

**投资评级:**

投资评级  
上次评级

新股分析  
首次评级

**发行数据:**

|              |     |
|--------------|-----|
| 发行前总股本 (百万股) | 105 |
| 本次发行股数 (百万股) | 35  |
| 发行后总股本 (百万股) | 140 |
| 社会公众股占比      | 25% |

**行业相对市场表现:****相关研究:****医药行业研究小组****联系方式:**

8621-68761616-8519

郑一宁 zhengyn@tebon.com.cn

上海市福山路 500 号城建国际中心 19 楼  
200122

德邦证券有限责任公司

<http://www.tebon.com.cn>

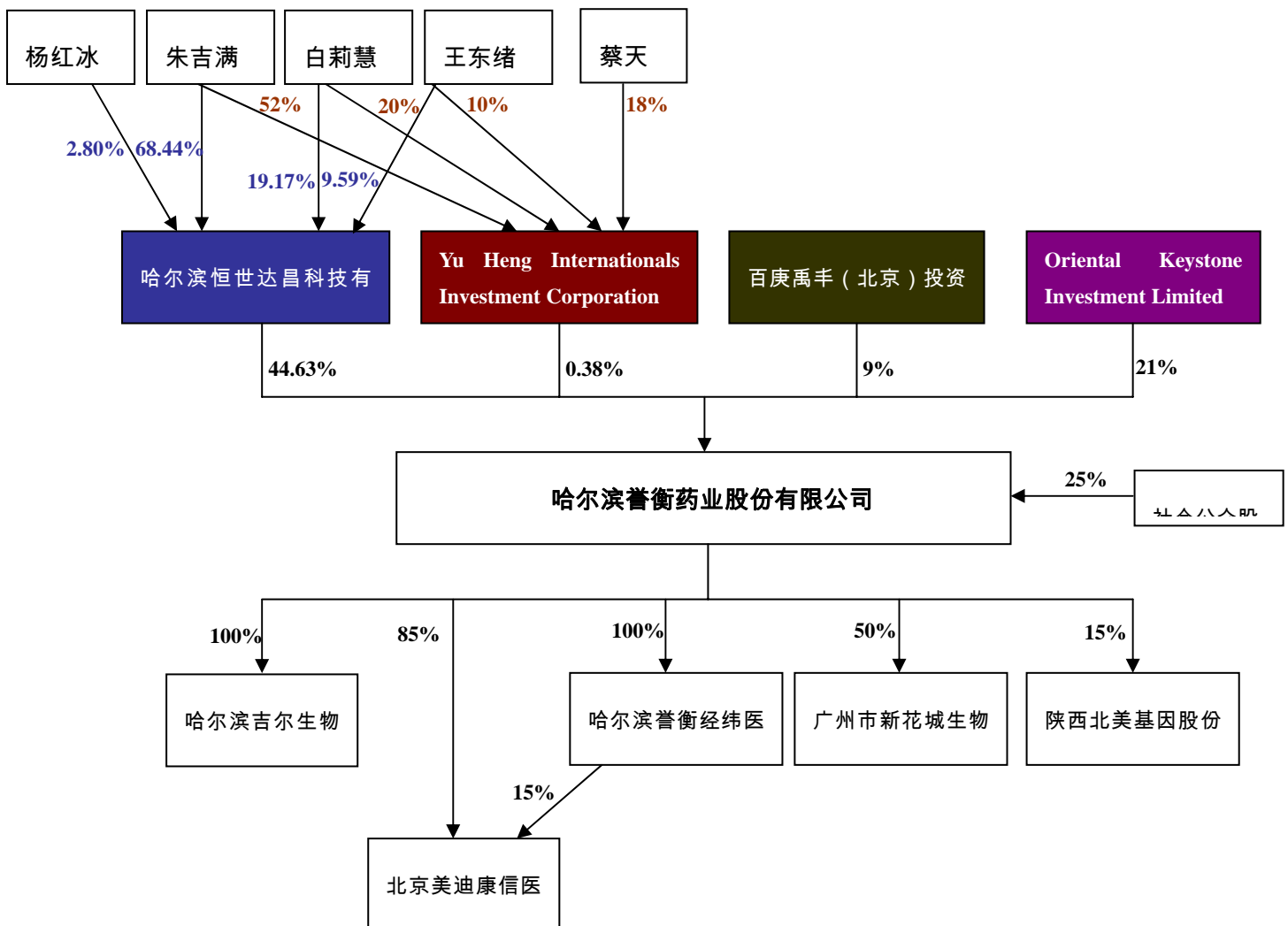
# 从代理起步，誉衡谋求大发展

**报告摘要:**

- 誉衡药业由医药代理起家，逐步发展成为集销售，生产，研发为一体的药品制造商。公司目前业务主要分为两部分，一部分是药物的生产，销售和研发，另一部分是药品代理。
- 多年的药品代理经验为公司打造出了一个优秀的营销团队。公司的子公司经纬药业 09 年已有 18 个产品的代理权，16 个为全国总代，大部分为处方药。公司丰富的营销经验和营销团队也为公司生产的其他产品的销售带来强有力的支持。
- 公司正在积极谋划多个领域的药品研发和生产。其中骨科用药鹿瓜多肽注射液是公司的主导产品，也是公司营业收入的主要来源。公司生产的鹿瓜多肽注射液和同类产品相比，市场占有率达到 69%，毛利率达 90%，并拥有单独定价权。
- 公司的第二个主打产品是盐酸吉西他滨，该类药是抗代谢肿瘤药的一线用药。公司已于 04 年拿到生产批文，由于和原研厂家美国礼来公司存在专利纠纷，一直未能进行大规模推广，目前该纠纷已基本解决，预计该类药会成为公司一个新的利润增长点。
