

亚太药业 (002370)

2010-03-04

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

主打基层牌，受益新医改

——亚太药业上市定价

投资要点:

- 浙江亚太药业股份有限公司是一家成立于2001年，地处水乡绍兴，主要从事化学制剂类药品研发、生产和销售，面向基层医疗市场的民营企业。
- 公司产品治疗领域涉及抗生素、抗病毒、心血管、消化系统、解热镇痛等五大领域，其中抗生素类产品占有绝对重要的地位。2009年公司抗生素类产品的销售收入占公司主营业务收入的83.64%。
- 公司主营三大产品：罗红霉素胶囊、头孢氨苄胶囊、阿奇霉素，三者同属抗生素品种，它们在各自细分药品中属于龙头品种。其中公司的罗红霉素胶囊产量位居全国第一、头孢氨苄胶囊产量位居全国第四、阿奇霉素产量位居全国第二。
- 从募投项目分布看，公司此次募集资金主要将用于提升产能和提高科研实力两方面，其中用于扩产的资金占整个募投项目86.30%，故此次募投项目主要还是以扩产为主。
- 我们预测公司2010年—2012年每股收益分别为0.51元、0.63元和0.76元。基于目前化学制剂药子行业2010年平均30倍的动态市盈率。我们认为公司作为面向基层的纯制剂药企，合理价格区间为15—17元之间；上市首日价格区间为19—23元之间。

风险提示:

- 原料药价格的大幅上涨，将导致公司成本的大幅提升。
- 国家继续降价部分药品价格，将对公司经营产生风险。

医药生物行业

合理价值区间: 15—17 元

上市首日定价区间: 19—23 元

发行数据

总股本(万股)	12,000
发行数量(万股)	3000
每股净资产(元)	5.60
网下发行(万股)	600
网上发行(万股)	2,400
上市日期	2010-03
发行方式	网下询价,网上定价

股东信息

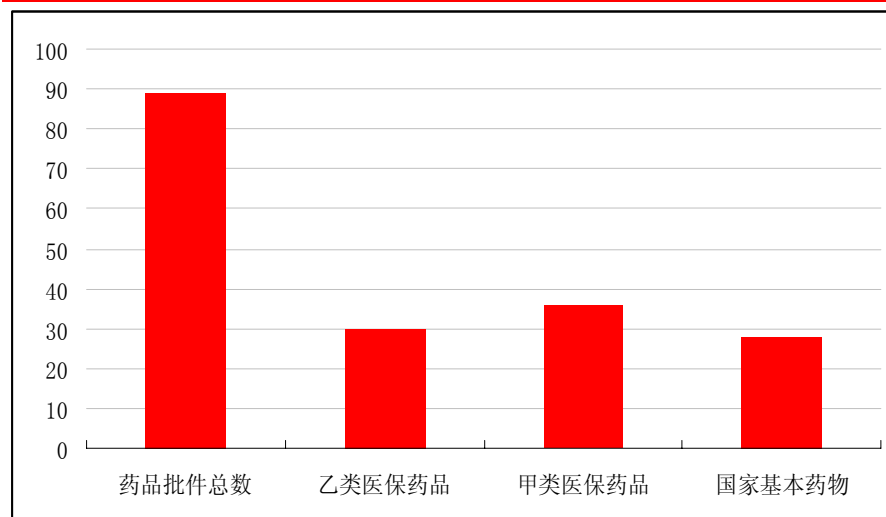
浙江亚太集团有限公司	45.00%
社会公众股	25.00%
绍兴县亚太房地产有限公司	13.28%
钟建富	3.45%
朱坚贤	3.6%
陈兴华	3.6%
徐江	3.6%
孙亚	2.48%
合计	100%

