

日期: 2010 年 08 月 5 日

行业: 化学制剂



医药行业研究小组 赵冰

021-53519888*1902

Zhaobing1704@hotmail.com

证券从业证书编号: S0870109070947

IPO 询价区间 RMB 10.43-12.51 元
 首日定价区间 RMB 12.27-14.72 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 53.6
 发行后总股本 (百万股) 213.6
 发行方式 网下询价配售
 网上定价发行
 保荐机构 广发证券

主要股东 (IPO 前)

华仁世纪集团 70.80%
 红塔创新 15.63%
 广发信德 6.25%

收入结构 (MRQ)

普通输液 89.81%
 治疗性输液 7.98%
 其他 2.20%

报告编号: ZB10-NSP15

首次报告日期: 2010 年 8 月 5 日

国内高端非 PVC 输液企业的标杆

■ 投资要点

专注于非 PVC 软袋大输液产品的研发、生产和销售

公司主要从事非 PVC 软袋大输液产品的研发、生产和销售。公司致力于成为国内精品非 PVC 输液企业的标杆,近年来,公司在高端非 PVC 输液领域取得了较高的成就。目前,公司拥有国内最大的非 PVC 软袋输液单体工厂,年产能达 10,000 万袋。公司已拥有基础性输液、治疗性输液和营养性输液共计 25 个品种、57 个规格的产品群。

公司竞争优势突出

公司主要的竞争优势是: 1) 专业化经营优势; 2) 品牌优势; 3) 自主创新优势; 4) 营销优势。

上市 6 个月内的估值区间为 12.27-14.72 元

我们认为给予公司 10 年每股收益 40 倍市盈率这一高于同行业公司平均的估值水平而接近创业板的估值水平较为合理。以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值为 12.27-14.72 元,相对于 2009 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 43.12-51.74 倍。

建议询价区间为 10.43-12.51 元

近期医药类创业板新股上市首日的平均涨幅为 87.73%, 目前股价距其发行价的平均累计溢价率为 9.61%, 发行价对应折扣率为 8.77%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况, 我们建议选取 15 % 的折扣率, 对应的询价区间为 10.43-12.51 元, 相对于 2009 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 36.65-43.98 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	207.57	288.55	371.28	454.98
年增长率 (%)	28.81%	39.01%	28.67%	22.54%
归属于母公司的净利润	46.43	60.77	72.05	97.33
年增长率 (%)	36.00%	30.88%	18.57%	35.08%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.22	0.28	0.34	0.46

注: 有关指标按最新总股本为 213.6 百万股计算

一、行业背景

发行人所处行业及简况

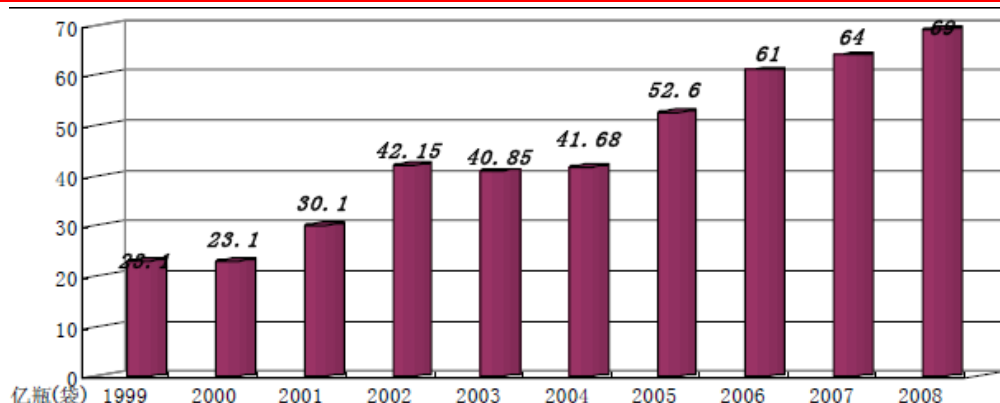
公司主要从事非 PVC 软袋大输液产品的研发、生产和销售。公司致力于成为国内精品非 PVC 输液企业的标杆,近年来,公司在高端非 PVC 输液领域取得了较高的成就。目前,公司拥有国内最大的非 PVC 软袋输液单体工厂,年产能达 10,000 万袋。公司已拥有基础性输液、治疗性输液和营养性输液共计 25 个品种、57 个规格的产品群,产品远销山东、北京、广东、浙江、江苏、湖北、辽宁、上海、河南、福建等 20 多个省、直辖市 330 多家医院,是国家和军队战略储备药品中软袋输液定点生产企业。公司先后获得“2008 青岛市最具有成长型中小企业”、“青岛市改革开放三十年风云企业”、“国家重点技术改造‘双高一优’项目”、“全国 AAA 级信誉企业”、“青岛市著名商标”、“青岛市免检企业”、“山东省质量管理奖”、“守合同重信用企业”、“AA+信用企业”、“山东省著名商标”和“山东省名牌”等多项荣誉,部分产品被指定为解放军总后勤部、卫生部应急储备物资。公司的主营业务属于化学制剂领域。

