



上市公司新股研究报告

证券研究报告
医药与健康护理—原料药

暂无评级

金城医药（300233）

2011年06月10日

引领头孢侧链中间体生产的领军者

建议询价区间：22.40-26.88 元

本次发行股数：3100 万股

网上发行申购日：2011 年 6 月 14 日

消费小组首席分析师：丁频
SAC 执业证书编号：S0850203100085
dingpin@htsec.com
021-23219405
联系人：刘宇
liuy4986@htsec.com
021-23219608
联系人：冯皓琪
fhq5945@htsec.com
021-23219709

1. 股权激励机制到位，员工股东利益趋同

公司是自然人控股的民营企业。本次发行前公司总股本为 9000 万股，发行后总股本为 12100 万股。赵鸿富和赵叶青父子通过其控股的金城实业持有公司 39.32% 的股权，同时分别直接持有公司 5.69% 和 1.79% 的股权，是公司的实际控制人。公司股权激励机制完善，各级管理人员均直接持股上市公司，使得公司员工和股东的利益趋同，这为公司未来可持续发展奠定了稳定的基础。

表 1 IPO 前后公司股权结构

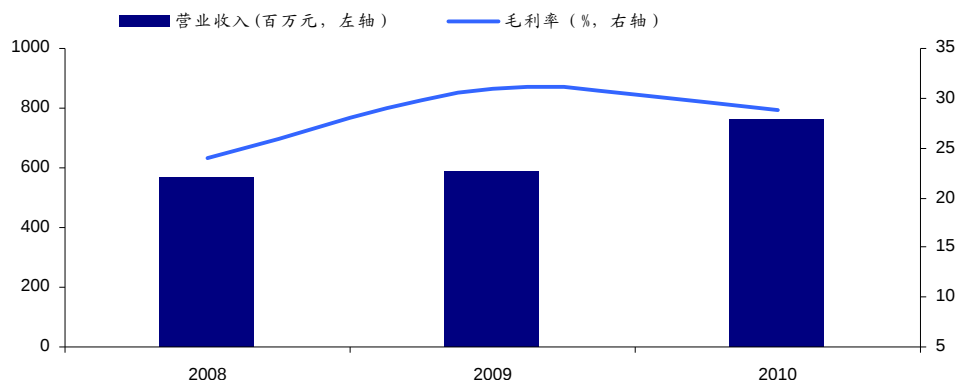
股东名称、姓名	发行前持股比例（%）	发行后持股比例（%）	发行后持股数量（万股）
金城实业	52.87	39.32	4758
上海复星	20.00	14.88	1800
青岛富和	8.00	5.95	720
赵鸿富	7.65	5.69	689
张学波	3.60	2.68	324
赵叶青	2.40	1.79	216
其他自然人股东	5.48	4.07	493
本次发行数量	-	25.62	3100
合计	100.00	100.0	12100

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

2. 收入保持增长，毛利维持稳定

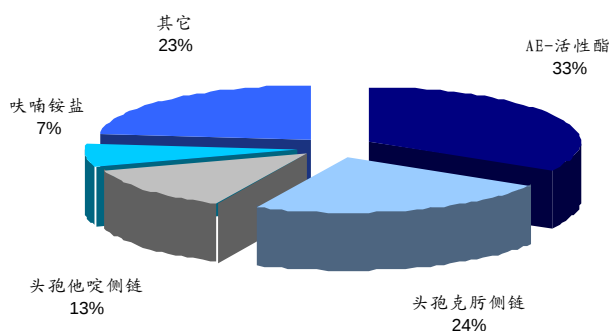
公司主营业务是头孢类医药中间体的研发、生产和销售，主要产品包括 AE-活性酯、头孢他啶侧链酸活性酯、头孢克肟侧链酸活性酯、头孢他啶侧链酸活性酯和呋喃铵盐这四种产品占主营业务收入的 80%，是公司经营业绩的主要来源。公司生产的头孢侧链中间体主要用于合成头孢曲松、头孢噻肟、头孢呋辛、头孢他啶、头孢克肟等用量较大的头孢类抗生素。公司及下属柯瑞、汇海两家子公司均属国家级高新技术企业，先后被认定为国家级火炬计划高新技术企业、山东省认定企业技术中心和山东省头孢类医药中间体工程技术研究中心。2010 年，公司实现收入 7.6 亿元，同比增长 29.9%；实现净利润 1.05 亿元，同比增长 28.2%。2008~2010 年，公司收入复合增速为 15.4%，净利润复合增速为 39.6%。

