



## 济民制药（002737）：华东地区最大的大输液企业

### 医药行业

报告日期：2015年2月3日

#### 主要财务指标（单位：百万元）

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	488	600	618	775
(+/-)	-12.71%	22.85%	3.00%	25.39%
营业利润	67	82	73	97
(+/-)	-27.50%	21.43%	-10.73%	32.67%
归属于母公司的净利润	58	75	67	87
(+/-)	-29.05%	29.72%	-10.92%	30.65%
每股收益	0.36	0.47	0.42	0.54
市盈率	-	-	-	-

#### 公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（亿股）	1.2/0
流通市值（亿元）	-
每股净资产（元）	3.68
资产负债率（%）	29.91

行业研究员：邱祖学

执业证书编号：S1050511070004

021-51793717

qiuzx@cfsc.com.cn

- **公司是华东地区最大的非 PVC 软袋大输液生产企业。**公司专注于从事大输液产品的研发、生产及销售业务，是国内最早生产塑料瓶大输液、双管双阀非 PVC 软袋大输液的企业之一。公司目前可以生产 15 个品种合计 42 个规格的塑料瓶大输液以及 17 个品种 55 个规格的非 PVC 软袋大输液。公司拥有非 PVC 软袋大输液年产能 14,000 万袋、塑料瓶大输液年产能 9,000 万瓶。
- **大输液是公司收入和利润主要来源。**2014 年，公司非 PVC 软袋大输液和塑料瓶大输液销售收入合计 3.86 亿元，其中，非 PVC 软袋大输液销售收入 3.22 亿元，塑瓶 0.64 亿元；从毛利来看，公司大输液业务毛利 2.01 亿元，其中非 PVC 软袋大输液业务实现毛利 1.86 亿元，塑瓶毛利为 0.15 亿元。大输液仍是公司收入和利润的主要来源。
- **公司募投项目新增产品产能。**公司本次拟向社会公开发行 4000 万股普通股，募集资金全部用于主要投资于年产 1.4 亿袋非 PVC 软袋大输液项目等四个项目，增加主打产品产能，打通上下游产业链，培育新的利润增长点；同时新建研发中心项目，加强研发创新能力。项目投资总额约 3.8 亿元。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 5.99、6.18、7.74 亿元，实现归属母公司净利润 7305、6062 和 7846 万元，EPS 分别为 0.47、0.42 和 0.54 元（考虑 IPO 发行后股本为 1.6 亿股计算）。选取了部分可对比公司，选取的可比公司 2014 年平均 PE 为 48 倍，我们认为，公司产品在华东地区行业地位显著，并且积极涉入腹膜透析业务，给予公司 40-45 倍估值较为合理，对应的公司每股价格为 14.4-16.2 元。
- **风险提示：** 1、产品价格下降的风险；2、各地招标进展低于预期风险；3、新业务进展低于预期风险。

