我们预测公司 2010-2011 年 EPS(摊薄)分别为 1.34 元和 1.87 元。考虑到公司未来良好的成长性,综合医药上市公司平均估值水平,我们认为公司的合理价位在 46.90 元-53.60 元,对应公司 2010 年的 EPS 市盈率分别为 35-40 倍。

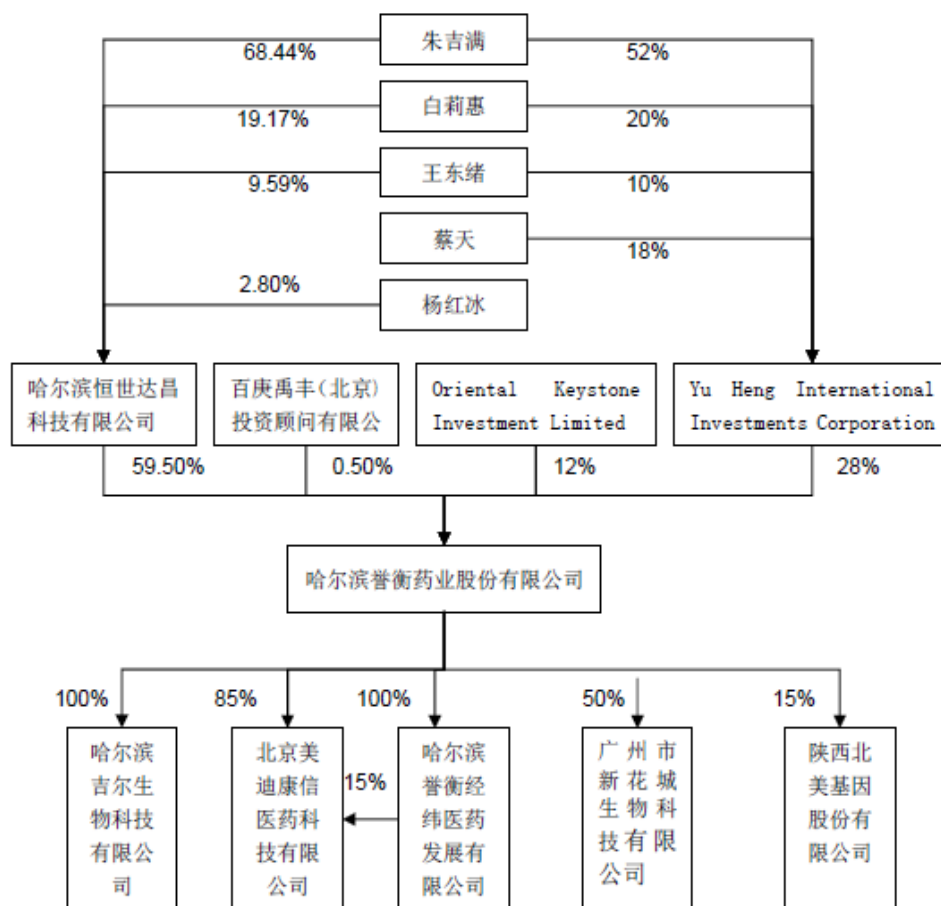
1、公司基本情况

1.1 公司股权结构

本次发行前，哈尔滨恒世达昌科技有限公司持有公司 59.50% 股份，是公司的控股股东；公司董事长朱吉满通过哈尔滨恒世达昌科技有限公司和誉衡国际投资公司间接持有公司 55.28% 的股份，是公司的实际控制人。公司是典型的民营创业型企业，朱吉满和白莉惠夫妇间接持有公司 72.29% 的股份。

本次计划发行 3500 万股，发行后总股本为 14000 万股。本次发行后，朱吉满仍间接持有公司 41.46% 的股份，为公司的实际控制人。

图 1: IPO 前誉衡药业股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

1.2 公司主营业务

公司主要从事化学药品的研发、生产和销售，主营业务包括 23 个品种的制药业务和 18 个品种的代理业务，产品涉及骨科、抗肿瘤、心脑血管、抗生素等领域。

公司的主导产品为鹿瓜多肽注射液和注射用盐酸吉西他滨，分别用于治疗骨科和肿瘤疾病，2009 年鹿瓜多肽注射液和注射用盐酸吉西他滨的销售收入和毛利占公司总销售收入和毛利的比例分别为 49.25%和 75.97%，是公司利润的主要来源。

