

日期: 2014 年 12 月 22 日  
行业: 制药专用设备制造业



朱立民  
021-53519888-1907  
zhulimin@shzq.com  
执业证书编号: S0870510120002

IPO 发行价 RMB 13.60 元  
上市合理定价 RMB 30.80~36.96 元

#### 基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 13.40  
发行后总股本 (百万股) 53.40  
发行数量占发行后总股本 25.09%  
发行方式 网上定价发行  
网下询价配售  
保荐机构 安信证券

#### 主要股东 (IPO 前)

迦南集团 52.50%  
方亨志 15.00%  
方志义 7.50%  
南京比逊 6.50%

#### 收入结构 (14H1)

制药整机 75.76%  
制药容器 17.36%  
配件 6.88%

报告编号: ZLM14-NSP05

首次报告日期: 2014 年 12 月 22 日

## 国内领先的固体制剂设备供应商之一

### ■ 投资要点:

#### 公司为制药装备领域中国固体制剂设备生产企业

公司主要产品包括湿法制粒系列、沸腾干燥/制粒系列、干法制粒系列、提升系列、混合系列、包衣系列、清洗系列、制药容器等 8 大系列, 主要应用于制药行业, 还可应用于保健品、食品等健康产业相关领域。

#### 募投项目拟投资制药设备产业化基地项目 (一期)

#### 盈利预测

预计募投项目的建设进度, 初步预计 2014-2015 年归属于母公司的净利润将实现变化 18% 和 50%, 相应的稀释后每股收益为 0.77 元和 1.15 元。

#### 定价结论

综合考虑可比同行业公司的估值情况, 我们认为给予**迦南科技**合理的定价为 **30.80 元-36.96 元**, 对应 2014 年每股收益的 **40~48** 倍市盈率。

### ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	15,208	15,425	16,361	24,541	31,208
年增长率 (%)	10.0%	1.4%	6.1%	50.0%	27.2%
归属于母公司的净利润	3,622	3,472	4,109	6,163	7,837
年增长率 (%)	7.7%	-4.1%	18%	50%	27%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.68	0.65	0.77	1.15	1.47

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

## 一、行业背景

### ● 发行人的行业分类及简况

公司的主营业务为制药装备领域中固体制剂设备的研发、生产、销售和技术服务；主要产品包括湿法制粒系列、沸腾干燥/制粒系列、干法制粒系列、提升系列、混合系列、包衣系列、清洗系列、制药容器等 8 大系列，主要应用于制药行业，还可应用于保健品、食品等健康产业相关领域。

根据国家统计局《国民经济行业分类》，迦南科技业务所属类别为“C3644 制药专用设备制造”。公司专注于固体制剂设备业务，该领域是制药装备行业中重要的细分行业。

### ● 行业前景

近年来，受我国人口增加、人均收入提高、居民健康意识提升、老龄化趋势加剧、医保覆盖范围扩大等因素影响，大众对于药品消费的需求不断增长，目前我国已成为全球药品消费增速最快的地区之一。根据《医药工业十二五发展规划》，我国有望在 2020 年以前成为仅次于美国的全球第二大药品市场。这些因素将促使国内制药行业持续增长，进而带动制药企业形成新、改、扩建需求，加之固体制剂在全部药品剂型中的占比提升，制药行业投资也将相应增加。

### ● 行业竞争结构及公司的地位

国内的制药行业市场竞争格局仍很分散，截至 2014 年 6 月末，我国制药企业达到 6700 多家。随着市场竞争加剧及产业政策调整，中小型药企生存空间逐步压缩，制药企业规模化、集团化趋势日益明显，制药企业间收购兼并增多，药品产能将进一步向市场优势制药企业集中。

公司是集研发、生产、销售为一体制药装备供应商，为国家火炬计划重点高新技术企业、中国制药装备行业协会理事单位、温州市工业百佳企业。

公司是国内领先的固体制剂设备供应商，可以向客户提供固体制剂制粒整线装备及解决方案，是目前国内少数几家可提供三种制粒工艺(湿法制粒、沸腾制粒、干法制粒)整线装备及解决方案的供应商，产品主要应用于制药行业，还可应用于保健品、食品等健康产业相关领域。

公司产品不仅被国内一千多家大中型制药企业广泛使用，包括云南白药、恒瑞医药、复星医药、天士力、以岭药业、丽珠集团等知名药企；而且远销全球六大洲 30 多个国家，深受广大用户的好评。

公司技术力量雄厚，先后承担国家创新基金项目、国家重点新产品项目、国家火炬计划项目及省科技项目等省部级项目 16 项，获得浙江省人民政府颁发的浙江省科学技术奖 3 项。拥有国家专利 50 余项，其中发明专利 10 余项。公司是中国制药装备行业协会首批 AAA 级信用单位、浙江省标