行业增长前景

大输液市场需求与诊疗人次数增长率和住院人次数增长率保持了很好的一致性。自 2004 年至 2008 年我国诊疗人次数复合增长率为 7%,住院人次数复合增长率为 10%,同期大输液销售量复合增长率为 11%。据统计,2006 年全国市场上大输液制剂的总销量为 61 亿瓶(袋),2007 年的销量为 64 亿瓶(袋),2008 年的销量约为 69 亿瓶(袋),近三年年均复合增长率为 6.36%;销售额方面,2006 年全国市场上大输液制剂的总销售金额 129.74 亿元,2007 年的销售额为 136.94 亿元,2008 年的销售额为 176.65 亿元,近三年年均复合增长率则为 16.69%。其中玻璃瓶输液的销量仍然是最大的,2008 年的销量约为 36 亿瓶,占全国市场大输液制剂总销量的 52.17%;其次是塑瓶大输液,2008 年的销量约为 23.3 亿瓶,占据 33.77%的市场份额;非 PVC 软袋输液 2008 年的销量是 8.5 亿袋,占据 12.32%的市场份额;2008 年 PVC 软袋输液的销量为 1.2 亿袋,市场份额为 1.74%。销售金额方面看,2008 年销售额最大的是塑瓶输液,销售额为 69.9 亿元,占当年全国市场总销售额的 39.54%;其次是玻瓶输液,销售额为 54 亿元,占当年全国市场总销售额的 30.55%;非 PVC 软袋输液销售额为 46.75 亿元,占当年全国市场总销售额的 26.45%;PVC 软袋输液销售额为 6 亿元,占当年全国市场总销售额的 3.39%。

由于玻瓶、塑瓶和 PVC 软袋输液均存在着难以克服的缺点,非 PVC 软袋输液具备自压缩特性、减少输液过程中污染机会、自身毒性低等优点,代表着大输液行业的发展方向。随着人们生活水平的不断提高、用药安全意识的不断增强和医院给药技术的不断进步,非 PVC 软袋输液必将逐渐替代玻瓶、塑瓶和 PVC 软袋输液,其销售量、销售额将进一步增大,具备了良好的市场前景。

图 1 大输液历年销量统计图



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

行业竞争结构及公司地位

公司自设立初始，即定位于国内高端输液市场，公司引进了先进的非 PVC 软袋大输液生产、检测等核心设备及技术，车间的规划、设计与建造由欧洲著名公司按照美国食品药品监督管理局（FDA）颁布的 GMP 标准建设，实施“交钥匙”工程，主要技术人员、管理人员赴国外接受了系统的专业技术培训。2006、2007 和 2008 年，公司在黑龙江、吉林、辽宁、北京、上海等 16 个省、区、市保持了连续三年中标的良好记录。目前公司与 330 余家医院客户（其中三级医院 70 余家）和近 400 余家医药公司建立了良好的合作关系。目前国内拥有非 PVC 软袋输液生产能力的厂商有 100 多家。