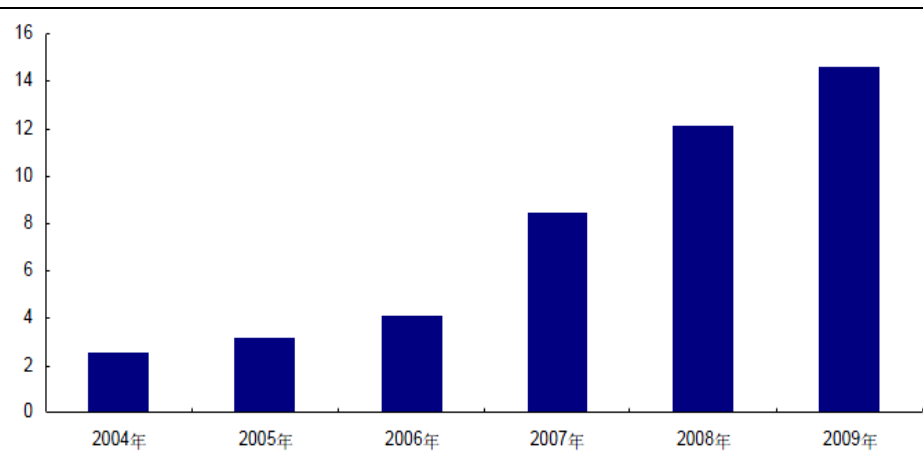
2、骨科用药领域

公司主导产品鹿瓜多肽注射液为骨科类处方药，是由梅花鹿四肢骨和中草药甜瓜籽经分离、提纯制成的复方制剂，临床上主要用于骨折后愈合，同时可用于创伤修复、风湿及类风湿、肌肉骨骼系统流行病和骨质疏松等疾病。

2.1 骨折愈合注射剂市场规模

随着我国人口老龄化的加速，骨折的发病率逐年增加，骨折愈合用药的需求也随之迅速上升。骨折愈合注射剂市场规模已由 2004 年的 2.50 亿元上升至 2008 年的 12.15 亿元，复合年增长率超过 25%；2009 年的市场规模近 15 亿元，08-09 年的增长率分别达到了 106.9%和 44.49%。

图 2：2004-2009 年我国骨愈合注射剂市场规模

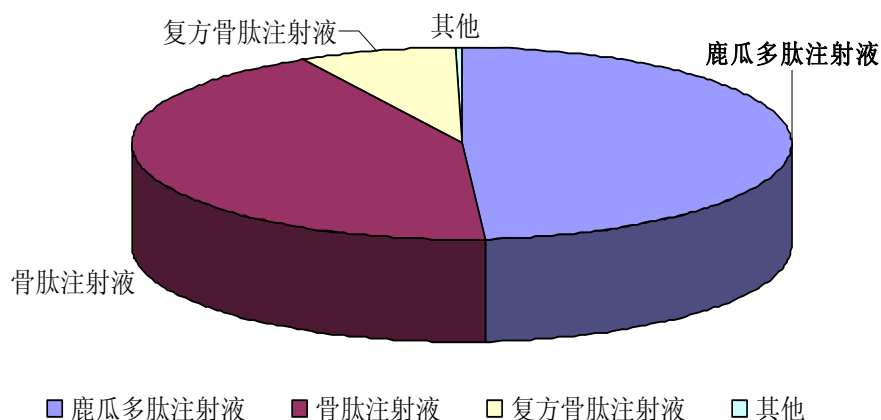


资料来源：健康网，东海证券研究所；单位：亿元

2.2 骨折愈合注射剂市场竞争情况

我国骨折愈合注射剂市场产品较少，目前市场上销售的品种只有五个，分别为：骨肽注射液、鹿瓜多肽注射液、复方骨肽注射液、硫酸软骨素 A 注射液和谷康泰灵注射液。其中，骨肽注射液、鹿瓜多肽注射液和复方骨肽注射液占据了较大的市场份额。

