

日期: 2011 年 06 月 20 日

行业: 生物制品



赵冰

021-53519888\*1902

Zhaobing1704@hotmail.com

证券从业证书编号: S0870511030004

## 中国领先的明胶和胶原蛋白生产企业

IPO 询价区间 RMB 12.17-14.60  
 首日定价区间 RMB 13.52-16.22

## 基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 19.00  
 发行后总股本 (百万股) 75.98  
 发行方式 网下询价配售 20%  
 网上定价发行 80%  
 保荐机构 东兴证券

## 主要股东 (IPO 前)

东宝实业 50.34%  
 乐凯胶片 8.24%  
 徐伟宇 6.58%  
 江任飞 6.49%

## 收入结构 (MRQ)

药用明胶 67.65%  
 食用明胶 15.31%  
 磷酸氢钙 11.36%  
 照相明胶 1.51%

报告编号: ZB11-NSP03

首次报告日期: 2011 年 6 月 20 日

## ■ 投资要点

## 中国领先的明胶和胶原蛋白生产企业

公司目前主营明胶系列产品以及小分子量胶原蛋白的研发、生产、销售。公司是中国领先的明胶生产企业,同时,也是真正掌握小分子量胶原蛋白制备技术并能够稳定实现规模化工业生产的少数企业之一。公司于 2005 年通过 ISO9001 质量管理体系认证,并于 2008 年通过 HACCP 食品安全管理体系认证,建立了完善的药品、食品质量安全体系,并获得药品、食品生产许可证。

## 公司竞争优势突出

公司主要的竞争优势有: 1) 品牌优势; 2) 市场占有率以及产能、产量的领先地位; 3) 突出的创新能力; 4) 技术优势明显。

## 上市 6 个月内的估值区间为 13.52-16.22 元

我们认为给予公司 11 年每股收益 35 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 13.52-16.22 元,相对于 2010 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 47.50-57.00 倍。

## 建议询价区间为 12.17-14.60 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 12.44%, 发行价对应折扣率为 11.06%。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 12.17-14.60 元,相对于 2010 年的静态 PE (发行后摊薄) 为 42.75-51.30 倍。

## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	192.37	263.29	329.99	463.59
年增长率	24.08%	36.9%	25.3%	40.5%
归属于母公司的净利润	21.62	32.28	53.88	101.28
年增长率	90.23%	49.28%	66.91%	87.97%
(发行后摊薄)每股收益 (元)	0.28	0.42	0.71	1.33

注: 有关指标按最新总股本为 75.98 百万股计算

## 一、行业背景

### 发行人所处行业及简况

公司目前主营明胶系列产品以及小分子量胶原蛋白的研发、生产、销售。公司是中国领先的明胶生产企业，同时，也是真正掌握小分子量胶原蛋白制备技术并能够稳定实现规模化工业生产的少数企业之一。公司于2005年通过ISO9001质量管理体系认证，并于2008年通过HACCP食品安全管理体系认证，建立了完善的药品、食品质量安全体系，并获得药品、食品生产许可证。公司地处内蒙古自治区，拥有适宜生产优质明胶以及小分子量胶原蛋白的自然环境。

明胶是一种高分子蛋白质，被广泛用于医药、食品、照相等行业，用来制作如医用软硬胶囊、外科敷料、止血海绵、食品添加剂、悬浮剂、澄清剂等。胶原蛋白是一种天然蛋白质，具有丰富的营养性、很强的生物活性、良好的生物相容性。同时还具有修复性、保湿性和细胞亲和性，被广泛用于保健、化妆、医药、食品等领域。公司主营属于生物制品行业。