表 1 排名前十位的非 PVC 软袋生产厂商市场占有率

序号	公司名称	2006 年		2007 年		2008 年	
		销量	占比	销量	占比	销量	占比
1	浙江济民制药有限公司	2,500	5.95%	5,800	8.92%	6,500	7.65%
2	青岛华仁药业股份有限公司	2,300	5.48%	3,200	4.92%	4,300	5.06%
3	山东鲁抗辰欣药业有限公司	1,160	2.76%	2,500	3.85%	4,040	4.75%
4	山东华鲁制药有限公司	1,490	3.55%	1,940	2.98%	3,500	4.12%
5	北京双鹤药业股份有限公司	1,550	3.69%	2,270	3.49%	3,430	4.04%
6	四川科伦药业股份有限公司	1,200	2.86%	3,400	5.23%	3,420	4.02%
7	中国大冢制药有限公司	1,900	4.52%	3,000	4.62%	3,200	3.76%
8	山东齐都药业有限公司	1,050	2.50%	2,130	3.28%	2,740	3.22%
9	安徽丰原药业股份有限公司	1,900	4.52%	2,350	3.62%	2,600	3.06%
10	安徽双鹤药业有限责任公司	370	0.88%	550	0.85%	2,200	2.59%

数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司竞争优势

公司主要的竞争优势：1) 专业化经营优势。作为国内首批专业生产非 PVC 软袋输液厂家，公司自设立至今一直专注于非 PVC 软袋输液市场，是目前国内唯一具备产品覆盖 50 毫升到 3,000 毫升全部规

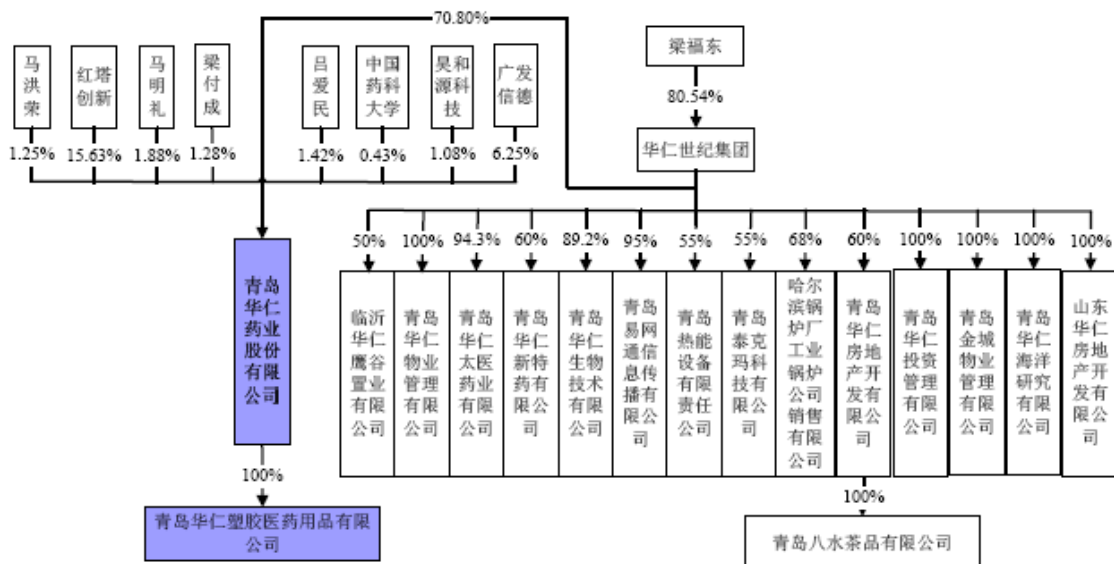
格非 PVC 软袋输液、双室袋和无菌包装输液品种的输液生产企业，能够满足临床多层次的需要。2) 品牌优势。公司先后获得“青岛市免检企业”、“高新技术企业”、“山东省质量管理奖”、“山东省著名商标”、“山东省名牌”、“守合同重信用企业”、“青岛市企业技术中心”等称号，公司目前积累了 330 余家医院（其中 70 余家三级医院）和 400 余家医药公司等优质客户，树立了“华仁”品牌在非 PVC 软袋输液市场的优势。3) 自主创新优势。公司主要从产品创新、工艺创新和药品包装材料创新等方面进行自主创新，目前已经积累了一定的自主创新优势，对公司的品牌建设、产品竞争力等方面产生了积极的促进作用。4) 营销优势。公司坚持自主开发、商业代理等多种销售模式并行，并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。

二、公司分析及募集资金投向

公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司前身青岛华仁药业有限公司成立于 1998 年 5 月，2001 年 8 月整体变更设立股份公司，目前公司注册资本为 16,000 万元，是由华仁世纪集团控股，红塔创新、广发信德和中国药科大学等机构投资者、医药行业知名教学科研单位共同参股组建的股份有限公司。

