

公司新股分析
华仁药业(300110)
华仁药业：高端输液市场龙头，终端控制能力强大
报告关键点：

- 非PVC软袋输液是大输液产业升级的发展方向
- 公司的产品主要定位于高端市场，在细分市场优势明显
- 公司是管理层持股的民营企业，拥有强大的终端控制能力
- 建议询价区间：7.8-9.8元

报告摘要：

- **非PVC软袋输液是大输液产业升级发展的方向。**受益于人口老龄化趋势、新农合、国家基本药物目录制度、新医疗体制改革等政策的影响，我国大输液市场销售额预计在未来几年将维持15%以上的平稳增长。销售额增长率明显高于销量增长率的原因在于产品的结构升级，具体表现为塑瓶输液和非PVC输液对于玻瓶输液和PVC输液的替代趋势。其中非PVC软袋的发展更快，据中国数字医药网预测，到2012年非PVC软袋销量将达到21亿袋，CAGR(09-2012)为20.6%，非PVC软袋代表着大输液产业升级发展的方向。
- **公司的产品主要定位于高端市场，在细分市场优势明显。**公司定位于国内高端大输液市场，积累了330余家医院客户（其中70余家三级医院）和近400家医药公司客户。公司专注于非PVC软袋输液产品，2008年销量4,300万袋，占全国产品市场总量的5.06%，位居非PVC软袋输液市场前五名。2009年非PVC软袋输液产销量6,407万袋，CAGR(07-09)为41%，在高端市场增速较快。
- **公司是管理层持股的民营企业，拥有强大的终端控制能力。**公司是董事长军人出身的民营企业，有强大的执行力和管理能力。大输液市场竞争激烈，公司的输液产品60%为自主开发，40%为商业代理，医院终端控制能力强大。公司通过学术推广等手段为公司新品种上市营造良好的市场环境，公司营销过程中强调在品牌、价格、渠道、服务等方面强调差异化，并将差异化的竞争策略通过客户服务和临床推广进行有效延伸。
- **募集资金项目：扩大产能提高行业地位，控制生产成本。**公司本次拟向社会公开发行不超过5,360万股新股，所募集资金扣除发行费用后将投资于总计3.36亿元的3个项目。其中最大的非PVC软包装大输液三期项目占募集资金投资总额的65.91%，目的在于进一步扩大产能提高行业地位。此外，公司还将利用部分募集资金增加配套膜材、连接口管盖产能来进一步降低制生产成本。
- **建议询价区间：7.8-9.8元。**我们预测公司2010-2012年摊薄后EPS分别为0.39元、0.51元和0.67元，净利润同比增长37.59%、31.41%、30.66%，CAGR(2010-2012)为31.03%。参考大输液行业的主要上市公司科伦药业和双鹤药业2010年预测PE分别为38.9倍和24.3倍，考虑到公司所在非PVC软袋大输液细分行业的成长性，我们建议给予公司2010年20-25倍PE，询价区间为7.8-9.8元。上市首日目标价11.7-13.7元，对应2010年PE为30-35倍。

建议询价区间：

7.8 - 9.8 元

上市首日定价区间：

11.7 - 13.7 元

报告日期： 2010-08-05

发行数据

总股本(万股)	16,000
发行数量(万股)	5,360
网下发行(万股)	1,072
网上发行(万股)	4,288
保荐机构	广发证券股份有限公司
发行日期	2010-08-11
发行方式	网下询价，上网定价

股东信息

华仁世纪集团有限公司	70.80%
红塔创新投资股份有限公司	15.63%
广发信德投资管理有限公司	6.25%
马明礼	1.87%
吕爱民	1.42%
梁付成	1.27%
马洪荣	1.25%
北京昊和源科技有限公司	1.08%
中国药科大学	.43%
华仁世纪集团有限公司	70.80%

研究员

洪露	首席行业分析师
021-68766073	honglu@essence.com.cn
证书编号	S1450210010306
李秋实	行业分析师
021-68765361	liqs@essence.com.cn
证书编号	S1450210070003

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	207.6	288.5	389.5	509.0	658.7
Growth(%)	28.8%	39.0%	35.0%	30.7%	29.4%
净利润	46.4	60.8	83.7	108.1	142.2
Growth(%)	36.0%	30.9%	37.8%	29.1%	31.6%
毛利率(%)	53.0%	57.1%	58.2%	58.9%	59.8%
净利润率(%)	22.4%	21.1%	21.5%	21.2%	21.6%
每股收益(元)			0.39	0.51	0.67
每股净资产(元)			3.40	3.85	4.45
市盈率			0.0	0.0	0.0
市净率			-	-	-
净资产收益率(%)	21.0%	19.4%	11.5%	13.1%	15.0%
ROIC(%)	16.9%	16.1%	17.4%	13.8%	13.9%
EV/EBITDA	-	-	-	-	-

敬请参阅报告结尾处免责声明

1. 非 PVC 软袋大输液

1.1. 非 PVC 软袋输液：大输液产业升级的发展方向

大输液是指容量在 50ml 或以上的大容量注射液，在临床上应用于静脉注射治疗。在大输液行业发展历史中，大输液的包装技术经历了几次重大变革，目前主要有玻璃瓶包装（玻瓶输液），PE、PP 塑料瓶包装（塑瓶输液），PVC 单层塑料袋（PVC 软袋输液），和 PE、PP 等非 PVC 多层复合共挤膜包装（非 PVC 软袋输液）四种类型。

图 1：几代大输液类型



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

作为第一代大输液产品的玻瓶输液，生产成本较低，但存在稳定性差，口部密封不良等诸多缺点。而塑瓶输液虽在稳定性，密封性上较前一代产品有所改进，但是由于在使用过程中与第一代产品类似，都依赖于外界空气进入瓶体形成内压以使药液滴出，所以使用中的二次污染、交叉感染问题仍然存在。相比之下，第三代 PVC 软袋输液，在使用过程中可以依靠自身张力压迫药液滴出，大大降低了二次污染和交叉感染的概率。但 PVC 软袋材料本身含有聚氯乙烯单体，不利于人体健康，而且 PVC 材料质地较厚，不利于加工，高温灭菌过程中容易变形，抗拉强度差。80 年代末期，国际企业开发成功基于非 PVC 多层共挤膜技术的非 PVC 软袋输液，它融合了第三代 PVC 软袋输液中无需空气回路的优势，而且改良后的材料材质稳定，符合药用和环保的要求，代表了大输液包装技术发展的方向。

