

一体化经营优势突出，储备品种推动公司转型

福安药业
300194

投资要点

- 公司此次拟公开发行 A 股 3340 万股，发行后总股本为 13340 万股。董事长汪天祥持有公司 6152 万股股份，占发行前总股本的 61.52%，为公司的控股股东及实际控制人，发行后持股比例下降至 46.12%，仍为公司实际控制人。
- 公司前身为福安有限，成立于 2004 年 2 月，2009 年 7 月整体变更为股份公司。成立之初，公司主营特色抗生素原料药业务，2009 年 7 月公司通过收购庆余堂和生物制品公司，涉足抗生素制剂和药品流通业务，拥有了抗生素医药中间体—抗生素原料药—抗生素制剂—抗生素产品销售完整的业务体系。主要产品包括氨曲南原料药及制剂，替卡西林钠、磺苄西林钠原料药，头孢硫脒、头孢唑肟钠制剂，其中氨曲南原料药及制剂为公司主导产品。
- 公司 2008 到 2010 年分别实现营业收入 1.98 亿元、3.25 亿元和 4.64 亿元，年复合增长率为 51.89%。实现归属于母公司的净利润 4569.90 万元、9067.06 万元和 12313.69 万元，年复合增长率为 39.15%，其中由于技术工艺的突破，2008 年利润同比增长 701.75%。
- 公司从成立之初就专注于特色抗生素品种，目前主要产品包括氨曲南，替卡西林钠、磺苄西林钠，头孢硫脒、头孢唑肟钠，大部分品种都有从原料药到制剂的完整产业链。2010 年公司原料药和制剂收入占比分别为 55.84%和 39.31%，制剂的毛利占比为 44.76%，并呈逐年上升趋势。公司主导产品氨曲南原料药及制剂产品产销量快速增长，2008 年-2010 年分别实现销售收入 1.34 亿元、2.23 亿元和 2.92 亿元，复合增长率达到 47.38%。2009 年氨曲南原料药及制剂产品市场占有率分别达 48.09%和 11.37%。
- 氨曲南是由美国百时美施贵宝公司（BMS）研制开发的第一个成功应

首次

不评级

分析师：袁舰波、刘宇斌

投资咨询执业证书编号：

S0630511010009，

S0630511020005

联系信息：

010-59707123

liuyb@longone.com.cn

日期

分析：2011 年 03 月 09 日

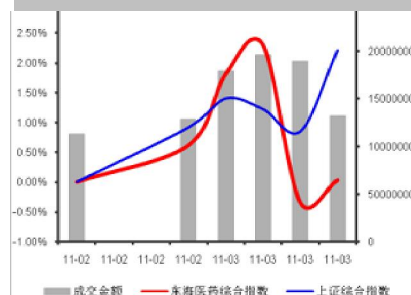
价格

预测发行价：43.05~45.51 元

发行数据

发行前总股本(万股)	10,000
本次发行股数(万股)	3,340
发行后总股本(万股)	13,340

医药行业相对上证综指走势图



用于临床的单环 β -内酰胺类抗生素，1984年首次在意大利上市。氨曲南适用于需氧革兰氏阴性菌感染的治疗，尤其适用于尿路感染、下呼吸道感染、败血症、急性淋病和外科感染，临床应用20多年来，其安全性和有效性已得到充分证实。由于氨曲南在临床疗效、细菌清除率 and 安全性方面的显著优势，氨曲南制剂已在国内临床上广泛应用。近年来在国产化的推动下，氨曲南制剂终端市场销售额从2006年的5.55亿元猛增至2009年的45.82亿元，年均复合增长率为102.11%，居各类别抗生素药物增长速度之首，显示出良好的市场前景。

□ **一体化产业链优势明显。**现公司已初步形成医药中间体生产-抗生素原料药生产-抗生素制剂生产-抗生素制剂销售一体化的业务模式，有效减少了交易成本和风险，提升了经营效率，使得公司的盈利和抗风险能力大大增强。同时，该模式能够快速反映终端市场的信息，促进原料药环节的创新与改善，使公司对市场的反应更敏感、更及时，与国内单一的抗生素原料药或抗生素制剂生产企业相比公司竞争优势明显。

□ **技术领先，储备丰富。**近年来，公司在研发方面的投入呈逐年上升趋势，2010年公司研发达到1117万元，同比增长15.64%。公司拥有一支训练有素的技术团队—礼邦药物公司，专门从事抗生素等药物的研发，除依靠自身力量进行研究开发外，公司还与四川抗生素研究所等科研机构广泛合作。到目前为止公司拥有发明专利4项，已受理发明专利9项，国家新药证书6份，药品批准文号58个，目前申报生产的品种有22个，处于临床研究阶段品种有2个。除了抗感染品种外，心脑血管类、精神类和抗肿瘤等专科用药将是公司未来发展的重要方向。预计从2012年注射用磺苄西林钠、盐酸奈必洛尔、富马酸喹硫平、L-门冬氨酸L-鸟氨酸和奥拉西坦等新产品将先后获批上市。随着专科用药收入比重提升，公司业务模式也将由单一依靠抗生素品种逐步转型为抗生素和专科用药协同发展的格局。