田 垒 、 张 欣 行业研究员
电 话 021-32229888*3507
邮 箱 tianlei@ajzq.com

一、 公司是一家主打基础药物的化药制剂企业

浙江亚太药业股份有限公司是一家成立于2001年，地处水乡绍兴，主要从事化学制剂类药品研发、生产和销售，面向基层医疗市场的民营企业。公司目前总共拥有89种规格药品，其中，列入《09国家医保目录》的批文品种66个，甲类医保用药36个、乙类医保用药30个，列入《国家基本药物目录（基层医疗机构使用部分）》药品28个。

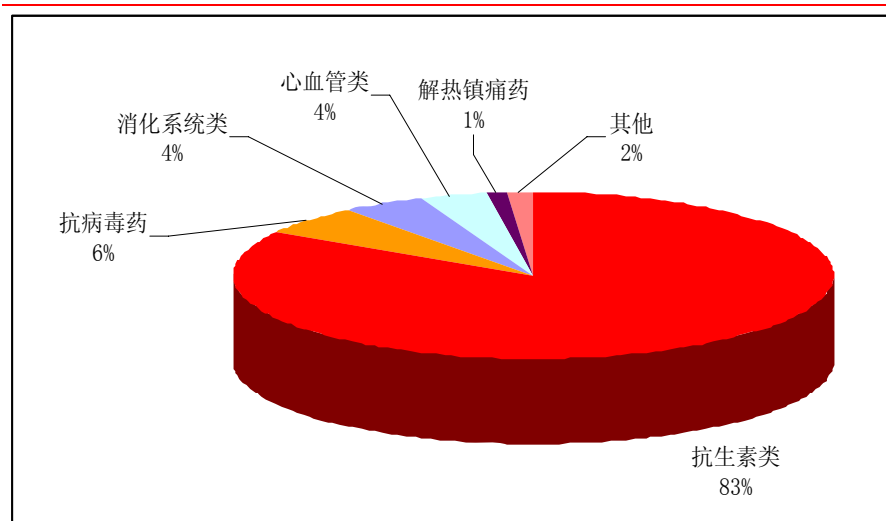
图1：公司产品入围《医保目录》和《基本药物目录》情况 单位：个



（数据来源：公司公告、爱建证券）

公司产品治疗领域涉及抗生素、抗病毒、心血管、消化系统、解热镇痛等五大领域，其中抗生素类产品占有绝对重要的地位，2009年公司抗生素类产品的销售收入占公司主营业务收入的83.64%。

图2：2009年公司主营业务收入（分产品）



（数据来源：公司公告、爱建证券）

二、三大主力产品将受益于基层市场的扩容

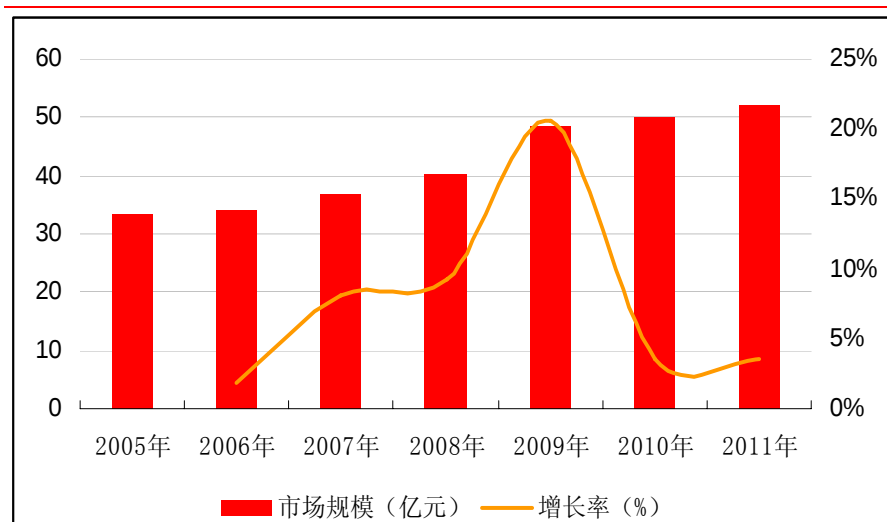
公司主营三大产品：罗红霉素胶囊、头孢氨苄胶囊、阿奇霉素，三者同属抗生素品种，它们在各自细分药品中属于龙头品种。其中公司的罗红霉素胶囊产量位居全国第一、头孢氨苄胶囊产量位居全国第四、阿奇霉素产量位居全国第二。2009年三大产品销售收入分别达到6,813.03万元、4,504.35万元和5,619.18万元，占主营业务收入40%。