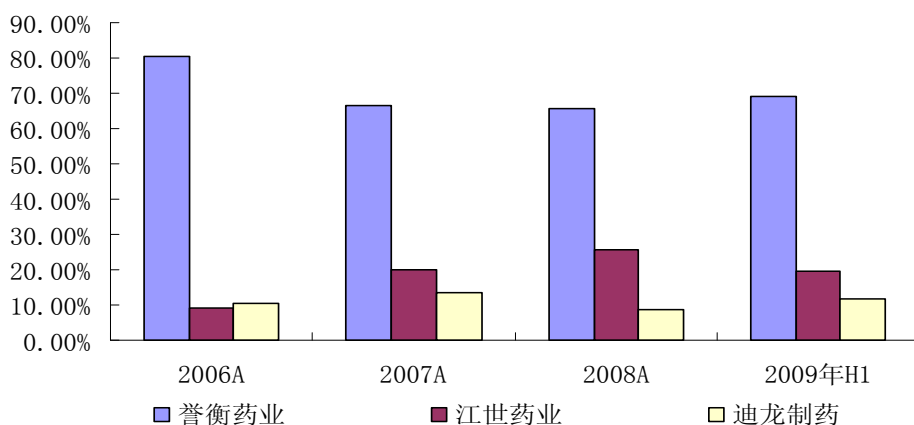
图 3: 2008 年我国骨折愈合注射剂市场构成图



资料来源: 公司招股说明书、东海证券研究所

鹿瓜多肽注射液作为骨折愈合注射剂市场中最大的品种，目前仅有黑龙江迪龙制药、黑龙江江世药业和誉衡药业三家企业生产，而公司产品的市场份额占有绝对优势。

图 4: 2006-2009 上半年样本医院鹿瓜多肽各企业市场份额



资料来源: 公司招股说明书、东海证券研究所

2.3 公司产品的竞争优势

公司主导产品鹿瓜多肽注射液作为骨折愈合药物中的一线品种，于 2005 年获得了制剂及制备方法专利，2007 年获得国家发改委的单独定价权，2009 年进入国家医保乙类，使得公司产品在技术、价格以及销售推广中具有明显优势。

鹿瓜多肽注射液与主要竞争产品为骨肽注射液和复方骨肽注射液相比，

鹿瓜多肽注射液属于高端产品，而骨肽注射液和复方骨肽注射液属于中低端市场。此外，国家药品不良反应监测中心于2010年3月通报了骨肽注射液和复方骨肽注射液严重过敏反应情况，公司产品在安全性上更具有竞争优势。

3、抗肿瘤药领域

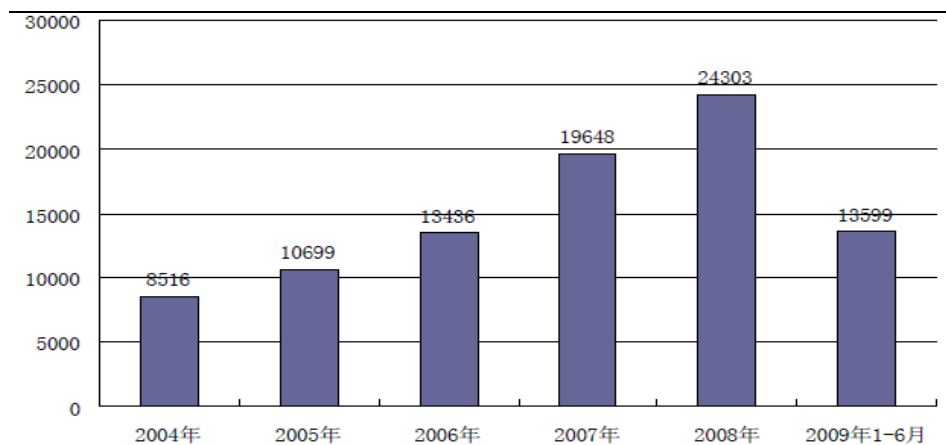
受生活环境、工作压力等因素影响，我国肿瘤发病率每年以3%-5%的速度提高，随之带来的是抗肿瘤药物市场规模的逐年扩大，南方医药经济研究所预计，2009年我国抗肿瘤药物市场销售规模将超过220亿元。

抗肿瘤药物根据其作用机理通常可划分为烷化剂类、抗代谢药类、植物药成分抗肿瘤药、抗生素类、激素与抗激素类、金属铂类、中成药类以及其他抗肿瘤药八类。公司主导产品注射用盐酸吉西他滨属于抗代谢药物类，主要用于治疗胰腺癌和非小细胞肺癌。