### 行业增长前景

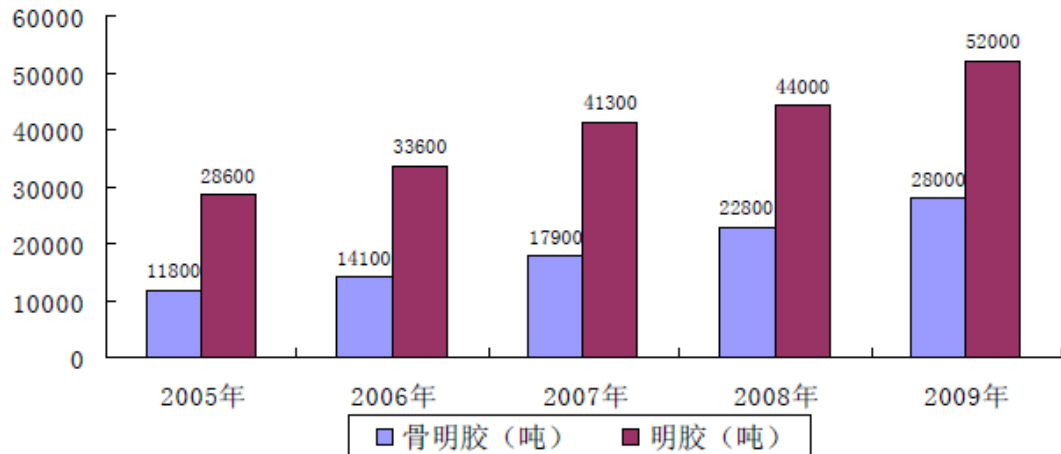
#### 1) 明胶行业的基本情况

明胶最早诞生于19世纪的欧洲，随着世界人口的持续增长和医药、化妆品、食品饮料行业对明胶用量的加大，今后几年国际明胶市场将持续高速增长，到2012年，国际明胶市场总消费量将达35.9万吨。明胶按其产品原材料不同分为：骨明胶和皮明胶两种，由于受到国民喜食带皮肉类的饮食习惯影响，皮明胶原料鲜猪皮等供应量少，我国以骨明胶居多。根据用途来分，明胶分为药用明胶、食用明胶、照相明胶和工业明胶四种。随着技术发展和人民生活水平的提高，药用明胶的比重越来越高，从上世纪90年代占全国明胶消费总量的10%，上升为现在的20%-30%；药用明胶的产量也上升到总产量的20%-30%，与食用明胶合计占80%左右。国外的明胶行业厂商数量稳定，优质的明胶企业已经通过兼并整合等方式占据了较大的市场份额，产业集中度较高。目前世界明胶业的三大巨头罗赛洛集团、嘉利达公司、派宝公司其总产量达22万吨，占世界总产量的3/4。这三个明胶巨头正通过其技术优势、市场优势和资金优势在全球新兴市场中不断扩张，以巩固自己的行业地位。

中国明胶产业较之欧洲整整晚了一个世纪，许多工业设备都落后于国外，行业尚未成熟，但其产能、产量却每年以两位数快速增长，行业发展前景广阔。我国明胶行业目前正处在高速发展时期，市场容量快速扩大，根据中国明胶协会的统计数据，我国明胶行业

的市场容量从 2005 年的 2.86 万吨增长到 2009 年的 5.20 万吨,年均复合增长率为 16.12%,其中骨明胶的市场容量从 2005 年的 1.18 万吨增长到了 2009 年的 2.80 万吨,年均复合增长率为 24.11%。随着国内医药、胶囊、食品、保健品、化妆品产业的发展,明胶需求量不断增长。

图 1 2005-2009 年中国明胶和骨明胶市场容量变化图



数据来源: 公司招股说明书, 上海证券研究所

## 2) 胶原蛋白行业的基本情况

胶原蛋白是一种天然蛋白质, 英文学名 Collagen, 在动物细胞中扮演结合组织的角色, 是需求量十分庞大的较佳生物学材料, 广泛存在于动物的皮肤、骨、软骨、牙齿、肌腱韧带和血管中。胶原蛋白是人体组织结构的主要成分之一, 也是人体内含量最多的一种蛋白质, 约占人体蛋白质总量的 25-33%, 相当于人体体重的 6%。它是结缔组织的主要组成部分, 主要以胶原纤维的形式存在于皮肤、肌肉、骨骼、牙齿、内脏 (如胃、肠、血管与食道) 与眼睛等部位。由于胶原蛋白是结缔组织的主要组成部分, 起着支撑器官、保护肌体的作用, 具有美容 (抗皱、保湿、塑身)、保障运动系统 (骨骼、肌肉和关节) 和心脑血管系统健康、调控内分泌、养护脏器、提高人体免疫力等多重功效。