图 2 发行人股权结构图



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司业务简况及收入利润结构变化

得益于公司不断的技术创新以及在营销方面的积极开拓与规范管理,公司非 PVC 软袋输液销量逐年稳步上升,营业收入、毛利总额均保持稳定增长态势。公司主导产品集中在非 PVC 软袋普通输液产品,2007、2008、2009 年度公司非 PVC 普通输液产品的销售收入分别为 14,311.04 万元、18,284.62 万元、26,422.01 万元,占公司同期营业收入的比例分别为 88.81%、88.09%、91.57%;非 PVC 普通输液产品毛利占公司同期毛利的比例分别为 90.80%、86.82%和 92.17%。公司治疗性输液产品的营业收入分别为 1,070.48 万元、2,241.36 万元和 2,050.50 万元,占营业收入的比例分别为 6.64%、10.80%和 7.11%;因公司营养性输液产品品种少、市场销售价格较低等原因未实现销售。

图 3 公司近年来收入及净利润增长

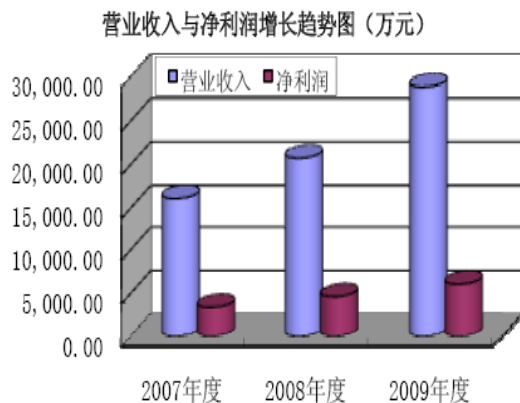
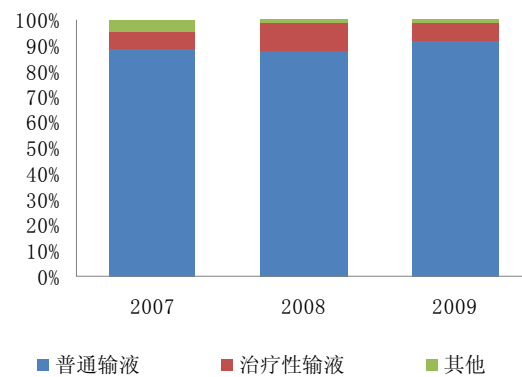


图 4 公司主营收入结构



资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

募集资金投向

本次 IPO 计划实施四个募集资金项目(表 2), 项目总投资额 33,611 万元。募集资金项目建成投产后, 将对本公司降低生产成本、减少供应商相对集中的风险、扩大经营规模和提升盈利能力具有重大影响。

表 2 公司的募集资金项目计划概况(单位: 万元)

序号	项目名称	投资总额 (万元)	使用募集资金 (万元)	项目建设期
1	非 PVC 软包装大输液三期项目	22,153	22,153	18 个月
2	SPC 组合盖项目	6,203	6,203	12 个月
3	非 PVC 输液包装膜材项目	5,255	5,255	18 个月
4	其他与主营业务相关的营运资金	--	--	--

资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

非 PVC 软包装大输液三期项目

项目达产后,公司将新增非 PVC 软袋普通输液 5,000 万袋、血液滤过置换液 500 万袋的产能。项目投产后,预计年均新增销售收入 30,113 万元(不含税),年均新增营业税金及附加 367 万元,年均新增增值稅額 3,340 万元,年均新增利润总额 7,231 万元。项目总投资收益率为 32.64%,项目投资内部收益率 30.242%(税后),投资静态回收期 4.81 年(税后)。项目综合效益状况良好。

新型连接口管盖(SPC 组合盖)项目

项目达产后,公司将新增 SPC 产品 2.2 亿套的产能。项目投产后,预计年均新增销售收入 5,377 万元(不含税),年均新增营业税金及附加 53 万元,年均新增增值稅額 479 万元,年均新增利润总额 2,026 万元。项目总投资收益率为 32.67%,项目投资内部收益率 33.97%(税后),投资静态回收期 3.9 年(税后)。项目综合效益状况良好。

