

日期: 2011 年 6 月 15 日

行业: 原料药



赵冰

021-53519888*1902

Zhaobing1704@hotmail.com

执业证书编号: S0870511030004

金城医药 (300233)

证券研究报告/公司研究/新股定价

头孢类医药中间体的龙头企业

■ 投资要点

公司是国内最大的头孢侧链生产企业

公司产品丰富,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、氨噻肟酸、三嗪环、双乙烯酮、乙酰乙酸乙酯等。其中 AE-活性酯、头孢他啶侧链酸活性酯、头孢克肟侧链酸活性酯均列细分市场排名首位。

公司竞争优势强,产品将逐步放量

1) 技术研发优势。公司在技术研发方面具有明显的竞争优势,公司及下属两家子公司均属国家级高新技术企业,公司拥有博士后科研(金城)工作站;2) 生产技术优势。公司积累了大量的工艺技术储备。随着工艺技术的不断改进,公司已经初步形成了资源循环利用的绿色生产工艺体系;3) 公司募投资金产品以及一些优势产品产能在接下来几年里面将不断放大。包括年产 3000 吨 AE-活性酯项目、年产 200 吨头孢地尼活性酯、三嗪环新增产能项目等等。

上市 6 个月内的估值区间为 33.90-40.68 元

我们认为给予公司 11 年每股收益 32 倍市盈率这一接近于同行业公司平均的估值水平较为合理。以该市盈率为中枢且正负区间为 20%的公司合理估值区间为 33.90-40.68 元,相对于 2010 年的静态市盈率(发行后摊薄)为 39.20-47.04 倍。

建议询价区间为 30.51-36.61 元

近期医药类新股上市首日的平均涨幅为 57.9%,目前股价距其发行价的平均累计溢价率为-41.47%,发行价对应折扣率为-70.84%。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,建议选取 10%的折扣率,对应的询价区间为 30.51-36.61 元,相对于 2010 年的静态 PE(发行后摊薄)为 35.28-42.34 倍。

数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	759.4	1,021.7	1,368.3	1,719.3
年增长率	29.9%	34.5%	33.9%	25.7%
归属于母公司的净利润	104.6	141.0	187.6	227.8
年增长率 (%)	28.6%	34.8%	33.1%	21.4%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.86	1.17	1.55	1.88

注:有关指标按最新总股本为 121.00 百万股计算

IPO 询价区间 RMB 30.51-36.61

首日定价区间 RMB 33.90-40.68

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 31.00

发行后总股本 (百万股) 121.00

发行方式 网下询价配售

网上定价发行

保荐机构 招商证券股份有限公司

主要股东 (IPO 前)

金城实业 52.87%

上海复星 20.00%

青岛富和 8.00%

收入结构 (MRQ)

AE-活性酯 33.38%

头孢克肟侧链酸活性酯 23.62%

头孢他啶侧链酸活性酯 12.96%

呋喃铵盐 7.05%

报告编号: YGQ11-NSP03

首次报告日期: 2011 年 6 月 15 日

一、行业背景

发行人所处行业及简况

公司一直致力于头孢类医药中间体的研发、生产和销售，公司的主营业务未发生过变更。目前，公司生产的产品包括 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、氨噻肟酸、三嗪环、双乙烯酮、乙酰乙酸乙酯等。其中，双乙烯酮是制造乙酰乙酸乙酯的重要原材料；乙酰乙酸乙酯是生产氨噻肟酸的重要化工原材料；氨噻肟酸是生产 AE-活性酯的关键原料，是保证 AE-活性酯产品质量的核心所在。公司目前已形成较为完整的头孢类抗生素医药中间体产业链。其主营属于医药行业中的化学原料药行业。

