

低端抗感染药物生产商，受益基层医疗扩容

亚太药业（002370）

建议询价区间：12.0-15.4 元

新股定价报告

2010 年 2 月 26 日 星期四

医药研究小组

张飞、李惜浣、袁舰波

021-50586660-8643

qy@longone.com.cn

医药生物/化学制剂

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

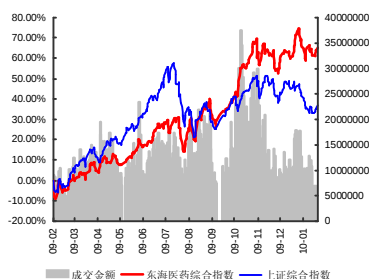
发行数据

发行前总股本(万股)	9000
本次发行股数(万股)	3000
发行后总股本(万股)	12000

发行后股权结构

亚太集团	45.00%
绍兴亚太房地产	13.28%
陈兴华等 5 人	16.73%
社会公众股	25.00%

医药行业相对上证综指走势图



投资要点

- q 公司是我国重要的低端抗感染药物生产厂商，主要产品为罗红霉素胶囊、头孢氨苄胶囊、阿奇霉素、注射用阿奇霉素等。发行后陈免根先生间接控制公司 58.28% 股份，为公司实际控制人。
- q 05-08 年我国医院销售金额中，抗感染药物占比分别为 25.03%、24.00%、24.53%、24.32%，复合增长率为 25.95%。由于发达国家和发展中国家疾病谱的不同，抗感染药物尽管在发达国家的增速已经明显放缓，但在发展中国家依然是临床使用量最大的药物，并保持高速增长。预计这种情况在未来相当长一段时期仍将维持。
- q 作为低端的抗感染性药物的生产商，公司将直接受益于新医改投入规模的增加及诊疗服务下移带来的市场机遇；而且公司绝大部分品种的中标价格均显著低于发改委规定的药品零售限价，药品价格下降的风险较小。
- q 公司本次 IPO 计划将募集资金约 23560 万元，用于研发中心、普通胶囊剂、冻干粉针、粉针剂、片剂、头孢胶囊等六个项目，除研发中心外，扩产项目建设期均为 2 年，达产后预计每年将新增收入 49613 万元。
- q 我们预测公司 2010 年 EPS（摊薄）分别为 0.48 元、0.62 和 0.72 元。综合考虑公司基本面及可比公司的估值，我们建议询价区间为 12.0-15.4 元之间，对应公司 2010 年 EPS 的市盈率分别为 25-32 倍。

