

日期: 2012年5月8日

行业: 原料药



赵冰

021-53519888*1902

Zhaobing1704@hotmail.com

证券从业证书编号: S0870511030004

IPO 询价区间 RMB 24.35-29.22
 首日定价区间 RMB 27.05-32.46

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 27
 发行后总股本 (百万股) 108
 发行方式 网下询价发行 50%
 网上定价发行 50%
 保荐机构 民生证券

主要股东 (IPO 前)

烟台东益生物工程有限公司 35.5%
 烟台金业投资有限公司 26.58%
 PACIFIC RAINBOW 21.67%

收入结构 (MRQ)

肝素钠原料药 86.46%
 硫酸软骨素 9.17%
 其他产品 4.28%

报告编号: ZB12-NSP02

首次报告日期: 2012年5月8日

硫酸软骨素和肝素生产龙头企业

■ 投资要点

专注于硫酸软骨素和肝素生产的龙头企业

公司主营业务为肝素钠原料药、硫酸软骨素的研发、生产和销售。公司产品在多个国家药政部门完成注册、认证或许可,产品质量达到 CP、EP、USP、KP、JP 等多个国家药典法定标准,产品的生产质量管理体系符合我国 GMP,同时也符合欧盟、德国、美国、巴西等多个国家 GMP 生产质量体系要求。报告期内,公司产品 90% 以上出口销售。

公司竞争优势突出

公司的竞争优势有: 1) 国际市场认证、许可优势; 2) 客户资源和销售网络优势; 3) 技术开发和技术储备优势; 4) 药品注册储备优势; 5) 供应商管理优势。

上市 6 个月内的估值区间为 27.05-32.46 元

我们认为给予公司 12 年每股收益 20 倍市盈率这一稍高于可比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 27.05-32.46 元,相对于 2011 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 18.18-21.82 倍。

建议询价区间为 24.35-29.22 元

近期医药类中小板新股上市首日的平均涨幅为 25.24%,目前股价距其发行价的平均累计溢价率为 -7.01%。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,我们建议选取 10% 的折扣率,对应的询价区间为 24.35-29.22 元,相对于 2011 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 20.55-24.66 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	857.57	1053.64	1251.98	1489.36
年增长率	29.22%	22.86%	18.82%	18.96%
归属于母公司的净利润	127.93	160.68	204.22	253.04
年增长率	152.64%	25.60%	27.09%	23.91%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	1.18	1.49	1.89	2.34

注: 有关指标按最新总股本 108 百万股计算

一、行业背景

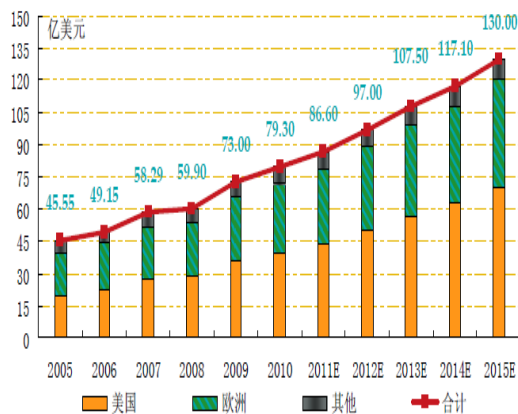
发行人所处行业及简况

公司主营业务为肝素钠原料药、硫酸软骨素的研发、生产和销售。公司产品在多个国家药政部门完成注册、认证或许可，产品质量达到 CP、EP、USP、KP、JP 等多个国家药典法定标准，产品的生产质量管理体系符合我国 GMP，同时也符合欧盟、德国、美国、巴西等多个国家 GMP 生产质量体系要求。报告期内，公司产品 90% 以上出口销售。公司自设立以来，主营业务未发生重大变化。