- 公司目前正在积极进行研发项目，银杏内酯 B 和秦龙苦素分别已完成临床 III 和 II 期实验。多个产品在研。
- 公司本次募集资金主要是用于解决鹿瓜多肽和吉西他滨的产能问题，以及新产品的产能建设。
- 我们预测公司 2010-2011 的 EPS 分别为 1.31、1.89、2.61 元，给予 38~40 倍的市盈率和一级市场 10% 的折价，询价区间为 44.80~47.16 元。

## 1. 公司概况：“代理+生产”型医药制造商

誉衡药业，其前身为誉衡有限，成立于 2000 年 3 月。2008 年 6 月变更为股份有限公司。朱吉满及其配偶白莉慧通过哈尔滨恒世达昌科技有限公司和誉衡国际投资公司 ( Yu Heng International Investments Corporation ) 持有发行后公司 54.22% 的股份，成为公司的实际控制人。该公司发行后股权结构如下：



资料来源：公司招股说明书，德邦证券

公司的主要业务分为两类，一类是药品代理业务，一类是药品生产，研发和销

售业务。

公司的药品代理业务是公司最早开展的业务。公司目前控制的哈尔滨誉衡经纬医药发展有限公司主要经营的项目还是从事药品的代理销售。09 年该子公司代理了 18 个产品，16 个为全国总代。从 07-09 年，公司代理业务的营业收入分别占公司总收入的 20.25%，27.30% 和 43.27%，毛利率分别为 19.39%，24.20% 和 24.81%。

公司的药品生产，研发和销售目前集中在骨科用药和抗代谢肿瘤用药领域。骨科用药的主导产品是鹿瓜多肽注射液。该产品是公司的原研产品，拥有专利和单独定价权，09 年该产品的营业收入占总收入的 40.39%。

抗代谢肿瘤领域，公司的盐酸吉西他滨于 04 年拿到生产批文。盐酸吉西他滨是抗代谢肿瘤药的主流用药，但由于公司和此药的原研厂家美国礼来公司存在专利纠纷，导致该产品未能开展有效的市场推广。日前，该纠纷已基本解决，预计公司大规模营销推广活动即将展开，成为公司的一个新的利润增长点。