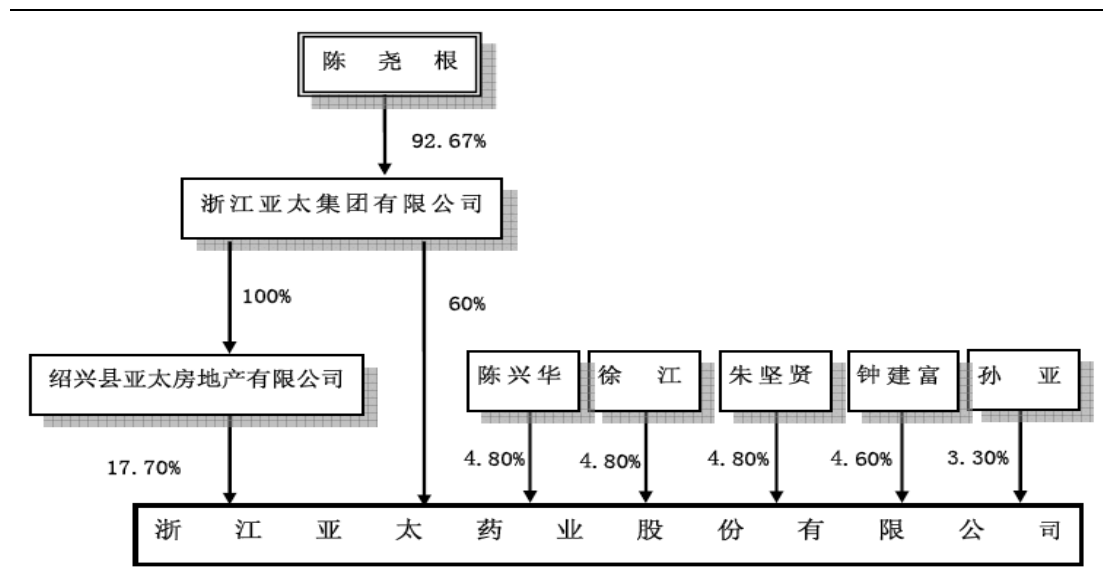
1、公司基本情况

1.1 公司股权结构

亚太药业是一家以抗生素类药品为主导产品的化学制剂生产企业。公司 IPO 前股本 9000 万股，此次拟发行 3000 万股，上市后总股本 12000 万股。

公司 IPO 前的实际控制人为公司控股股东亚太集团的董事长陈尧根先生，其通过持有亚太集团 92.67% 的股权以及亚太集团的全资子公司亚太房地产间接持有本公司 77.70% 的股份。本次公开发行 3000 万股后，陈尧根先生仍间接持有本公司 58.28% 的股份，仍为公司第一大股东，现任公司董事。

图 1: IPO 前亚太药业股权结构图



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

公司以抗生素类系列产品的研发、生产和销售为主营业务，抗生素类产品收入占营业收入的比例长期保持在 80% 以上。

抗感染药是我国临床应用范围最广、用量最大的药物，在抗感染药物消费中，抗生素占据最大的份额。随着新医改的推进、基本药物制度的发展，在未来较长时期内，抗感染药物市场将继续扩容。公司的主导产品罗红霉素胶囊产量位居全国第一位、阿奇霉素分散片产量位居全国第二位、头孢氨苄胶囊产量位居全国第四位，产品在各自细分领域均拥有一定的优势。

2、行业背景

2.1 抗感染类药物在未来相当长一段时期仍将是我国第一大用药类别

由细菌、病毒、支原体等多种病原微生物所致的感染性疾病遍布临床各个科室，抗感染药物是我国临床最广泛应用的药物，除治疗性应用外，也是各大类治疗中重要的辅助性药物。

根据《中国药品市场结构报告（2009 版）》的数据，05-08 年我国医院销售金额中，抗感染药物占比分别为 25.03%、24.00%、24.53%、24.32%，复合增长率为 25.95%。这种用药结构符合我国作为发展中国家的国情，由于发达国家和发展中国家疾病谱的不同，抗感染药物尽管在发达国家的增速已经明显放缓，但在发展中国家依然是临床使用量最大的药物，并保持高速增长。预计这种情况在未来相当长一段时期仍将维持。

表 1：我国医院销售金额前十名药品占比情况表

药品大类	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
全身用抗感染药物	25.03%	24.00%	24.53%	24.32%
抗肿瘤和免疫调节剂	16.41%	17.06%	16.53%	17.53%
心血管系统药物	14.25%	13.58%	13.85%	12.89%
消化系统及代谢药	12.30%	12.20%	12.11%	12.37%
血液和造血系统药物	12.46%	12.78%	12.10%	11.03%
神经系统药物	6.77%	6.91%	7.77%	8.59%
肌肉、骨骼系统药物	2.22%	2.38%	2.61%	2.85%
呼吸系统用药	2.09%	2.52%	2.56%	2.54%
全身用激素类制剂（不含性激素）	1.79%	1.91%	1.80%	1.87%
生殖泌尿系统和性激素类药物	1.99%	1.86%	1.41%	1.31%

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

2.2 抗感染类药物市场概况

1998 年全球抗感染药物市场总销售额为 400 亿美元，约占全球治疗性药物市场总销售额的 10%；其中抗生素类占最大份额，约为 250-260 亿美元；其次为抗病毒类，总销售额为 55-56 亿美元；抗真菌类位居第三位，约为 40-42 亿美元。头孢菌素类和大环内酯类是全球最大的两类抗生素药物，2006 年分别占全球抗生素市场份额的 27%和 20%。

