

金城医药 (300233)

询价建议 25-27

头孢侧链中间体龙头企业

市场数据

报告日期	2011-6-10
收盘价(元)	
发行前股本(百万股)	90.00
拟发行股本(百万股)	31.00
总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
净资产(百万元)	375.33
总资产(百万元)	957.95
每股净资产	4.17

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	759	987	1159	1358
同比增长(%)	29.9%	30.0%	17.3%	17.2%
净利润(百万元)	105	132	168	194
同比增长(%)	28.6%	25.8%	27.4%	15.6%
毛利率(%)	28.8%	27.5%	27.6%	27.5%
净利率(%)	13.8%	13.3%	14.5%	14.3%
净资产收益率(%)	27.9%	10.6%	11.9%	12.1%
每股收益(元)	0.86	1.09	1.39	1.60
每股经营现金流(元)	0.90	1.32	1.28	1.52

相关报告

投资要点

- 金城医药是专业定位于头孢侧链中间体的研发、生产与销售的民营企业。公司是国内最大的头孢侧链生产企业。公司在 AE-活性酯、头孢他啶侧链酸活性酯、头孢克肟侧链酸活性酯 3 个品种上市场份额占据第一位，呋喃铵盐占据第二位。
- 公司从 2011 年下半年开始有多个项目将陆续建成投产，项目的陆续投产将进一步扩充公司的产品线并提升公司的盈利能力。
- 公司重视技术研发，产品储备丰富。拥有多个已完成中试的中间体及特色原料药，未来公司有望在继续完善中间体产品线的同时，依托医药中间体产业优势，纵向延伸产业链，加快进入特色原料药产业。
- 根据我们的预测，公司 2011 年-2013 年 EPS（按发行后股本计算）分别为 1.09、1.39、1.60 元，给予公司 2011 年 25 倍估值，建议申购价 27 元。
- 风险因素：国家对抗生素限制使用影响下游需求；原材料价格上涨导致成本上升。
- 股价刺激因素：使用超募资金收购其他中间体企业。

王晞 S0190200010075
 021-38565926
 wangx@xyzq.com.cn

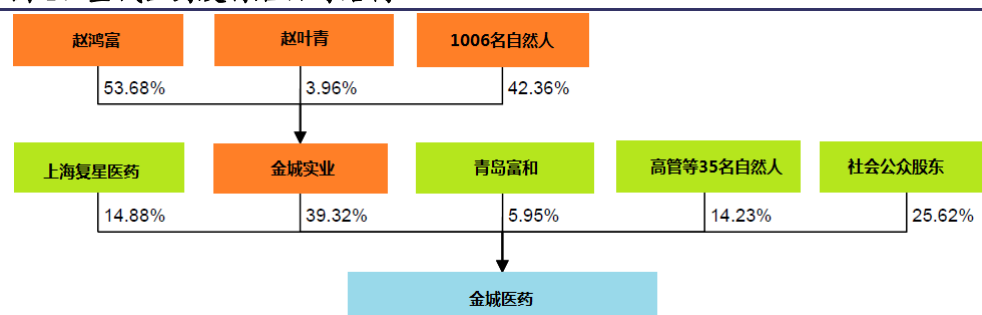
目 录

1、公司基本情况	- 3 -
2、行业概况	- 3 -
3、企业竞争优势	- 4 -
3.1、细分市场龙头	- 4 -
3.2、步入产能快速释放期	- 4 -
3.3、重视技术研发，产品储备丰富	- 4 -
4、募投项目分析	- 5 -
5、盈利预测和估值	- 5 -
 图 1、金城医药发行后公司结构	 - 3 -
 表 1、公司各类主导产品市占率	 - 4 -
表 2、公司募投项目情况	- 5 -
表 3、公司盈利预测假设	- 5 -
附表	- 7 -

1、公司基本情况

金城医药是专业定位于头孢侧链中间体的研发、生产与销售的民营企业，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、呋喃铵盐等，以及用于制造产成品关键原料双乙烯酮、乙酰乙酸乙酯等。公司实际控制人为赵鸿福与赵叶青父子，发行后通过其控股的金城实业持有公司 39.32% 股权，并分别直接持有公司 5.69% 和 1.79% 股权。复星医药和青岛富和分别持有公司发行后 14.88% 和 5.95% 的股权。公司主要高管等 35 名自然人共持有公司发行后 14.23% 的股权，激励到位。

图 1、金城医药发行后公司结构



资料来源：招股说明书 兴业证券研究所

公司近三年主营业务收入及净利润呈持续快速增长趋势。2010 年，公司实现营业收入 7.59 亿元，净利润 1.05 亿元。2008-2010 年，公司营业收入和净利润实现快速增长，年均复合增长率分别达 15.43% 和 38.53%。