## 1、公司基本情况

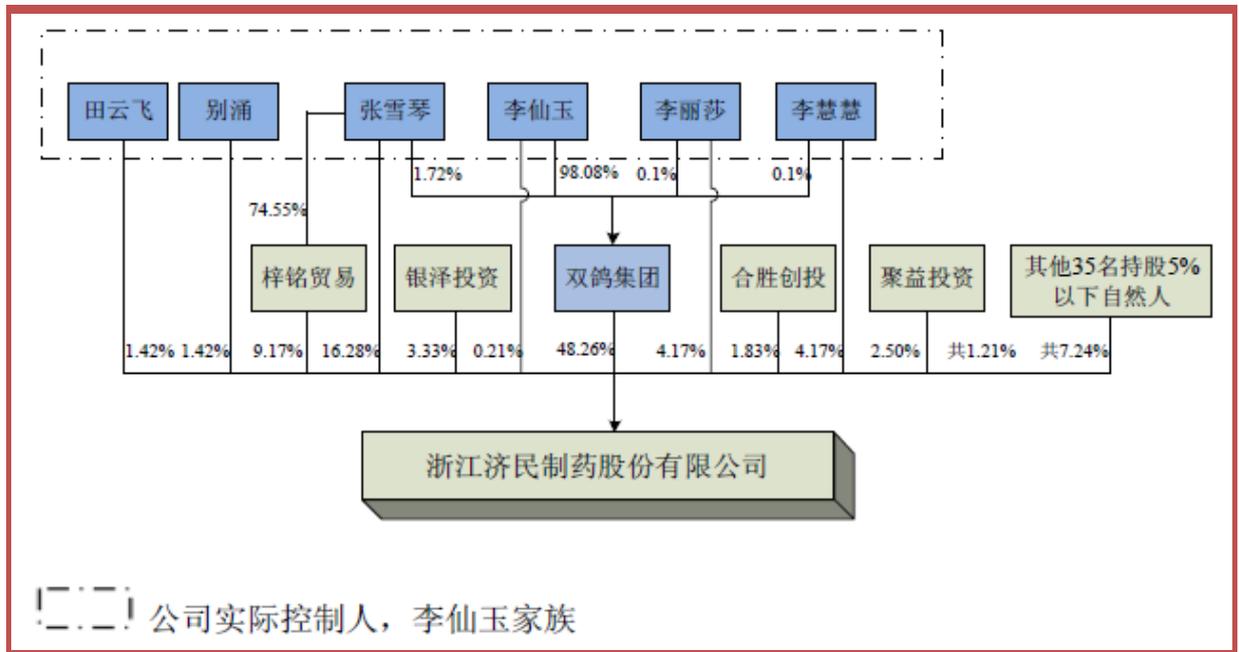
### 1.1 公司是华东地区最大的非PVC软袋大输液生产企业

公司专注于从事大输液产品的研发、生产及销售业务，是国内最早生产塑料瓶大输液、双管双阀非PVC软袋大输液的企业之一。公司目前可以生产15个品种合计42个规格的塑料瓶大输液以及17个品种55个规格的非PVC软袋大输液。

目前，公司拥有非PVC软袋大输液年产能14,000万袋、塑料瓶大输液年产能9,000万瓶。拥有安全注射器年产能11,000万支，无菌注射器年产能13,000万支，以及输液器年产能3,000万副，公司非PVC软袋大输液的产能规模位居国内前列。

公司本次发行前总股本为1.2亿股，发行新股数量上限为4000万股，本次公开发行股票数量占发行后总股本的比例为25%。本次发行后，公司实际控制人仍为李仙玉家族，直接和间接持有公司近65.67%的股权，仍然处于绝对控股的状态。