胶原蛋白行业在国外已有数十年历史, 基于发达的经济基础、先进的生物技术、成熟的行业环境以及绿色健康的消费观念, 欧美国家胶原蛋白市场发展相对成熟, 胶原蛋白类食品、保健品、化妆品在欧美、日本等发达国家已成为了人们喜爱的产品, 得到广泛应用。从 2001 年至 2009 年, 全球胶原蛋白需求量的年均复合增长率超过 17.25%。西方发达国家由于胶原蛋白市场较为成熟, 在全球胶

原蛋白市场中所占份额较高，欧洲和美国的胶原蛋白市场最大，分别占全球市场总量的 31.20%和 28.00%，亚洲市场仅次于美国，占 14.60%。中国 2006 年胶原蛋白市场消费约为 3,000 吨，2009 年消费量达到 8,000 吨，预计到 2015 年年需求量有望达到 20,000 吨，年均复合增长率达到 23.47%。

## 行业竞争结构及公司地位

### 1) 明胶行业

目前，明胶行业正处于快速扩张时期，国外企业进入时间虽短，但凭借充裕的资金、成熟的技术迅速扩张。相反，国内民族企业受资金、技术条件的限制，大部分企业无力随行业扩张而成长，因此行业内形成了产能几百吨的中小型生产企业众多，但年产 2,500 吨以上的大中型明胶民族企业仅有东宝生物、青海明胶、蚌埠丰原明胶有限公司等寥寥数家的市场格局。2010 年 5 月公司被中国明胶协会评为第六届理事会（2005 年度-2009 年度）全国明胶行业先进企业，按照公司目前的产能推断，公司目前是国内骨明胶行业最大的生产厂商之一。

### 2) 胶原蛋白行业

公司目前已形成 200 吨/年小分子量胶原蛋白的产能，是国内通过自主创新掌握以双 90 优质骨明胶为原料制备小分子量胶原蛋白生产核心技术的企业，在行业竞争中拥有突出的技术优势。公司生产的胶原蛋白经国家轻工业三胶产品质量监督检测中心检测平均分子量为 2,338 道尔顿，经华南理工大学分析测试中心检测分子量集中分布于 500 - 4,000 道尔顿之间，属于高品质小分子量胶原蛋白，质量优势明显。随着本次募集资金投资项目——年产 1,000 吨可溶性胶原蛋白项目的实施，公司将把技术优势转化为规模经济优势和市场占有率优势，在行业中的市场地位将名列前茅。

## 公司竞争优势

公司主要的竞争优势有：1) 品牌优势。公司成立于 1997 年，承接原包头市精胶厂的生产工艺和技术，是中国最早的明胶生产企业之一，有 50 多年明胶生产历史。在明胶行业，包头东宝具有极高的知名度。公司现为中国明胶协会理事单位，公司董事长王军先生担任中国明胶协会副理事长。2007 年，公司“金鹿”品牌明胶产品获得内蒙古自治区名牌产品称号。2) 市场占有率以及产能、产量的领先地位。公司作为国内最大的骨明胶生产厂商之一，本次募集资金投资项目完成后，将形成年产 6,500 吨明胶的生产能力，以进一步巩固公司在行业内的领先地位。3) 突出的创新能力。通过与中科