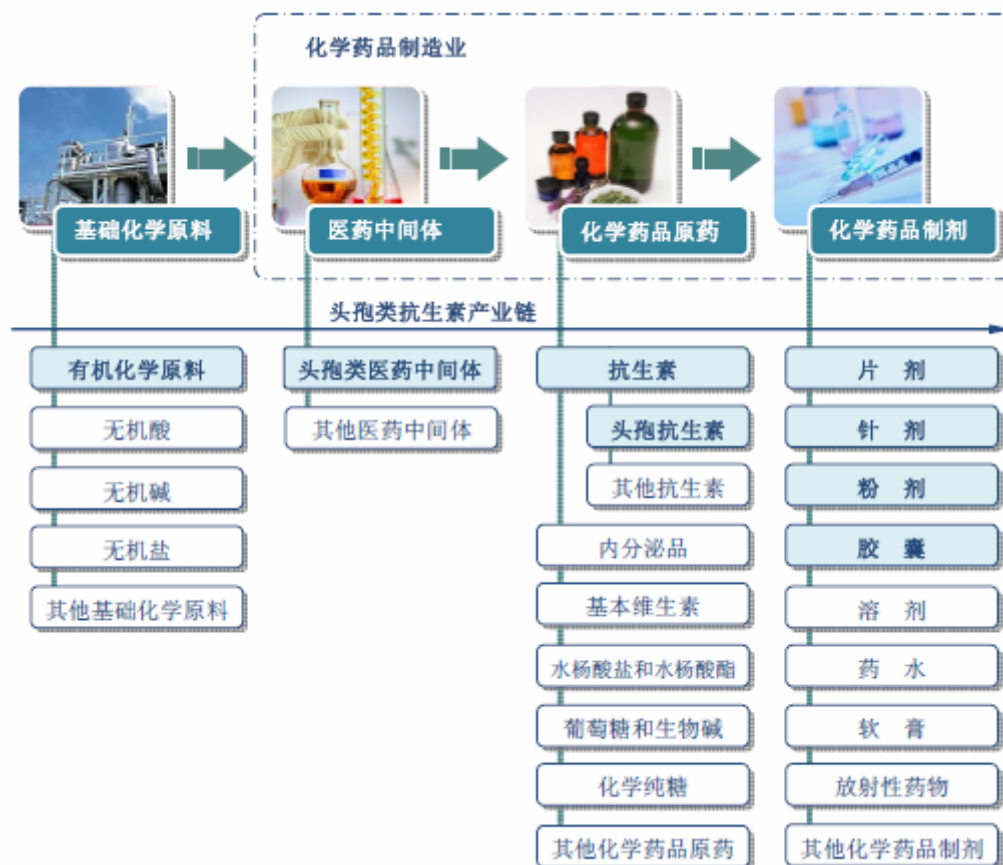
目前公司的主要产品为 AE-活性酯、头孢克肟侧链酸活性酯、头孢他啶侧链酸活性酯、呋喃铵盐，上述四种产品在公司近三年合并报表的主营业务收入中的占比在 80%左右，是公司经营业绩的主要来源。其中，AE-活性酯、头孢克肟侧链酸活性酯和呋喃铵盐是本次发行募集资金投资项目的扩产品种。

行业增长前景

1) 医药中间体行业简介

公司的主要产品均属于头孢类医药中间体行业，是医药中间体的重要组成部分，而医药中间体行业是化学制药行业的重要组成部分。医药制剂产品的合成依赖于高质量的医药中间体，医药中间体生产技术和产品质量的提高是促进医药制造业发展的重要推动力。随着行业分工的细化，多数现代药品制造企业已经将医药中间体的生产环节分离出去，由专业厂商进行专业化生产。从基础原材料到制成成品药往往需要经过复杂的化学、物理工艺过程，而其中医药中间体的生产集中了主要的合成工序和技术环节。可见，医药中间体产业的健康发展是医药产业发展的前提和重要保障。