图表 1 公司发行前股权结构图



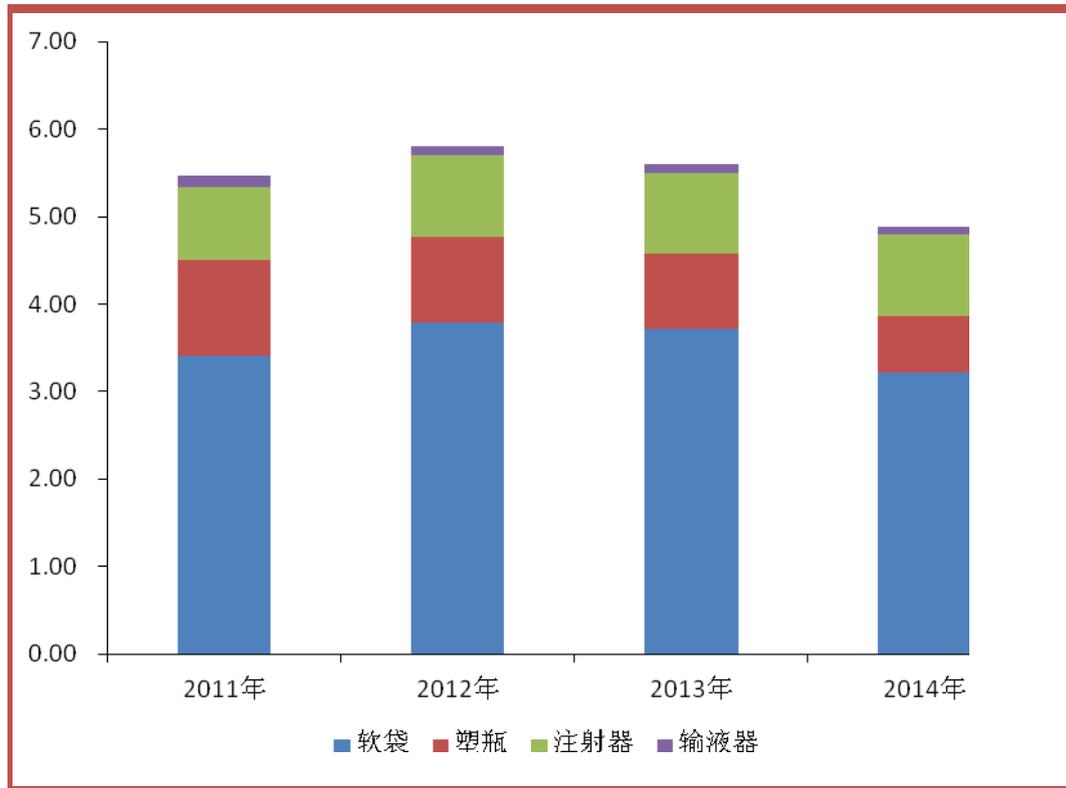
资料来源：招股说明书，华鑫证券研发部

### 1.2 大输液是公司收入和利润主要来源

公司的大输液业务主要产品为非PVC软袋大输液和塑料瓶大输液，其中，非PVC软袋大输液年产能14,000万袋、塑料瓶大输液产能9,000万瓶。公司非PVC软袋大输液的产能规模位居国内前列。

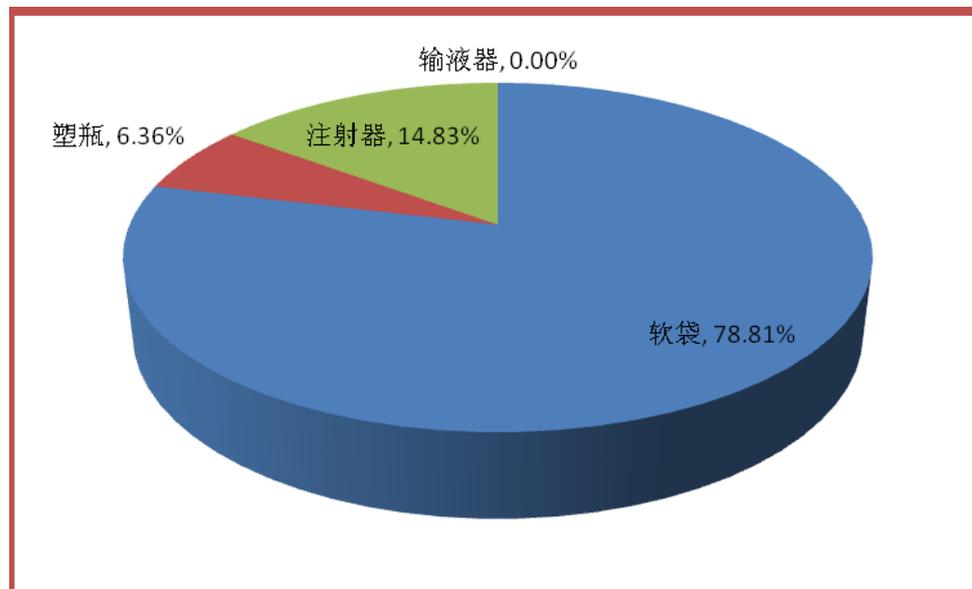
2014年，公司非PVC软袋大输液和塑料瓶大输液销售收入合计3.86亿元，其中，非PVC软袋大输液销售收入3.22亿元，塑瓶0.64亿元；从毛利来看，公司大输液业务毛利2.01亿元，其中非PVC软袋大输液业务实现毛利1.86亿元，塑瓶毛利为0.15亿元。大输液仍是公司收入和利润的主要来源。

图表 2 软袋仍然是公司主要收入来源



资料来源：招股说明书，华鑫证券研发部

图表 3 公司 2014 年毛利结构



资料来源：招股说明书，华鑫证券研发部

## 2、公司主业分析

### 2.1 非 PVC 软袋输液业务：替代需求保障增长

大输液是指容量在 50ml 或以上的大容量注射剂，大输液治疗是一种把药液通过静脉直接输入到血液中的治疗方法。由于大输液治疗具有见效快、使用方便等特点，目前，大输液是临床应用最为普遍的剂型。