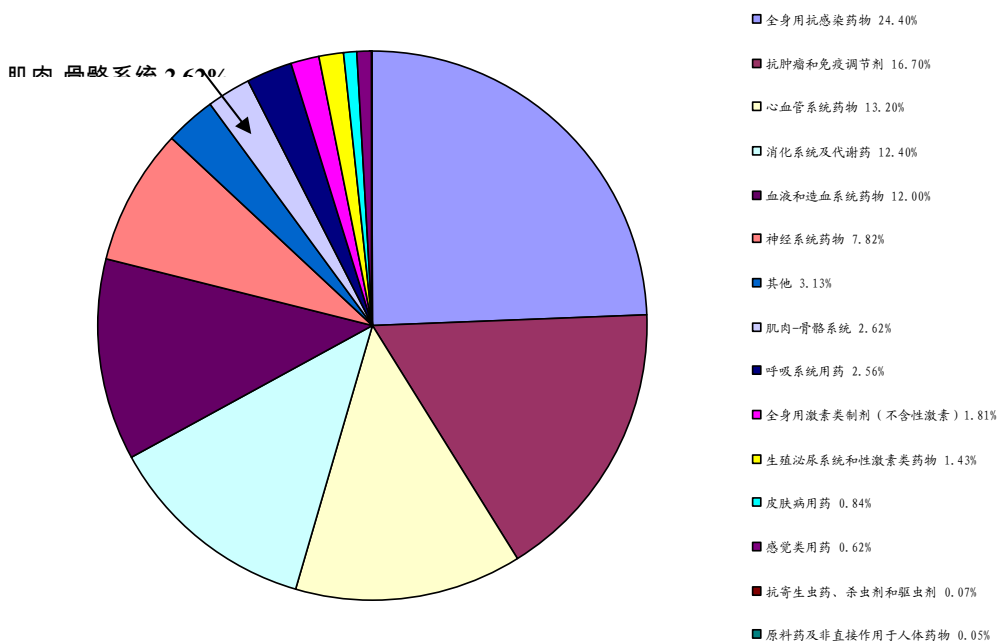
除此之外，公司还积极向其他领域进军。公司有多个药品在研。包括心血管用药和肝病用药。心血管用药银杏内酯 B 已完成 III 期临床试验，肝病用药秦龙苦素完成 II 期临床。抗生素方面，公司采用了国际合作方式，已成功取得日本明治制药授权的头孢米诺钠 0.5g 产品的生产和销售并可使用其商标“美士灵”。该产品 09 年 6 月获得国家发改委单独定价权。

## 2. 公司行业分析

### 2.1 骨科用药

公司生产的产品目前主要集中在骨科领域和肿瘤药领域。骨科用药是医药市场的一个细分领域。2007 年，肌肉-骨骼系统用药在整体临床用药的比例不超过 3%。

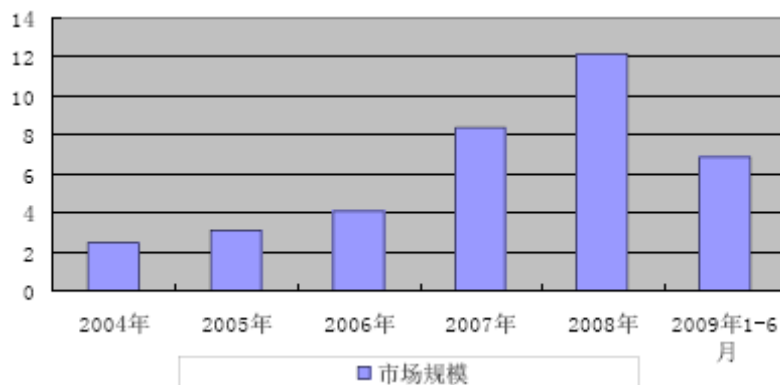
图 1 2007 年整体临床用药市场格局



资料来源：MENET，德邦证券

公司生产的鹿瓜多肽注射液在临床中主要用于骨折后愈合。骨折愈合注射剂市场目前处于连年扩张趋势，由 2004 年的 2.50 亿元上升至 2008 年的 12.15 亿元，年增长率超过 25%。

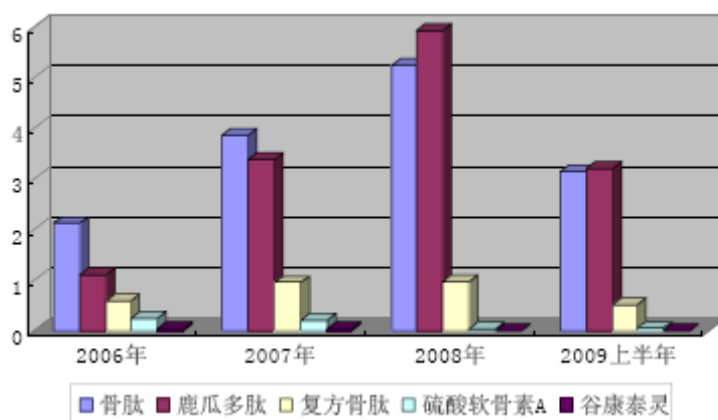
图 2 2004-2009 上半年骨折愈合用药注射剂市场规模走势分析 (单位：亿元)



