

济民制药 (603222)

推荐

行业：化学制剂

包材一体化的先行者，高端输液耗材大有可为

济民制药主营业务横跨大输液和医疗器械两大领域，市场普遍认为公司大输液业务不容乐观，且医疗器械业务规模尚小，但通过对公司的调研，认为公司 2015 年将处在大输液主业提速和输液耗材快速发展的轨道上，基本面向上趋势概率较大，具备中长期投资价值。

投资要点：

- ✧ **大输液包材一体化的先行者，抢占成本高地：**公司是国内少数实现输液膜自给的大输液企业，甚至能够自产输液膜的粒子原料，包材一体化优势使公司在每袋输液产品仅几毛利润的大输液市场中占得竞争先机。
- ✧ **重点区域的新标即将执行，带动业绩逐步提速：**公司大输液销售受重点区域招标进展影响较大，2015 年初浙江省已完成招标工作，后续实质性的采购即将展开，全年非 PVC 软袋大输液大概率实现 15% 以上的增长。
- ✧ **安全注射器海外市场成长性明显，出口业务有望稳步回升：**美国安全注射器的市场未来五年将保持 15% 的复合增速，长远来看，公司出口业务持续受益于海外市场的成长。随着 OEM 订单调整因素消失，安全注射器有望恢复 10% 以上的稳步增长态势。
- ✧ **精密输液器增长迅速，国内高端替代市场空间巨大：**公司精密输液器过去三年销售额复合增速超过 50%。国内高端输液器使用渗透率不足 6%，在高端输液器上的业务布局，将帮助公司享受巨大的输液器替代市场。
- ✧ **首次覆盖，给予推荐评级：**我们预测 2015-2016 年 EPS 为 0.45、0.58、0.77 元，对应 PE 46、35、27 倍。考虑到大输液主业即将提速，且医疗器械具备巨大成长空间，给予公司 2015 年 50 倍 PE，目标价 22.45 元。给予“推荐”评级。
- ✧ **风险提示：**招标采购不及预期；新品获批不及预期；行业整合慢于预期。

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	488	546	643	789
收入同比(%)	-13%	12%	18%	23%
归属母公司净利润	58	72	93	123
净利润同比(%)	-29%	25%	30%	32%
毛利率(%)	48.2%	49.0%	50.3%	51.5%
ROE(%)	13.1%	9.1%	10.5%	12.2%
每股收益(元)	0.36	0.45	0.58	0.77
P/E	56.87	45.65	35.23	26.68
P/B	7.42	4.13	3.70	3.25
EV/EBITDA	46	34	27	21

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：梅梅

S0960115030011

0755-82026810

meimei@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 22.45

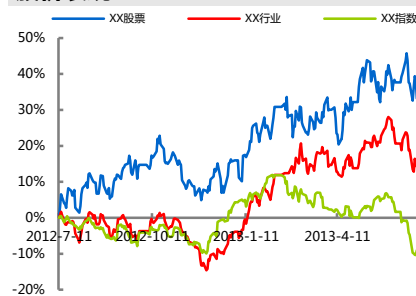
当前股价： 20.30

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	160
流通股本(百万股)	40
总市值(亿元)	32
流通市值(亿元)	8
成交量(百万股)	7.30
成交额(百万元)	151.81

股价表现



相关报告

目 录

一、公司概况	4
1. 控制权明确的家族企业	4
2. 高端大输液+注射器耗材两大业务	4
二、非 PVC 软袋包材一体化的先行者，新标执行利好输液业务	5
1. 掘金非 PVC 软袋高端大输液市场	5
2. 国内大输液包材一体化的先行者	5
3. 重点区域的新标即将执行，有望带动输液业务增长	6
三、安全注射器出口海外，期待精密输液器发力	7
1. 安全注射器——海外市场成长性明显，出口业务有望恢复稳步增长	7
2. 输液器——精密输液器业务增长迅速，国内高端替代空间巨大	8
四、盈利预测	10
五、投资建议：首次覆盖，给予推荐评级	11
六、风险提示	11

图目录

图 1 公司股权结构	4
图 2 2014 年公司收入构成	4
图 3 公司部分产品图片	4
图 4 大输液包装材料的升级方向	5
图 5 公司包装材料的生产已拓展至产业链上游	5
图 6 安全注射器产品示意图	7
图 7 美国安全注射器市场规模及增速（亿美元）	8
图 8 我国输液器市场规模（亿元）	8
图 9 我国高端输液器销售量（百万件）及渗透率	9
图 10 输液器产品示意图	9