行业增长前景

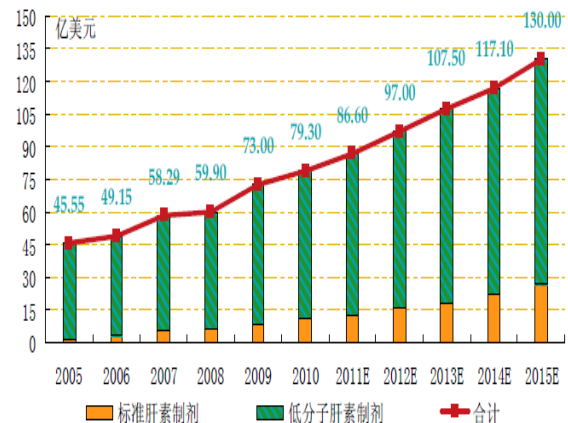
肝素类药物包括普通肝素制剂和低分子肝素制剂，为肝素行业的终端产品，直接用于消费。因此，从产业链角度分析，肝素类药物的市场规模及未来发展状况将直接影响肝素原料药、低分子肝素原料药的市场规模及未来发展状况。根据 IMS Health 的统计，2005 年全球肝素类药物的销售额为 45.55 亿美元，2010 年增至约 79.30 亿美元，2005 年至 2010 年的年复合增长率为 11.73%。随着全球心脑血管疾病患病人数的增加，肝素类药物作为有效的抗凝血药物，预计其未来几年在全球市场的销售额仍将保持稳速增长，到 2015 年，肝素类药物的销售额将达到 130.00 亿美元，2010 年至 2015 年的年复合增长率将达到 10.39%。

图 1 2005-2015 年全球肝素类药物市场容量统计及预测（按地区分布）



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

图 2 2005-2015 年全球肝素类药物市场容量统计及预测（按产品构成）

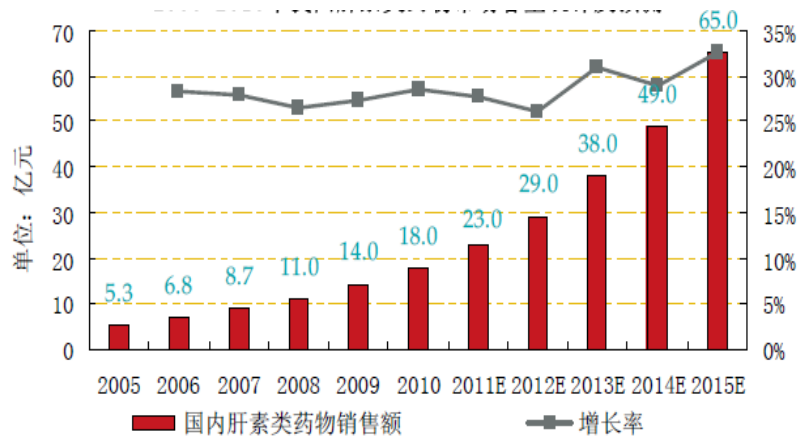


数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

从我国重点城市样本医院用药情况来看，2005 年以来肝素类药物市场一直呈现持续快速增长的态势。2008 年我国肝素类药物约占抗血栓类药物的 24.93% 份额，为 11 亿元，2009 年约为 14 亿元，同比增长 27.3%，2010 年约 18 亿元，同比增长 28.6%。2005 年我

国肝素类药物销售额为 5.3 亿元，2010 年约为 18 亿元，2005 年至 2010 年的年复合增长率为 27.70%。尽管肝素类药物销售额增长速度很快，但相比 2010 年全球 79.3 亿美元的销售来说，我国目前肝素类药物的销售额还很小。此外，低分子肝素制剂在发达国家临床应用已比较广泛和成熟，而我国有关低分子肝素制剂的研发和应用的历史还短，国内市场对低分子肝素制剂的认知程度及用药习惯不同。2009 年肝素注射剂（含普通肝素注射剂、低分子肝素注射剂）作为抗凝血药及溶栓药物被纳入国家基本药物目录，将带动肝素类药物市场的扩容，未来发展空间很大。预计到 2015 年市场规模将达到 65 亿元，市场前景看好。

图 3 2005-2015 年我国肝素类药物市场容量统计及预测



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

行业竞争结构及公司地位

根据环咨公司统计数据，2008-2010 年公司在我国肝素钠原料药行业中的出口市场占有率分别为 8.74%、4.56%和 5.88%，在生产企业中出口额一直位居行业第四位。2011 年 1-6 月公司出口市场占有率上升为 12.08%，行业排名第三；2008-2010 年在我国硫酸软骨素行业中的出口市场占有率分别为 10.74%、9.09%和 7.58%，公司出口量在生产企业中位居行业出口第一（包括直接和间接出口的数量）。2011 年 1-6 月公司出口市场占有率为 3.29%，行业排名第三。由于我国肝素钠原料药和硫酸软骨素绝大部分以出口形式销售，因此出口市场占有率可以代表企业在行业中的基本情况。