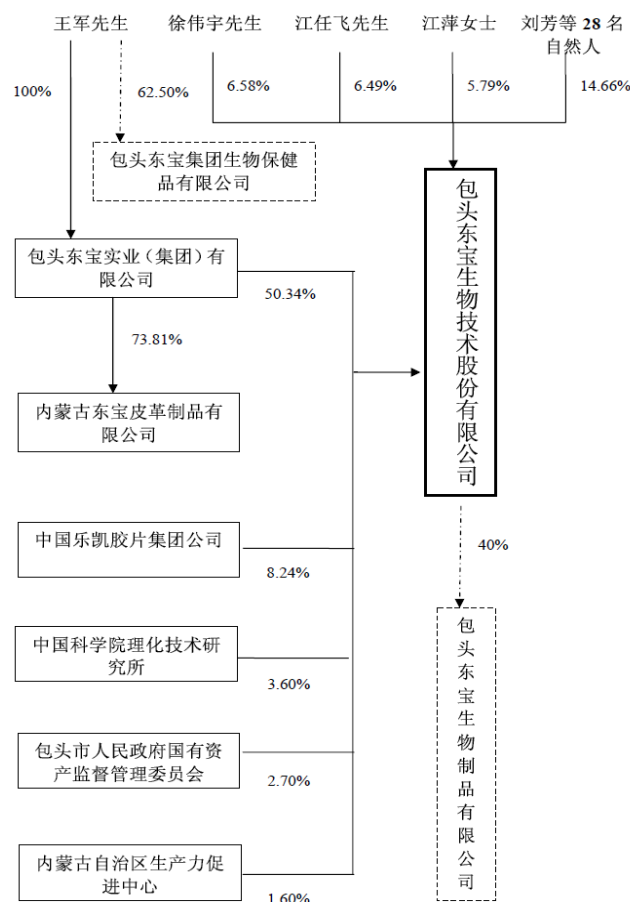
院理化所两年多的技术合作,公司成功研发了以双 90 骨明胶为原料生产制造小分子量胶原蛋白产品的高新技术,并形成 200 吨/年的生产能力。4) 技术优势明显。依靠不断追求技术改进的创新精神和与研究机构合作研发的有效机制,公司技术力量不断增强,现已拥有酶降解骨胶原制备明胶的方法、彩色胶片用明胶制备工艺两项技术,小分子量胶原蛋白生产技术已申请国家发明专利。2001 年公司技术中心被认定为内蒙古自治区级企业技术中心,2008 年公司被认定为国家级高新技术企业。

## 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

持有公司 5%以上股份的主要股东为东宝集团、乐凯集团、徐伟宇、江任飞和江萍,分别持有本公司 50.34%、8.24%、6.58%、6.49%和 5.79%的股份。王军先生持有东宝集团 100%的股权,为公司实际控制人。

图 2 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 1.19 亿元、1.55 亿元和 1.93 亿元；归属于母公司所有者的净利润分别为 0.12 亿元、0.11 亿元和 0.22 亿元。公司 2008-2010 年度除食用明胶外各类产品的销售收入均实现持续增长，其中药用明胶的销售收入一直占公司营业收入的 60% 以上，也是销售收入增长最快的产品。公司 2010 年上半年新产品小分子量胶原蛋白实现销售，全年实现营业收入 795.04 万元，占当期营业收入的 4.13%，为公司贡献毛利 444.38 万元，占当期毛利的 9.50%，体现出小分子量胶原蛋白具有较强的盈利能力，该产品的生产和销售将成为公司新的营业利润增长点。

图 3 公司近年来收入及净利润增长

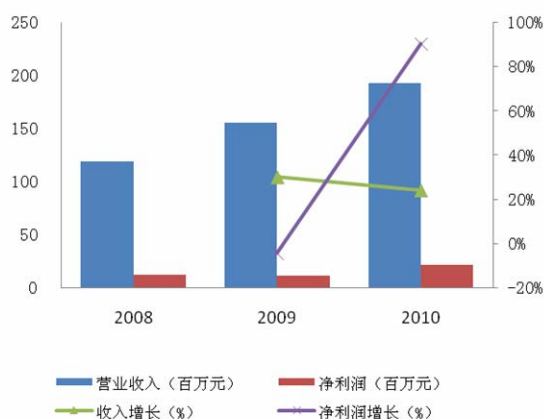
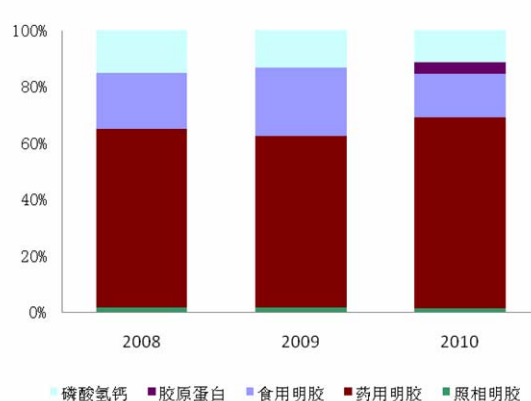