1、罗红霉素胶囊：产量位居全国第一

罗红霉素属于第二代大环内酯类抗生素，主要作用于革兰氏阳性菌、厌氧菌、衣原体和支原体等。主要用于敏感菌株所引起的感染，尤其上、下呼吸道感染、耳鼻喉感染、生殖器（淋球菌感染除外）及皮肤感染。

在我国用药市场，大环内酯类药物属于大规模、平稳增长的品种，市场容量近年来呈现平稳上升的状态，我们预计行业未来3年平均增长率5%左右。

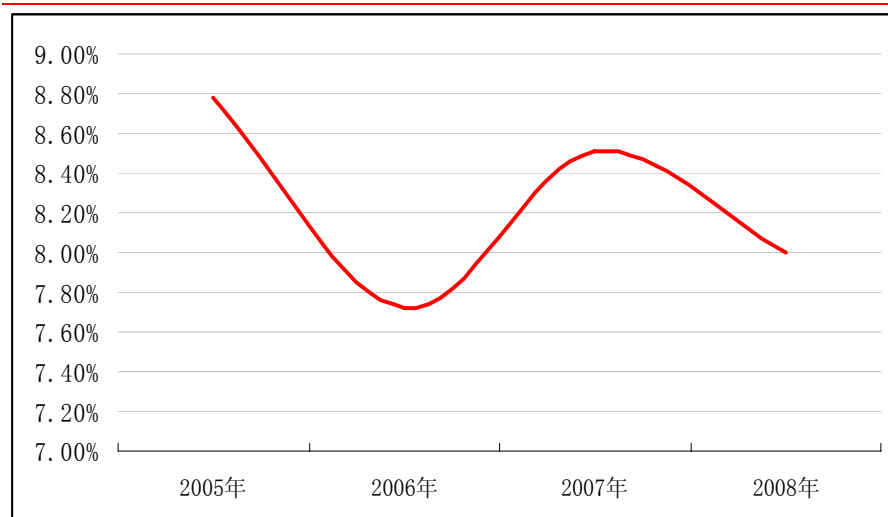
图3：2005年—2011年我国大环内酯类抗感染药市场规模发展及预测情况



（数据来源：公司公告、爱建证券）

罗红霉素在整个大环内酯类抗感染药物中用药金额长年徘徊在8%左右，位居该类药物用药量的第三位。我们预计：由于该产品在价格上相对于阿奇霉素有一定优势，未来用药金额有上升的动力。

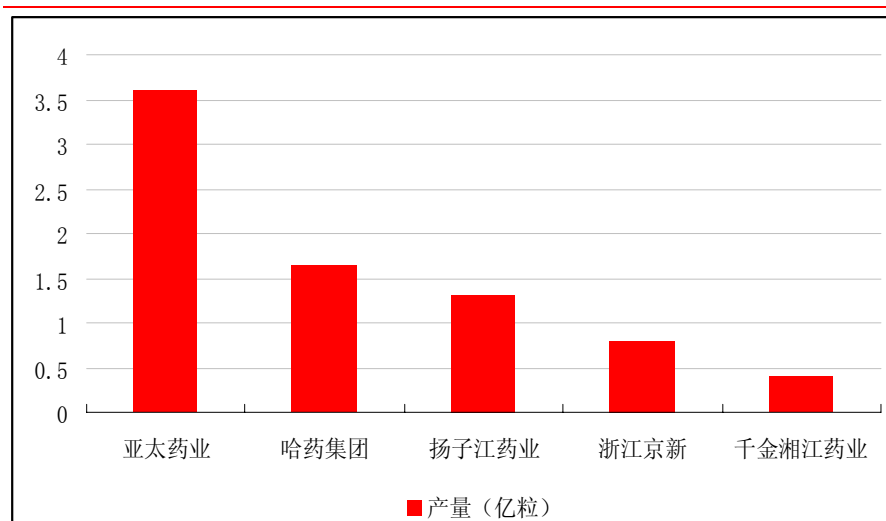
图4：我国样本医院近几年罗红霉素占整个大环内酯类抗生素的市场份额



(数据来源: 公司公告、爱建证券)