□ **募投项目介绍。**公司此次公开发行3340万股，募集资金主要用于原料药、制剂产能扩建和研发中心建设。抗生素原料药技改扩产方面主要包括新建两条原料药生产线（氨曲南和青霉素原料药生产线），并对原有的两条生产线进行改扩建（青霉素和头孢原料药生产线）。抗生素制剂技改扩产方面主要包括新建两条制剂生产线（普通粉针和头孢粉针生产线）。

募投项目的实施一方面是帮助公司解决产能瓶颈的问题，另一方面是为了更加有效的发挥产业链一体化优势，实现上下游协同发展。目前，公司普通粉针产能不足，无法完全消化自产的氨曲南原料药；而头孢类原料药产量又无法满足头孢类制剂品种的生产需求。若募投项目能够顺利实施，实现原料药和制剂的“无缝对接”，则公司的盈利能力将迅速提升。

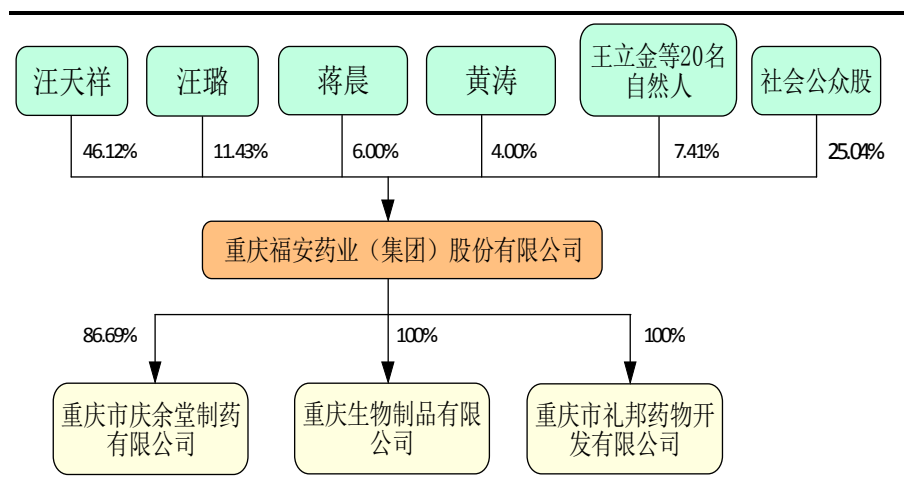
□ **盈利预测与估值:**我们预计公司 2011 年-2012 年 EPS 分别为 1.23 元、1.75 元。参考选取的业务类似的可比公司估值水平,我们给予公司合理的估值区间为 2011 年 35-37 倍 PE,对应的二级市场合理价格区间是 43.05 元~45.51 元。

□ **风险提示:**

1) **市场竞争加剧的风险。**潜在的竞争对手可能受利益驱动,在资金和技术的依托下不断涌入市场,加剧该细分市场的竞争,一方面将可能会对行业整体的利润水平造成一定的负面影响,另一方面可能对公司优势产品的市场地位产生威胁,对公司新产品推广带来阻碍。

2) **价格调整的风险。**主要产品氨曲南、替卡西林钠克拉维酸钾、磺苄西林钠、头孢硫脒、头孢唑肟钠等制剂均为乙类医保用药,随着医药体制改革的深入,基本药物价格的下降是行业发展的趋势。另外,随着竞争的增加,降价依然是主要的竞争手段。

图表 1 福安药业发行后股权结构



来源: 公司招股书, 东海证券研究所

图表 2 福安药业发行前后股本结构

股东	发行前		发行后	
	持股数(万股)	持股比例	持股数(万股)	持股比例
汪天祥	6,152.32	61.52%	6,152.32	46.12%
汪璐	1,524.13	15.24%	1,524.13	11.43%
蒋晨	800.00	8.00%	800.00	6.00%
黄涛	535.71	5.36%	535.71	4.00%
王立金	300.00	3.00%	300.00	2.25%
黄开华	150.00	1.50%	150.00	1.12%
赵兴飞	114.29	1.14%	114.29	0.86%
董连芳	94.29	0.94%	94.29	0.71%
蒋宁	65.14	0.65%	65.14	0.49%
马劲	47.14	0.47%	47.14	0.35%
其他股东	216.98	2.17%	216.98	1.63%
社会公众股	-	-	3,340.00	25.04%
合计	10,000.00	100%	13,340.00	100%

来源：公司招股书，东海证券研究所

图表 3 IPO 募投项目概况

序号	业务方向	项目名称	投资额	建设主体
1	抗生素原料药	氨曲南原料药技改扩产项目	12771	福安药业
2	抗生素原料药	替卡西林钠、磺苄西林钠原料药技改扩产项目	8520	福安药业
3	抗生素原料药	头孢原料药技改扩产项目	3451	福安药业
4	抗生素制剂	庆余堂 GMP 二期改造项目	12000	庆余堂
5	新产品研发	研发中心建设项目	4085	礼邦药物
合计			40827	