3.1 盐酸吉西他滨市场规模

根据健康网数据显示，从2004年至2006年我国样本医院注射用盐酸吉西他滨医院购进额处于抗代谢肿瘤药物的第一位，购进额持续较快增长，2007年销售额近2亿元，2008年达到2.4亿元。

图 5：2004-2009 年样本医院注射用盐酸吉西他滨购进额



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

3.2 盐酸吉西他滨市场竞争情况

目前我国盐酸吉西他滨市场主要被美国礼来、江苏豪森和誉衡药业三家企业占据。美国礼来于1999年将盐酸吉西他滨引入中国，2003年江苏豪森首仿成功，2004年誉衡获得产品批文。目前，美国礼来的占50%以上的市场份额，江苏豪森和誉衡药业分别位居第二、第三位。

3.3 公司产品的竞争优势

公司产品在 04 年获得批文，05 年开始与美国礼来公司就专利纠纷进入诉讼，受制于专利纠纷问题，公司的产品一直没有做大，09 年销售额为 3810 万元。

目前专利纠纷的制约已基本解除，公司将在 10 年全力进行市场推广。同时，公司产品与同规格产品相比价格较低，具有很强的价格优势，结合公司强大的销售能力，该产品有望从 10 年开始快速放量。

表 1: 2006-2009 上半年我国样本医院注射用盐酸吉西他滨平均进价

公司名称	规格	医院平均购进价 (元/支)			
		09 年 1-6 月	2008	2007	2006
美国礼来	0.2g	443	443	420	456
	1.0g	2,013	1,998	1,943	2,021
江苏豪森	0.2g	247	247	265	263
	1.0g	972	1,081	1,219	1,185
誉衡药业	0.2g	256	252	248	259
	1.0g	1,114	1,105	1,130	-

资料来源: 公司招股说明书, 东海证券研究所

4、公司核心竞争能力分析

4.1 强大的处方药营销实力

□ 优秀的职业经理人团队

公司的管理层从董事长到分管营销、研发等部门的副总全部在医药行业从业多年，且大部分具有销售团队的管理经验，是一支专业、优秀的职业经理人团队。

□ 特色的营销模式

公司吸收了代理制和直销制两种营销模式的优点，采用电话招商团队(T)+驻地招商团队(R)+医院终端学术推广(P)的“TRP”营销模式，对代理商形成了特色的“专卖店”模式。

目前，公司 300 余人的销售团队主要负责各地区招商、代理商筛选和管理、学术推广等工作，公司所有的产品覆盖了 5000 余家医院终端，主导产品鹿瓜多肽覆盖了 2100 余家二级以上医院。

□ 出色的营销能力推动代理业务迅速发展

近几年，公司代理业务的迅速发展印证了公司出色的营销能力，至 09 年底，公司子公司经纬医药共代理 18 个品规的产品，其中 16 个为全国总代理。08-09 年，公司代理业务收入达 0.75 亿、1.86 亿元，同比增长达 126%、147%；09 年代理业务在公司总收入和总毛利中占比分别为 43%和 19%。

4.2 丰富的产品梯队保障公司未来发展

公司通过自研、外购、合作等方式不断丰富产品梯队，为公司未来的快速发展提供了有力的保障。公司目前的在研品种中，有 4 个国家化药 1 类新药、2 个中药 1 类新药，其中包括 2 个国家十一五重大新药创制项目，未来的发展潜力均非常巨大。

□ 头孢米诺钠

2008 年我国头孢抗感染药市场规模约为 230 亿元，其中，注射用头孢米诺钠是第三代头孢类抗生素产品中销售增长最快的品种之一，为国家医保乙类用药。

目前国内注射用头孢米诺钠的市场份额主要由日本明治制药、江西南昌立健药业有限公司、华北制药集团有限责任公司和河南帅克制药有限公司所占据。公司的注射用头孢米诺钠定位于高端，2009 年 6 月获得了国家发改委单独定价权。此产品市场空间巨大，募集资金项目实施后，产品有望成为公司新的利润增长点。