表 2：我国市场上抗感染类药物种类情况

类别	代表药物	主要用途	2006 年市场份额
头孢类	头孢替安、头孢拉定、头孢氨苄、头孢克洛、头孢呋辛、头孢他啶、头孢孟多、头孢噻肟、头孢曲松、头孢米诺、头孢哌酮、头孢吡肟	革兰阳性球菌、革兰阴性杆菌、流感嗜血杆菌、奇异变形杆菌等所致感染	55.82%
喹诺酮类	诺氟沙星、依诺沙星、氧氟沙星、环丙沙星、左氧氟沙星、加替沙星、莫西沙星等	肺炎链球菌、化脓性链球菌等革兰阳性球菌、衣原体属、支原体属、军团菌等所致感染	15.13%
青霉素类	青霉素G、普鲁卡因青霉素、苄星青霉素、青霉素V、氨苄西林、阿莫西林、苯唑西林、阿洛西林、美洛西林	革兰阳性球菌、部分革兰阴性杆菌等引起的感染	12.47%
大环内酯类	阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素	革兰阳性菌等所致感染；	5.18%
林可霉素类	盐酸克林霉素	链球菌属、葡萄球菌属及厌氧菌等敏感菌株所致的感染	3.04%
氨基糖甙类	庆大霉素、妥布霉素、奈替米星、阿米卡星	需氧革兰氏阴性杆菌所致全身感染	2.52%
四环素类	四环素、金霉素、土霉素	立克次体病，支原体感染、衣原体属感染	0.20%
氯霉素类	氯霉素	流感嗜血杆菌、脑膜炎球菌及肺炎链球菌、伤寒沙门菌等所致感染	0.17%

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

由上表可以看到，在我国的抗感染类药物的消费中，抗生素占据最大的份额，其中头孢类药品份额超过抗感染药品消费额的 50% 以上，而喹诺酮类、青霉素类、大环内酯类则紧随其后。

2.3 新医改将促使抗感染类药物在基层市场的销售增长

随着国家加大对医疗卫生事业的财政资金投入，特别是重点向农村和基层倾斜，低端普药面临着市场扩容的历史机遇。

未来 3 年，我国各级政府预计投入 8,500 亿元用于医改。新医改的重点是发展基层医疗市场，从而将带动满足人民群众重点卫生保健需要用药为主的基层医疗市场的蓬勃发展，根据预测，未来 2 年我国城镇和农村居民合计医疗新增市场容量约为 900 余亿元。新医改的总体目标是让人人享有基本医疗卫生服务，降低普通老百姓个人要支付的医药负担，百姓因就医负担高而被压抑的需求将得到大规模释放，而需求最大的药品就是安全、有效、价廉的大众基本药物。基层医疗机构将会替代现有大型医院的市场份额，群众慢性病、高发病、常见病的就诊均会转移到基层医疗机构。

3、公司竞争力分析

3.1 公司主导产品聚焦于低端抗感染市场，受益于新医改

公司共拥有 89 个批文药品，其中，有 36 个药品被列入医保目录甲类品种，有 30 个药品被列入医保目录乙类品种，有 28 个药品被列入国家基本药物目录。公司产品按用途主要可分为抗生素类、抗病毒类、消化系统类、心血管类、解热镇痛药等五大类，主要剂型包括：冻干粉针剂、粉针剂、片剂、胶囊剂和透皮制剂。

主要产品包括罗红霉素胶囊、头孢氨苄胶囊、阿奇霉素（分散片和冻干粉针剂）等，07-09 年分别占公司营业收入的 46.46%、42.30%、39.42%。作为低端的抗感染性药物的生产商，公司将直接受益于新医改投入规模的增加及诊疗服务下移带来的市场机遇。

3.2 低价格规避了价格下降的风险

作为低端的抗感染药品生产商，主要产品的单价已经到了降无可降的地步，作为竞争激烈的品种，其绝大部分品种的中标价格均显著低于发改委规定的药品零售限价，药品价格下降的风险较小。

表 3：2009 年公司主要产品价格情况

药品名称	销量（万粒/ 万片/万瓶）	收入（万元）	单价（元/粒或 瓶或片）	占营业收入比 例
罗红霉素胶囊	33,207.25	6,813.03	0.2052	15.86%
头孢氨苄胶囊	60,532.97	4,504.35	0.0744	10.48%
注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠	2,423.12	3,646.03	1.5047	8.49%
注射用阿奇霉素	3,344.19	3,000.64	0.8973	6.98%
注射用头孢曲松钠	2,054.16	2,713.22	1.3208	6.31%
阿奇霉素分散片	4,601.13	2,618.54	0.5691	6.09%
阿莫西林胶囊	24,853.31	2,038.46	0.0820	4.74%
克拉霉素胶囊	3,378.86	1,615.15	0.4780	3.76%
阿莫西林克拉维酸钾分散片	3,513.37	1,338.04	0.3808	3.11%
头孢克洛胶囊	1,579.95	1,148.37	0.7268	2.67%