图 4 公司收入结构



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 IPO 计划实施三个募集资金项目（表 1），拟投资总额为 18,387 万元。本次募集资金运用将全部围绕主营业务明胶系列产品和小分子量胶原蛋白的生产进行，用于扩大主营产品产量，优化产品结构，提升高技术、高毛利产品占比，巩固和提升市场地位，进一步增强公司整体竞争力。明胶的扩产亦为胶原蛋白的扩产提供充足的原料供应。

表 1 募集项目

序号	项目名称	总投资	拟投入募集资金
1	明胶 4,000 吨/年增至 6,500 吨/年扩建项目	10,376.90	10,376.90

2	年产 1,000 吨可溶性胶原蛋白项目	8,010.50	8,010.50
合计		<b>18,387.40</b>	<b>18,387.40</b>

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

### 明胶 4,000 吨/年增至 6,500 吨/年扩建项目

项目总投资 10,376.90 万元，其中：建设投资 7,220.70 万元，流动资金 3,156.20 万元。项目建设周期分项目准备和项目实施两个阶段进行，建设周期共 12 个月，其中项目准备阶段为 5 个月，项目实施阶段为 7 个月。项目建成投产后，可年生产 1,500 吨的高档药用明胶、1,000 吨的高档食用明胶和 7,500 吨的磷酸氢钙，年销售收入总额可达 12,373.00 万元。项目经济效益较好，财务内部收益率（所得税后）为 25.84%；投资回收期（所得税后）为 5.16 年；总投资利润率 25.40%，净利润率 21.59%；以生产能力利用率衡量的盈亏平衡点为 29.48%。

### 年产 1,000 吨可溶性胶原蛋白项目

项目总投资 8,010.50 万元，其中：建设投资 4,763.00 万元，流动资金 3,247.50 万元。项目建设周期分项目准备和项目实施两个阶段进行，建设周期共 12 个月，其中项目准备阶段为 5 个月，项目实施阶段为 7 个月。项目建成投产后，每年可生产 1,000 吨高品质胶原蛋白，年销售收入总额可达 21,000.00 万元。项目经济效益较好，财务内部收益率（所得税后）为 59.07%；投资回收期（所得税后）为 3.22 年；总投资利润率 62.85%，净利润率 53.42%，生产能力利用率衡量的盈亏平衡点为 29.56%。

## 三、财务状况和盈利预测

### 主营业务突出，毛利率稳步提升

2008-2010 年，公司综合毛利逐年上涨，2010 年比 2009 年增长比例为 59.15%、比 2008 年增长比例为 12.61%，毛利增长的主要因素为公司营业收入的大幅增长的同时对营业成本进行了有效控制。报告期内，公司 2009 年综合毛利率比 2008 年下降 2.95%。2009 年毛利率下降的原因是由于四川绵阳地区为我国矿物磷酸氢钙的主产区，2008 年受四川汶川大地震影响，导致磷酸氢钙产量减少、运输困难，作为其替代品的骨粉需求因而大幅提高、价格飙升，进而导致公司原材料骨料价格大幅上涨。公司 2010 年综合毛利率上升的主要原因为：1) 受药用明胶下游胶囊行业景气度提升影响，公司 2010 年产品销售结构发生有利变化，高档药用明胶销售收入占营业收入

的比例由 2009 年底的 60.72% 升至 67.65%；2）公司主要原材料骨料的价格变动对公司毛利率有较大影响，2010 年以来骨料价格稳中有降，平均价格由 2009 年的 3,010 元/吨下降至 2010 年的 2,717 元/吨，降幅为 9.73%。

### 资产周转能力良好

公司 2008 年-2010 年应收账款周转率处于较高水平，并且逐年增长。主要是因为公司凭借可靠的质量、良好的信誉已经形成了一定的行业竞争优势和市场影响力，报告期内公司产品市场需求旺盛，销售收入大幅增长；同时公司实行稳健的销售信用政策，应收账款余额未随销售收入的大幅增长而增长，一直控制在较低水平，应收账款周转率也因此相应得到较快增长。