表 1 硫酸软骨素出口市场占有率情况

市场占有率（出口量占比，%）	2010 年	2011 年 1-6 月
天津天成制药有限公司	3.40	0.06
江阴技源药业有限公司	3.01	1.97
宁波绿之健药业有限公司	5.50	6.36

公司

7.58

3.29

数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司竞争优势

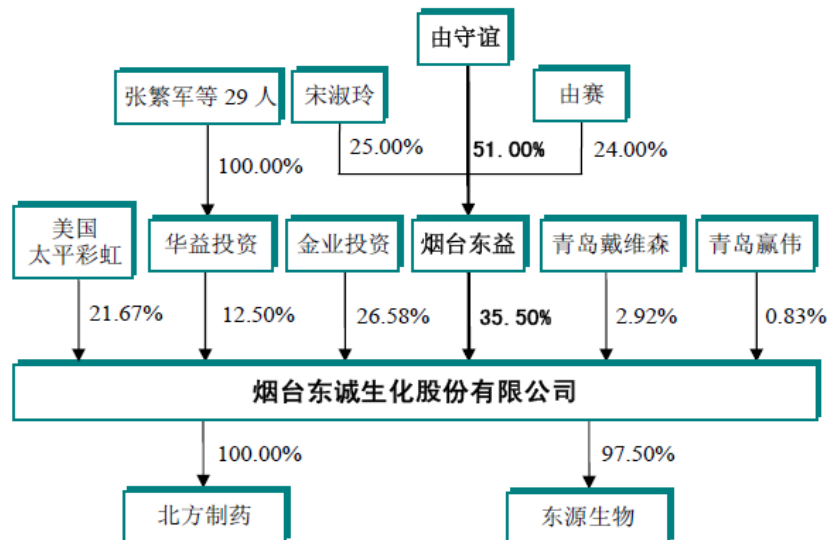
公司的竞争优势有：1) 国际市场认证、许可优势；2) 客户资源和销售网络优势；3) 技术开发和技术储备优势；4) 药品注册储备优势；5) 供应商管理优势。

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

公司前身烟台东诚生化有限公司于2007年12月27日以整体变更方式设立股份有限公司。烟台东益为公司的控股股东及第一大股东，持有公司35.50%的股份，由守谊先生成为烟台东益的控股股东、公司的实际控制人。

图 4 发行人股东结构图



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司业务简况及收入利润结构变化

2009-2011年公司营业收入分别为3.76亿元、6.64亿元及8.58亿元，公司的营业收入主要来源于主营业务。报告期内，肝素钠原料药和硫酸软骨素一直为公司主营业务收入的主要来源，两者合计占主营业务收入比重在各期分别达到59.92%、73.62%和86.53%。其中，肝素钠原料药收入占比逐渐增加，由2009年的59.92%增长到2011年的

86.46%；硫酸软骨素收入占比逐渐减少，由2009年的33.49%降低到2011年的9.17%。公司其他产品主要包括细胞色素C、透明质酸、氨基酸钠盐、注射用尿促性素和注射用绒促性素等产品。

图 5 公司近年来收入及净利润增长

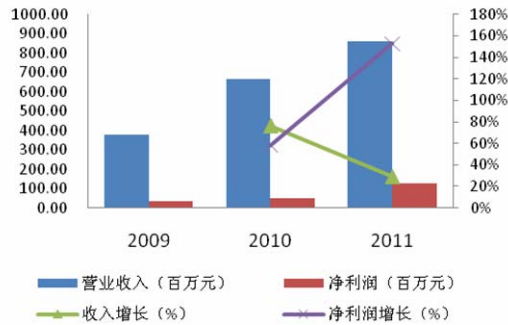
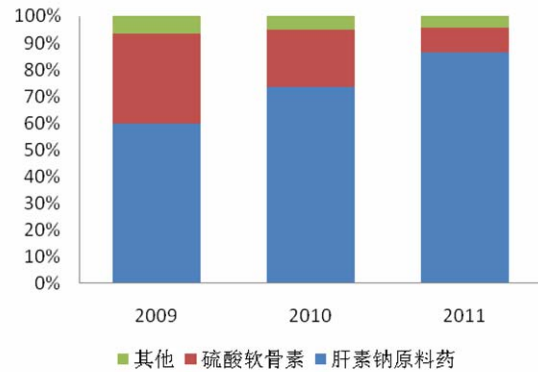