图 1 化学药品制药业产业链

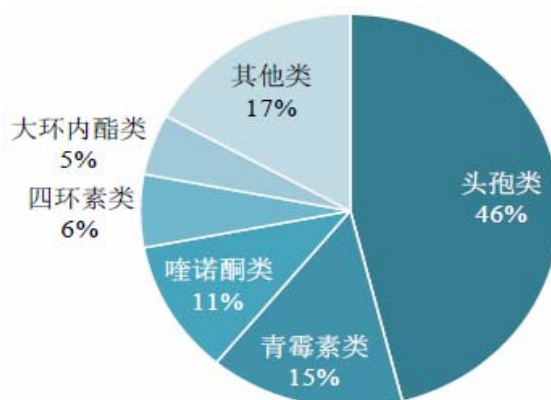


数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

2) 头孢类抗生素市场发展情况

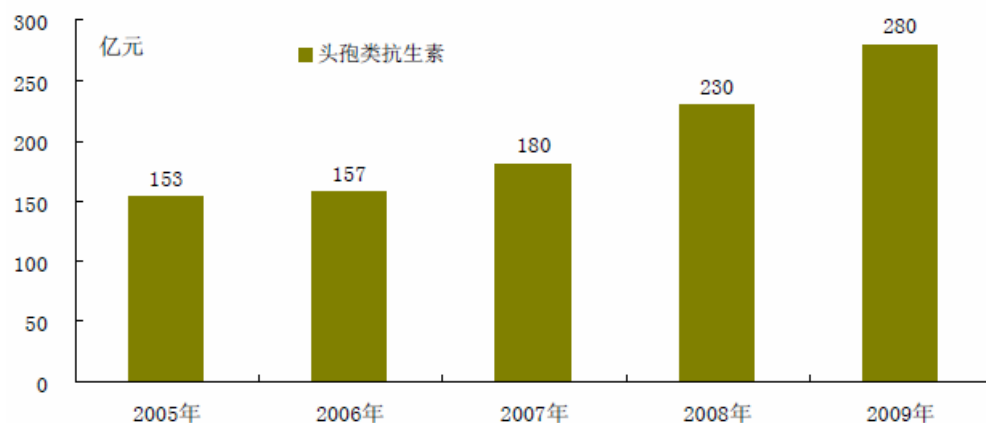
2009 年，世界抗感染药物市场销售额约为 800 亿美元，约占全球治疗性药物市场的 10%。头孢类抗生素在世界抗感染药物市场中占较大比重，目前其销售额约占抗感染药销售额的 40%。2009 年美国抗生素销售额约为 45 亿美元，占美国药品市场的 3.0%。其中，头孢抗生素市场份额占据抗生素市场首位，达 46%。从 2005 年至 2009 年，国内头孢类抗生素市场呈现出快速增长的势头，2009 年，我国头孢类抗生素市场规模约为 280 亿元，已达国内抗感染药市场份额的 50%以上。

图 2 美国抗生素市场份额情况



数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

图 3 2005 年至 2009 年国内头孢类抗生素市场规模



数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

表 1 2009 年中国抽样医院抗感染药大类份额构成情况

抗感染药类别	2009 年所占份额
头孢类	51.52
喹诺酮类	10.4
青霉素类	12.66
大环内酯类	4.5
碳青霉烯类	5.89
硝咪唑类	2.5
其他类	12.53

数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

行业竞争结构及公司地位

近三年公司凭借在产品品牌、产品质量、技术水平、客户资源方面的优势，始终占据着行业领先的竞争地位。公司上述四种主要产品，

较同行业竞争对手在产业规模和市场占有率等方面均有较大优势。目前, 尽管公司依然占据着细分市场份额第一的位置, 但由于受到现有生产能力的限制, 在市场总体规模迅速扩大的情况下, 公司部分产品的市场份额已有所下降。未来公司如不能适时新增产能, 市场占有率存在进一步下降的可能。未来几年, 随着新项目的逐步投产以及公司综合实力的提升, 预计公司仍将保持行业领先的地位, 引领细分市场的发展方向。

表 2 近三年细分市场国内市场占有率情况

产品	2009	2008	2007
AE-活性酯	48.6%	51.8%	55.8%
头孢克肟侧链酸活性酯	53.0%	51.2%	75.3%
头孢他啶侧链酸活性酯	51.7%	59.6%	58.9%
呋喃铵盐	27.2%	35.4%	45.9%

数据来源: 公司招股说明书, 上海证券研究所

表 3 2009 年头孢类医药中间体细分市场排名情况

产品	细分市场排名	企业名称
AE-活性酯	1	金城医药
	2	浙江普洛化学有限公司
	3	石家庄合佳保健品有限公司
头孢克肟侧链酸活性酯	1	金城医药
	2	浙江普洛化学有限公司
	3	江苏奥耐斯特医药化工有限公司
头孢他啶侧链酸活性酯	1	金城医药
	2	浙江普洛化学有限公司
	3	华北制药集团嘉华化工有限公司
呋喃铵盐	1	浙江台州清泉医药化工有限公司
	2	金城医药
	3	石家庄柏奇化工有限公司