图 1 公司历年营业收入和毛利率变化



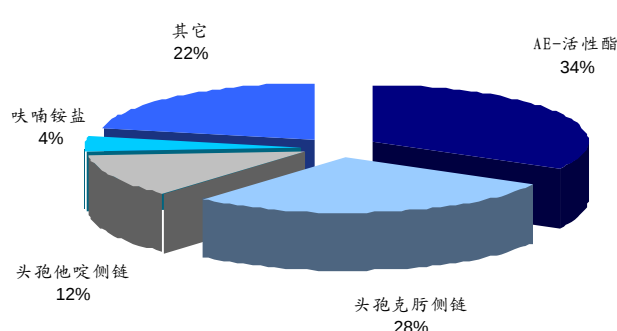
资料来源：招股意向书，海通证券研究所

图 2 2010 年公司分产品收入构成



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

图 3 2010 年公司分产品毛利构成



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

3. 谷胱甘肽应用前景广阔，或将成为新的增长点

谷胱甘肽是由谷氨酸、半胱氨酸及甘氨酸组成的活性三肽，在体内广泛分布，以还原型和氧化型两种形式存在。它是具有许多重要的生理功能，参与细胞内多种循环代谢反应以及 DNA 的合成、修复及蛋白质的合成。谷胱甘肽的诸多重要生理功能决定了其在临床上的广泛应用，包括保护细胞抗氧化、抑制脂肪肝的形成、抑制进行性白内障及控制角膜和视网膜疾病的发展、改善皮肤光泽等，它在医药、食品、饲料及其它行业的重要性由此可见一斑，其应用前景和需求空间不可限量。2006 年，国内谷胱甘肽需求量为 40 吨，按其需求量年增长量为 15% 推算，2010 年国内市场需求量为 70 吨，2011 年国内需求量将超过 80 吨。由于需求旺盛，谷胱甘肽的市场价格较为平稳，2008 年为 2500 元/Kg，2011 年为 2300 元/Kg。

2009 年，公司设立全资子公司山东金城钟化生物药业有限公司，负责实施“30 吨/年谷胱甘肽原料项目”。2011 年，该项目进入批量生产阶段。目前，其年产能 30 吨，计划 2011 年下半年扩增至 70 吨、2012 年扩增至 200 吨。公司于 2010 年向国家药监局申报了原料药批文，预计 2011 年下半年可以获得该批文，从而将打破国内谷胱甘肽原料药由日本企业垄断供应的格局。因此，公司有可能借此项目，拓宽其盈利渠道，减低单一产品带来的风险。

4. 募投项目将形成新的利润增长点

本次募集资金扣除发行费用后，将按照项目的轻重缓急分别投资于表 2 中的 4 个项目。其中，“3000 吨/年 AE-活性酯新工艺产业化项目”、“800 吨/年头孢克肟侧链酸活性酯产业化项目”和“500 吨/年呋喃铵盐产业化项目”三大项目均为公司现有产品的扩产项目，这能够进一步降低生产成本、提高产品质量，从而增强产品竞争优势，巩固和扩大市场份额。而“50 吨/年 7-AVCA 产业化项目”是公司在头孢类抗生素母核中间体领域自主研发和自主创新的重要实践，该项目旨在优化公司的产品结构，将研究成果转化为公司利润增长点。本次募集资金投资项目的实施，将缓解公司资产负债率偏高的问题，为公司构建多渠道融资平台，并将进一步完善公司的产业链结构，提升公司业务规模和盈利能力。