图 6 公司主营收入结构



资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

募集资金投向

公司所募集资金扣除发行费用后，将用于下列项目：

表 2 公司的募集资金项目计划概况 (单位：万元)

序号	项目名称	总投资	项目建设期	项目核准文件编号
1	年处理 32 吨粗品肝素钠项目	13,892.05	16 个月	烟开项[2010]66 号
2	年产 50 吨硫酸软骨素项目	4,477.53	16 个月	烟开项[2010]169 号
3	研发中心及质检项目	4,343.21	16 个月	烟开项[2010]65 号
合计		22,712.79	--	--

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

年处理 32 吨粗品肝素钠项目

公司综合考虑肝素钠原料药的市场前景及需求量、现有公司产能以及公司自身生产技术和管理水平等因素，决定在现有年产肝素钠原料药 1.2 万亿单位产能的基础上，新建年处理 32 吨粗品肝素钠项目，设计产能为年产肝素钠原料药 2.8 万亿单位。运营期（不含建设期）按 10 年计算：年平均营业收入 61905.6 万元，年均净利润 7729.48 万元。

年产 50 吨硫酸软骨素项目

项目计划待募集资金到位后，开始建设，项目建设期 16 个月。

项目主要建设内容为年产 50 吨的药品级硫酸软骨素生产线及相关辅助设施,亦可根据情况生产高规格食品级硫酸软骨素。运营期(不含建设期)按 10 年计算:年均营业收入 5760 万元,年均净利润为 1425.77 万元。

研发中心及质检项目

项目总投资 4,343.21 万元,项目实施地拟定于公司现有厂区内。建成后将主要用于与肝素、低分子肝素、硫酸软骨素等现有产品及新产品的研发,及公司产品的质量检验。

三、财务状况和盈利预测

肝素钠原料药业务导致毛利率波动

报告期内,公司主营业务毛利率分别为 17.08%、14.83%、23.46%,呈波动趋势。2010 年,虽然硫酸软骨素和其他产品的毛利率持续提升,但是主营业务毛利率较 2009 年下降 2.25 个百分点,主要原因系肝素钠原料药业务占主营业务收入的比重提高且毛利率下降幅度较大。2011 年主营业务毛利率比 2010 年上升 8.63 个百分点,主要原因系占主营业务收入比重高的肝素钠原料药业务毛利率上升幅度较大。因此,报告期内公司肝素钠原料药业务的毛利率波动是公司主营业务毛利率波动的主要原因。

主营业务收入和利润快速增长

2009-2011 年,公司净利润分别为 3,235.98 万元、5,062.76 万元和 12,793.89 万元,同比增长率分别为 56.45%、152.71%,保持了较高的增长速度。2011 年,公司业绩呈现大幅增长的主要原因是肝素钠原料药大客户采购量的增加,公司对山德士、德国 Welding、德国 Merckle 前三大客户实现的肝素钠原料药销售收入占主营业务收入比例为 47.81%,前十大客户所占的比例为 68.72%。

主要资产周转能力指标良好

2009-2011 年,公司应收账款周转率分别为 8.44、10.84 和 13.50 次。由于公司主要客户信誉高、回款快,公司的应收账款周转率较高。2009-2011 年,公司的存货周转率分别为 3.25、4.67 和 4.76 次,保持在合理的水平。2009 年公司的存货周转率有所下降,主要原因是 2009 年以来肝素粗品和肝素钠原料药价格不断快速上涨,使得公司的存货价值快速增长;同时,2008 年肝素钠事件后,新的检测标准、检测方法实施,使公司的生产周期略有延长。