资料来源：招股说明书，德邦证券

骨折愈合注射剂市场上，和鹿瓜多肽注射液竞争的产品有：骨肽注射液，复方骨肽注射液，硫酸软骨素A注射液和谷康泰灵注射液。其中鹿瓜多肽注射液占据了高端市场，骨肽和复方骨肽注射液占据了低端市场。鹿瓜多肽注射液虽然上市比较晚，但发展势头迅猛，2008年注射液样本医院采购额为5.93 亿元，2009 年上半年样本医院采购金额已经超过3.2 亿元，市场占有率为市场第一。

图 3 2006-2009 上半年骨科愈合药品市场销售份额状况（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，德邦证券

公司生产的鹿瓜多肽注射液目前市场上有两家竞争对手，有迪龙药业和江世药业。但公司属于原研厂家，拥有发改委的独家定价权。因此在这个细分市场上拥有一定的话语权。

## 2.2 抗肿瘤用药

肿瘤是我国发病死亡率最高的一个病种。相对于其他药品，肿瘤药品的增速最大。2008年，全国抗肿瘤药物销售额达到58.45亿元，比2007年猛增67%，而2003~2008年，抗肿瘤药的年均复合增长率亦达到42.7%，成为国内医院用药增速最快的类别。

表 1 城市、农村死亡率前五疾病构成

| 城市         |        |    | 农村         |        |    |
|------------|--------|----|------------|--------|----|
| 病种         | 死亡率    | 位次 | 病种         | 死亡率    | 位次 |
| 恶性肿瘤       | 28.53% | 1  | 恶性肿瘤       | 24.80% | 1  |
| 脑血管疾病      | 18.04% | 2  | 脑血管疾病      | 20.59% | 2  |
| 心脏病        | 16.29% | 3  | 呼吸系统疾病     | 17.24% | 3  |
| 呼吸系统疾病     | 13.10% | 4  | 心脏病        | 14.80% | 4  |
| 损伤、中毒和外部原因 | 6.08%  | 5  | 损伤、中毒和外部原因 | 8.96%  | 5  |

资料来源：德邦证券

公司生产的盐酸吉西他滨属于抗代谢药物类，应用于多种癌症的治疗。在抗代谢肿瘤用药的市场中，盐酸吉西他滨一直处于领先地位。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，2008年销售额达到2.4亿元。

市场上生产盐酸吉西他滨的厂家有三个，分别为美国礼来、江苏豪森药业股份有限公司和誉衡药业。礼来是该药的原研厂家，首先将该药引入中国，因此占据了市场份额第一的头把交椅。江苏豪森后来居上，虽然市场份额位列第二，但市场份额有逐年扩张趋势。誉衡药业进入较晚，同时受制于与礼来的专利诉讼，市场还未

进行有力的开拓，目前市场占有率为5%-6%之间。

## 2.3 公司的优势和劣势

### 2.3.1 公司的优势

誉衡药业的优势十分突出。首先公司所处的行业具有广阔的发展前景。就其骨科用药来说，随着中国老龄化人口的增多，骨折发病率逐年增加，对应着骨折用药市场的增大。市场容量的增大为公司的发展提供了成长空间。

从公司的竞争环境来看，公司的上下游均不能对公司构成威胁，在产业链上公司处于相对安全的地位。由于医药行业的特殊性，如想进入该行业存在着较高的技术壁垒和政策壁垒，因此在一定程度上对潜在进入者铸就了进入门槛。鹿瓜多肽注射液在骨科用药市场已属于高端用药，替代产品还未出现。从这个角度说，公司面临的主要竞争在于内部竞争者。迪龙药业和江世药业是主要竞争对手，但这两家药业公司均不能对公司造成威胁。首先誉衡药业是鹿瓜多肽注射液的原研厂家，该药品获得国家专利保护，保护期长达 20 年，并拥有发改委的单独定价权，和竞争对手相比，具有绝对的竞争优势。综上所述，公司的竞争环境较为宽松。