来源：公司招股书，东海证券研究所

图表 4 募投项目产能扩建项目

序号	建设项目名称	拟生产产品	募投产能	用途
1	氨曲南原料药生产车间	氨曲南	110吨/年	自用30吨 外销80吨
2	青霉素原料药生产车间	替卡西林钠 磺苄西林钠	45吨/年 45吨/年	自用20吨、外销25吨 全部外销
3	头孢原料药生产车间	硫酸头孢匹罗	2吨/年	自用1吨 外销1吨
4	普通粉针生产线	头孢替唑钠 头孢匹胺	30吨/年 10吨/年	全部外销 全部自用
5	头孢粉针生产线	头孢硫脒	20吨/年	自用12吨 外销 8吨

来源：公司招股书，东海证券研究所

图表 5 可比公司的相对估值水平

代码	公司名称	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率 (倍)			
			2009A	2010A/E	2011E	2012E	2009A	2010A/E	2011E	2012E
300006	莱美药业	35.00	0.44	0.50	0.90	1.40	80	70	39	25
002294	信立泰	65.26	1.90	1.55	2.08	2.59	34	42	31	25
002370	亚太药业	20.68	0.40	0.40	0.46	0.57	52	52	45	36
002437	誉衡药业	67.86	0.93	1.11	1.49	2.13	73	61	46	32
300016	北陆药业	18.82	0.51	0.65	0.88	1.26	37	29	21	15
		平均值					55	51	36	27

来源：公司招股书，东海证券研究所

图表 6 分产品收入预测 (单位：万元)

		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
抗生素原料药	收入	18,331.70	25505.48	30,938.15	39,235.76	49,170.25
	增速	—	39.13%	21.30%	26.82%	25.32%
	毛利率	47.71%	44.51%	44.12%	43.98%	43.70%
	成本	9,585.65	14,152.99	17,288.24	21,979.87	27,682.85
抗生素制剂	收入	12336.2	17955.97	28,627.20	43,418.88	65,128.32
	增速	—	45.56%	59.43%	51.67%	50.00%
	毛利率	51.16%	52.74%	53.12%	54.56%	55.10%
	成本	6,025.00	8,485.99	13,420.43	19,729.54	29,242.61
其他原料药及制剂	收入	9.07	22.18	22.18	23.29	24.45
	增速	—	144.54%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	30.10%	15.08%	15.00%	15.00%	15.00%
	成本	6.34	18.84	18.85	19.80	20.79
其他	收入	9.00	7.00	7.35	7.72	8.10
	增速	—	-22.22%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	45.39%	56.41%	50.00%	50.00%	50.00%
	成本	4.91	3.05	3.68	3.86	4.05
合计	收入	30,685.97	43,490.63	59,594.88	82,685.64	114,331.13
	增速	—	41.73%	37.03%	38.75%	38.27%
	毛利率	49.09%	47.89%	48.43%	49.53%	50.19%
	成本	15,621.90	22,660.87	30,731.20	41,733.06	56,950.30

来源：公司招股书，东海证券研究所

图表 7 福安药业盈利预测 (单位：万元)

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	19,845.71	32,452.83	46,401.05	59,594.88	82,685.64
增长率	112.39%	63.53%	42.98%	28.43%	38.75%
减：主营业务成本	11,292.91	16,724.03	24,837.80	30,731.20	41,733.06
增长率	55.34%	48.09%	48.52%	23.73%	35.80%
毛利率	43.10%	48.47%	46.47%	48.43%	49.53%
营业税金及附加	171.36	237.16	366.92	471.25	653.84
资产减值损失	204.62	-176.89	85.09	660.00	500.00
减：营业费用	768.71	1,326.91	1,678.99	2,324.20	3,307.43
管理费用	1,704.42	3,584.18	4,741.08	5,959.49	8,681.99
财务费用	281.23	215.11	144.22	0.00	0.00
期间费用率	13.88%	15.80%	14.15%	13.90%	14.50%
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	50.00	50.00
营业利润	5,422.46	10,542.33	14,546.95	19,498.74	27,859.32
增长率	810.93%	94.42%	37.99%	34.04%	42.88%
加：营业外收入	20.41	449.80	101.64	100.00	0.00
减：营业外支出	34.94	92.45	61.19	24.00	0.00
利润总额	5,407.93	10,899.67	14,587.41	19,574.74	27,859.32
减：所得税	860.59	1,593.06	2,115.40	2,936.21	4,178.90
少数股东损益	-22.56	239.55	158.32	212.45	302.36
净利润	4,569.90	9,067.06	12,313.69	16,426.08	23,378.06
增长率	-88.26%	98.41%	35.81%	33.40%	42.32%
净利润率	23.03%	27.94%	26.54%	27.56%	28.27%
每股收益（元）	0.34	0.68	0.92	1.23	1.75

来源：公司招股书，东海证券研究所

作者简介

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、科华生物等。

刘宇斌：东海证券医药行业分析师，工学硕士，2 年证券从业经验，主要负责化学药、医疗器械及医药服务板块，曾就职于天相投顾。

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，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，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。本报告可能因时间等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。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。

资格说明

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，已经具备证券投资咨询业务资格。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。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660