数据来源: 公司招股说明书, 上海证券研究所

公司竞争优势

1) 技术研发优势。公司在技术研发方面具有明显的竞争优势, 公司及下属两家子公司均属国家级高新技术企业, 公司拥有博士后科研(金城)工作站。此外, 公司还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。2) 生产技术优势。公司积累了大量的工艺技术储备。随着工艺技术的不断改进, 公司已经初步形成了资源循环利用的绿色生产工艺体系。公司已经全面实施了自主研发的溶媒回收系统。目前公司已经自主研发了多项针对传统头孢医药中间体生产工艺的革新

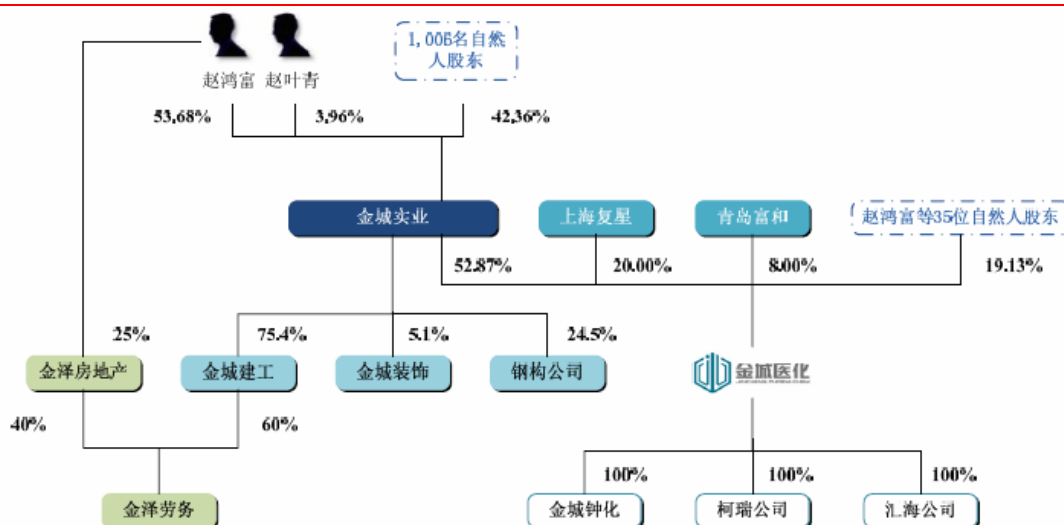
技术，并将在募集资金投资的四个项目中实施。3) 客户资源丰富而稳定。公司自成立以来始终坚持为客户提供最优质的产品和服务，坚持信誉至上、共赢发展的经营理念，经过长期的业务合作，公司与国内外重点客户均建立了稳定的合作关系。公司主要客户以大型制药公司为主，国内客户 30 余家，包括哈药集团制药总厂等；国外客户 20 余家，包括 NECTAR LIFESCIENCES LTD. (印度) 等。4) 品牌影响力突出。凭借长期稳定的产品质量、高效的供货效率、周到的售后服务，公司逐步树立了在业内的良好客户声誉和品牌影响力。

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

公司成立于 1993 年，本次发行前公司总股本 9,000 万股，本次拟发行 3,100 万股流通股，发行后总股本 12,100 万股，均为流通股。赵鸿富和赵叶青父子合计持有公司第一大股东金城实业 57.64% 的股权，此外赵鸿富和赵叶青父子还直接持有公司 10.05% 的股份，从而直接和间接持有本公司 40.52% 的股权，为公司实际控制人。

图 4 公司股权结构图



数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

公司业务简况及收入利润结构变化

公司经营状况良好，营业收入和利润稳定快速增长。公司 2008-2010 年度的营业收入分别为 5.70 亿元、5.85 亿元和 7.59 亿元；归属于母公司所有者的净利润分别为 0.55 亿元、0.82 亿元和 1.05 亿元。公司主营业务突出，2008-2010 年度主营业务占比分别为 97.35%、