公司的第二个产品盐酸吉西他滨是抗肿瘤类药物。抗肿瘤类药物被称为“医药产品的引擎”，发展前途十分广阔。国际货币基金组织（IMF）负责人预测：今后几年，中国、印度、巴西和俄罗斯“金砖四国”将成为世界增长最快的抗肿瘤药物市场；全球抗癌药市场年增长率将达 15%，大大超过其它药物的增长率；到 2012 年，全球抗肿瘤药物市场销售总额将达到 800 亿美元左右。因此，在这个广阔的天地，誉衡药业也能享受到市场扩容带来的收益

对于盐酸吉西他滨这个产品，目前虽然市场份额不大，但公司已有足够的准备。诉讼纠纷的结束，彻底卸下了公司的束缚。公司拥有的多年的营销优势和资源

将帮助盐酸吉西他滨的市场推广一臂之力。公司目前有营销人员两百多名。有一支可以面向医院全科的处方药销售队伍。其营销模式吸收了代理制和团队制（直销制）的优点并从过往业绩得到证明，该种形式取得了优异的营销成绩。因此可以预计公司的盐酸吉西他滨的推广能够取得较好的成绩。

另外公司在研的银杏内酯 B 虽然还处在临床试验阶段，但该公司的产品纯度高（达 97%），属于单体类药。此种用药在临床上的不良反应小。如果该药能顺利生产，拿到生产批文，对于公司业绩的增长十分有利

### 2.3.2 公司的劣势

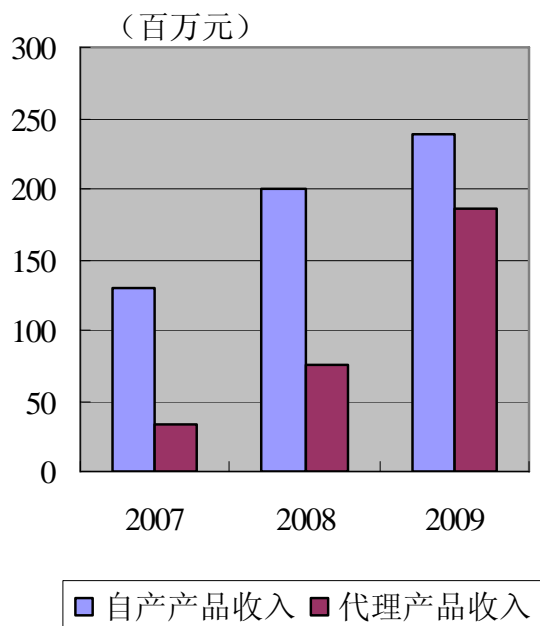
公司的劣势在于公司的产品结构比较单一。就现状而言，公司的鹿瓜多肽注射液是其主要自有产品收入的主要来源。虽然后继公司拟开展一系列产品的生产，除了盐酸吉西他滨能够为公司马上贡献利润，其余产品还需要相当一段时间的培育。另外，公司涉及的药品领域较多，因此对公司生产管理和经营管理带来了一定的挑战。

## 3 公司财务分析

公司的主要营业收入分为两类，一类为代理收入，另一类为自产产品收入。公司代理业务的营业收入分别占公司总收入的 20.25%，27.30%和 43.27%，毛利率分别为 19.39%，24.20%和 24.81%。