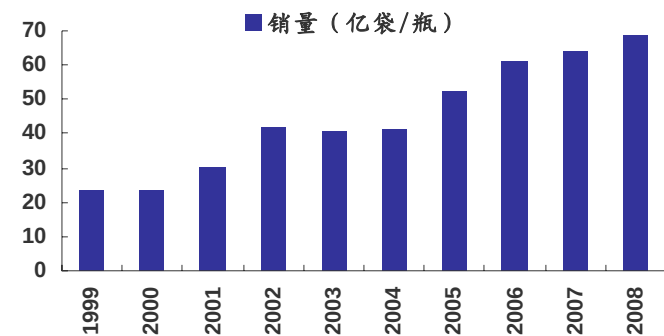
表 1：几种大输液产品的比较

包装形式	玻璃瓶	塑瓶	PVC 软袋	非 PVC
化学稳定性	一般	较高	较高	较高
口部密封性	一般	较高	较高	较高
二次/交叉感染	有可能	有可能	可能性低	可能性低
便于运输	一般	比较适合	比较适合	比较适合
材质毒性	较低	较低	含毒性物质	较低
价格	较低	中等	较高	较高

数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

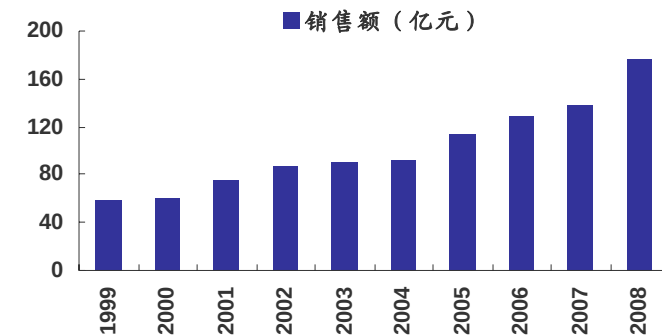
随着人口老龄化加剧，我国诊疗人次数和住院人次数保持了持续的增长，自 2004 年至 2008 年二者的复合增长率分别达到 7%和 10%。大输液市场需求与诊疗人数和住院人数存在较高的关联度。据中国医药网统计，2008 年全国大输液制剂销量约为 69 亿袋（瓶），近三年复合增长率达到 6.36%；销售额方面，2008 年销售额为 176.65 亿元，近三年复合增长率为 16.69%。受益于人口老龄化趋势、新农村合作医疗、国家基本药物目录制度、新医疗体制改革等政策的影响，我国大输液市场预计在未来几年将维持 15%以上的平稳增长。

图 2: 我国大输液行业销量逐年上涨



数据来源: 公司招股意向书、安信证券研究中心

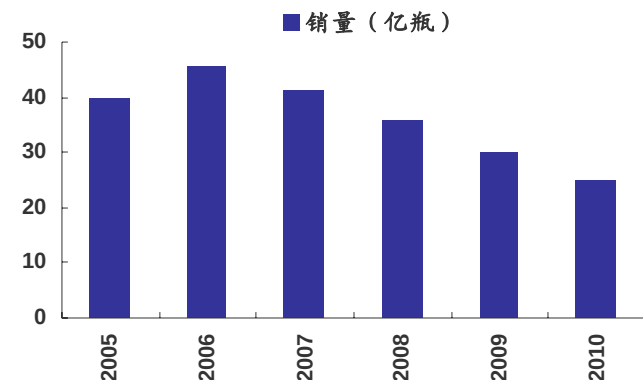
图 3: 我国大输液行业销售额逐年上涨



数据来源: 公司招股意向书、安信证券研究中心

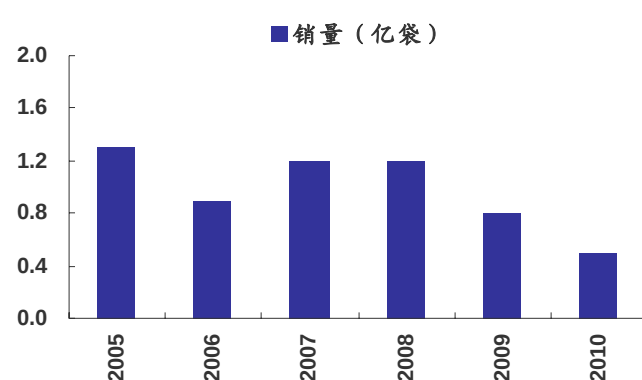
销售额增长率明显高于销量增长率的原因在于产品的结构升级, 具体表现为塑瓶输液和非 PVC 输液对于玻璃瓶输液和 PVC 输液的替代趋势。随着国家食品药品监督管理局对于玻璃瓶包装予以控制并于 2000 年起停止 PVC 输液袋的注册, 玻璃瓶输液和 PVC 输液已成逐年减少趋势。

图 4: 我国玻璃瓶输液销量逐年下降



数据来源: 公司招股意向书、安信证券研究中心

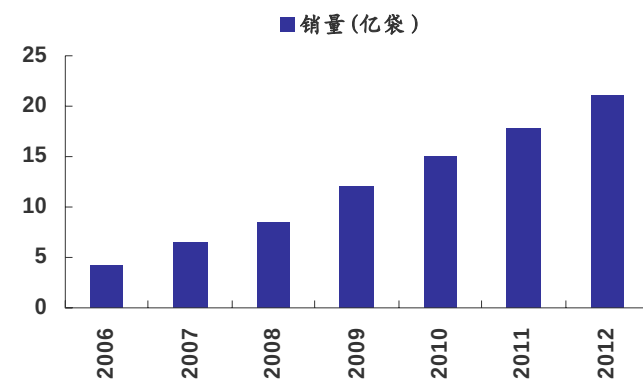
图 5: 我国 PVC 软袋输液销售额逐年下降



数据来源: 公司招股意向书、安信证券研究中心

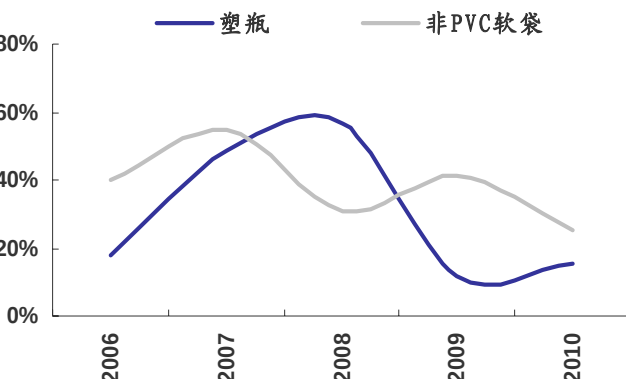
取而代之的是塑瓶输液和非 PVC 软袋输液, 除了软塑包装随成本降低价格下降的因素, 2006 年“齐二药事件”和“欣弗事件”也让医院选择输液产品时不单以价格为主要因素而对质量更为重视。二者当中非 PVC 软袋的发展更快 (2008 经济危机影响除外), 2008 年总销量达到 8.5 亿袋。这一方面是由于非 PVC 的产品优势国家在医药发展规划中明确强调“大力推广非 PVC 软袋输液, 提高我国大输液制药水平”, 另一方面经过多年的培训医院对于非 PVC 软袋输液的接受能力也在不断增强。

