



上市公司新股研究报告

证券研究报告
医药与健康护理—化学药

谨慎申购

仟源制药 (300254)

2011 年 08 月 05 日

多方位，全方面的抗感染药物供应商

发行价 13 元，目标价 13.86 元，谨慎申购

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：刘杰
LiuJ5068@htsec.com
021-23219269

我们对公司的基本判断是：公司专业提供解决细菌耐药方案，在新一代青霉素领域具备较强竞争力，在该领域民营企业中排名第一。此次募集资金有益于解决公司产能瓶颈，我们预计公司 2011-2013 年的每股收益分别为 0.42 元，0.57 元，0.71 元，给予公司 2011 年 33 倍的市盈率，对应股价为 13.86 元。IPO 发行价为 13.00 元，建议“谨慎申购”。

- **打造多方位，全方面的抗感染药物供应商。**公司成立于 2005 年，规模不大，2010 年销售收入 3.2 个亿，但在抗感染药物方面有丰富的产品品种和储备，产品涵盖“半合成青霉素复方制剂类”、“半合成青霉素类”、“单环内酰胺类”、“磷霉素类”、“硝基咪唑类”等多类别的制剂品种。重点产品代表有阿莫西林舒巴坦钠、美洛西林舒巴坦钠制剂、注射用美洛西林钠、注射用阿洛西林、注射用氨曲南等。公司具有独特的“精细化价值招商模式”，目前在全国拥有 2200 余家销售商，覆盖 10000 个销售终端，为未来业绩增长埋下伏笔。
- **战略倾向半合成青霉素复方制剂市场。**由于酶抑制剂舒巴坦钠、克拉维酸钾和他唑巴坦钠对细菌产生的 β -内酰胺酶有抑制作用，由青霉素类药物与酶抑制剂制成的复方制剂近年来在青霉素制剂市场份额逐年提高。公司战略侧重于抗细菌耐药性能较好的半合成青霉素复合制剂，收益于临床抗菌药物新规对头孢类药物的限制和公司针对新版 GMP 规范已率先改造的利好，公司在该领域具备较大成长潜力。
- **加大研发，完善产品结构，逐步布局慢性药市场。**公司在对“半合成青霉素复方制剂”类产品持续投入外，公司还扩展开发其他类别抗生素，如加大对单环内酰胺类、磷霉素类、硝基咪唑类产品的研发投入，同时积极布局慢性病治疗药物品种，涉及呼吸系统药、心脑血管药、抗抑郁药等种类，分散公司经营风险，为保证公司持续快速增长提供长线动力。
- **募投项目分析。**公司本次计划发行 3380 万股，募集资金 2.13 亿元，建设期两年，计划投向青霉素粉针生产线、非青口服制剂生产线、磷霉素氨丁三醇原料药生产线以及研发中心建设项目。项目建设期 2 年，公司预计项目达产后新增营业收入 6.36 亿元，业绩将实现大幅提升。
- **估值与投资建议。**我们预计公司 2011-2013 年的每股收益分别为 0.42 元，0.57 元，0.71 元，行业平均 PE 在 28 倍左右，考虑到公司处于创业板，具备较高的成长性，给予公司 2011 年 33 倍的市盈率，对应公司股价为 13.86 元。建议投资者谨慎申购。

主要不确定因素。新产品研发风险；优势产品市场竞争风险；药品价格调整风险。

表 1 公司分产品盈利预测（单位：万元）

		2010	2011E	2012E	2013E
抗感染药-半合成青霉素复方制剂	收入	15646.98	20028.13	26437.14	34897.02
	同比增长 %	48.66	28.00	32.00	32.00
	毛利率 %	60.49	60.00	60.00	60.00
抗感染药-半合成青霉素	收入	4035	4237	4449	5339
	同比增长 %	7.06	5.00	5.00	20.00
	毛利率 %	29.41	30.00	30.00	30.00
抗感染药-单环内酰胺类	收入	3532	3603	3675	3748
	同比增长 %	1.65	2.00	2.00	2.00
	毛利率 %	27.75	28.00	28.00	28.00
抗感染药-硝基咪唑类	收入	530	551	573	596
	同比增长 %	3.94	4.00	4.00	4.00
	毛利率 %	51.16	50.00	50.00	50.00
抗感染药-抗感染其他	收入	1853	3375	5906	8859
	同比增长 %	82.16	75.00	50.00	50.00
	毛利率 %	-7.35	-2.00	-2.00	-2.00
医药原料及中间体	收入	1400	1680	2016	2420
	同比增长 %	1.10	20.00	20.00	20.00
	毛利率 %	23.46	20.00%	20.00	20.00
呼吸系统药	收入	2409	3372	4721	6609
	同比增长 %	95.23	40.00	40.00	40.00
	毛利率 %	52.16%	55.00%	55.00%	55.00%
心脑血管药	收入	1231	1482	2001	2701
	同比增长 %	20.44	35.00	35.00	35.00
	毛利率 %	45.40%	45.40%	45.40%	45.40%
抗抑郁药	收入	347	486	680	952
	同比增长 %	68.04	40.00	40.00	40.00
	毛利率 %	79.45	80.00	75.00	70.00
其他药品	收入	972	486	243	122
	同比增长 %	-20.28	-50.00	-50.00	-50.00
	毛利率 %		-0.50	-0.50	-0.50