图 4 2007-2009 公司自产产品和代理产品营业收入分配情况

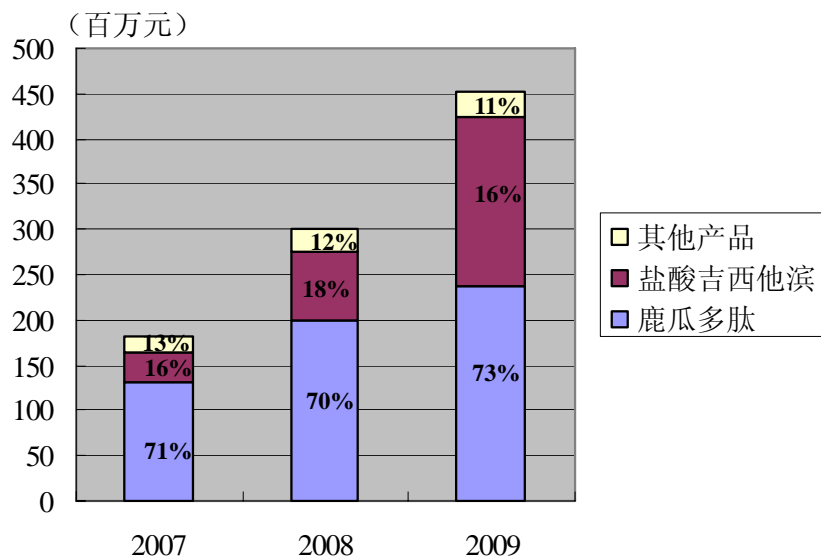


资料来源：公司招股说明书，德邦证券

07-09 年，公司主要产品鹿瓜多肽和盐酸吉西他滨在自产产品的营业收入分如

下图所示：

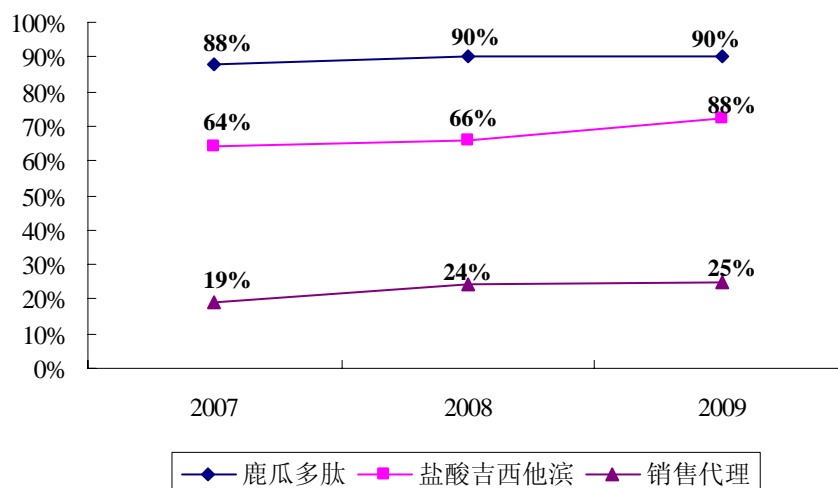
图 5 2007-2009 公司自产产品子产品的收入分配情况



资料来源：公司招股说明书，德邦证券

公司从 07-09 年主导产品的毛利率呈逐年递增趋势，期间费用率基本持平。

图 6 2007-2009 公司自产产品子产品的毛利率变化情况



## 4 公司募集资金用途及主要风险

公司此次募集资金的主要用途为解决产能瓶颈。募集资金投向主要用于鹿瓜多肽注射液和盐酸吉西他滨的产能扩建和 GMP 技改。同时进行新产品头孢米诺等药品的新产能建设。如果公司能如期达到目标，预计会有新一轮的收入高增长。

公司目前主要遇到的风险有以下几点：首先，目前国家药品采用招标制，虽然公司主打产品鹿瓜多肽注射液有单独定价权，但如果竞争产品恶性竞争和国家招标价格压低，会影响公司产品价格。

其次，公司目前有多个在研项目。其中银杏内酯 B 和秦龙苦素分别已完成临床 III 和 II 期实验，但由于医药产品的特殊性，其中不确定因素较多，因此研发过程中出现的风险也应给予关注。

再有，公司拟在骨、肝、心、肿瘤和抗生素领域进行多领域的药品生产，其中

生产和管理风险也不容忽视。

## 5 公司盈利预测

预测假设：

1. 公司在未来三年里，公司骨科用药鹿瓜多肽注射液的收入增幅为 30%，30%和 25%。
2. 公司在未来三年里，公司抗肿瘤用药盐酸吉西他滨收入增幅为 50%。
3. 公司在未来三年里，头孢米诺和派来西林钠舒巴坦钠收入增幅分别为 100%，400%和 60%。
4. 公司在未来三年里，其他药物收入增幅为 25%。
5. 公司在未来三年里，代理业务收入增幅为 50%。
6. 公司在未来三年里，毛利率、各项费率维持不变。
7. 公司税率为 15%。
8. 出于保守考虑在此预测中，暂不考虑公司在研项目的生产，包括银杏内酯 B 和秦龙苦素。

我们预测公司在未来三年的 EPS 分别为 1.31、1.85 和 52 元。和已上市类似公司双鹭药业，海正药业相比，这两个公司目前市盈率为 36~38 倍之间。考虑公司的高成长性，给予公司市盈率 38~40 倍。按照公司 10 年预测 EPS1.31 元计算，考虑一级市场 10%的折价，询价区间为 44.80~47.16 元。