表 2 公司募集资金项目

项目名称	投资总额（万元）	建设期（年）
3000 吨/年 AE-活性酯新工艺产业化项目	7900.96	1
800 吨/年头孢克肟侧链酸活性酯产业化项目	7742.38	1
500 吨/年呋喃铵盐产业化项目	4159.42	1
50 吨/年 7-AVCA 产业化项目	6479.31	1
合计	26282.07	-

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

5. 盈利预测及估值

我们预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 1.12 元、1.42 元和 1.68 元。参照可比公司估值水平，并综合考虑目前创业板市场的投资风险，我们认为可以给予 2011 年 20-24 倍市盈率，合理价值区间为 22.40-26.88 元。

表 3 同行业公司估值

公司代码	公司名称	每股收益 EPS（元）			市盈率 PE		
		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
002001	新和成	1.61	2.02	2.36	18.68	13.98	11.99
300194	福安药业	1.23	1.22	1.64	33.94	25.62	19.16
002099	海翔药业	0.53	0.82	1.10	42.15	27.31	20.43
002365	永安药业	0.51	0.57	1.01	57.67	24.78	14.13
600511	国药股份	0.65	0.84	1.05	25.22	21.90	17.57
	平均				35.53	22.72	16.66

备注：EPS 按全面摊薄计算，取 2011 年 6 月 10 日收盘价

资料来源：Wind，海通证券研究所

6. 风险提示

主要原材料价格波动风险；资产负债率偏高，存在短期债务偿还风险。

表 4 公司主营业务收入预测明细

AE-活性酯		2010	2011E	2012E	2013E
业务收入（百万元）		253.48	301.64	358.95	419.98
增长率		19.17%	19.00%	19.00%	17.00%
业务成本（百万元）		180.48	216.28	258.09	302.38
毛利率		28.79%	28.30%	28.10%	28.00%
头孢克肟侧链酸活性酯					
业务收入（百万元）		179.38	224.23	269.07	317.50
增长率		53.07%	25.00%	20.00%	18.00%
业务成本（百万元）		117.91	150.23	185.66	222.25
毛利率		34.27%	33.00%	31.00%	30.00%
其他医药中间体					
业务收入（百万元）		174.59	226.97	283.72	354.65
增长率		34.09%	30.00%	25.00%	25.00%
业务成本（百万元）		126.84	160.70	201.44	251.80
毛利率		29.24%	29.20%	29.00%	29.00%
头孢他啶侧链酸活性酯					
业务收入（百万元）		98.41	126.95	159.96	199.94
增长率		38.41%	29.00%	26.00%	25.00%
业务成本（百万元）		71.47	92.29	116.77	145.96
毛利率		27.37%	27.30%	27.00%	27.00%
呋喃胺盐					
业务收入（百万元）		53.52	53.68	53.90	54.11
增长率		0.22%	0.30%	0.40%	0.40%
业务成本（百万元）		43.82	43.75	43.92	44.10
毛利率		18.12%	18.50%	18.50%	18.50%
总业务					
业务收入（百万元）		759.38	933.47	1125.59	1346.18
增长率		29.90%	22.92%	20.58%	19.60%
业务成本（百万元）		540.52	663.25	805.88	966.49
毛利率		28.82%	28.95%	28.40%	28.20%