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

3.3 基本药物规模优势

公司重点发展大众基本药物，目前本公司共拥有 5 种剂型、63 种通用名药品品种、89 个批文药品，产品领域涉及抗生素、抗病毒、心血管、消化系统、解热镇痛等五大类。头孢氨苄胶囊等 66 个批文药品被纳入医保目录，其中：列入国家甲类医保用药的有 36 个，列入国家乙类医保用药的有 30 个，列入国家基本药物目录的有 28 个。2009 年公司列入国家医保目录产品和列入国家基本药物目录产品的销售收入占主营业务收入的比例分别为 93.51% 和 43.14%。

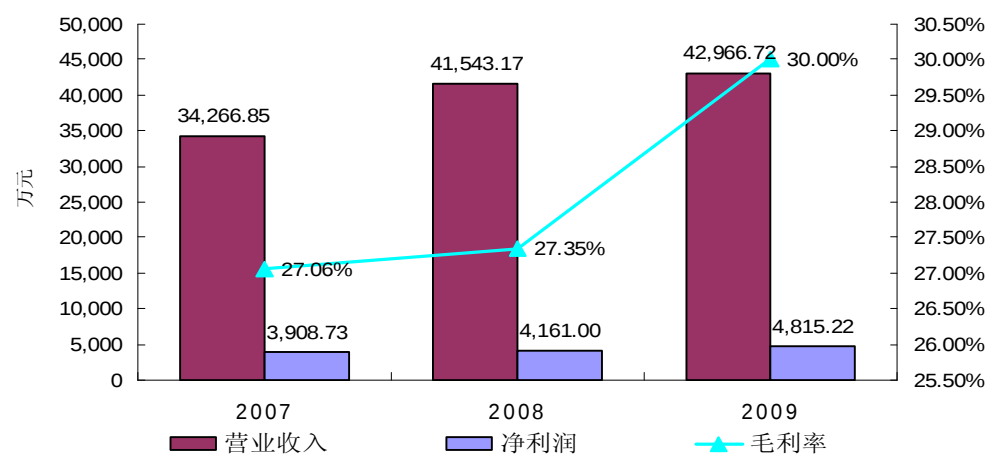
未来新医改在继续深入推进后，药品的中间流通加价空间将被压缩，药品的整体终端销售价格将进一步降低，对于大多数普药或常用药，具有出厂价格优势和市场规模优势的产品将具备更强的竞争力。公司的产品市场定位清晰，集中于我国最广泛市场空间的基本用药市场，随着全民医保的推进，公司明确的产品定位和明显的规模优势将有助于进一步加强市场竞争力。

4、公司财务分析

抗生素类系列产品是公司营业收入的主要来源，2007-2009 年，公司的营业收入分别为 3.43 亿元、4.15 亿元和 4.30 亿元，抗生素类产品收入占比分别为 88.35%、86.20%、83.64%，其中主导产品罗红霉素胶囊、头孢氨苄胶囊和阿奇霉素（分散片和冻干粉针剂）收入占比分别为 46.46%、42.30%、39.42%。公司的主导产品较为集中，近年来公司一直努力发展具有良好前景的新产品，使得主导产品占比不断下降。

2007-2009 年公司的净利润分别为 3,908.73 万元、4,161.00 万元和 4,815.22 万元；综合毛利率分别为 27.06%、27.35%和 30.00%。由于不同的医药企业的产品结构、市场定位以及营销模式差别较大，公司的销售净利润率处于同行业上市公司的中上游水平，综合毛利率居于同行业上市公司的中下游水平。近年来公司努力发展主营业务的同时较好地控制了成本，使得公司的销售费用率显著低于行业平均水平，净利润、综合毛利率水平保持稳步提升。

图 2：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

公司 2007-2009 年末的资产负债率分别为 56.44%、51.48%和 48.00%，资产负债结构保持稳定，但是债务结构不尽合理，流动负债占负债总额的比例很高，公司的短期偿债压力较大。

表 4: 公司其他财务指标

主要财务指标	2009 年度/末	2008 年度/末	2007 年度/末
流动比率	1.18	1.23	0.95
速动比率	0.91	0.88	0.71
应收账款周转率	6.87	6.63	7.4
存货周转率	4.91	5.2	5.92
息税折旧摊销前利润(万元)	7,824.75	7,109.61	7,123.66
利息保障倍数	9.02	5.96	7.04
每股经营活动产生的现金流量(元)	0.76	-0.13	0.26
每股净现金流量(元)	0.38	-0.39	-0.21
无形资产占净资产比例	0.00%	0.00%	0.55%
资产负债率(母公司)	48.00%	51.48%	56.44%