□ 银杏内酯 B 注射液

心脑血管类药物银杏内酯 B 注射液为中药 1 类新药和十一五重大新药创制项目，主要用于治疗脑血栓、脑血管痉挛、急慢性脑功能不全等疾病。目前已经完成三期临床试验，正在新药证书申请和药品注册阶段。该药品技术含量高、工艺独特，有望在 1-2 年内上市，是公司未来的潜力品种之一。

□ 注射用秦龙苦素

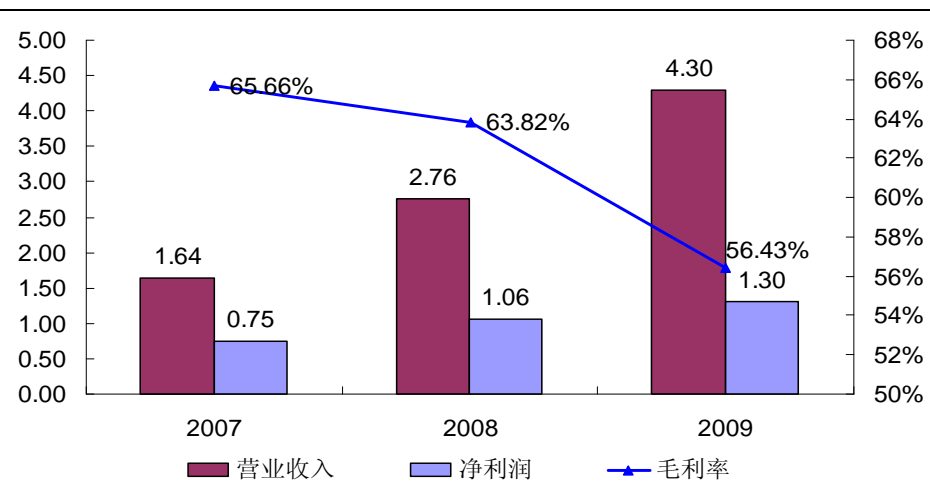
目前我国乙肝携带者有 1.2-1.5 亿，需治疗的患者达到 3000 万人。秦龙苦素是公司通过提取秦胶研制的肝病用药，是中药 1 类新药和十一五重大新药创制项目，目前正在进行三期临床，预计 2012 年即可上市。二期临床结果表明，产品疗效显著优于竞争产品，未来市场空间广阔。

5、公司财务分析

从图 6 可以看出，2007-2009 年，公司的营业收入和净利润保持平稳增长，毛利率呈下降趋势。

毛利率下降的主要原因为毛利相对较低的代理业务收入近年来快速增长，拉低了公司的综合毛利率。

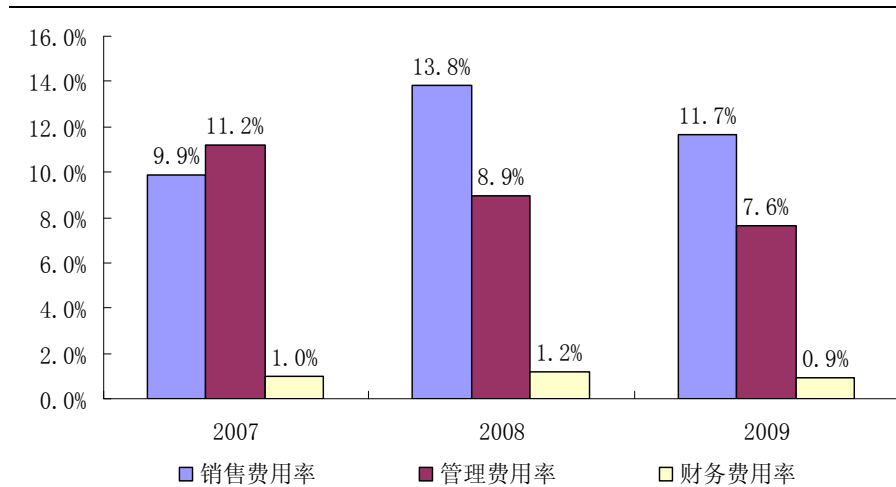
图 6: 公司收入、净利润、毛利率情况



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所；单位：亿元

2007-2009 年，公司期间费用分别为 8682 万元、6607 万元和 3621 万元，占营业收入的比例分别为 22.07%、23.97%和 20.19%。公司的期间费用率基本保持稳定，控制情况良好。