准创新型企业、浙江省绿色企业，建有省级企业研发中心和博士后科研工作站，独立起草多项行业标准。

## 二、公司分析及募集资金投向

### ● 公司历史沿革及股权结构简况

2009 年 4 月 22 日公司前身浙江迦南科技有限公司决议整体变更设立为浙江迦南科技股份有限公司。

方亨志先生直接持有公司 15%的股权，通过迦南科技集团间接持有公司 52.5%股权，合计控制公司 67.5%的股权，为公司控股股东及实际控制人。

表 1： 公司的股东及实际控制人情况（单位：万股、%）

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	迦南集团	2100	52.50%	2100	39.33%
2	方亨志	600	15.00%	600	11.24%
3	方志义	300	7.50%	300	5.62%
4	南京比逊	260	6.50%	260	4.87%
5	鲁东勇	190	4.75%	190	3.56%
6	联创永溢	180	4.50%	180	3.37
7	周真道	110	2.75%	110	2.06%
8	方正	100	2.50%	100	1.87%
9	黄斌斌	90	2.25%	90	1.69%
10	孙国龙	50	1.25%	50	0.94%
11	陈永兴	20	0.50	20	0.37%
12	社会公众股	-	-	1340	25.09%
	合计	4000	100.00%	5340	100.00%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

### ● 主业简况及收入利润结构

表 2： 公司报告期内主营业务收入按产品划分

产品	2014H1		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
制药整机	5386	75.76	12003	78.36	10764	71.15	9408	68.39
制药容器	1234	17.36	2767	18.06	3794	25.08	3914	28.45
配件	489	6.88	548	3.58	570	3.76	435	3.16
合计	7109	100	15318	100	15128	100	13757	100

资料来源：公司招股意向书

表 3：公司主要财务指标增长情况（单位：万元）

项目	2014H1		2013 年		2012 年		2011 年
	金额	变动率	金额	变动率	金额	变动率	金额
营业收入	7,113	-7.8%	15,425	1.4%	15,208	10.0%	13,821
营业利润	1,624	-11.8%	3,684	-7.3%	3,972	8.1%	3,675
利润总额	1,841	-8.4%	4,019	-5.0%	4,231	7.6%	3,930
归属于母公司股东的净利润	1,531	-11.8%	3,472	-4.1%	3,622	7.7%	3,364

资料来源：公司招股意向书等；

表 4：公司主要设备利用率

设备	2014 年 1-6 月	2013 年度	2012 年度	2011 年度
焊机	111%	114%	114%	117%
车床	112%	115%	114%	116%
钻床	109%	111%	114%	115%
铣床	112%	116%	117%	118%
切割机	114%	117%	118%	113%

资料来源：公司招股意向书等；

表 5：公司分产品的毛利构成情况（单位：万元）

设备	2014 年 1-6 月	2013 年度	2012 年度	2011 年度
营业收入（万元）				
制药整机	5,386	12,003	10,764	9,408
制药容器	1,234	2,767	3,794	3,914
配件	489	548	570	435
合计	7,113	15,425	15,208	13,821
营业成本				
制药整机	2,779	6,316	5,516	4,558
制药容器	588	1,437	2,169	2,486
配件	209	268	403	303
合计	3,576	8,021	8,088	7,348
毛利				
制药整机	2,607	5,687	5,248	4,850
制药容器	646	1,330	1,625	1,428
配件	280	280	166	131
合计	3,537	7,404	7,121	6,473
毛利率(%)				
制药整机	48.40	47.38	48.76	51.55
制药容器	52.32	48.06	42.83	36.48
配件	57.23	51.15	29.24	30.19

综合毛利率

49.73

48.00

46.82

46.84

资料来源：公司招股意向书等；

## ● 募投资项目

表 6：公司 IPO 募集资金项目概况

序号	项目名称	总投资额(万元)	建设项目投资进度		
			2014 年	2015 年	2016 年
1	制药设备产业化基地项目（一期）	14946.08	8227.45	6718.63	
2	研发中心建设项目	5523.20	0.00	3000.00	2533.20
3	营销与服务网络建设项目	1881.00	100.00	931.00	850.00
4	主营业务相关的营运资金项目	2000.00	2000.00	-	
	合计	24350.28	10327.45	10649.63	3373.20

资料来源：公司招股意向书

## 三、公司财务状况及盈利预测

### ● 业绩预测

预计募投项目的建设进度，初步预计 2014-2015 年归属于母公司的净利润将实现变化 18%和 50%，相应的稀释后每股收益为 0.77 元和 1.15 元。

表 7 公司损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	15,208	15,425	16,361	24,541	31,208
营业总成本	11,236	11,741	11,884	17,826	22,669
营业成本	8,088	8,021	7,868	11,801	15,007
营业税金及附加	161	146	139	209	265
销售费用	1,100	1,411	1,472	2,209	2,809
管理费用	1,724	2,010	2,127	3,190	4,057
财务费用	109	31	115	172	218
资产减值损失	54	122	164	245	312
其他经营收益		0	0	0	0
投资净收益					
营业利润	3,972	3,684	4,477	6,715	8,539
加：营业外收入	261	355	333	500	635
减：营业外支出	3	19	10	15	19
利润总额	4,231	4,019	4,800	7,200	9,156
减：所得税	609	548	691	1,037	1,318
净利润	3,622	3,472	4,109	6,163	7,837
减：少数股东损益		0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	3,622	3,472	4,109	6,163	7,837
发行后总股本（万股）	5,340	5,340	5,340	5,340	5,340
摊薄 EPS	0.68	0.65	0.77	1.15	1.47