资料来源: 公司招股说明书、东海证券研究所

5、公司主要风险

5.1 产品结构单一风险

公司产品八成以上集中于抗生素产品，面临着产品结构单一的风险。

5.2 招标采购地方保护注意风险

基本药物以省为单位进行招标，中国特色的地方保护可能使得公司招标面临着非市场因素的风险。

5.3 产品价格下降风险

尽管公司产品为低端抗感染类用药，价格较低，在各地激烈的招投标过程中仍然面临着价格下降的风险。

5.4 原材料价格上涨风险

公司两大主导产品罗红霉素、阿奇霉素原料均为外购，尽管双方具有稳定的长期合作关系，但仍然面临着原材料价格变动的风险。

6、募集资金投向

本次 IPO 计划将募集资金约 23596 万元，用于研发中心、普通胶囊剂、冻干粉针、粉针剂、片剂、头孢胶囊等六个项目，除研发中心外，扩产项目建设期均为 2 年，达产后预计每年将新增收入 49613 万元。

表 5: 募集资金投向

项目名称	项目总投资	占募投资金比	建设期	项目达产后预计新增收入
研发质检中心新建工程	3233 万元	13.7%	2 年	--
新建年产胶囊 4.3 亿粒生产线项目	3801 万元	16.1%	2 年	8510 万元
新建年产冻干粉针 5800 万支生产线项目	7129 万元	30.2%	2 年	8650 万元
新建年产粉针剂 8500 万支生产线项目	4756 万元	20.2%	2 年	15895 万元
扩建年产片剂 3.3 亿片生产线项目	2592 万元	11.0%	2 年	7861 万元
扩建年产头孢类胶囊 6.2 亿粒生产线项目	2085 万元	8.8%	2 年	8697 万元

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

表 6: 募集资金扩产剂型现有产能、产销情况

剂型	产能	2009 年产量	产能利用率	最近三年平均产销率
冻干粉针	4150	6119.83	174.47%	97.99%
粉针剂	5000	5678.11	113.56%	97.18%
普通片剂	30000	67082.61	223.61%	94.76%
普通胶囊	32400	42683.22	131.74%	98.95%
头孢类胶囊	30000	70094.63	233.65%	97.92%

单位：万支/万粒/万片 资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

7、估值与市场定价

7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设:

- 1、募投项目投产后抗生素业务 2010-12 年收入分别增长 20%、30%、25%
- 2、由于招投标的竞争及原材料价格的上涨, 抗生素类毛利率未来三年每年降低 1 个百分点;
- 3、公司综合企业所得税率维持在 09 年水平: 15.5%。
- 4、2010 年管理费用率、销售费用率小幅提高, 2011 年、12 年回落
在上述假设下, 我们预测公司 2010-2012 年 EPS (摊薄) 分别为 0.48 元、0.62 和 0.72 元。

表 7: 亚太药业盈利预测

盈利预测及市场重要数据	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	34266.85	41543.17	42966.72	51863.28	66866.92	83301.82
增长率	24.2%	21.2%	3.4%	20.7%	28.9%	24.6%
营业利润(万元)	5030.12	4613.94	5708.22	6851.48	8836.61	10235.87
增长率	84.0%	-8.3%	23.7%	20.0%	29.0%	15.8%
净利润(万元)	3908.73	4161.00	4815.22	5789.50	7466.93	8649.31
增长率	82.2%	6.5%	15.7%	20.2%	29.0%	15.8%
每股净资产(元)	1.75	2.21	2.55	2.20	2.58	3.0
每股收益(元)	0.33	0.35	0.40	0.48	0.62	0.7

资料来源: 招股说明书、东海证券研究所

7.2 上市定价

公司为低端抗感染类药品生产商, 产品原创性不高, 但基于新医改投入增加及未来医疗服务层级结构变化的考虑, 我们认为公司产品在未来 3 年面临着市场扩容的大好机会。

基于上述考虑, 再综合可比公司的估值水平, 我们建议询价区间为 12.0-15.4 元之间, 对应公司 2010 年及 2011 年 EPS 的市盈率分别为 25-32 倍。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

张飞: 东海证券医药行业分析师, 西安交通大学药学学士, 北京大学金融信息工程硕士, 主要研究中药、化学制剂及生物制药板块。

重点跟踪公司: 上海莱士、兰生股份、上实医药、三九医药、同仁堂、中恒集团、广州药业等。

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。

李惜浣: 东海证券医药行业助理分析师, 沈阳药科大学药学学士

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