非 PVC 输液包装膜材项目

项目达产后,公司将非 PVC 软袋输液包装膜材 1,000 吨的产能,预计年均新增销售收入 7,520 万元(不含税),年均新增营业税金及附加 54 万元,年均新增增值稅額 493.20 万元,年均新增利润总额 1,867 万元。项目总投资收益率为 35.53%,项目投资内部收益率 32.81%(税后),投资静态回收期 4.31 年(含建设期 1.5 年)。项目综合效益状况良好。

三、财务状况和盈利预测

综合毛利率高于行业平均

公司产品具有领先的技术优势、产品质量与性能优势、品牌优势及市场先发优势,产品主要销往中高端市场,具有较高的毛利水平。2007-2009 年公司综合毛利率分别为 45.61%、53.01%、57.05%,综合毛利率保持在较高的水平上且逐年上升。公司毛利率显著高于行业平均水平主要得益以下原因:首先,随着公司生产规模扩大和生产工艺改进,尤其采用子公司华仁塑胶自主研发生产的新型连接口管盖后,单袋产品成本降低了 26%,使得产品单位成本得到了有效控制。目前大输液市场上仅本公司生产、使用此类新型连接口管盖,大幅提高了公司毛利率,并拉大了与其他公司的毛利率差距。其次,同行业上市公司的毛利率虽然为其大输液产品的毛利率,但上述上市公司中并非全部为非 PVC 软袋输液产品,与本公司的毛利率无可比性。最后,公司专注于高端非 PVC 软袋大输液产品市场,具有领先的技术优势、产品质量与性能优势、品牌优势及市场先发优势,且产品主要销往中高端市场,相对于其他输液生产企业,产品价格高。

主营业务收入和利润快速增长

公司主营业务突出，报告期内经营业绩稳步增长，营业收入 2007 年度较 2006 年度增长 36.57%，2008 年度较 2007 年度增长 28.81%，2009 年度较 2008 年度增长 39.01%；净利润 2007 年度比 2006 年度增长 148.99%，2008 年度较 2007 年度增长 36.00%，2009 年度较 2008 年度增长 30.88%。公司收入主要来源于非 PVC 软袋输液产品的销售。公司主营业务收入持续增长的主要原因是：1）医药行业和医药市场保持快速增长；2）产品认知度不断提高，市场需求快速增长；3）品牌效应凸显，公司产能扩张。

主要资产周转能力指标良好

公司 2007-2009 年应收账款周转率分别为 2.56、2.20、2.45，应收账款周转速度不高。公司应收账款主要为公司长期合作的经销商、三级医院等资信良好的客户，同时截至 2009 年 12 月 31 日账龄在 1 年以内的应收账款余额比例为 91.74%，账龄结构比较合理。公司应收账款周转率明显低于同行业上市公司的主要原因为：公司与各上市公司的产品结构不同，因此数据无明显可比性。同时，公司产品的市场定位及由此形成的营销策略、赊销政策也是导致公司应收账款周转率较低的重要原因。

公司 2007-2009 年存货周转率分别为 0.50 次、0.48 次及 0.50 次，整体资产周转能力还有待提高。报告期内与同行业上市公司平均值相比，随着公司存货管理的不断加强，2007 年、2008 年公司的存货周转率高于同行业上市公司平均值。

盈利预测及主要假设

- 1）预计公司募投项目将于 2011 年逐步投产，随着公司生产规模的扩大，主导产品的毛利率也将逐步提升。
- 2）公司产品价格维持小幅下降趋势。

基于以上假设，我们预计 2010-2012 年归母公司的净利润将实现年递增 18.57%、35.08%和 25.13%，相应的稀释后每股收益为 0.34 元、0.46 元和 0.57 元。

四、风险因素

公司主导产品市场领域相对集中的风险

公司的主导产品主要集中在非 PVC 软袋普通输液产品，公司主导产品较为集中的情况符合医药制造企业的发展规律。如果非 PVC 普通输液产品由于政府强制性调价、出现新的替代产品等因素而出现市场波动，公司未来的经营业绩、盈利能力及成长性将受到影响。

药品降价的风险

我国对纳入《医保目录》的药品实行政府指导价或政府定价。公司所生产的基础性大输液产品列入了《医保目录》，虽然《国家发展改

革委关于公布国家基本药物零售指导价的通知》文件中规定，软袋双阀输液产品（本公司产品均为此类）暂按原定价格执行，未降低售价。但随着国家推行药品降价措施的力度不断加大，公司产品存在降价风险。