按包装形式，大输液产品主要有玻璃瓶、塑料瓶和非 PVC 软袋三种包装形式，大输液的发展历程主要经历了上述三种包装形式的变革。欧美、日本等发达国家已完成大输液产品包装形式从玻璃瓶、塑料瓶再到非 PVC 软袋的更新换代，目前大输液软塑化率达到 90%以上。

图表 4 各类大输液性能比较

序号	对比项目	玻璃瓶	塑料瓶	非 PVC 软袋
1	封闭系统	否	否	是
2	耐高温性能	很好	好	好
3	耐低温性能	好	差	很好
4	阻隔性	很好	好	很好
5	透明性	好	好	好
6	柔软性	差	一般	好
7	废料量	多	少	少
8	药物相容性	很好	好	好
9	抗坠落	差	好	好

资料来源：招股说明书，华鑫证券研发部

2006 年之前，中国玻璃瓶输液市场占有率达 70%以上，塑料瓶输液和非 PVC 软袋输液占有率约为 30%，由于玻璃瓶存在较多问题，如运输不便、生产工艺复杂、耗费水资源、需要较多人力成本、玻璃瓶易破损等。而由于其半开放式体系，输液时必须经通气管路向溶液引入空气产生压力，增加空气中的灰尘和微生物由此进入玻璃瓶污染输液的机会，对病人来说较不安全。因此，持续被塑料瓶和非 PVC 软袋取代。

我国大输液行业起步较晚，目前多种包装形式同时存在，相互竞争，除玻璃瓶、塑料瓶和非 PVC 软袋外，还有直立式软袋、聚丙烯软袋、PVC 软袋等其他包装形式。

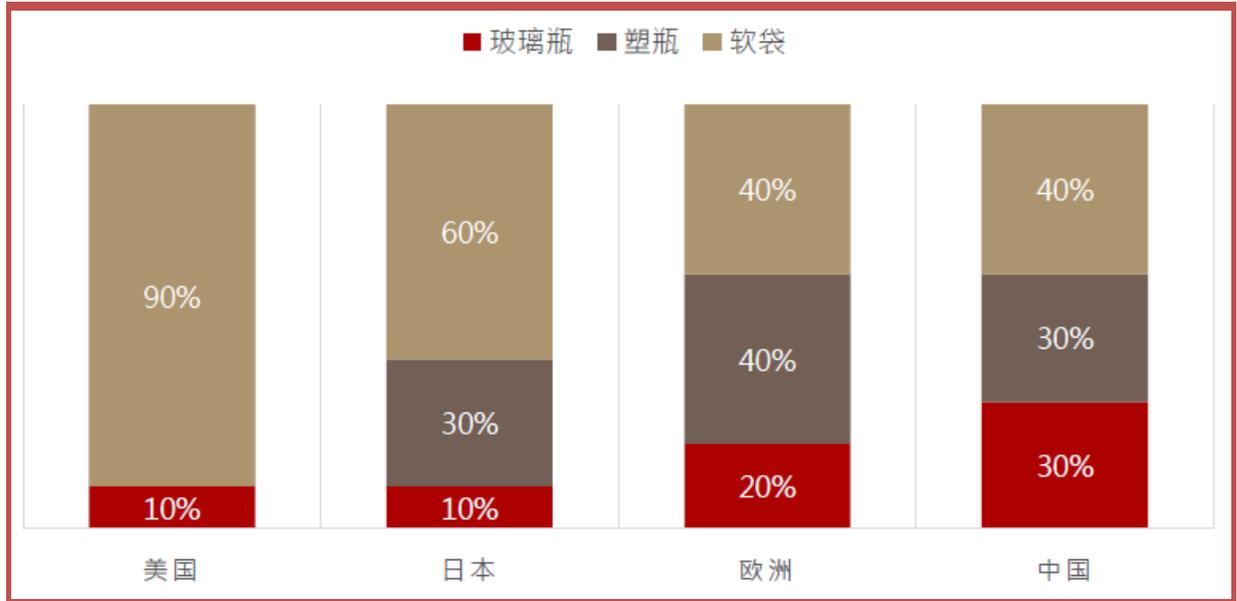
图表 5 大输液行业发展历程



资料来源：华仁药业招股说明书，华鑫证券研发部

在欧美日等国家，软袋、塑料瓶包装的输液产品已经成为市场主流，在美国达到 80-90%，在欧洲达到 70-80%，日本亦达到 90%，反观中国玻璃瓶使用比例仍相对较高，由塑料瓶、非 PVC 软袋所带动的替代需求，是未来中国大输液市场的主要增长因素。