公司 2008 年-2010 年存货周转率保持稳定上升的态势，在存货余额较大的情况下，保持了 2 次左右的行业较高水平，显示出公司在产能产量高速扩张过程中销售顺畅、周转良好、产销两旺。

**表 2 资产周转能力指标**

财务指标	2010 年度	2009 年度	2008 年度
应收账款周转率(次)	16.31	15.55	12.81
存货周转率(次)	2.63	2.18	2.12
总资产周转率(次)	0.91	0.76	0.58

资料来源：公司招股意向书，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) 预计公司募集资金项目预计在 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递增 49.28%、66.91% 和 87.97%，相应的稀释后每股收益为 0.42 元、0.71 元和 1.33 元。

## 四、风险因素

### 市场竞争的风险

目前，明胶市场正处于高速发展时期，国外明胶生产企业如罗塞洛公司、派宝公司、嘉利达公司等跨国巨头纷纷进入国内市场分享行业成长利润。目前国内行业市场占有率、产能、产量排名第一的明胶生产企业即为罗塞洛公司在国内的合资企业—罗塞洛（广东）。尽管公司为国内最大的骨明胶生产厂商之一，但与罗塞洛公司

等跨国企业相比，在产能以及资金实力方面，仍有较大差距，公司面临着越发激烈的市场竞争。尽管公司研发生产的胶原蛋白在分子量等技术指标上与国外品牌的胶原蛋白产品处于同一水平，但由于国外品牌在国内市场经营多年，市场基础良好，品牌效应突出，使得公司在该类产品上面临着一定的市场竞争风险。

### 原材料价格波动的风险

公司的主要原材料为骨料、盐酸、石灰粉和氧化钙，报告期内公司原材料占同期营业成本的比例较高，2010年、2009年度、2008年度分别为75.15%、77.90%、81.69%，其中尤以骨料所占比重较大，同期骨料消耗占营业成本的比例分别为59.10%、63.57%、67.25%，所占比例在报告期各期均超过50%。公司拥有完善的供方管理和采购管理体系，能为公司原材料的采购提供保证，但如果未来再次发生与2008年相似的突发事件，导致原材料价格波动，将会对公司的经营造成一定的影响。

### 胶原蛋白产品相关监管法规发生变化的风险

在现行国家法律框架下，公司的胶原蛋白产品已全部满足生产经营所需的行政许可条件，包头市质量技术监督局对此予以确认。2009年12月，卫生部监督局致国家质量监督检验检疫总局食品生产监管司的《卫生部监督局关于提供未获批准的食品添加物质名单的复函》（卫监督食便函[2009]475号）的附表中，援引了行业协会将胶原蛋白产品列入新资源食品的建议，同时卫生部监督局在该函中建议国家质量监督检验检疫总局食品生产监管司“对名单中所列物质的使用情况进行核实，并及时将核实情况及需要制定、修订相关食品安全国家标准建议函告我局”，但有关胶原蛋白产品的国家标准迄今未做出修订。鉴于该函附表中引用了行业协会的建议，故未来存在相关部门将胶原蛋白产品列入新资源食品目录的可能，届时如相关监管法规发生变化，公司将会及时依其变化办理。

## 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年预测业绩的均值，国内同行业可比上市公司10年和11年平均市盈率为62.34倍和37.67倍；国际同行业可比上市公司10年和11年平均市盈率为19.8倍和13.8倍；最近上市的创业板公司10年和11年平均市盈率为44.04倍和30.15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，我们以国内公司的估值水平作为参考。

表 3 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	35.70	0.70	0.96	1.30	51.22	37.29	27.44
海翔药业	002099	22.11	0.53	0.82	1.10	41.44	26.85	20.09
九九久	002411	24.34	0.33	0.45	0.71	73.76	54.09	34.28
天马精化	002453	32.98	0.48	0.97	1.59	68.97	34.09	20.74
天茂集团	000627	4.25	0.06	0.12	0.17	76.30	36.02	24.67
平均						<b>62.34</b>	<b>37.67</b>	<b>25.44</b>