98.05%和 98.34%，并逐年提高。

图 5 公司近年来收入及净利润增长

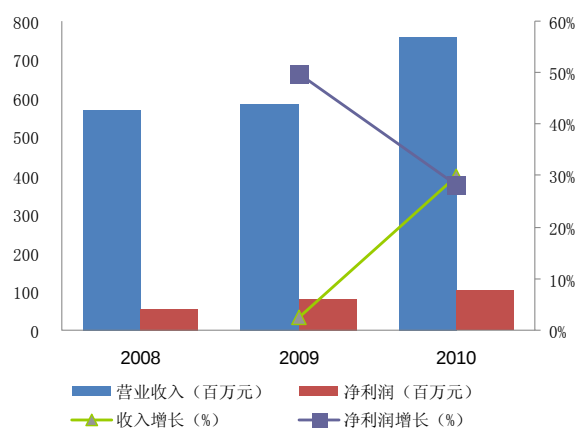
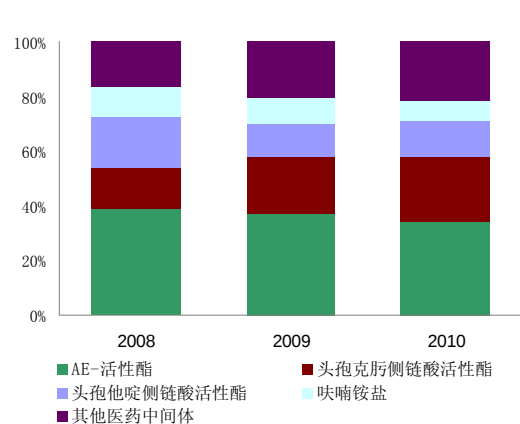


图 6 公司收入结构



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

募集资金投向

本次募集资金投资项目中，“3,000 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”、“500 吨/年呋喃铵盐产业化项目”三个项目属于技术改造并扩大产能项目，“50 吨/年 7-AVCA 产业化项目”为新增产能项目。

表 4 募集项目

序号	项目名称	总投资	拟投入募集资金	建设期
1	3,000 吨/年 AE-活性酯新工艺产业化项目	7,900.96	7,900.96	1 年
2	800 吨/年头孢克肟侧链酸活性酯产业化项目	7,742.38	7,742.38	1 年
3	500 吨/年呋喃铵盐产业化项目	4,159.42	4,159.42	1 年
4	50 吨/年 7-AVCA 产业化项目	6,479.31	6,479.31	1 年
合计		26,282.07	26,282.07	

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

表 5 募集资金投资项目新增产能情况

产品指标	AE-活性酯新工艺产业化项目				头孢克肟侧链酸活性酯产业化项目	呋喃铵盐产业化项目	7-AVCA 产业化项目
	AE-活性酯	氯噻肟酸	促进剂 M	磷酸三乙酯	头孢克肟侧链酸活性酯	呋喃铵盐	7-AVCA
项目年产能	3,000	1,770	750	1,455	800	500	50
目前年产能	1,800	970	0	0	300	350	0
项目达产后公司总产能	3,000	1,770	750	1,455	1,100	850	50

数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

表 6 募集项目财务分析主要指标

项目名称	总投资收益率%	内部收益率% (税后)	投资财务净现值 (万元) (税后)	投资回收期 (年) (税后)	盈亏平衡点% (生产能力利用率)
3,000 吨/年 AE-活性酯新工艺产业化项目	57.92	57.33	20,806.50	3.05	51.66
800 吨/年头孢克肟侧链酸活性酯产业化项目	37.60	37.55	11,148.51	4.54	46.14
500 吨/年呋喃铵盐产业化项目	54.71	51.25	8,949.53	3.20	37.10
50 吨/年 7-AVCA 产业化项目	33.18	34.07	8,120.47	4.97	40.14

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

三、财务状况和盈利预测

主营业务突出，毛利率稳步提升

2008 年-2010 年,公司主营业务突出, 主营业务收入分别为 5.55 亿元、5.73 亿元和 7.47 亿元, 各期主营业务收入占营业收入的比例均在 97%以上, 并呈上升趋势。公司 2008 年-2010 年综合毛利率分别为 23.87%、30.90%和 28.82%, 保持相对稳定。

资产周转能力良好

公司的资产周转速度较为稳定。2008 年至 2010 年应收账款周转率平均为 4.63, 存货周转率平均为 8.52。报告期公司的应收账款周转率有所下降, 主要受应收账款增长的影响。公司报告期营业收入年复合增长率为 15.43%, 在收入较快增长的情况下, 公司结合市场情况, 制订了相应的销售策略, 加大了应收账款催收力度, 应收账款的周转率虽有所下降, 但账龄结构合理, 且未发生实际坏账损失, 回收情况良好。报告期内的存货周转率有所波动, 由于公司实行合理库存制度对存货进行管理, 各期存货的期末余额与营业成本的增长趋势较为一致。