公司罗红霉素胶囊2007年的产量为3.6亿粒, 位居国内第一, 且大大领先于其它药厂生产的同类产品。唯一欠缺的是公司只是单纯的制剂企业, 并未掌握罗红霉素原料的生产工艺, 故产品利润控制力相对较弱。

图5: 2007年150mg罗红霉素胶囊产量前五名情况

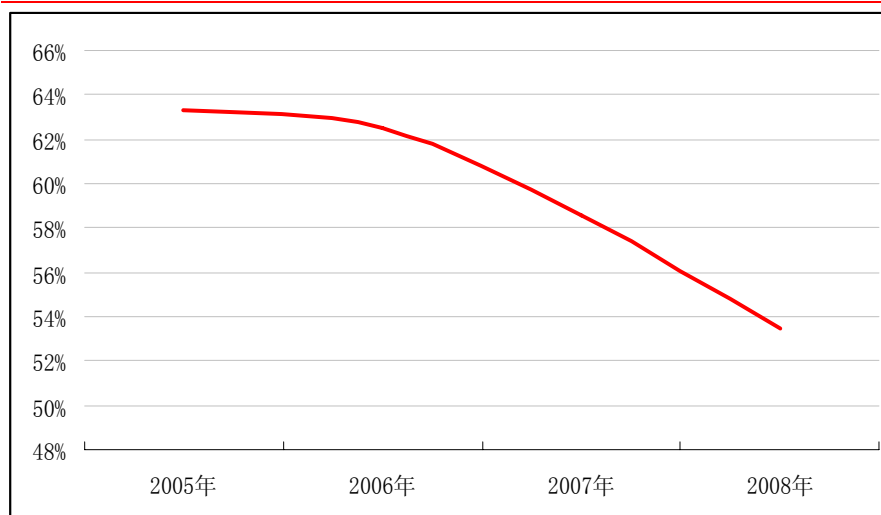


(数据来源: 公司公告、爱建证券)

2、阿奇霉素: 大品种中的大品牌

阿奇霉素和罗红霉素同属于第二代大环内酯类抗生素, 它对临床上多种常见致病菌有效, 特别是对于头孢和青霉素类无法控制的支原体、衣原体和弯曲菌具有特效, 是治疗军团菌病的首选药, 还可以治疗艾滋病患者的弓形虫感染, 相比于罗红霉素, 另一个特点是血药浓度不高, 但组织分布和细胞内移行性良好, 因此是临床应用最广泛的一类大环内酯类抗生素。