数据来源: Wind, 上海证券研究所

表 4 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		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
DOW CHEMICALS	US Equity	37.5	0.52	1.86	2.60	72.7	20.1	14.4
BASF	US Equity (ADR)	79.5	2.14	5.24	5.54	37.1	15.2	14.3
DSM	US Equity (ADR)	44.1	1.69	3.17	3.38	26.2	13.9	13.0
HUNTSMAN CORPORATION	US Equity	17.6	-1.20	0.71	1.33	-14.6	24.6	13.3
KRONOS WORLDWIDE, INC	US Equity	49.3	-0.81	1.97	3.53	-60.9	25.0	14.0
平均						<b>12.1</b>	<b>19.8</b>	<b>13.8</b>

数据来源: Bloomberg, 上海证券研究所

表 5 国内新上市创业板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	11.30	0.28	0.34	0.41	41.08	33.48	27.73
智飞生物	300122	27.76	0.64	0.87	1.22	43.24	31.95	22.78
福瑞股份	300049	14.90	0.37	0.63	0.89	39.77	23.57	16.70
上海凯宝	300039	22.68	0.47	0.77	1.06	48.23	29.43	21.40
阳普医疗	300030	10.68	0.20	0.30	0.41	54.47	35.12	25.81
红日药业	300026	25.29	0.68	0.92	1.26	37.44	27.37	20.08
平均						<b>44.04</b>	<b>30.15</b>	<b>22.42</b>

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

公司主营明胶系列产品以及小分子量胶原蛋白的研发、生产、销售，是中国领先的明胶生产企业，同时，也是真正掌握小分子量胶原蛋白制备技术并能够稳定实现规模化工业生产的少数企业之一。公司主要的竞争优势有：1）品牌优势；2）市场占有率以及产能、产量的领先地位；3）突出的创新能力；4）技术优势明显。我

们认为给予公司 11 年每股收益 35 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 13.52-16.22 元，相对于 2010 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 47.50-57.00 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 12.44%，发行价对应折扣率为 11.06%。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 12.17-14.60 元，相对于 2010 年的静态 PE（发行后摊薄）为 42.75-51.30 倍。

附表 1 公司未来三年分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测（万元）

分业务主营收入测算	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
照相明胶	264.36	294.24	348.08	293.69	234.95
产量（吨）	40.25	79.09	79.09	71.18	56.94
销量（吨）	56.21	62.57	63.27	53.38	42.71
产销率	71.61%	126.40%	80.00%	75.00%	75.00%
平均价格（万元/吨）	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50
药用明胶	9413.39	13013.99	18901.50	21301.99	23884.86
产量（吨）	2369.11	3828.72	4211.60	4843.33	5569.84
销量（吨）	2377.43	3341.82	4211.60	4843.33	5569.84
产销率	99.65%	114.57%	100.00%	100.00%	100.00%
平均价格（万元/吨）	4.63	4.56	4.49	4.40	4.29
食用明胶	3784.17	2946.45	2999.30	3667.97	4236.51
产量（吨）	1487.58	891.66	936.25	1029.87	1132.86
销量（吨）	1305.93	960.43	795.81	926.88	1019.57
产销率	113.91%	92.84%	85.00%	90.00%	90.00%
平均价格（万元/吨）	3.39	3.59	3.77	3.96	4.16
明胶合计	13461.92	16254.68	22248.88	25263.65	28356.31
产能（吨）	4000.00	4000.00	6500.00	6500.00	6500.00
产量（吨）	3610.69	4000.78	5226.93	5944.39	6759.64
产能利用率	90.27%	100.02%	80.41%	91.45%	103.99%
销量（吨）	3739.57	4364.82	5070.68	5823.60	6632.12
产销率	103.57%	109.09%	103.08%	102.07%	101.92%
磷酸氢钙	2040.96	2186.97	2497.63	2892.00	3181.20
产能（吨）	14000.00	14000.00	21500.00	21500.00	21500.00
产量（吨）	13046.83	13668.76	16402.51	18042.76	19847.04
产能利用率	93.19%	97.63%	76.29%	83.92%	92.31%
销量（吨）	12592.25	13644.20	15582.39	18042.76	19847.04
产销率	103.61%	100.18%	95.00%	100.00%	100.00%
平均价格（万元/吨）	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16
胶原蛋白		795.04	1582.86	4843.54	14821.24
产能（吨）		200.00	200.00	1200.00	1200.00
产量（吨）		31.51	78.77	236.32	708.95
产能利用率		15.75%	39.39%	19.69%	59.08%
销量（吨）		40.36	78.77	236.32	708.95
产销率		78.07%	100.00%	100.00%	100.00%
平均价格（万元/吨）		19.70	20.09	20.50	20.91
合计	15,502.88	19,236.69	26,329.37	32,999.19	46,358.75
营业成本	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
明胶系列	10909.5	12522.6	16909.1	18947.7	20983.7
磷酸氢钙	1653.5	2035.4	1998.1	2313.6	2545.0