图表 6 各国大输液类型对比情况



资料来源：《中国大输液产品市场结构》，华鑫证券研发部

## 2.2 注射穿刺器械行业：竞争激烈，未来增长空间有限

公司注射穿刺器械主要包括安全注射器、无菌注射器和输液器，注射针/注射器广泛用于对人体肌肉、皮下、静脉注射药液，在就诊及住院患者中使用非常广泛，因此注射针/注射器是临床中最常规的医疗器械，市场需求量巨大。据弗若斯特沙利文公司统计，2012 年，中国注射针/注射器市场规模在 138.7 亿支左右，约合 59.8 亿元人民币，在未来五年内其使用数量的复合年均增长率有望达到 12.4%，金额的增长率将达到 11.8%。

输液器作为输注治疗中的常用医疗器械，一般与输液针配套使用，用于静脉输注药液。输液器主要分为普通输液器和特种输液器，普通输液器占据了输液器市场的绝对主导地位。特种输液器是在功能上有别普通输液器的其他类输液器的统称，包括精量调节、精密过滤、避光等特性或这些特性之间不同排列组合成的具备特定功能的输液器。2012 年，中国输液器市场的规模在 64.7 亿件左右，约合 64.8 亿元人民币，在未来五年内其使用数量的复合年均增长率有望达到 9.6%，金额的增长率将达到 10.2%。

注射穿刺器械行业竞争激烈，主要厂商主要来自美国、日本、德国和中国。国外知名且规模较大的厂商有美国 BD 公司、日本尼普洛株式会社、德国贝朗医疗集团等。国内领先企业包括山东威高集团医用高分子制品股份有限公司、上海康德莱企业发展集团股份有限公司、江西洪达医疗器械集团有限公司等。

## 2.3 血液透析业务行业：未来的发展方向

公司正在开展腹膜透析液和血液透析浓缩液的产品研发和批准文号的申报，拟于取得批准文号



后进入腹膜透析和血液透析市场。为提前了解透析市场信息和肾衰竭病人的需求，济民堂于 2014 年上半年与黄岩区中医院签署《血液净化病区设备投放及耗材供应合同》，合作建立血液透析中心，采取由黄岩区中医院运营、济民堂独家提供血液透析用耗材的方式开展合作。血液透析用耗材主要包括血液透析浓缩物、血液透析器等。

图表 7 目前市场上血液透析行业主要竞争者

生产厂家	批文数	备注
广州百特	10	占据 90%以上市场份额
华仁药业	10	唯一非 PVC 产品
长征富民（双鹤）	6	有产品生产，但是份额较小，产能有限
青山利康（科伦）	6	
天津天安	5	
首和金海	3	市场份额极小，或仅有批文而无产品
浙江济民	2	
金陵药业	1	
双鹤华利	1	
万荣药业	1	
南疆制药	1	
广东远大	1	

资料来源：米内网，华鑫证券研发部

腹膜透析为肾衰竭病人一体化治疗的优选治疗，适用于急性肾功能衰竭、慢性肾功能衰竭、急性药物或毒物中毒、顽固性心力衰竭、顽固性水肿、电解质紊乱及酸碱平衡失调等。腹膜透析不需要特殊仪器，对患者身体条件限制少，使用便利，价格相对低廉。腹膜透析后期，腹膜受损伤，清除率下降，病人需改用血液透析。

我国进行透析治疗的尿毒症患者比例远低于发达国家，市场潜力巨大。公司拟研发形成年产 1,000 万袋非 PVC 软袋包装低钙腹膜透析液的生产能力，同时进入血液透析专用基础液市场。

### 3、募投项目：项目新增产能

公司本次拟向社会公开发行人 4000 万股普通股，募集资金全部用于主要投资于年产 1.4 亿袋非 PVC 软袋大输液项目等四个项目，增加主打产品产能，打通上下游产业链，培育新的利润增长点；同时新建研发中心项目，加强研发创新能力。项目投资总额约 3.8 亿元。