图 7 主要资产周转能力指标

项目	2010 年	2009 年	2008 年
应收账款周转率（次）	4.10	4.23	5.57
应收账款周转天数（天）	87.80	85.11	64.63
存货周转率（次）	8.28	7.66	9.61
存货周转天数（天）	43.48	47.00	37.46

数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

盈利预测及主要假设

- 1) 预计公司各产品营业收入和毛利率保持稳定增长。
- 2) 2011 年-2013 年的各项产品产能和销售收入增长迅速，根据公司招股说明书对未来三年的规划，以及公司募集资金投产率推导得出。
- 3) 公司募集资金项目预计在 2011 年达产 50%，2012 年全部达产。

基于以上假设，我们预计 2011-2013 年归属于母公司的净利润将实现年 34.8%、33.1%和 21.4%的增幅，相应的稀释后每股收益为 1.17 元、1.55 元和 1.88 元。

四、风险因素

受下游行业需求状况影响的风险

公司是国内头孢类医药中间体的主要生产厂家，所生产的头孢类医药中间体全部用于头孢类抗生素原料药的合成，并最终生产头孢类抗生素成品药。因此作为下游行业，头孢类抗生素药品的发展和需求状况将直接影响头孢类医药中间体的发展。如果公司对于头孢类医药中间体的研发和生产能力未能与头孢类抗生素药品的更新完善保持同步，或者医学界开发出可大范围使用的头孢类抗生素的替代产品，将会对公司的经营业绩和发展速度造成影响。

主要原材料市场价格波动的风险

公司主要生产销售头孢类医药中间体产品。公司产品的主要原材料是基础化学原料，其受原油价格波动传导的影响十分明显。2006 年至 2008 年上半年期间原油价格持续攀升，2008 年 7 月起随着美国次贷危机的蔓延和美元贬值，原油价格又展开了巨幅震荡行情，受此影响基础化学原料的波动亦十分剧烈。尽管原材料价格的上涨公司可

以向下游转移,但如果出现原材料价格持续大幅波动,可能出现公司毛利率水平的下降,从而导致公司经营业绩面临一定风险。

核心技术泄密风险

公司所处头孢类医药中间体行业属于技术密集型行业,技术能力的竞争是企业竞争的核心。目前,公司主要产品的工艺技术均已达到国内或国际先进水平,为防止公司核心技术外泄,公司制定了严格的技术保密制度,并且核心技术均已申请专利。但如果公司核心技术人员离开公司或利用职务之便泄漏相关技术机密,将会给公司带来竞争加剧的风险。

汇率变动风险

2008年、2009年和2010年,公司出口收入占营业收入的比重分别为28.41%、35.03%和35.66%,主要以美元计价。自2005年以来,人民币对美元持续小幅升值,给公司带来一定损失。人民币汇率浮动对公司的影响主要表现在:一是汇兑损失:由于公司外销应收账款的收款期限一般为3个月,若收款期内人民币升值将会给公司造成直接的汇兑损失,最近三年人民币升值导致的汇兑损失分别为299.69万元、46.77万元和322.75万元;二是出口产品的价格竞争力:人民币的升值缩小了国外客户的利润空间,使公司的出口产品价格竞争力有所削弱。人民币汇率浮动对公司经营带来了一定程度的不确定风险。

出口退税率变化影响公司经营业绩的风险

近年来,随着公司出口业务的持续增长,出口退税率的变化对公司经营业绩的影响逐渐增大。2009年出口产品退税率对公司经营业绩的影响较之前有所增长,但影响程度仍然较小。从目前的经济发展趋势判断,国家鼓励出口的政策导向短期内不会改变。随着公司海外市场的不断扩大,出口业务的持续增长,国家出口退税政策、出口退税率的变化对公司经营业绩的影响将逐渐增大。如果宏观经济形势发生重大变化,公司主要产品出口退税率下调,将给公司经营业绩带来一定的负面影响。

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2010年业绩和2011、2012年预测业绩的均值,国

内同行业可比上市公司 10 年、11 年、12 年平均动态市盈率为 92.89 倍、39.31 倍和 26.51 倍；国际同行业可比上市公司 10 年、11 年、12 年平均动态市盈率为 19.76 倍、13.81 倍和 11.28 倍；最近上市的创业板医药公司 10 年、11 年、12 年平均动态市盈率为 39.69 倍、29.01 倍和 21.29 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，且公司的产品均在国内销售，我们以国内公司的估值水平作为参考。