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2010	2011E	2012E	2013E
P/E	36.25	31.02	23.00	18.21
P/B	8.69	2.70	2.41	2.13
P/S	4.07	4.37	3.38	2.59
EV/EBITDA	19.02	16.22	12.90	10.06

偿债能力指标	2010	2011E	2012E	2013E
负债权益比率	0.88	0.16	0.17	0.18
借款/股东权益	0.27	0.00	0.00	0.00
已获利息倍数	14.12	-747.44	-10.16	-13.01
流动比率	1.06	5.34	4.67	4.17
速动比率	0.69	4.74	4.00	3.45
现金比率	0.61	4.64	3.90	3.35

盈利能力指标（%）	2010	2011E	2012E	2013E
毛利率	45.28	44.63	44.36	44.30
息税摊销折旧利润率	23.54	21.75	21.42	21.41
净利润率	15.02	14.09	14.71	14.24
净资产收益率	32.08	8.69	10.50	11.70
资产回报率	17.09	7.57	9.07	10.02
投资回报率	25.31	8.69	10.50	11.70

经营效率指标	2010	2011E	2012E	2013E
应收帐款周转率	62.13	76.02	77.28	77.59
存货周转率	3.66	3.94	3.99	4.00
总资产周转率	1.18	0.77	0.65	0.74
固定资产周转率	2.06	1.83	1.66	1.54

盈利增长（%）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入增长率	31.17	24.51	29.27	30.46
营业利润增长率	26.04	20.27	40.83	29.46
EBIT 增长率	37.76	8.42	22.99	28.83
EBITDA 增长率	66.73	15.03	27.31	30.39
净利润增长率	66.03	16.84	34.92	26.29

利润表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	31955	39786	51430	67093
营业成本	17486	22029	28618	37371
营业利润	4799	5772	8128	10522
营业费用	3974	5172	6840	8722
管理费用	4943	6553	8229	10735
利润总额	5776	6749	9105	11499
EBIT	6216	6740	8289	10678
折旧摊销	1307	1915	2729	3687
EBITDA	7523	8654	11018	14365
投资收益	0	0	0	0
营业外收支净额	977	977	977	977
所得税	977	1142	1541	1946
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	4798	5606	7564	9553
基本每股收益（元）	0.36	0.42	0.57	0.71

资产负债表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	8051	48192	47521	48645
应收款项	585	728	941	1228
存货	4887	6237	8103	10581
流动资产	13893	55492	56857	60696
固定资产	10056	14062	20328	28212
总资产	28084	74033	83384	95302
应付帐款	3712	4676	6074	7933
流动负债	13125	10390	12177	14541
长期借款	0	0	0	0
长期负债	13125	10390	12177	14541
总负债	13125	10390	12177	14541
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	14959	64505	72069	81622
付息负债	4000	0	0	0
每股净资产（元）	1.12	4.82	5.39	6.10

现金流量表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	4798	5606	7564	9553
折旧摊销	1307	1915	2729	3687
营运资金变动	-812	2107	2437	3982
经营活动现金流	5203	7335	9227	12072
固定资产投资	7328	5714	8572	11081
无形资产投资	866	1221	1721	196
资本支出	8184	6934	10292	11276
投资活动现金流	-4633	-7142	-10715	-11767
公司自由现金流	-901	-1527	-3114	-2700
股权自由现金流	-1267	-5520	-2436	-2018
债务变化	2000	-4000	0	0
股票发行价格（元）	0	13	0	0
融资活动现金流	-2091	39949	816	821
现金净流量	-1521	40142	-672	1125
每股经营现金流（元）	0.39	0.55	0.69	0.90

备注：市盈率按发行价计算

资料来源：公司公告，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

类别	评级	说明
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；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	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。

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；

2. 投资建议的评级标准

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。