图表 8 公司募投项目

序号	项目	投资金额（万元）
1	新增年产 14,000 万袋非 PVC 软袋大输液项目	23,868
2	年产 4,000 吨非 PVC 膜用改性聚丙烯粒子项目	2,888
3	药品研发中心建设项目	3,008
4	补充流动资金	8,000
	合计	37,764

资料来源：招股说明书，华鑫证券研发部

### 4、公司盈利预测及估值



我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 5.99、6.18、7.74 亿元，实现归属母公司净利润 7305、6062 和 7846 万元，EPS 分别为 0.47、0.42 和 0.54 元（考虑 IPO 发行后股本为 1.6 亿股计算）。

选取了部分可对比公司，选取的可比公司 2014 年平均 PE 为 48 倍，我们认为，公司产品在华东地区行业地位显著，并且积极涉入腹膜透析业务，给予公司 40-45 倍估值较为合理，对应的公司每股价格为 14.4-16.2 元。

图表 9、估值参考

股票代码	股票简称	收盘价	EPS					PE			
		2015-2-4	2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E	
300110	华仁药业	7.47	0.27	0.18	0.28	0.38	28	41	27	20	
600062	华润双鹤	21.73	1.52	1.14	1.41	3.85	14	19	15	6	
002422	科伦药业	32.77	2.25	1.49	1.78	2.18	15	22	18	15	
000153	丰原药业	11.52	0.09	0.14	0.60	0.82	132	80	19	14	
002551	尚荣医疗	23.04	0.27	0.29	0.47	0.64	86	78	49	36	
平均							55	48	26	18	
公司			0.51	0.36	0.47	0.42					

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

## 5、风险提示

- 1、产品价格下降的风险；
- 2、各地招标进展低于预期风险；
- 3、新业务进展低于预期风险。



图表 10、公司盈利预测表

单位: 万元	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>48,831</b>	<b>59,990</b>	<b>61,789</b>	<b>77,475</b>
增长率 (%)	-12.71%	22.85%	3.00%	25.39%
减: 营业成本	25,271	30,813	31,700	38,329
毛利率 (%)	48.25%	48.64%	48.70%	50.53%
营业税金及附加	531	652	672	842
销售费用	10,516	12,919	13,307	16,685
管理费用	5,200	7,800	8,900	12,000
财务费用	416	300	600	800
费用合计	16,132	21,019	22,807	29,485
期间费用率 (%)	33.04%	35.04%	36.91%	38.06%
资产减值损失	179	0	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>6,718</b>	<b>8,158</b>	<b>7,282</b>	<b>9,661</b>
增长率 (%)	-27.50%	21.43%	-10.73%	32.67%
营业利润率 (%)	13.76%	13.60%	11.79%	12.47%
加: 营业外收入	338	500	500	500
减: 营业外支出	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>6,784</b>	<b>8,658</b>	<b>7,782</b>	<b>10,161</b>
增长率 (%)	-28.66%	27.61%	-10.11%	30.57%
利润率 (%)	13.89%	14.43%	12.59%	13.12%
减: 所得税费用	1,020	1,180	1,121	1,459
所得税率 (%)	15.03%	13.63%	14.41%	14.36%
<b>净利润</b>	<b>5,764</b>	<b>7,478</b>	<b>6,661</b>	<b>8,702</b>
增长率 (%)	-29.05%	29.72%	-10.92%	30.65%
净利润率 (%)	11.80%	12.46%	10.78%	11.23%
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>5,764</b>	<b>7,478</b>	<b>6,661</b>	<b>8,702</b>
增长率 (%)	-29.05%	29.72%	-10.92%	30.65%
少数股东损益	0	0	0	0
总股本	16,000	16,000	16,000	16,000
<b>摊薄每股收益(元)</b>	<b>0.36</b>	<b>0.47</b>	<b>0.42</b>	<b>0.54</b>

资料来源: 公司招股说明书, 华鑫证券研发部

## 研究员简介

邱祖学：华鑫证券行业研究员，经济学硕士；主要研究和跟踪领域：医药行业研究。

## 华鑫证券有限公司投资评级说明

### 股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

### 行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

## 华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>