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

## 四、风险因素

### 下游制药行业政策可能导致制药企业对固体制剂制药设备需求增速下降的风险

制药行业是目前公司产品的主要目标市场。制药行业作为关系国计民生、人民健康的重要国民经济行业，受到国家严格监管，国家相关政策制定及调整对制药行业影响较大。

新版 GMP 要求现有药品生产企业非无菌药品的生产均应在 2015 年 12 月 31 日前达标，而根据国家食品药品监督管理局网站披露的信息，截至 2013 年 10 月，通过新版 GMP 认证的非无菌药品生产企业（不含医用氧、中药饮片及体外诊断试剂）为 778 家，仅占非无菌药品生产企业总数的 20.3%，制药企业因 GMP 认证所致的设备采购需求仍较大。但不排除本轮 GMP 认证完成之后，固体制剂制药企业更新换代设备需求增速下降，对公司业绩增长产生不利影响。

### 客户工程进度延迟导致订单实现销售的周期延长风险

公司的订单产品完工后的发货及安装调试受到客户的工程建设进度影响，如果客户工程建设进度较慢或者建设计划变更都可能导致客户要求公司延迟发货。比如 2013 年部分客户由于自身工程施工进度出现延迟进而提出由公司延迟发货，影响了 2013 年的收入增速。

### 企业所得税优惠政策变化的风险

根据浙科发高【2010】183 号文，公司在 2010 年至 2012 年度被认定为高新技术企业，享受高新技术企业税收优惠政策，按 15% 的税率计缴企业所得税。

根据浙科发高【2013】294 号文，公司通过了高新技术企业复审，公司在 2013 年至 2015 年度被认定为高新技术企业，享受高新技术企业税收优惠政策，按 15% 的税率计缴企业所得税。

如果公司未来没能持续通过高新技术企业复审，则将无法继续享受所得税优惠政策，以后年度的净利润将受到影响。

## 五、估值及定价分析

### ● 同类公司的比较

基于已公布的 2013 年业绩和 2014、2015 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2013 年平均动态市盈率为 47.1 倍，2014 年平均动态市盈率 39.5 倍；最近上市的创业板股票中，2013 年平均动态市盈率为 47.8 倍、2014 年平均动态市盈率 43.6 倍。

表 8： 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率			P/B
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
300171.SZ	东富龙	24.02	0.84	1.01	1.24	28.6	23.9	19.4	3.0
300216.SZ	千山药机	37.00	0.47	0.57		79.1	64.9		7.8
300358.SZ	楚天科技	39.01	1.16	1.31	1.71	33.8	29.7	22.8	5.8
国内同行业整体平均						47.1	39.5	21.1	5.5

数据来源: Wind (12月22日最新价)

表 9: 最近上市创业板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
300399.SZ	京天利	52.27	0.57	0.60	0.71	0.83	91.7	87.5	73.5	63.2
300400.SZ	劲拓股份	31.35	0.44	0.54	0.62	0.71	71.4	58.5	50.9	44.4
300401.SZ	花园生物	34.50	0.40	0.52	0.59	0.85	85.9	65.9	58.9	40.4
300402.SZ	宝色股份	16.05	0.28	0.31	0.36	0.40	56.5	51.8	44.8	40.2
300403.SZ	地尔汉宇	41.38	0.88	1.07	1.35	1.62	46.8	38.5	30.7	25.6
300405.SZ	科隆精化	41.15	0.77	0.92	1.14	1.42	53.1	44.5	36.0	29.0
300406.SZ	九强生物	76.50	1.45	1.69	1.99	2.37	52.7	45.3	38.4	32.3
300407.SZ	凯发电气	54.90	1.00	1.10	1.32	1.56	54.9	49.9	41.7	35.3
300408.SZ	三环集团	46.02	1.32	1.56	1.86	2.12	34.8	29.5	24.8	21.7
300409.SZ	道氏技术	43.80	0.93	1.22	1.56	1.91	47.3	35.9	28.0	22.9
平均值							59.50	50.73	42.78	35.51

资料来源: Wind; 股价以 12 月 22 日收盘价计

#### ● 公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况,我们认为给予**迦南科技**合理的定价为 **30.80 元-36.96 元**,对应 2014 年每股收益的 **40~48** 倍市盈率。



## 分析师承诺

分析师 朱立民

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
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	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
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	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。