表 2 公司未来三年盈利预测

## 1.代理产品 ( 百万元 )

| 项目  | 2007A  | 2008A   | 2009A   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-----|--------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 收入  | 33.23  | 75.23   | 186.03  | 279.05 | 418.57 | 627.85 |
| 增长率 |        | 126.36% | 147.29% | 50%    | 50%    | 50%    |
| 毛利率 | 19.39% | 24.20%  | 24.81%  | 24.81% | 24.81% | 24.81% |

## 2.自产产品 ( 百万元 )

| 项目                    | 2007A  | 2008A  | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>鹿瓜多肽注射液</b>        |        |        |        |        |        |        |
| 收入                    | 92.20  | 139.34 | 173.65 | 225.75 | 293.47 | 366.84 |
| 增长率                   |        | 51.14% | 24.62% | 30%    | 30%    | 25%    |
| 毛利率                   | 87.84% | 89.97% | 90.33% | 90.33% | 90.33% | 90.33% |
| <b>盐酸吉西他滨</b>         |        |        |        |        |        |        |
| 收入                    | 20.47  | 35.11  | 38.10  | 57.15  | 85.73  | 128.59 |
| 增长率                   |        | 71.53% | 8.53%  | 50%    | 50%    | 50%    |
| 毛利率                   | 64.45% | 65.57% | 71.99% | 71.99% | 71.99% | 71.99% |
| <b>头孢米诺和派来西林钠舒巴坦钠</b> |        |        |        |        |        |        |
| 收入                    |        |        |        | 10.00  | 50.00  | 80.00  |
| 增长率                   |        |        |        | 100%   | 400%   | 60%    |
| 毛利率                   |        |        |        | 55.00% | 55.00% | 55.00% |

## 其他

|     |        |        |        |        |        |        |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入  | 18.08  | 25.19  | 26.88  | 33.60  | 42.00  | 52.50  |
| 增长率 |        | 39.34% | 6.72%  | 25%    | 25%    | 25%    |
| 毛利率 | 38.81% | 36.72% | 37.66% | 37.66% | 37.66% | 37.66% |

## 3.其他(医药技术)(百万元)

| 项目                  | 2007A         | 2008A         | 2009A         | 2010E         | 2011E         | 2012E          |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 收入                  | 0.14          | 0.74          | 5.26          | 8.00          | 11.00         | 15.00          |
| 增长率                 |               | 434.60%       | 611.68%       | 50%           | 50%           | 50%            |
| 毛利率                 | 82.48%        | 7.81%         | 38.64%        | 38.64%        | 38.64%        | 38.64%         |
| <b>合计营业收入</b>       | <b>164.12</b> | <b>275.61</b> | <b>429.92</b> | <b>613.54</b> | <b>900.76</b> | <b>1270.77</b> |
| <b>增长率</b>          |               | <b>67.94%</b> | <b>55.99%</b> | <b>42.71%</b> | <b>46.81%</b> | <b>41.08%</b>  |
| <b>毛利率</b>          | <b>65.66%</b> | <b>63.82%</b> | <b>56.43%</b> | <b>54.69%</b> | <b>53.09%</b> | <b>51.09%</b>  |
| 销售费率                | 9.89%         | 13.84%        | 11.67%        | 11.67%        | 11.67%        | 11.67%         |
| 管理费                 | 11.18%        | 8.94%         | 7.63%         | 7.63%         | 7.63%         | 7.63%          |
| 财务费率                | 1.00%         | 1.19%         | 0.89%         | 0.89%         | 0.89%         | 0.89%          |
| 有效税率                | 3.18%         | 3.12%         | 14.83%        | 15.00%        | 15.00%        | 15.00%         |
| <b>净利润</b>          | <b>75</b>     | <b>106</b>    | <b>130</b>    | <b>184</b>    | <b>264</b>    | <b>366</b>     |
| <b>EPS(IPO 摊薄后)</b> | <b>0.54</b>   | <b>0.76</b>   | <b>0.93</b>   | <b>1.31</b>   | <b>1.89</b>   | <b>2.61</b>    |

资料来源：公司招股说明书，德邦证券

## 投资评级

## 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  $> 10\%$

## 特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。