胶原蛋白		350.7	696.5	2082.7	6224.9
合计	12563.1	14558.0	19603.7	23344.1	29753.6
<b>毛利率测算</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
明胶系列	19.0%	23.0%	24.0%	25.0%	26.0%
磷酸氢钙	19.0%	6.9%	20.0%	20.0%	20.0%
胶原蛋白		55.9%	56.0%	57.0%	58.0%
<b>分业务增速</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
照相明胶	25.72%	11.30%	18.30%	-15.63%	-20.00%
产量(吨)	-43.33%	96.48%	0.00%	-10.00%	-20.00%
平均价格(万元/吨)	-0.04%	-0.02%	0.00%	0.00%	0.00%
药用明胶	24.47%	38.25%	45.24%	12.70%	12.13%
产量(吨)	35.82%	61.61%	10.00%	15.00%	15.00%
平均价格(万元/吨)	-4.24%	-1.65%	-1.50%	-2.00%	-2.50%
食用明胶	60.74%	-22.14%	1.79%	22.29%	15.50%
产量(吨)	97.01%	-40.06%	5.00%	10.00%	10.00%
平均价格(万元/吨)	7.23%	5.87%	5.00%	5.00%	5.00%
明胶合计	32.93%	20.75%	36.88%	13.55%	12.24%
磷酸氢钙	14.06%	7.15%	14.21%	15.79%	10.00%
产量(吨)	61.06%	4.77%	20.00%	10.00%	10.00%
平均价格(万元/吨)	-22.63%	-1.11%	0.00%	0.00%	0.00%
胶原蛋白			99.09%	206.00%	206.00%
产量(吨)			150.00%	200.00%	200.00%
平均价格(万元/吨)			2.00%	2.00%	2.00%

资料来源: 公司招股说明书, 上海证券研究所

附表2 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	155.0	192.4	263.29	329.99	463.59
二、营业总成本	142.8	168.1	226.7	267.9	345.8
营业成本	125.6	145.6	196.0	233.4	297.5
营业税金及附加	0.7	1.4	2.0	2.5	3.5
销售费用	3.9	5.3	7.2	9.1	12.7
管理费用	7.5	10.7	14.5	18.0	25.1
财务费用	4.8	5.1	6.9	4.9	7.0
三、其他经营收益					
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	12.2	24.3	36.6	62.1	117.8
加: 营业外收入	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
减: 营业外支出	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
五、利润总额	13.5	25.6	38.0	63.4	119.2
减: 所得税	2.2	4.0	5.7	9.5	17.9
加: 未确认的投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

六、净利润	11.4	21.6	32.3	53.9	101.3
减：少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属于母公司所有者的净利润	11.4	21.6	32.3	53.9	101.3
七、每股收益	0.15	0.28	0.42	0.71	1.33

资料来源：Wind，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%	12.15	11.45	19.39
营业收入（百万元）	119.17	155.03	192.37
收入增长率（%）	-	30.10	24.08
每股经营性现金流（元）	0.2	0.17	0.21

资料来源：公司招股说明书，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	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	<b>Underperform</b>	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	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	<b>Cautious</b>	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声明具有修改权和最终解释权。