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

表 5 公司财务报表分析及预测

偿债能力指标	2010	2011E	2012E	2013E	利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
负债权益比率	1.46	1.55	0.26	0.28	营业收入	759.38	933.47	1125.59	1346.18
借款/股东权益	0.13	0.05	0.05	0.05	营业成本	540.52	661.54	803.02	962.58
已获利息倍数	0.01	0.02	-0.08	-0.07	销售费用	15.54	21.47	24.76	29.62
流动比率	0.98	0.92	3.67	3.32	管理费用	59.31	78.41	92.30	110.39
速动比率	0.80	0.71	3.18	2.83	财务费用	20.60	8.30	-2.14	-2.45
现金比率	0.29	2.05	1.71	1.78	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
					营业利润	115.46	159.20	201.78	238.62
盈利能力指标（%）	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT	134.59	164.84	199.63	236.17
毛利率	31.45	29.13	28.66	28.50	折旧摊销	26.55	22.45	28.22	32.73
息税摊销折旧利润率	22.09	20.35	20.24	19.98	EBITDA	161.14	167.51	199.63	236.17
净利润率	13.78	14.50	15.24	15.07	利润总额	121.56	159.20	201.78	238.62
净资产收益率	31.86	17.64	14.02	14.88	所得税	16.94	23.88	30.27	35.79
资产回报率	10.92	9.25	10.39	10.85	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资回报率	23.10	22.03	22.14	23.68	归属母公司的净利润	104.62	135.32	171.51	202.82
					每股收益（元）	0.86	1.12	1.42	1.68
经营效率指标	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
应收帐款周转天数	99.43	99.21	100.61	100.99	现金及现金等价物	155.55	512.08	516.13	644.23
存货周转天数	44.10	45.22	42.42	42.63	应收款项	226.13	281.32	339.22	405.70
总资产周转率	0.92	0.77	0.72	0.76	存货	79.50	84.40	102.24	122.63
固定资产周转率	2.40	2.21	2.17	2.37	流动资产	494.40	915.14	1002.61	1226.41
					固定资产	379.97	466.15	569.56	567.78
盈利增长（%）	2010	2011E	2012E	2013E	总资产	957.95	1462.19	1650.41	1869.75
主营收入增长率	29.90	22.92	20.58	19.60	应付帐款	188.41	219.78	266.25	319.36
主营利润增长率	24.29	37.89	26.74	18.26	长期借款	47.02	54.02	61.02	68.02
EBIT 增长率	-6.18	-3.49	-1.16	-1.08	总负债	582.62	303.36	362.95	430.17
EBITDA 增长率	23.08	13.24	19.95	18.01	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润增长率	28.61	29.34	26.74	18.26	股东权益	375.33	1158.83	1287.46	1439.58
					每股净资产（元）	4.17	9.58	10.64	11.90
现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E					
净利润	104.62	135.32	171.51	202.82	净利润	104.62	135.32	171.51	202.82
折旧摊销	26.55	22.45	28.22	32.73	折旧摊销	26.55	22.45	28.22	32.73
营运资金变动	6.25	-22.48	-29.85	-35.18	营运资金变动	6.25	-22.48	-29.85	-35.18
经营活动现金流	136.08	133.29	167.89	198.37	经营活动现金流	136.08	133.29	167.89	198.37
短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	-149.82	-106.93	-127.96	-26.57	固定资产投资	-149.82	-106.93	-127.96	-26.57
投资活动现金流	-149.82	-106.93	-127.96	-26.57	投资活动现金流	-149.82	-106.93	-127.96	-26.57
公司自由现金流	23.36	35.42	40.10	171.73	公司自由现金流	23.36	35.42	40.10	171.73
股权自由现金流	60.55	-289.64	48.93	180.81	股权自由现金流	60.55	-289.64	48.93	180.81
债务变化	7.00	7.00	7.00	7.00	债务变化	7.00	7.00	7.00	7.00
融资活动现金流	58.35	330.17	-35.88	-43.71	融资活动现金流	58.35	330.17	-35.88	-43.71
现金净流量	44.61	356.53	4.05	128.10	现金净流量	44.61	356.53	4.05	128.10
每股经营现金流（元）	1.12	1.10	1.39	1.64	每股经营现金流（元）	1.12	1.10	1.39	1.64

备注：EPS 按全面摊薄计算
资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师声明

丁频：消费小组首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：康美药业、乐普医疗、康芝药业、科华生物、达安基因、上海医药、人福医药、东阿阿胶、天士力等。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	投资评级分为股票评级和行业评级		
	以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；		
	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持		个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；	
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
		增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。
	报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。		

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。