图6：我国样本医院近几年阿奇霉素占整个大环内酯类抗生素的市场份额

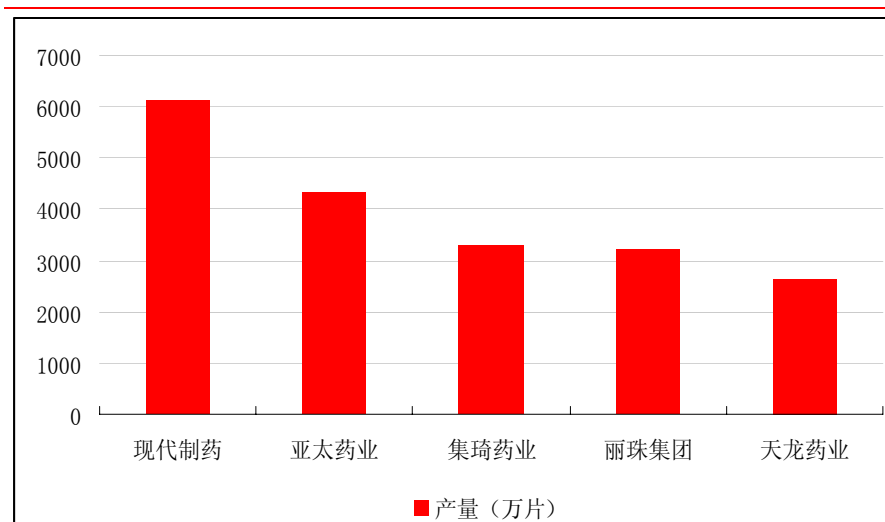


(数据来源：公司公告、爱建证券)

虽然近几年阿奇霉素占整个大环内酯类抗生素的市场份额呈现出逐年下降的趋势，但由于该药品在疗效和生物代谢方面优于其它大环内酯类抗生素，故我们认为阿奇霉素在未来若干年仍将是规模超过20亿的大品种。

公司阿奇霉素片2007年的产量为4341万片，位居国内第二，公司“齐迈星”牌阿奇霉素分散片在该类药品中属于绝对的大品牌。与罗红霉素相似的，公司只是单纯的制剂企业，并未掌握阿奇霉素原料的生产工艺，故产品利润控制力相对较弱。

图7：2007年250mg阿奇霉素片产量前五名情况



(数据来源：公司公告、爱建证券)

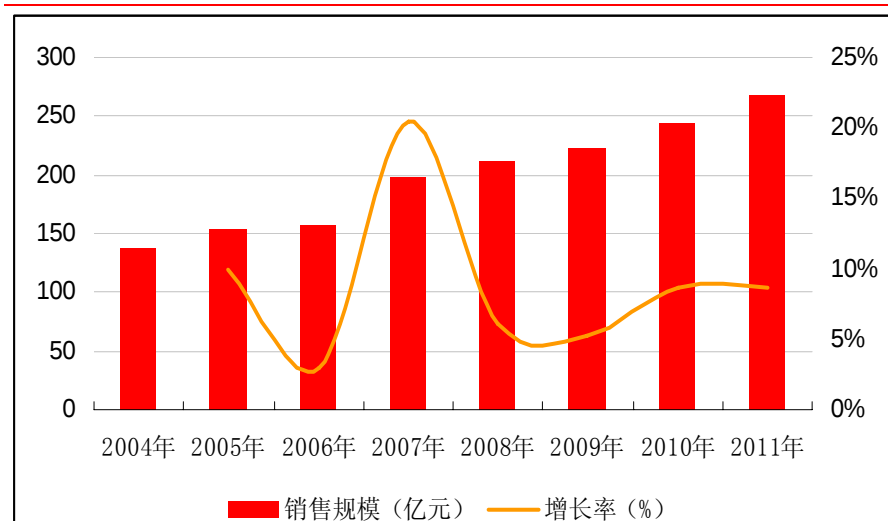
3、头孢氨苄胶囊：入围基本药物目录后将进一步放量

头孢氨苄属于第一代头孢类抗生素，具有较强的抗革兰氏阳性菌作用，对耐药金葡萄菌有良好抗菌作用，主要用于敏感菌所致的呼吸道感染、泌尿道感染、妇产科感染、皮肤及

软组织感染、淋病等。由于其较高的安全性和性价比和头孢呋辛共同入围了2009年公布的《国家基本药物目录》。

抗生素类药物近几年一直占据着我国用药市场的榜首位置，其中头孢类抗生素又在抗生素领域占据着绝对的主导地位。据健康网统计，2007年前三季度各类医院抗感染药用药金额中，头孢类占46.52%。