盈利预测及主要假设

1) 募投项目于 2013 年中期陆续投产;

2) 各产品毛利率相对较为稳定, 药品级和高规模食品级硫酸软骨素毛利率有小幅提高。

基于以上假设, 我们预计 2012-2014 年归母公司的净利润将实现年递增 25.60%、27.09%和 23.90%, 相应的稀释后每股收益为 1.49 元、1.89 元和 2.34 元。

四、风险因素

原材料供应不足的风险

未来肝素钠原料药生产所需的原材料将保持相对稳定的增长态势。但是, 由于国际市场对肝素钠原料药的需求将保持持续增长趋势, 主要竞争对手也在扩大产能, 公司募集资金投资项目投产后, 所需的原材料将大幅增加, 公司将面临原材料供应不足的风险。如若发生大规模生猪疫情, 生猪饲养量和屠宰量减少、粗品生产商因经营等原因退出该行业等情况, 则出现原材料供应不足的风险将增大。

产品质量风险

药品质量关系人民群众的生命安全, 出现质量问题将导致严重后果。医药行业的产业链条较长, 且医药生产流程复杂, 标准要求高, 如产业链条中的某一环节出现问题, 很可能对整个产业链中的企业都产生较大影响。2008 年“肝素钠事件”在一段时间内对肝素产业造成了较大不利影响, 国外部分客户暂停采购, 许多肝素产品生产企业因此而在这段时间内停产。

一旦公司自身的产品质量控制出现疏漏, 生产出质量不符合标准的产品而未检验出来或者由于其他不可抗力因素的影响, 公司很可能因此而损失重要客户, 甚至因此而导致严重的医疗事故, 承担巨额赔付, 公司信誉和质量口碑也将因此而受损, 将对公司的经营发展产生重大不利影响。

原材料价格大幅波动的风险

近年来, 肝素粗品作为公司肝素钠原料药的原材料, 受“肝素钠事件”及国际市场对肝素类产品需求较快增长等因素影响, 价格增长较快。2008 年至 2010 年, 公司采购每亿单位肝素粗品的平均价格分别为 10,482.62 元、20,688.58 元和 33,532.91 元。2010 年中

期以后，肝素粗品价格开始下跌，2011年上半年，公司平均采购价格为 21,816.41 元。因而，报告期内，公司原材料价格呈现大幅波动的态势。若原材料价格进一步出现大幅快速上涨或产品价格出现大幅快速下跌，公司对于原材料价格涨跌向上下游传导的速度和程度大幅降低，将对经营业绩产生较大不利影响。

肝素钠原料药价格持续下跌的风险

报告期内，公司主要产品肝素钠原料药对公司收入和毛利的影响程度逐渐提高，主要原因之一系报告期内肝素钠原料药价格总体上涨且处于较高水平。但是，自 2010 年第三季度开始，肝素钠原料药价格开始逐步下行，于 2011 年二季度起价格企稳，自四季度起又呈现持续下跌的趋势。如果未来肝素钠原料药的价格持续下跌，将会对公司经营业绩产生不利影响。

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 2011 年业绩和 2012、2013 年预测业绩的均值，同行业可比上市公司 11 年、12 年平均市盈率为 28.06 倍、18.28 倍，最近上市的中小板医药公司 11 年、12 年平均动态市盈率为 38.98 倍、28.14 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 同行业上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
海普瑞	002399	24.65	0.78	1.21	1.55	31.71	20.38	15.89
千红制药	002550	22.73	0.95	1.28	1.62	23.89	17.73	14.02
西南合成	000788	7.60	0.19	0.38	0.50	39.32	20.12	15.20
新和成	002001	21.10	1.60	1.90	2.12	13.15	11.12	9.94
海翔药业	002099	20.96	0.65	0.95	1.29	32.21	22.05	16.19
行业平均						28.06	18.28	14.25