2、行业概况

行业下游需求规模庞大，增速稳定：公司主营业务属于抗生素医药中间体行业，其行业下游是抗生素原料药及制剂制造业。2009 年全球抗感染药物市场销售额约为 800 亿美元，其中头孢类抗生素的销售额约占 40%。在我国，由于头孢类药物具有抗菌谱广、疗效可靠、毒性低及不良反应少等优点，在我国抗生素制剂市场中占据主导地位，近几年在抗生素市场所占份额均超过 50%。2009 年，头孢类药物终端市场规模达 421 亿元，同比增长 20%。

新政策对行业下游需求分析：近期卫生部发布了《抗菌药物临床应用管理办法（征求意见稿）》并拟于 7 月份开始实施，《管理办法》对医院使用的抗菌药物实施分级管理，并对品种数量进行了限制。我们预计《管理办法》的出台对抗菌药物行业的整体增长有不利影响，但对公司各类中间体的影响则因产品种类而有所不同。按照征求意见稿，呋喃铵盐的下游产品头孢呋辛被归为非限制使用类；AE-活性酯、头孢他啶侧链的下游产品头孢曲松钠、头孢他啶被列入限制使用类。预计政策对上述产品的市场需求不会产生太大负面影响。而头孢噻肟、头孢克肟可能被列入特殊使用类别，需要医院负责人审批方可使用，因此对相应中间体（特别是

头孢克肟侧链) 的负面影响可能较大。

3、企业竞争优势

3.1、细分市场龙头

金城医药是国内最大的头孢侧链生产企业。公司在 AE-活性酯、头孢他啶侧链酸活性酯、头孢克肟侧链酸活性酯 3 个品种上市场份额占据第一位，呋喃铵盐占据第二位，四类产品 2009 年市场份额分别达到 48.6%、53%、51.7%和 27.2%，四种产品占公司主营业务收入的 80%左右，是公司经营业绩的主要来源。公司下游客户涵盖了诸多大型制剂以及原料药厂家，国内主要客户包括哈药集团、齐鲁安替、福抗药业、珠海联邦等，海外则主打印度、韩国等市场，主要客户包括印度海德罗、NECTAR LIFESCIENCES 等。

表 1、公司各类主导产品市占率

产品	2006	2007	2008	2009	2010
AE-活性酯	47%	56%	52%	50%	45%
头孢克肟侧链	15%	75%	51%	53%	63%
头孢他啶侧链	53%	59%	60%	52%	57%
呋喃铵盐	84%	46%	35%	30%	21%

资料来源：招股说明书 兴业证券研究所

3.2、步入产能快速释放期

公司从 2011 年下半年开始有多个项目将陆续建成投产，其中包括：1、年产 3000 吨 AE-活性酯项目 10 年 8 月投产，配套氨基噻肟酸项目 11 年 5 月底投产；2、年产 200 吨头孢地尼活性酯、100 吨头孢卡品侧链及头孢克肟酸综合车间预计 11 年 8 月投产；3、三嗪环新增年产 300 吨项目 11 年 6 月投产；4、车间改造年产 100 吨氯曲南主环项目预计 11 年底投产；5、预计谷胱甘肽原料药批文将于近期获得，11 年下半年产能将由 30 吨扩大至 70 吨；6、呋喃铵盐、7-AVCA、4-AA、比格列酮、头孢地嗪酸、替安及头孢卡品等中间体及原料药产能将于 12~13 年陆续投产。上述项目的陆续投产将进一步扩充公司的产品线并提升公司的盈利能力。

3.3、重视技术研发，产品储备丰富

公司目前拥有 9 项发明专利；另有 7 项发明专利处于申请阶段，近年来公司每年的研发投入的费用和占比维持在 4-5%的水平，在行业内上市公司中位于中上游水平。此外，公司在氨基噻唑乙酸等 11 项中间体以及头孢替安、头孢地嗪酸、头孢硫脒、头孢吡肟、谷胱甘肽等原料药方面都已完成中试，头孢布烯侧链、氯曲南等中间体及特色原料药也正在技术储备开发。未来公司有望在继续完善中间体产品线的同时，依托医药中间体产业优势，纵向延伸产业链，加快进入特色原料药产业。

4、募投项目分析

公司本次拟申请公开发行人民币普通股（A 股）不超过 3100 万股，拟募集资金不少于 2.63 亿元，主要用于头孢中间体的生产。此次募集资金投资项目不仅能够扩大公司核心业务产能。同时还可借由 7-AVCA 产业化项目，切入头孢抗生素母核中间体产品市场，此外，公司 09 年设立的山东金城钟化生物药业有限公司还负责实施 30 吨/年谷胱甘肽原料项目。目前国内谷胱甘肽原料药全部依赖从日本进口，项目达产后将形成有效的进口替代，同时这也将使公司产业链向生物制药拓展，进一步完善企业的产业升级战略。

表 2、公司募投项目情况

序号	项目名称	投资总额(万元)
1	3000 吨/年 AE-活性酯新工艺产业化项目	7,900.96
2	800 吨/年头孢克肟侧链酸活性酯产业化项目	7,742.38
3	500 吨/年呋喃铵盐产业化项目	4,159.42
4	50 吨/年 7-AVCA 产业化项目	6,479.31
5	其他与主营业务相关的营运资金项目	-