图 6: 我国非 PVC 输液销量逐年上升



数据来源: 公司招股意向书、安信证券研究中心

图 7: 塑瓶和非 PVC 软袋包装销量同比增长率比较



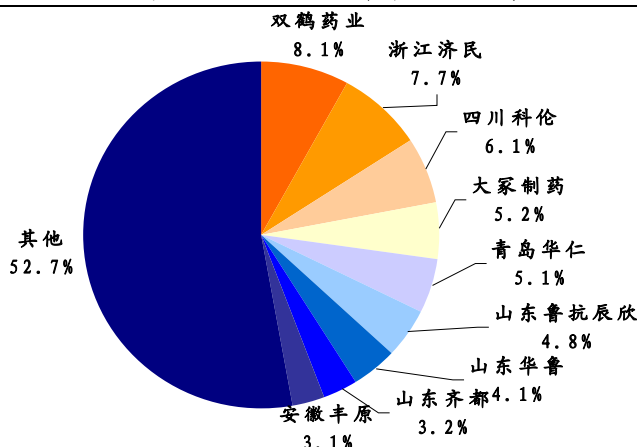
数据来源: 公司招股意向书、安信证券研究中心

1.2. 现状：行业壁垒高，生产厂家不多

非 PVC 软袋包装安全无毒性，与药液无反应，保持药液稳定，重量轻、体积小，保质期长，便于储存和运输，使用后易处理，对环境无污染，是国家鼓励发展的药品包装方向，非 PVC 软袋输液产品具有良好的发展前景，但是从资质、销售渠道、资金、技术和规模上都有一定的行业壁垒。先期投入要求要求较高，时间较长，需要专用生产设备、生产流水线和生产技术，国家对生产质量要求严格，具有较高的生产准入条件，而新开办药品生产的企业取得《药品生产许可证》和《药品批准件》也需要较长的时间。国内绝大部分大输液企业主要产能集中于玻璃瓶输液和塑瓶输液，如果要转而生产技术要求较高的非 PVC 软袋输液，也需要支付高额的转换成本。

现在我国拥有非 PVC 软袋输液生产能力的厂商有 100 多家，其中销量超过 1000 万袋/年的仅有 18 家企业，且所占市场份额较少，行业集中度不高。我国非 PVC 软袋输液发展时间不长，无论在膜材质量方面还是在生产技术和设备方面都还存在不足。国内极少有厂商可以制造非 PVC 膜、口管及组合盖，包装输液生产主要依赖引进国外设备和技术实现，所以生产成本较高。包装材料的国产化是非 PVC 软袋输液产品取得价格优势，进而扩大市场份额、取得较大发展的关键。

图 8：我国非 PVC 软袋输液行业 2008 年市场份额情况



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

1.3. 展望：产业升级加剧非 PVC 软袋输液竞争，行业整合利于资源优化

我们预测大输液产业升级趋势会导致非 PVC 软袋输液市场竞争态势愈加激烈。一方面，从欧美国家留学归来的临床医生除带回先进的质量方案亦带来医药包装的新知识和经验促使国内临床医学的发展呼唤高档优质输液，而随着国家对医疗投入的增加和居民用药水平逐步提高，软包装输液由原来的高端产品向常用产品转化；另一方面，随着塑料瓶输液生产成本的逐年降低，其零售价与玻璃瓶的差距在缩小，一旦价格降至某个区间，就会加快市场普及速度。良好的市场前景和较高的附加值驱动更多的厂商进入非 PVC 软袋输液行业，而玻璃瓶输液有可能出现的价格倒挂情况也让现有以玻璃瓶输液为主导产品的大输液厂商加快了转型软塑包装以及扩大软塑包装生产和发展步伐，比如市场份额位居国内大输液行业第一的科伦药业近期已通过向社会募集资金用来扩大软塑包装产能，而市场占有率在日本超过 50% 的大冢制药也通过独资和合资的方式大力发展在中国非 PVC 软袋输液市场中的业务，软塑输液大战指日可待。

现在我国拥有非 PVC 软袋输液生产能力的厂商有 100 多家，其中销量超过 1000 万袋/年的仅有 18 家企业，除华仁药业以外，市场占有率比较大的企业还有双鹤药业股份有限公司、浙江济民制药有限公司、大冢制药有限公司、四川科伦药业股份有限公司，山东鲁抗辰欣药业有限公司、山东华鲁制药有限公司等，市场份额普遍较低，直至 2008 年还没有一家企业超过 10%，行业集中度远远落后于发达国家水平，也低于大输液行业整体水平。行业整合是大输液行业的必然趋势，一方面优势企业可以通过规模经济扩大生产规模降低成本，另一方面可以通过协同效应扩张销售渠道，增强对利润下降等风险的抵抗能力和对研发费用方面的承受能力，进而取得更强的技术优势和市场优