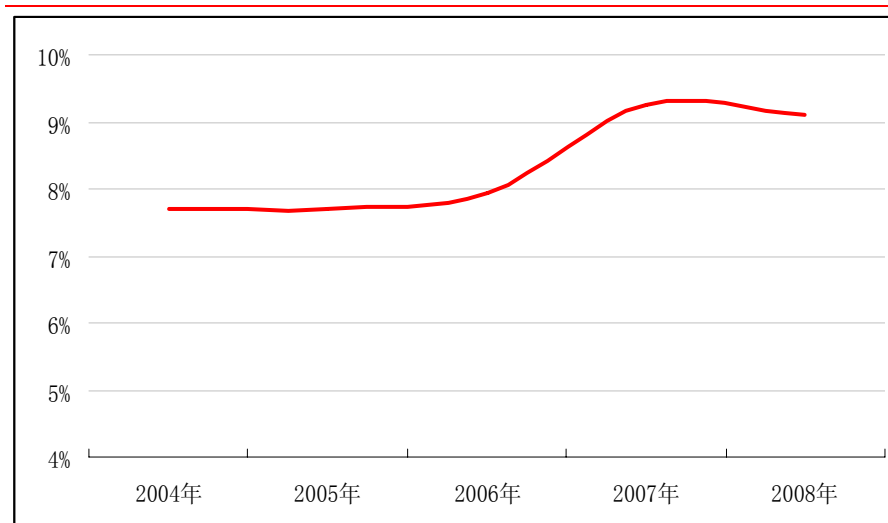
图 8：我国头孢类抗生素市场销售规模及增长率



（数据来源：公司公告、爱建证券）

虽然大部分第一代头孢类抗生素上市时间久远，但由于其价格便宜，服用方便，在基层医药市场仍占据着重要的地位，这也使得其多年来在整个头孢类抗生素市场中占据着近10%的份额。

图9：我国样本医院近几年第一代头孢占整个头孢类抗生素的市场份额

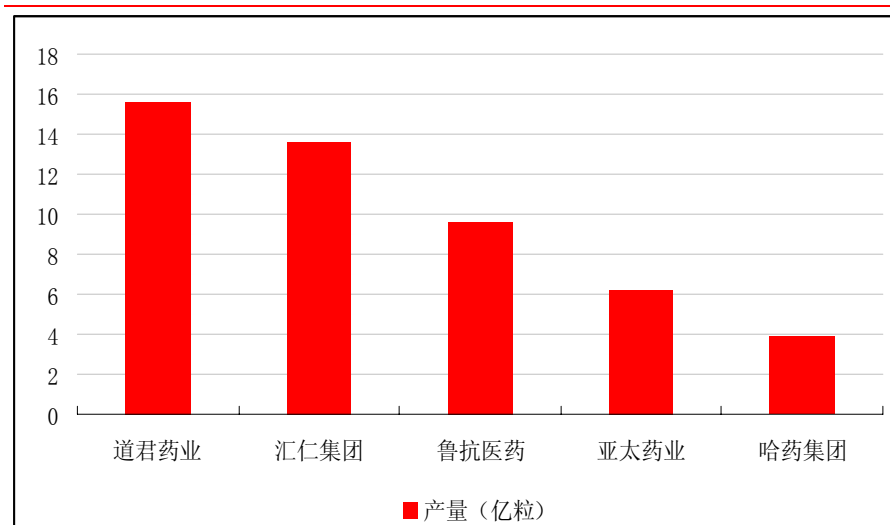


（数据来源：公司公告、爱建证券）

公司的“雅泰”牌头孢氨苄胶囊在国内市场占有率处于领先地位，2007年产量达到6.18亿，位居全国第四，尤其在华东地区具有较高的市场知名度。由于头孢氨苄胶囊为口服制剂，故其过敏反应率更低，将更适用于卫生条件相对落后的广大农村市场，故我们认为该