资料来源：招股说明书 兴业证券研究所

5、盈利预测和估值

主要假设：

公司新建产能如期达产，销售顺利；

公司毛利率稳中有降；

公司实际税率 15%

表 3、公司盈利预测假设

		2010	2011E	2012E	2013E
AE 活性酯	收入（百万元）	253.48	309.24	346.34	374.06
	同比增长（%）	19.17%	22.00%	12.00%	8.00%
	毛利率（%）	28.80%	27.50%	27.00%	26.50%
头孢克肟侧链	收入（百万元）	179.38	184.76	194.00	213.40
	同比增长（%）	53.08%	3.00%	5.00%	10.00%
	毛利率（%）	34.27%	32.00%	30.00%	30.00%
头孢他啶侧链	收入（百万元）	98.41	101.36	111.49	120.41
	同比增长（%）	38.41%	3.00%	10.00%	8.00%
	毛利率（%）	27.37%	25.00%	24.00%	24.00%
呋喃铵盐	收入（百万元）	53.52	54.05	70.27	98.38
	同比增长（%）	0.22%	1.00%	30.00%	40.00%
	毛利率（%）	18.13%	19.00%	20.00%	20.00%
其他中间体	收入（百万元）	161.99	323.98	421.18	534.90
	同比增长（%）	36.34%	100.00%	30.00%	27.00%
	毛利率（%）	29.24%	28.00%	30.00%	30.00%

	收入（百万元）	12.61	13.87	15.26	16.78
其他业务	同比增长（%）	10.56%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率（%）	3.07%	5.00%	5.00%	5.00%
	营业费用/主营业务收入(%)	2.05%	2.03%	2.04%	2.03%
	管理费用/主营业务收入(%)	8.13%	8.77%	8.45%	8.61%
	财务费用/主营业务收入(%)	2.71%	0.79%	-0.19%	-0.23%
	实际税率(%)	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：兴业证券研究所

根据我们的预测，公司 2011 年-2013 年 EPS（按发行后股本计算）分别为 1.09、1.39、1.60 元，给予公司 2011 年 25 倍估值，建议申购价 25-27 元。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	494	1002	1098	1353
货币资金	156	573	605	768
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	190	234	268	318
其他应收款	5	6	7	8
存货	80	95	114	136
非流动资产	464	602	691	686
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	-0	-0	-0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	340	415	499	534
在建工程	40	90	105	62
油气资产	0	0	0	0
无形资产	80	80	80	80
资产总计	958	1604	1789	2039
流动负债	536	314	331	388
短期借款	310	0	0	0
应付票据	57	75	88	103
应付账款	132	174	204	240
其他	37	64	39	44
非流动负债	47	47	47	47
长期借款	47	47	47	47
其他	0	0	0	0
负债合计	583	361	378	435
股本	90	121	121	121
资本公积	70	775	775	775
未分配利润	198	316	467	642
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	375	1243	1411	1605
负债及权益合计	958	1604	1789	2039

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	105	132	168	194
折旧和摊销	0	20	26	32
资产减值准备	0	27	4	6
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	21	8	-2	-3
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-10	14	50	43
经营活动产生现金流量	133	159	155	184
投资活动产生现金流量	-132	-145	-125	-25
融资活动产生现金流量	54	403	2	3
现金净变动	55	418	32	162
现金的期初余额	111	156	573	605
现金的期末余额	166	573	605	768

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	759	987	1159	1358
营业成本	541	716	839	985
营业税金及附加	4	5	6	7
销售费用	16	20	24	28
管理费用	62	87	98	117
财务费用	21	8	-2	-3
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	115	150	193	223
营业外收入	7	6	6	6
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	122	155	197	228
所得税	17	23	30	34
净利润	105	132	168	194
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	105	132	168	194
EPS (元)	0.86	1.09	1.39	1.60

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	29.9%	30.0%	17.3%	17.2%
营业利润增长率	24.3%	30.3%	28.0%	15.8%
净利润增长率	28.6%	25.8%	27.4%	15.6%
盈利能力(%)				
毛利率	28.8%	27.5%	27.6%	27.5%
净利率	13.8%	13.3%	14.5%	14.3%
ROE	27.9%	10.6%	11.9%	12.1%
偿债能力(%)				
资产负债率	60.8%	22.5%	21.1%	21.3%
流动比率	0.92	3.19	3.31	3.49
速动比率	0.77	2.89	2.97	3.14
营运能力(次)				
资产周转率	0.92	0.77	0.68	0.71
应收帐款周转率	4.32	4.39	4.15	4.17
每股资料(元)				
每股收益	0.86	1.09	1.39	1.60
每股经营现金	0.90	1.32	1.28	1.52
每股净资产	3.10	10.27	11.66	13.26
估值比率(倍)				
PE	28.91	22.98	18.03	15.60
PB	8.06	2.43	2.14	1.89

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列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本公司和作者无关。