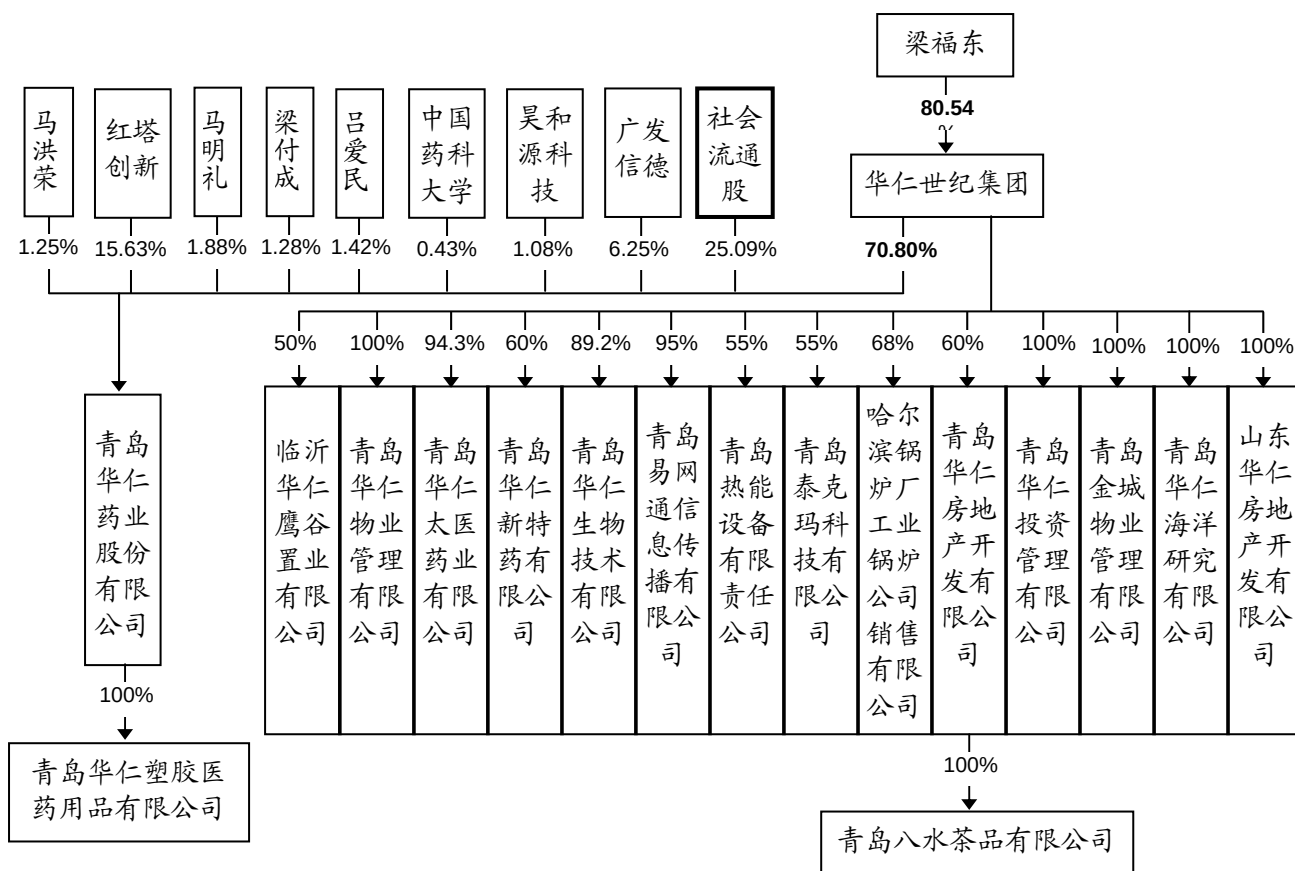
势。比如双鹤药业在华润集团增持北京医药之后，未来有望通过资源的优化整合进一步提高综合实力。

2. 华仁药业：

2.1. 公司概况

公司前身青岛华仁药业有限责任公司于 2001 年 8 月 23 日整体变更为股份公司，变更前后公司主营业务均为非 PVC 软袋输液产品的开发、生产和销售。公司的控股股东为华仁世纪集团，实际控制人为梁福东先生。梁福东通过持有公司控股股东华仁世纪集团持有公司不低于 53.03% 的股份，股权相对集中削弱了中小股东对公司生产经营的影响力。现任董事长梁富友先生同时还曾是公司技术中心主任和主要研发人员，为公司重要专利“非 PVC 软袋输液连接管口盖”等多项专利的发明人，自主创新。

图 9：公司发行后股权结构图和控股子公司



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

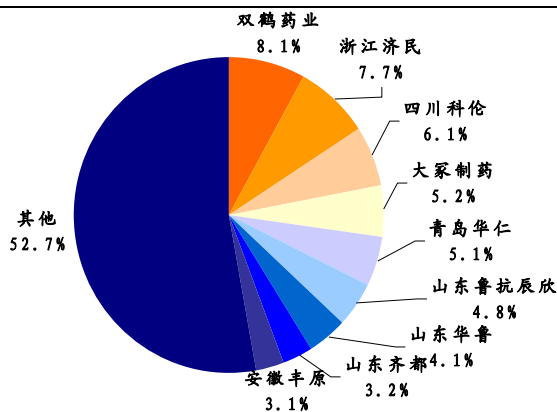
公司定位于国内高端大输液市场，专注于非 PVC 软袋大输液及其相关配套产品，目前可以生产 25 个品种、合计 57 个规格的非 PVC 软袋输液。公司在非 PVC 软袋输液领域积累了一定先发优势和专业化经营优势，2008 年销量名列前茅。公司拥有国内最大的非 PVC 软袋大输液单体工厂，年产能 1 亿袋非 PVC 软袋输液；公司自主研发的由全资子公司华仁塑胶生产的新型链接口管盖有效控制了产品单位成本；在工艺方面“双管双阀”和“无菌包装”增强了公司产品市场竞争能力和中标机会。

公司的管理层具有强大的政府背景和优秀的经营管理能力。董事长梁富友先生，历任解放军某部排长、连长、营长、后勤处处长，山东省平邑县外贸公司经理，山东省平邑县钻石饰品厂厂长，山东省平邑县外经委副主任，山东省平邑县粮食局党委书记兼局长，2008 年被评为“青岛市优秀企业家”，2009 年被评为“青岛市崂山区劳动模范”，优秀的经营管理能力是公司在竞争激烈的大输液市场做大做强的基础。

2.2. 定位高端市场，专注非 PVC 软袋输液产品

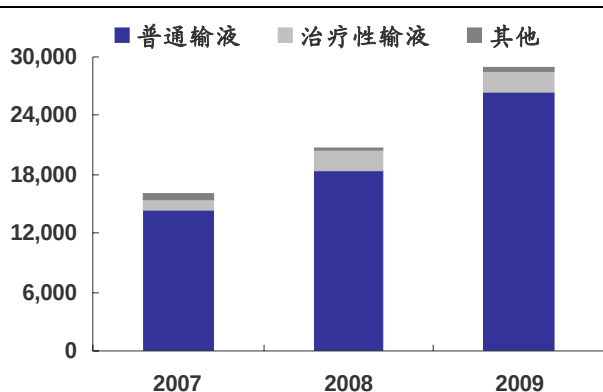
公司定位于国内高端大输液市场，积累了 330 余家医院客户（其中 70 余家三级医院）和近 400 家医药公司客户；专注于非 PVC 软袋输液产品，2008 年销量 4,300 万袋，占全国产品市场总量的 5.06%，位居非 PVC 软袋输液市场前五名。