产品在未来几年将迎来新一轮的放量。

图10：2007年125mg头孢氨苄胶囊产量前五名情况

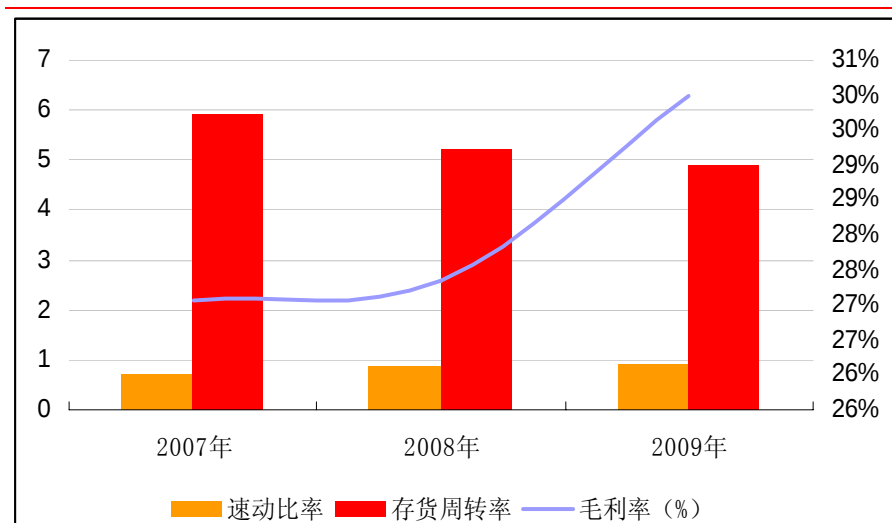


（数据来源：公司公告、爱建证券）

三、公司偿债能力有待提高，运营能力保持稳定，盈利能力不断增强

2007年—2009年公司速动比率分别为0.71、0.88和0.91，虽然在逐年提高，但仍低于临界指标1，说明公司偿债能力偏弱；公司同期存货周转率分别为5.92、5.2和4.91，虽然该指标逐年略有下降，但这是随公司规模不断扩大后的正常现象；公司近三年毛利率水平分别为27.07%、27.36%和30%，呈现出不断增强的趋势。

图11：公司部分财务指标



（数据来源：公司公告、爱建证券）

四、募投项目以提高产能为主，提升科研实力为辅

从募投项目分布看，公司此次募集资金主要将用于提升产能和提高科研实力两方面，其中用于扩产的资金占整个募投项目86.30%，所以此次募投项目主要还是以扩产为主。

表1：公司此次计划募投的项目

序号	项目名称	拟投资（万元）	建设期（年）
1	研发质检中心新建工程	3233	1
2	新建年产胶囊4.3亿粒生产线项目	3801	1
3	新建年产冻干粉针剂5,800万支生产线项目	7129	1
4	新建年产粉针剂8,500万支生产线项目	4756	1
5	扩建年产片剂3.3亿片生产线项目	2592	1
6	扩建年产头孢类胶囊6.2亿粒生产线项目	2085	1

（数据来源：公司公告、爱建证券）

- （1）公司目前的在研项目，基本以仿制药为主，需要创新的部分，大部分交由其他单位，故我们认为公司的新药研发实力偏弱，募投项目难以在短期内解决公司研发短板。
- （2）年产胶囊4.3亿粒生产线项目：未来将主要用于生产罗红霉素胶囊、奥美拉唑肠溶胶囊、克拉霉素胶囊等产品。预计达产后年销售0.8亿左右。
- （3）年产冻干粉针剂5,800万支生产线项目：未来将主要用于生产注射用阿奇霉素、注射用加替沙星、注射用更昔洛韦、注射用泮托拉唑钠、注射用利巴韦林、注射用阿昔洛韦、注射用奥扎格雷钠等产品。预计达产后年销售0.9亿左右。
- （4）年产粉针剂8,500万支生产线项目：未来将主要用于生产注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠、注射用头孢曲松钠、注射用头孢呋辛钠等产品。预计达产后年销售1亿左右。
- （5）扩建年产片剂3.3亿片生产线项目：未来将主要用于生产阿奇霉素分散片、左氧氟沙星片、氯唑沙宗片、依托度酸片、螺内酯片等产品。预计达产后年销售0.7亿左右。
- （6）年产头孢类胶囊6.2亿粒生产线项目：未来将主要用于生产头孢氨苄胶囊、头孢泊肟脂胶囊、头孢拉定胶囊、头孢克洛胶囊等产品。预计达产后年销售0.8亿左右。