数据来源：Wind, Bloomberg, 上海证券研究所

表 4 最近上市中小板医药公司市况

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			首发 PE 摊 薄	首日 涨跌 幅%	累计 涨幅 %
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E			
太安堂	002433	21.89	0.74	0.85	1.14	29.52	25.66	19.24	57.35	9.93	-25.09
誉衡药业	002437	18.94	0.42	0.55	0.71	45.39	34.66	26.79	54.35	18.66	-23.70
嘉事堂	002462	9.38	0.27	0.33	0.39	35.35	28.83	24.26	50.00	75.92	18.57
千红制药	002550	22.73	0.95	1.28	1.62	23.89	17.73	14.02	40.51	22.56	-28.34
尚荣医疗	002551	26.38	0.36	0.66	1.06	73.48	40.09	24.99	95.83	30.46	-13.55
益盛药业	002566	13.67	0.44	0.56	0.70	31.26	24.34	19.46	96.83	0.35	-31.03
瑞康医药	002589	27.45	0.90	1.24	1.64	30.63	22.14	16.76	97.83	22.20	37.25
龙力生物	002604	23.39	0.46	0.61	0.84	50.89	38.11	27.83	98.83	17.77	8.79
以岭药业	002603	32.50	1.07	1.35	1.66	30.42	24.10	19.64	99.83	29.28	-5.96
平均						38.98	28.41	21.44	76.82	25.24	-7.01

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

公司的竞争优势有: 1) 国际市场认证、许可优势; 2) 客户资源和销售网络优势; 3) 技术开发和技术储备优势; 4) 药品注册储备优势; 5) 供应商管理优势, 我们认为给予公司 12 年每股收益 20 倍市盈率这一稍高于可比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 27.05-32.46 元, 相对于 2011 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 18.18-21.82 倍。近期医药类中小板新股上市首日的平均涨幅为 25.24%, 目前股价距其发行价的平均累计溢价率为 -7.01%。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, 我们建议选取 10% 的折扣率, 对应的询价区间为 24.35-29.22 元, 相对于 2011 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 20.55-24.66 倍。

附表 1 东诚股份损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	663.63	857.57	1,053.64	1,251.98	1,489.36
二、营业总成本	604.31	712.72	864.61	1,011.72	1,191.66
营业成本	565.66	656.16	795.41	932.83	1,094.99
营业税金及附加	0.58	4.00	2.05	3.12	4.52
销售费用	6.80	11.04	13.99	15.19	19.00
管理费用	19.39	27.70	36.03	39.94	48.85
财务费用	11.27	13.90	17.12	20.63	24.30
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.02	-0.04	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	59.30	144.81	189.04	240.26	297.70
加: 营业外收入	0.91	6.04	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.12	0.02	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	60.08	150.82	189.04	240.26	297.70
减: 所得税	9.45	22.89	28.36	36.04	44.65
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	50.63	127.94	160.68	204.22	253.04
减: 少数股东损益	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的					
净利润	50.64	127.93	160.68	204.22	253.04
七、摊薄每股收益 (元)	0.47	1.18	1.49	1.89	2.34

资料来源: 公司招股意向书, 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

分业务主营收入测算 (万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
肝素钠原料药	48,760.09	74,153.94	92,692.43	111,230.91	133,477.09
硫酸软骨素	14,075.35	7,870.34	8,263.86	8,677.05	9,110.90
其他	3,397.19	3,673.47	4,408.16	5,289.80	6,347.76
合计	66,362.84	85,697.75	105,364.45	125,197.76	148,935.75
分业务增速	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
肝素钠原料药	116.19%	52.08%	25.00%	20.00%	20.00%
硫酸软骨素	11.66%	-44.08%	5.00%	5.00%	5.00%
其他	36.84%	8.13%	20.00%	20.00%	20.00%
分业务主营成本	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
肝素钠原料药	41,728.79	56,279.64	69,519.32	82,310.87	97,438.28
硫酸软骨素	12,636.41	6,814.12	7,024.28	7,375.49	7,744.27
其他	2,042.98	2,495.37	2,997.55	3,597.06	4,316.47
合计	56,408.18	65,589.13	79,541.15	93,283.43	109,499.02
毛利率	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E

肝素钠原料药	14.42%	24.10%	25.00%	26.00%	27.00%
硫酸软骨素	40.25%	13.42%	15.00%	15.00%	15.00%
其他	39.86%	32.07%	32.00%	32.00%	32.00%

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±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±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声明具有修改权和最终解释权。