图 10：我国非 PVC 软袋输液行业市场份额情况



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

图 11：公司产品主要集中在非 PVC 软袋普通输液产品



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

公司现在可以生产包括 25 个品种、合计 57 个规格的非 PVC 软袋输液产品。按临床用途分类，产品包括基础性输液共 8 个品种 33 个规格、治疗性输液共 15 个品种 22 个规格、营养性输液 2 个品种 2 个规格。其中基础性输液在临床上主要用于人体内水和电解质的平衡，提供糖、盐等人体必需的成分，并作为静脉注射治疗药物的溶媒而广泛应用；治疗性输液主要用于治疗适应症范围内的疾病；而营养性输液主要用于补充人体营养。主导产品主要集中在非 PVC 软袋普通输液产品，如氯化钠注射液、葡萄糖注射液、葡萄糖氯化钠注射液等等，其收入和毛利占公司营业额和毛利的绝大部分。在企业规模较小和资源有限的情况下将优势资源集中在优势产品上在一定程度上降低了经营风险，体现专业化优势的同时也带来了主导产品市场领域相对集中的风险。公司也在保持主导产品的优势下加强新产品开发力度，逐步开拓治疗性输液和营养性输液市场。

表 2：公司主导产品非 PVC 软袋普通输液产品情况

主要指标	2007	2008	2009
营业收入（万元）	14,311.04	18,284.62	26,422.01
营业收入占公司同期营业收入比例	88.81%	88.09%	91.57%
毛利占公司同期毛利比例	90.80%	86.82%	92.17%

数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

表 3：公司主要产品的近年来的销量情况

序号	品名	2007（万袋）	2008（万袋）	2009（万袋）
1	氯化钠注射液	1,642	2,361	3,731.75
2	葡萄糖注射液	1,032	1,407	1,978.00
3	葡萄糖氯化钠注射液	253	214	291.15
4	冲洗液（包括生理氯化钠和甘露醇注射液）	33	44	66.67
5	替硝唑输液	63	92	103.63
6	其他治疗性、营养性品种	201	175	235.83
合计		3,225	4,320	6,407.03

数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

2007 年、2008 年及 2009 年公司产能利用率分别为 92.11%、87.60%及 107.21%，实际产能利用率充足，处于饱和状态；三年产销率分别为 100%，100%和 90%，受益于非 PVC 软袋输液市场需求的增长，公司产销率保持较高水平；三年销量增长率为 48.07%，33.95%和 48.31%，公司利用多种销售模式并行、学术推差异化竞争策略等方法取得较强营销优势；三年销售毛利率分别为 45.61%、53.01%、57.05%，显著高于行业平均水平。

2.3. 自主创新：开拓市场，控制成本，提高竞争力

近年来，公司主要从产品创新、药物包材创新和工艺创新等方面开展自主创新工作，也一直将自主创新作为公司成长、发展的源动力之一。

产品创新：开拓较高附加值市场

由于基础性输液用量大、门槛相对较低，公司在发展前期的研发工作以基础性输液品种为主。随着基础性输液市场占有率的提高、品牌效应的显现，公司销售网络逐步完善，并在此基础上逐步开拓附加值较高的治疗性输液和营养性输液市场。

近年来公司开发出了腾钾酸钠氯化钠注射液、替硝唑注射液、氟康唑氯化钠注射液、复方氨基酸注射液（3AA）等 17 个治疗性和营养性输液品种。目前，公司正在对强化性营养支持疗法用脂肪乳剂、代血浆制剂产品、多器官移置用器官保存液、眼内冲洗灌注液、手术用冲洗液、透析冲洗用生理氯化钠溶液、转化糖注射液、第三代硝基咪唑类注射液、小儿电解质补给注射液等 9 个治疗性输液和营养性输液品种进行开发，为公司在治疗性输液和营养性输液领域的市场拓展提供了产品保障。

药品包材创新：有效控制成本

非 PVC 软袋生产所用多数药品包装材料需从国外进口，成本较高。降低生产成本，减少供应风险的关键点是药品包装材料的国产化。公司于 2006 年自主研发的“非 PVC 软袋输液加药连接管口盖”取得了实用新型外观和外观设计专利；2008 年自主研发的“非 PVC 软袋输液连接管口盖”取得了使用新型专利。研究成果提供了一种非 PVC 软袋输液连接管口盖的连接工艺，使塑料连接管与口盖连接的牢固性和密封性更好，且方法简单，生产效率高，减少了各种不良因素对输液产品的影响。更为重要的是此项技术实现连接口管盖的国产化，通过子公司华仁塑胶对新型链接口管盖的自主生产，单袋输液管盖成本降低 26%，有效控制了产品单位成本，大幅提高了公司毛利率，拉大了与其他公司毛利率的差距。

工艺创新：增强产品市场竞争力

区别于传统软袋输液使用的单管单阀工艺，公司开发的双管双阀工艺将加药口和输液口分开、专口专用，避免了交叉感染，在各地药品招标和销售中受到市场欢迎。目前很多地市在药品招标中已经将“双管双阀非 PVC 软袋输液”单列作为一个标的，区别于“非 PVC 软袋输液”，增加了公司产品中标机会。

传统输液无法做到无菌包装，而公司根据一些对无菌标准要求较高的治疗场合的要求，又开发出了无菌包装工艺：通过在内膜之外加上外包膜，抽真空后，使用公司先进的高温高压水浴式灭菌系统进行灭菌，灭菌效果大大高于传统的蒸汽灭菌工艺。无菌包装输液可以做到不用消毒，直接用于手术室等对无菌要求较高的治疗领域，使用方便，受到大医院的欢迎，增强了公司产品的市场竞争力。

公司 60%产品为自主开发，终端控制能力强大

大输液市场竞争激烈，公司的输液产品 60%为自主开发，40%为商业代理，医院终端控制能力强大。公司大力通过学术推广等手段为公司新品种上市营造良好的市场环境。公司营销过程中强调在品牌、价格、渠道、服务等方面强调差异化，并将差异化的竞争策略通过客户服务和临床推广进行有效延伸。公司市场开发工作从重点开发、渠道