五、盈利预测、合理价格区间和上市首日价格区间预测

我们预测公司2010年—2012年每股收益分别为0.51元、0.63元和0.76元。基于目前化学制剂药子行业2010年平均30倍的动态市盈率。我们认为公司作为面向基层的纯制剂药企，合理价格区间为15—17元之间；上市首日价格区间为19—23元之间。

六、 风险提示

- (1) 由于公司制剂所需的原料药几乎全部需要外购，故原料药涨价，将对公司经营产生风险。
- (2) 由于公司大部分品种都进入了《09版医保目录》，故药品价格将由国家决定，药价的继续降价，将对公司经营产生风险。

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	342.67	415.43	429.67	481.23	563.04	641.86
减: 营业成本	249.92	301.79	300.75	332.05	390.47	436.47
营业税金及附加	1.99	2.23	2.13	2.36	2.70	3.02
营业费用	20.76	27.44	30.58	36.09	36.60	42.36
管理费用	19.44	28.53	31.39	40.90	45.04	50.71
财务费用	6.36	8.86	6.99	-4.00	-2.80	0.00
资产减值损失	-5.95	0.67	0.99	1.50	2.00	2.50
加: 投资收益	0.16	0.23	0.25	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	50.30	46.14	57.08	72.33	89.03	106.81
加: 其他非经营损益	-0.24	2.47	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05
利润总额	50.06	48.61	57.03	72.28	88.98	106.76
减: 所得税	10.98	7.00	8.88	10.84	13.35	16.01
净利润	39.09	41.61	48.15	61.44	75.63	90.75
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	39.09	41.61	48.15	61.44	75.63	90.75
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	52.58	24.37	55.89	380.00	350.00	320.00
应收和预付款项	77.33	130.82	126.13	126.43	207.00	308.68
存货	49.85	66.26	56.32	59.84	86.50	94.65
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1.58	1.58	1.66	1.66	1.66	1.66
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	137.61	151.89	164.39	339.43	343.98	358.02
无形资产和开发支出	25.53	24.11	23.56	20.39	17.23	14.06
其他非流动资产	1.99	1.14	2.24	2.24	2.24	2.24
资产总计	346.47	400.16	430.20	930.00	1008.61	1099.32
短期借款	132.10	78.00	107.00	107.00	107.00	107.00
应付和预收款项	56.44	69.36	69.31	86.33	98.73	110.00
长期借款	0.00	24.10	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	30.00	24.10	24.10	24.10	24.10
负债合计	188.54	201.46	200.41	217.43	229.83	241.10
股本	90.00	90.00	90.00	120.00	120.00	120.00
资本公积	9.41	8.56	9.50	408.50	408.50	408.50
留存收益	58.52	100.13	130.29	184.07	250.28	329.71
归属母公司股东权益	157.93	198.69	229.79	712.57	778.78	858.22
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	157.93	198.69	229.79	712.57	778.78	858.22
负债和股东权益合计	346.47	400.16	430.20	930.00	1008.61	1099.32
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E

经营性现金净流量	23.12	-11.69	68.30	98.80	26.66	46.35
投资性现金净流量	-40.88	-13.86	-11.20	-200.04	-50.04	-25.04
筹资性现金净流量	-1.29	-9.33	-22.98	315.17	-9.40	-116.89
现金流量净额	-19.05	-34.89	34.12	213.93	-32.78	-95.58

投资评级说明

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内， 个股相对大盘升幅20%以上

推 荐： 预期未来6个月内， 个股相对大盘升幅5%~20%

中 性： 预期未来6个月内， 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来6个月内， 个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级：

强于大市：预期未来6个月内， 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性： 预期未来6个月内， 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6个月内， 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。