图 4: 公司期间费用率情况



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

表 2: 公司其他财务指标

主要财务指标	2007	2008	2009
流动比率	1.49	1.94	1.49
速动比率	1.29	1.71	1.34
应收账款周转率	5.55	4.92	8.98
存货周转率	3.76	5.74	8.61
每股经营活动产生的现金流量(元)	1.38	0.55	1.63
资产负债率	34.86%	27.94%	32.45%
每股净资产(元)	3.64	1.85	2.74

资料来源: 公司招股说明书, 东海证券研究所

6、公司主要风险

6.1 产品降价的风险

公司主要产品鹿瓜多肽注射液、注射用盐酸吉西他滨均被列入医保目录, 由国家和黑龙江省有关物价部门制定最高零售价格, 随着国家对药品价格调控力度的加强, 加之药品招标采购过程中的价格竞争, 都使公司产品面临价格下降的风险; 目前公司产品毛利率较高, 承受降价风险的能力较强。

6.2 原材料价格波动的风险

公司主要产品鹿瓜多肽注射液的原材料为梅花鹿骨和甜瓜子, 公司与主要供应商一直以来建立了良好的合作关系, 但是自然灾害或市场供求关系破坏等因素仍然会导致原材料短缺或价格上涨, 使公司面临对生产经营不利的影 响。

7、募集资金投向

公司本次 IPO 计划公开发行人民币普通股(A股)发行数量为 3500 万股。本次发行后, 募集资金将按照轻重缓急投入以下项目:

表 3: 募集资金投向

项目名称	投资总额	投资进度	
		T+12个月	T+24个月
哈尔滨誉衡药业股份有限公司 GMP 技改项目	18355.69	11830.33	6525.36
哈尔滨誉衡药业股份有限公司异地扩建项目	24516.27	14016.27	10500.00
合计	42871.96	25846.60	17025.36

资料来源: 公司招股说明书, 东海证券研究所; 单位: 万元

表 4: 募集资金投资项目期间公司产能变化

	现有产能	建设期 (两年)	投产 第一年	投产 第二年	投产 第三年
鹿瓜多肽注射液	1,400	1,400	3,200	3,800	4,400
注射用盐酸吉西他滨	55	55	145	185	225
注射用泮托拉唑钠	70	70	370	470	570
注射用头孢米诺钠	0	0	1,500	2,000	2,500
注射用哌拉西林钠舒巴坦钠	0	0	1,500	2,000	2,500

资料来源: 公司招股说明书、东海证券研究所; 单位: 万支/年

8、估值与市场定价

8.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设:

- 1、鹿瓜多肽注射液 10-12 年保持 25% 的增长;
- 2、注射用盐酸吉西他滨 10-12 年保持 50% 的增长;
- 3、代理产品 10 年保持 60% 的增长, 11-12 年分别增长 40%、30%;
- 4、头孢米诺钠等新产品 10-11 贡献销售收入 2500 万、7000 万元;
- 5、销售费用率稳中略降, 管理费用率基本稳定;
- 6、公司综合企业所得税率为 15%。

在上述假设下, 我们预测公司 2010-2012 年 EPS (摊薄) 分别为 1.34 元、1.87 元和 2.48 元。

表 5: 誉衡药业盈利预测

利润表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	27561	42993	63421	88866	117329
增长率	67.9%	56.0%	47.5%	40.1%	32.0%
营业成本	9971	18732	29047	41602	55100
营业税金及附加	78	195	179	251	331
销售费用	3815	5018	7357	9864	12906
管理费用	2463	3280	4439	6221	8213
财务费用	329	384	478	330	48
利润总额	10936	15292	22153	30729	40893
所得税费用	341	2268	3323	4609	6134
归属于母公司净利润	10595	13024	18830	26119	34759
EPS	1.01	1.24	1.34	1.87	2.48

资料来源: 招股说明书、东海证券研究所

8.2 上市定价

我们认为公司产品梯队丰富，核心产品竞争力强、未来几年销售势头良好，新产品也有望成为公司未来利润增长点；同时公司拥有出色的营销能力，代理业务迅速发展。考虑到公司未来良好的成长性，再综合医药上市公司平均的估值水平，我们认为公司的合理价位在 46.90 元-53.60 元，对应公司 2010 年的 EPS 市盈率分别为 35-40 倍。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业等。

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业、通策医疗等。

一、行业评级

推荐 Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122