拓展、老客户挖潜三方面加大开发力度，目前已赢得了 330 余家医院客户（其中三级医院 70 余家）和 400 家医药公司的认可。

2.4. 公司财务状况分析

2007-2009 年，公司主营业务突出，经营业绩随着非 PVC 软袋输液市场的扩大和公司市场销售的快速拓展而稳步增长。三年营业收入分别为 1.61 亿元，2.08 亿元和 2.89 亿元，增长率分别为 36.57%，28.81%和 39.01%；净利润分别为 0.34 亿元，0.46 亿元和 0.61 亿元，增长率分别为 148.99%，36.00%和 30.88%。经营活动产生的现金流量净额分别为 765.99 万元，5,724.43 万元和 3,862.76 万元，投资活动产生的现金净额分别为-877.43 万元，-14,072.70 万元和-9,655.10 万元。公司处于持续发展期，经营活动中货币资金回笼但仅靠经营活动现金流净额无法满足为扩大市场份额所进行的投资需要，需进行筹资作为补充。

2007-2009 年，虽然公司主导产品价格略有下降，但得益于研发成果应用等因素带来的产品成本更大幅度的下降，公司毛利率分别为 45.61%、53.01%和 57.05%，高于行业平均水平并呈持续上升态势。同样呈现上升趋势的还有加权平均净资产收益率，三年分别为 19.53%、21.76%和 22.87%，体现较高盈利能力。

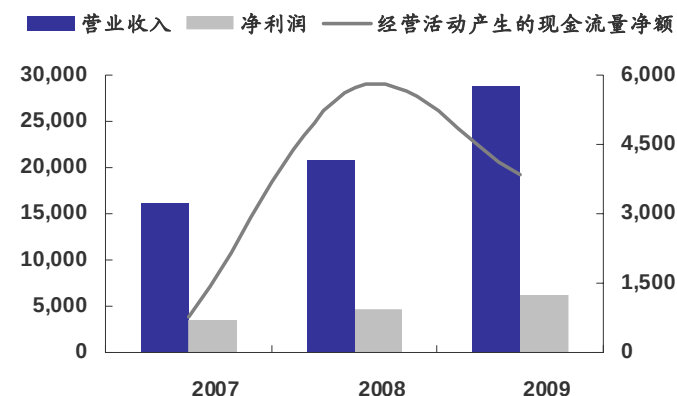
由于业务迅速发展的需要，公司现阶段需要大量资本投入，2009 年资产负债率已达 50.84%，依靠经营积累和银行贷款进一步获取资金有限。公司流动比率和速动比率与同行业上市公司相比较低，资产负债率较高，但公司盈利水平不断提高，如能利用较强的盈利能力支撑公司成功上市筹措资金，则可大幅提高流动比率和速动比率，降低资产负债率，从而减小偿债风险。公司应收账款周转率相对偏低，但应收账款质量较好，销售货款回收风险不大。公司存货管理水平提高带来存货周转率的上升，总资产周转率水平相对稳定体现公司资产运营状况良好。

表 4： 公司近年资本结构、偿债能力和营运能力

主要指标	2007 年	2008 年	2009 年
资本结构			
资产负债率 (%)	48.13	56.31	50.84
流动资产 / 总资产 (%)	44.87	39.34	42.72
流动负债 / 负债合计 (%)	99.44	71.93	81.37
偿债能力			
流动比率	0.92	0.97	1.04
速动比率	0.78	0.84	0.85
息税折旧摊销前利润 / 负债合计	0.35	0.27	0.32
经营活动产生的现金流量净额 / 负债合计	0.04	0.20	0.12
营运能力			
营业周期 (天)	241	263	256
存货周转天数 (天)	100	99	109
应收账款周转天数 (天)	141	164	147
存货周转率 (次)	3.60	3.64	3.29
应收账款周转率 (次)	2.56	2.20	2.45
流动资产周转率 (次)	0.99	1.15	1.22
固定资产周转率 (次)	0.99	1.28	0.85
总资产周转率 (次)	0.50	0.48	0.50

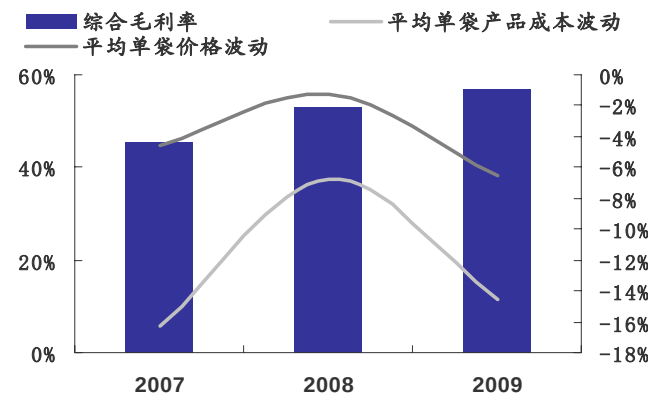
数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

图 12: 公司近年收入、利润及经营性现金流状况 (万元)



数据来源: 公司招股意向书、安信证券研究中心

图 13: 公司平均单袋价格、成本波动及综合毛利率



数据来源: 公司招股意向书、安信证券研究中心

3. 筹集资金项目: 扩大产能提高行业地位, 向上游延伸降低生产成本

公司本次拟向社会公开发行人人民币普通股不超过 5,360 万股, 占发行后总股本的 25.09%, 募集资金总额将根据询价结果最终确定, 所募集资金将投资于总计 33,611 万元的 3 个项目。其中最大的非 PVC 软包装大输液三期项目, 投资金额合计 22,153 万元, 占募集资金投资总额的 65.91%; 其次是 SPC 组合盖项目, 投资金额合计 6,203 万元, 占募集资金投资总额的 18.46%; 第三个是非 PVC 输液包装膜材项目, 投资金额合计 5,255 万元, 占募集资金投资总额的 15.63%。

非 PVC 软包装大输液三期项目:

随着人口老龄化和城镇化的加速, 以及新医改, 国家基本药物制度的相继实施, 我国大输液产品用量逐年增加, 2005 年以来年复合增长率达到 6.36%。另一方面, 非 PVC 软袋对玻璃, 塑料和 PVC 软袋的替代趋势十分明显, 代表了行业发展的趋势。

受益于行业影响, 公司近两年非 PVC 软袋销量均保持在较高增长水平。2009 年底在二期扩建工程完成之后, 公司非 PVC 软袋年产能达到 1 亿袋, 目前实际产能利用率充足, 接近饱和状态。本次募集项目将用于增加企业非 PVC 软袋 5,500 万袋的生产能力, 其中包含 5,000 万基础性输液用袋和 500 万血液滤过置换袋。项目预计需要 1.5-2 年完工并完成 GMP 认证, 达产后可以满足企业未来发展的产能需求。扩产项目中的 500 万血液滤过置换袋项目是企业未来潜力项目, 市场前景良好。目前中国血液滤过置换液市场需求超过 5000 万袋, 产品主要来自医院自配产品, 质量不能得到保障。市场中获得血液滤过置换液药品注册批件的企业只有三家, 竞争压力有限。