募集资金投资项目的风险

关于非 PVC 输液包装膜材项目，由于公司尚未从事过非 PVC 膜材的生产，在项目实施过程中仍可能存在由于项目管理能力不足、项目施工管理不善、项目进度拖延等原因导致项目的进度不能如期实施、生产的膜材不符合质量要求和成本降低幅度低于预期的风险。关于 SPC 组合盖生产项目，由于该项目使用的是公司自主专利技术，生产的 SPC 连接口管盖尚无法供其它输液生产企业使用；公司实施该项目主要是为了配套公司非 PVC 软袋输液产能。因此，若本公司无法消化新增的非 PVC 软袋输液产能，将导致新增 SPC 组合盖产能无法消化的风险。

五、估值及定价分析

国内/国际同类公司比较分析

基于已公布的 2009 年业绩和 2010、2011 年预测业绩的均值，同行业可比上市公司 09 年、10 年平均动态市盈率为 62.91 倍、34.47 倍，最近上市的创业板医药公司 09 年、10 年平均动态市盈率为 65.90 倍、37.48 倍。国际同规模的医药商业上市公司 09 年、10 年平均动态市盈率为 143.36 倍、13.75 倍。由于国内医药行业估值高于国际医药制造业公司估值水平，我们以国内公司的估值水平作为参考。

表 3 同行业上市公司估值比较（2010-8-2）

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
双鹤药业	600062	25.96	0.79	1.02	1.25	32.87	25.37	20.80
西南药业	600666	10.54	0.21	0.28	0.35	50.10	37.93	30.17
通化东宝	600867	10.42	0.13	0.25	0.36	81.28	41.22	28.59
太龙药业	600222	6.57	0.07	0.25	0.35	89.88	26.28	18.86
科伦药业	002422	107.69	1.78	2.59	3.50	60.41	41.56	30.78
行业平均						62.91	34.47	25.84
LIBERATOR MEDICAL HOLDINGS I	LBMH	1.90	0.48	0.11	0.17	3.97	17.27	11.18
CHINA NEPSTAR CHAIN DRUG-ADR	NPD	6.11	1.37	0.22	0.27	4.47	27.77	23.06
JEAN COUTU GROUP INC	PJC/A	8.86	2.96	0.75	0.82	2.99	11.86	10.87
SUNDRUG CO LTD	9989 JP	2134.00	9.71	152.03	169.37	219.75	14.04	12.60
COSMOS PHARMACEUTICAL CORP	3349 JP	2007.00	9.91	192.34	201.50	202.58	10.43	9.96

GROWELL HOLDINGS CO LTD	3141 JP	1998.00	10.89	200.17	241.10	183.47	9.98	8.29
MATSUMOTOKIYOSHI HOLDINGS CO	3088 JP	2076.00	11.08	179.95	181.90	187.32	11.54	11.41
AIN PHARMACIEZ INC	9627 JP	2958.00	11.73	219.38	255.10	252.15	13.48	11.60
SOGO MEDICAL CO LTD	4775 JP	2866.00	15.52	294.14	319.69	184.71	9.74	8.96
TSURUHA HOLDINGS INC	3391 JP	3375.00	17.56	295.68	318.76	192.16	11.41	10.59
平均						143.36	13.75	11.85

数据来源: Wind, Bloomberg, 上海证券研究所

表 4 最近上市创业板医药公司市况 (2010-8-2)

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			首发 PE 摊薄	首日 涨跌幅%	累计 涨幅%
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E			
莱美药业	300006	24.98	0.44	0.59	0.69	56.48	42.34	36.09	47.83	116.97	51.39
北陆药业	300016	19.78	0.34	0.64	0.52	57.77	30.91	38.00	47.89	99.33	10.75
安科生物	300009	20.45	0.29	0.66	0.46	69.37	31.06	44.57	46.83	194.59	20.29
红日药业	300026	44.25	0.80	2.10	1.38	55.02	21.12	32.18	49.18	77.50	-26.25
上海凯宝	300039	34.16	0.39	0.59	0.94	87.23	58.08	36.49	82.61	19.68	-10.11
福瑞股份	300049	32.33	0.47	0.78	1.06	69.51	41.37	30.64	82.80	18.32	11.56
平均						65.90	37.48	36.33	59.52	87.73	9.61