表 7 国内同行业上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			P/E		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
海正药业	600267	36.23	0.70	0.96	1.30	51.99	37.84	27.85
海翔药业	002099	22.47	0.53	0.82	1.10	42.12	27.29	20.42
九九久	002411	26.64	0.30	0.45	0.71	87.67	59.20	37.52
天马精化	002453	33.69	0.48	0.97	1.60	70.45	34.61	20.99
天茂集团	000627	4.44	0.02	0.12	0.17	212.21	37.63	25.77
平均						92.89	39.31	26.51

数据来源：Wind，上海证券研究所

表 8 国际同行业上市公司估值比较

公司简称	股票代码	股价	EPS			P/E		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
DOW CHEMICALS	US Equity	37.5	1.86	2.60	3.36	20.11	14.42	11.14
BASF	US Equity (ADR)	79.5	5.24	5.54	6.03	15.16	14.33	13.18
DSM	US Equity (ADR)	44.1	3.17	3.38	3.87	13.93	13.04	11.41
HUNTSMAN CORPORATION	US Equity	17.6	0.71	1.33	1.70	24.62	13.26	10.32
KRONOS WORLDWIDE, INC	US Equity	49.3	1.97	3.53	4.77	24.97	13.98	10.34
平均						19.76	13.81	11.28

数据来源：Bloomberg，上海证券研究所

表 9 国内新上市医药类企业估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			P/E		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
安科生物	300009	11.86	0.28	0.34	0.41	43.12	35.14	29.10
智飞生物	300122	28.34	0.64	0.87	1.22	44.15	32.62	23.25
福瑞股份	300049	14.64	0.37	0.63	0.89	39.08	23.16	16.41
上海凯宝	300039	24.10	0.47	0.77	1.06	51.25	31.27	22.74
阳普医疗	300030	12.05	0.20	0.30	0.41	61.45	39.63	29.12
平均						39.69	29.01	21.29

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

公司未来保持着可持续的盈利能力，主要有如下原因：1）技术研发优势；2）生产技术优势；3）客户资源丰富而稳定；4）品牌影响力突出。我们认为给予公司 11 年每股收益 32 倍市盈率这一接近于同行业公司平均的估值水平较为合理。以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 33.90-40.68 元，相对于 2010 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 39.20-47.04 倍。近期医药类新股上市首日的平均涨幅为 57.9%，目前股价距其发行价的平均累计溢价率为 -41.47%，发行价对应折扣率为 -70.84%。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，建议选取 10% 的折扣率，对应的询价区间为 30.51-36.61 元，相对于 2010 年的静态 PE（发行后摊薄）为 35.28-42.34 倍。

附表 1 公司损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	584.6	759.4	1,021.7	1,368.3	1,719.3
二、营业总成本	491.7	643.9	863.9	1,156.3	1,460.6
营业成本	404.0	540.5	727.3	974.4	1,233.4
营业税金及附加	3.4	4.2	5.6	7.5	9.4
销售费用	12.0	15.5	20.8	27.6	34.4
管理费用	55.0	61.8	82.6	109.9	137.3
财务费用	14.0	20.6	27.6	36.8	46.1
三、其他经营收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
四、营业利润	92.9	115.5	157.8	212.0	258.7
加: 营业外收入	5.6	6.6	6.6	6.6	6.6
减: 营业外支出	2.0	0.5	0.5	0.5	0.5
五、利润总额	96.5	121.6	163.9	218.1	264.8
减: 所得税	14.9	16.9	23.0	30.5	37.1
加: 未确认的投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
六、净利润	81.6	104.6	141.0	187.6	227.8
减: 少数股东损益	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
归属于母公司所有者的净利润	81.3	104.6	141.0	187.6	227.8
七、每股收益	0.67	0.86	1.17	1.55	1.88

资料来源: Wind, 公司招股说明书, 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 (百万元)