SPC 组合盖项目:

企业全资子公司华仁塑胶于 2007 年研制成功非 PVC 软袋配套用的新型接口管盖, 用以取代以往进口软管和外购塞子局面, 节省单袋管盖生产成本 26% 左右。目前华仁塑胶具备 8,000 万套新型连口管盖能力, 可配套公司 4,000 万袋非 PVC 软袋输液生产要求。为配合公司二期工程的投产和未来的三期扩展工程, 企业拟通过新增生产线, 提升生产线自动化水平等方式, 新增 2.2 亿套 SPC 的生产能力。

项目完成后, 华仁塑胶的 SPC 生产能力将达到 3 亿套, 全部配套企业非 PVC 软袋输液产品所需, 对改善企业产品成本有一定的积极左右。项目主要原辅材料改性聚丙烯, 异戊二烯塞芯等均是普通原材料, 均为买方市场, 不存在采购障碍。

非 PVC 输液包装膜材项目:

非 PVC 软袋输液包装膜材是非 PVC 软袋输液生产的主要原材料之一, 约占公司生产成本的 20%。目前国内主要输液企业使用的非 PVC 软袋输液包装膜材均从国外进口, 价格较高。

因此,企业拟通过与加拿大专业吹塑薄膜设备供应商 AlphaMarathon Technologies Inc. 通过“一揽子合作”方式建设企业自有包装膜材生产线。合作上由 AlphaMarathon 提供设备,推荐膜结构和配方,且帮助推荐有合格资质的原材料供应商,并负责现场设备的安装,调试,试车,以及主要操作人员的培训和长期的售后服务。

项目达产后,将形成年产 1000 吨非 PVC 软袋输液包装膜材的生产能力,可以满足企业 1.55 亿非 PVC 软袋输液生产要求。

4. 风险因素

4.1. 主导产品相对集中风险

公司主导产品主要集中在非 PVC 软袋普通输液产品,近三年来销售收入和毛利占公司同期营业收入和公司同期毛利的比例都超过 85%,经营业绩和盈利能力都过度依赖 PVC 软袋普通输液产品。现阶段看来,非 PVC 软袋大输液市场前景良好,但如果主导产品非 PVC 普通输液产品由于政府强制性调价或出现新的替代产品等因素出现市场波动,公司业务和成长性将受到较大影响。

4.2. 产品降价带来的利润率下降风险

公司产品价格下降的可能性主要来自两方面。一方面,公司主营的基础性大输液产品列入《医保目录》,价格受政府控制指导有下降趋势;另一方面,大输液产业升级趋势导致的非 PVC 软袋输液市场竞争加剧也可能引起价格进一步的下降。虽然公司利用增加上游产业链产品生产来控制成本,公司仍然面临可能的利润率下降风险。

5. 盈利预测与估值

我们的盈利预测假设如下:

- 1、营业收入:2009 年企业二期项目竣工后,非 PVC 软袋产能由 5,000 万袋扩展到 10,000 万袋,而在三期工程竣工量产之后,产能将进一步提高到 15,500 万袋。考虑到我国大输液产业升级,非 PVC 软袋市场快速发展的趋势以及公司在领域内技术和渠道的积累,我们对公司消化新增产能持乐观态度,预计公司基础性、治疗性和养性非 PVC 软袋产品都将迅速增长,其中 2010 年受产能限制增速不大。公司产品将从基础性输液向高附加值的治疗性、营养性输液转移,所以治疗性、营养性输液产品包括公司募集资金项目中扩产的血液滤过置换液产品的销量增速会远大于基础性输液产品。
- 2、毛利率:由于玻璃瓶输液产品将逐渐被软塑产品替代,但由于公司未来玻璃瓶产品主要转向治疗性输液,我们假设其毛利率将维持在目前的水平;塑瓶产品由于行业产能扩大及竞争加剧,其毛利率水平也将继续下滑;直立式软袋产品的毛利率略有所下滑,但仍然会高于玻璃瓶和塑瓶输液产品;公司整体毛利率则由于产品结构的变化而有所提升。
- 3、由于公司利用增加上游产业链产品生产来控制成本来积极应对国家政策、行业产能扩大以及竞争加剧可能导致的价格下降,我们预计大部分列入《医保目录》的基础性输液毛利率将保持基本稳定,而治疗性和营养性输液毛利率将有所提升。
- 4、期间费用率:我们假设未来随着公司产销规模的扩大,公司销售费用率和管理费用率将有所下滑;财务费用则由于募集资金的到位而出现迅速下降。

表 5: 公司盈利预测假设

产品大类	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
基础性 (万元)	14,311.04	18,284.62	26,422.01	35,870.52	45,100.01	56,135.98
增长率		27.77%	44.50%	35.76%	25.73%	24.47%
毛利率	46.63%	52.24%	57.43%	58.24%	58.42%	58.69%
治疗性 (万元)	1,070.48	2,241.36	2,050.50	2,554.13	3,194.45	4,092.73
增长率		109.38%	-8.52%	22.00%	25.07%	28.12%
毛利率	48.71%	60.92%	62.46%	64.02%	67.76%	68.72%
其他 (万元)	732.62	231.32	382.16	527.57	790.72	1,284.85
增长率		-68.43%	65.21%	38.05%	49.88%	62.49%
毛利率	9.71%	15.44%	2.28%	28.00%	33.98%	48.53%
新增血液滤过置换液 (万元)	-	-	-	-	1,812.50	4,355.62
增长率	-	-	-	-	-	140.31%
毛利率	-	-	-	-	66.88%	69.32%
合计 (万元)	16,114.14	20,757.30	28,854.67	38,952.22	50,897.68	65,869.17
增长率		28.81%	39.01%	34.99%	30.67%	29.41%
毛利率	45.61%	53.01%	57.05%	58.21%	58.93%	59.82%

数据来源: 公司招股意向书、安信证券研究中心

表 6: 我国 A 股市场近期上市医药公司 PE 情况

公司代码	公司简称	2010 预测PE	2011 预测PE
002399.SZ	海普瑞	38.9	27.8
002393.SZ	力生制药	41.0	33.6
002390.SZ	信邦制药	48.4	37.2
002370.SZ	亚太药业	38.3	30.0
002365.SZ	永安药业	30.5	23.7
002422.SZ	科伦药业	38.9	28.9
平均值		39.4	30.2