数据来源: Wind, 上海证券研究所

公司可给的估值水平及价格区间

公司主营业务将定位于专业生产经营非 PVC 软袋大容量制剂和生产制造与非 PVC 软袋相配套的 SPC 专利产品。公司业务未来面临良好的发展机遇, 主要理由是: 1) 受居民生活水平的提高和人口老龄化加剧等方面因素影响, 医药市场需求将持续扩张; 2) 新农合、新医改医疗政策的实施将推动全民医保, 大大扩容药品市场需求, 作为最基本药品的大输液将会受益于整体市场容量的扩大; 3) 非 PVC 软袋是目前质量最为稳定、技术最为领先的一种输液包装形式, 逐步替代玻璃瓶、塑料瓶包装已成为主流趋势; 4) “双管双阀双层无菌包装”软袋大输液, 其质量、技术的领先性得到国家有关机构充分确认, 国家在行业标准、市场定价等方面提供了较大幅度的政策性支持。

综上所述, 我们认为给予公司 10 年每股收益 40 倍市盈率这一高于同行业公司平均的估值水平而接近创业板的估值水平较为合理。以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值为 12.27-14.72 元, 相对于 2009 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 43.12-51.74 倍。近期医药类创业板新股上市首日的平均涨幅为 87.73%, 目前股价距其发行价的平均累计溢价率为 9.61%, 发行价对应折扣率为 8.77%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况, 我们建议选取 15 % 的折扣率, 对应的询价区间为

10.43-12.51 元，相对于 2009 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 36.65-43.98 倍。

附表 1 华仁药业损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	207.57	288.55	371.28	454.98	526.61
二、营业总成本	153.28	213.76	281.21	333.31	374.37
营业成本	97.55	123.92	152.79	182.70	206.26
营业税金及附加	2.33	2.23	3.59	8.19	7.90
销售费用	28.58	54.80	85.00	95.00	105.00
管理费用	16.18	17.47	22.28	27.30	31.60
财务费用	8.79	12.41	17.55	20.12	23.61
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	54.29	74.79	90.07	121.67	152.25
加：营业外收入	2.12	2.52	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.63	0.87	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	55.78	76.43	90.07	121.67	152.25
减：所得税	9.35	15.67	18.01	24.33	30.45
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	46.43	60.77	72.05	97.33	121.80
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者 的净利润	46.43	60.77	72.05	97.33	121.80
七、摊薄每股收益（元）	0.22	0.28	0.34	0.46	0.57

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

附表 2 公司未来三年分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测

分业务主营收入测算 （万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
普通输液	18,284.62	26,422.01	34,554.24	42,774.51	49,778.83
产量(万袋)	4,380.00	7,148.00	9,000.00	12,000.00	14,250.00
设计产能(万袋)	5,000.00	6,667.00	10,000.00	12,000.00	15,000.00
产能利用率	87.60%	107.21%	90.00%	100.00%	95.00%
销量(万袋)	4,320.00	6,407.03	8,550.00	10,800.00	12,825.00
产销率	99.00%	90.00%	95.00%	90.00%	90.00%
平均价格	4.23	4.12	4.04	3.96	3.88
治疗性输液	2,241.36	2,050.50	2,153.03	2,260.68	2,373.71
其他	231.32	382.16	420.38	462.41	508.65
合计	20,757.30	28,854.66	37,127.64	45,497.60	52,661.20
分业务增速	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
普通输液	27.77%	44.50%	30.78%	23.79%	16.38%
产能增速	42.86%	33.34%	49.99%	20.00%	25.00%

价格增速	-4.62%	-2.57%	-2.00%	-2.00%	-2.00%
治疗性输液	109.38%	-8.52%	5.00%	5.00%	5.00%
其他	-68.43%	65.21%	10.00%	10.00%	10.00%
分业务主营成本测算	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
(万元)					
普通输液	8732.73	11247.85	14167.24	17109.80	19413.74
治疗性输液	875.92	769.76	796.62	813.84	830.80
其他	146.87	373.45	315.28	346.81	381.49
合计	8732.73	11247.85	15279.14	18270.46	20626.03
毛利率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
普通输液	52.24%	57.43%	59.00%	60.00%	61.00%
治疗性输液	60.92%	62.46%	63.00%	64.00%	65.00%
其他	36.51%	2.28%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。