分业务主营收入测算	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
产能 (吨)	1,800.0	2,100.0	2,700.0	3,000.0	3,000.0
产量 (吨)	1,585.2	2,060.2	2,430.0	2,850.0	3,000.0
产能利用率	88%	98%	90%	95%	100%
销量 (吨)	1,570.4	2,116.3	2,430.0	2,850.0	3,000.0
产销率	99%	103%	100%	100%	100%
平均价格 (万元/吨)	13.54	11.98	11.98	12.22	12.46
收入 (百万元)	212.71	253.48	291.05	348.18	373.83
产能 (吨)	550.0	950.0	1,300.0	1,770.0	1,770.0
产量 (吨)	515.1	950.3	1,170.0	1,416.0	1,593.0
产能利用率	94%	100%	90%	80%	90%
销量 (吨)	518.9	911.5	1,170.0	1,416.0	1,593.0
产销率	101%	96%	100%	100%	100%
平均价格 (万元/吨)	22.58	19.68	19.68	20.07	20.48
收入 (百万元)	117.19	179.38	230.26	284.25	326.17
产能 (吨)	400.0	500.0	800.0	1,100.0	1,100.0

活性酯 (TAEM)	产量 (吨)	269.7	467.7	560.0	660.0	770.0
	产能利用率	67%	94%	70%	60%	70%
	销量 (吨)	284.3	440.7	560.0	660.0	770.0
	产销率	105%	94%	100%	100%	100%
	平均价格 (万元/吨)	25.01	22.33	22.33	22.78	23.23
	收入 (百万元)	71.10	98.41	125.05	150.32	178.88
	产能 (吨)	350.0	350.0	500.0	800.0	800.0
	产量 (吨)	325.4	357.4	450.0	560.0	640.0
	产能利用率	93%	102%	90%	70%	80%
	销量 (吨)	326.8	347.4	450.0	560.0	640.0
呋喃铵盐 (SMIA)	产销率	100%	97%	100%	100%	100%
	平均价格 (万元/吨)	16.34	15.40	15.40	15.71	16.03
	收入 (百万元)	53.40	53.52	69.32	87.99	102.57
	其他医药中间体 (百万元)	118.81	161.99	242.99	308.43	359.54
	其他 (百万元)	11.40	12.61	63.05	189.15	378.29
合计 (百万元)		584.6	759.4	1,021.7	1,368.3	1,719.3
营业成本		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
AE-活性酯 (MAEM)		143.0	180.5	209.6	254.2	276.6
头孢克肟侧链酸活性酯 (MICA ESTER)		79.8	117.9	149.7	184.8	212.0
头孢他啶侧链酸活性酯 (TAEM)		46.9	71.5	90.0	108.2	128.8
呋喃铵盐 (SMIA)		40.2	43.8	57.5	72.6	84.1
其他医药中间体		83.1	114.6	170.1	212.8	248.1
其他		10.9	12.2	50.4	141.9	283.7
合计		404.0	540.5	727.3	974.4	1233.4
毛利率测算		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
AE-活性酯 (MAEM)		32.8%	28.8%	28.0%	27.0%	26.0%
头孢克肟侧链酸活性酯 (MICA ESTER)		31.9%	34.3%	35.0%	35.0%	35.0%
头孢他啶侧链酸活性酯 (TAEM)		34.0%	27.4%	28.0%	28.0%	28.0%
呋喃铵盐 (SMIA)		24.7%	18.1%	17.0%	17.5%	18.0%
其他医药中间体		30.1%	29.2%	30.0%	31.0%	31.0%
其他		4.7%	3.1%	20.0%	25.0%	25.0%
分业务增速		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
AE-活性酯 (MAEM)		-2.1%	19.2%	14.8%	19.6%	7.4%
头孢克肟侧链酸活性酯 (MICA ESTER)		45.2%	53.1%	28.4%	23.4%	14.8%
头孢他啶侧链酸活性酯 (TAEM)		-32.2%	38.4%	27.1%	20.2%	19.0%
呋喃铵盐 (SMIA)		-8.7%	0.2%	29.5%	26.9%	16.6%
其他医药中间体		26.9%	36.3%	50.0%	45.0%	45.0%
其他		-24.5%	10.6%	400.0%	200.0%	100.0%

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

附表3 公司主要财务指标

财务指标	2008	2009	2010
ROE%	27.10	31.90	30.28
营业收入 (百万元)	569.93	584.61	759.38

收入增长率 (%)		2.58	29.90
经营性现金流 (百万元)	30.21	105.64	108.67

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。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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。

免责声明

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。