数据来源: 公司招股意向书、安信证券研究中心

按照上述假设, 我们预测公司未来 2010-2012 年营业收入分别同比增长 34.99%、30.67%、29.41%, CAGR (2010-12) 为 30.04%。2010-2012 年摊薄后 EPS 分别为 0.39 元、0.51 元和 0.67 元, 净利润同比增长 37.59%、31.41%、30.66%, CAGR (2010-12) 为 31.03%。

参考大输液行业的主要上市公司科伦药业和双鹤药业 2010 年预测 PE 分别为 38.9 倍和 24.3 倍, 考虑到公司所在非 PVC 软袋大输液细分行业的成长性, 我们建议给予 2010 年 20-25 倍 PE, 询价区间为 7.8-9.8。参考目前 A 股市场次新股的 2010 年和 2011 年平均预测估值分别为 39.4 和 30.2 倍 PE, 上市首日目标价 11.7-13.7 元, 对应 2010 年 PE 为 30-35 倍。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-8-5

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	207.6	288.5	389.5	509.0	658.7	成长性					
减: 营业成本	97.5	123.9	162.8	209.0	264.7	营业收入增长率	28.8%	39.0%	35.0%	30.7%	29.4%
营业税费	2.3	2.2	3.0	3.9	5.1	营业利润增长率	47.7%	37.7%	38.6%	29.6%	32.0%
销售费用	28.6	54.8	73.5	95.5	121.3	净利润增长率	36.0%	30.9%	37.8%	29.1%	31.6%
管理费用	16.2	17.5	23.4	29.9	37.0	EBITDA 增长率	31.1%	39.9%	53.1%	34.9%	33.2%
财务费用	8.8	12.4	21.5	33.4	49.6	EBIT 增长率	37.6%	38.2%	43.5%	34.1%	35.3%
资产减值损失	-0.2	2.9	1.9	3.1	4.0	NOPLAT 增长率	28.9%	31.4%	42.7%	33.6%	34.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	37.4%	32.2%	67.9%	34.5%	25.1%
投资和汇兑收益	-	-	0.2	0.3	0.3	净资产增长率	19.7%	42.0%	131.1%	13.4%	15.6%
营业利润	54.3	74.8	103.7	134.3	177.3	利润率					
加: 营业外净收支	1.5	1.6	1.7	1.7	1.6	毛利率	53.0%	57.1%	58.2%	58.9%	59.8%
利润总额	55.8	76.4	105.3	136.0	178.9	营业利润率	26.2%	25.9%	26.6%	26.4%	26.9%
减: 所得税	9.4	15.7	21.6	27.9	36.7	净利润率	22.4%	21.1%	21.5%	21.2%	21.6%
净利润	46.4	60.8	83.7	108.1	142.2	EBITDA/营业收入	36.4%	36.6%	41.6%	42.9%	44.2%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	30.4%	30.2%	32.1%	33.0%	34.4%
货币资金	48.6	27.8	181.2	190.7	202.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	282	314	440	493	467
应收帐款	105.2	139.8	190.7	250.6	326.0	流动营业资本周转天数	218	216	241	261	278
应收票据	4.8	11.4	17.3	22.6	29.4	流动资产周转天数	314	294	369	424	416
预付帐款	13.9	44.1	85.1	139.9	209.8	应收帐款周转天数	173	155	152	155	156
存货	27.1	48.3	60.2	75.6	90.6	存货周转天数	45	47	50	48	45
其他流动资产	-0.0	0.2	-7.7	-7.5	-7.2	总资产周转天数	754	713	844	969	942
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	656	635	717	807	805
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	21.0%	19.4%	11.5%	13.1%	15.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.2%	9.6%	7.0%	7.0%	7.5%
固定资产	162.7	339.9	611.9	780.9	929.2	ROIC	16.9%	16.1%	17.4%	13.8%	13.9%
在建工程	127.1	6.0	34.4	76.6	101.3	费用率					
无形资产	17.0	17.1	17.1	17.1	17.1	销售费用率	13.8%	19.0%	18.9%	18.8%	18.4%
其他非流动资产	1.0	1.2	1.4	1.5	1.6	管理费用率	7.8%	6.1%	6.0%	5.9%	5.6%
资产总额	507.3	635.8	1,191.6	1,548.0	1,900.5	财务费用率	4.2%	4.3%	5.5%	6.6%	7.5%
短期债务	169.0	190.0	377.7	616.8	817.1	三费/营业收入	25.8%	29.3%	30.4%	31.2%	31.6%
应付帐款	23.7	39.0	49.8	63.1	78.6	偿债能力					
应付票据	4.0	-	-	-	-	资产负债率	56.4%	50.6%	39.1%	46.9%	50.0%
其他流动负债	9.2	33.0	39.2	46.5	55.7	负债权益比	129.5%	102.6%	64.3%	88.2%	99.9%
长期借款	80.0	60.0	-	-	-	流动比率	0.97	1.04	1.13	0.93	0.89
其他非流动负债	0.4	-	-0.4	-0.9	-1.5	速动比率	0.84	0.85	1.00	0.82	0.80
负债总额	286.3	322.0	466.3	725.5	949.9	利息保障倍数	7.18	7.02	5.83	5.02	4.57
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	150.0	160.0	213.6	213.6	213.6	DPS(元)	-	-	0.04	0.05	0.07
留存收益	71.0	153.8	511.7	609.0	737.0	分红比率	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	221.0	313.8	725.3	822.6	950.6	股息收益率	-	-	-	-	-
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	46.4	60.8	83.7	108.1	142.2	EPS(元)	-	-	0.39	0.51	0.67
加: 折旧和摊销	12.8	19.3	36.8	50.6	64.0	BVPS(元)	-	-	3.40	3.85	4.45
资产减值准备	-0.2	2.9	1.9	3.1	4.0	PE(X)	-	-	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	8.9	9.0	11.5	21.5	33.4	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-	-	-0.2	-0.3	-0.3	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-12.7	-48.4	-94.9	-118.2	-146.9	CAGR(%)	32.5%	32.8%	30.8%	-	-
经营活动产生现金流量	57.2	38.6	48.8	76.8	112.7	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-140.7	-96.6	-335.9	-260.5	-235.5	ROIC/WACC	2.8	2.7	2.9	2.3	2.3
融资活动产生现金流量	118.6	37.2	433.5	194.3	136.0	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。2009 年《新财富》上榜第四名，“水晶球奖”第三名。

李秋实，医药行业研究员，北京大学药学和经济学双学位，中国人民大学金融学硕士，曾就职于德国拜耳医药保健有限公司，具有 2 年证券行业从业经验，2010 年 3 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 推荐 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

潘艳	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	律烨	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034