表目录

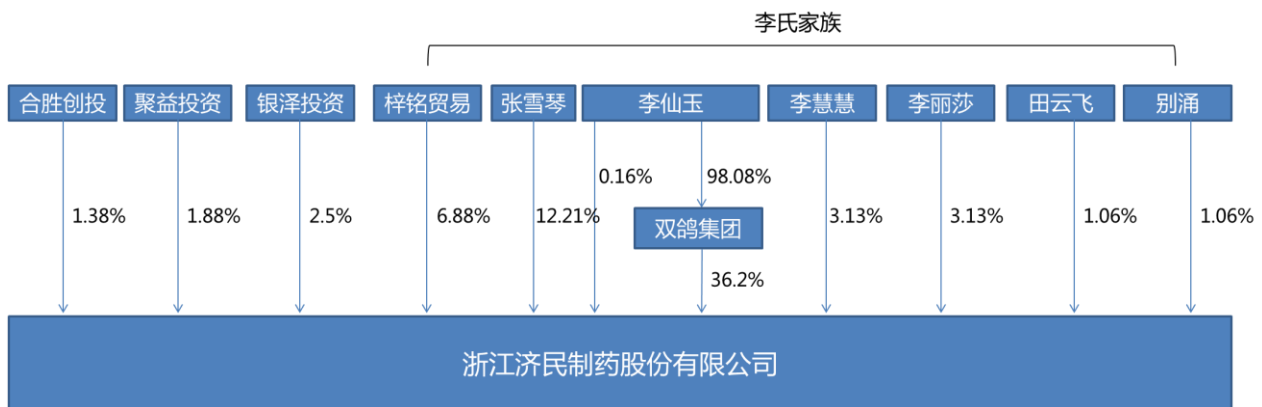
表 1 拥有两大包装材料上游子公司	6
表 2 非 PVC 软袋大输液的构成情况	6
表 3 输液膜是决定非 PVC 软袋大输液成本的重要环节	6
表 4 公司主要产品收入预测（百万元）	10
表 5 可比公司估值比较	11

一、 公司概况

1. 控制权明确的家族企业

公司实际控制人为李仙玉先生，通过绝对控股的双鸽集团持有公司发行后 36.2% 股权，公司为典型的家族型企业，李氏家族成员持有股份超过 60%。较高的股权集中度保证了董事会在企业运营和管理过程中，信息传递的效率和执行力。

图 1 公司股权结构

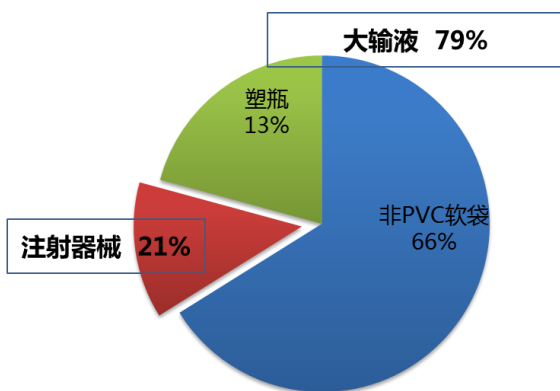


资料来源：WIND、招股书、中国中投证券研究总部

2. 高端大输液+注射器耗材两大业务

公司目前主导产品集中在大输液和注射穿刺器械两个领域，大输液方向包括非 PVC 软袋及塑瓶，注射穿刺器械方向包括安全注射器、无菌注射器及精密输液器等。其中，公司专注的非 PVC 软袋大输液业务是未来产业升级的大趋势，而另一类注射器械产品是医疗机构使用频率高、耗用量大的一次性耗材，具有非常广阔的市场前景。

图 2 2014 年公司收入构成



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 3 公司部分产品图片



资料来源：百度图片、中国中投证券研究总部

二、非 PVC 软袋包材一体化的先行者，新标执行利好输液业务

1. 掘金非 PVC 软袋高端大输液市场

■ 非 PVC 软袋是我国大输液包材发展的主流方向

目前，国内市场上大输液存在玻璃瓶、塑瓶、直立式袋、非 PVC 输液袋等多种包装形式。其中，由于非 PVC 输液袋克服了玻璃瓶、塑料瓶和 PVC 软袋存在的诸多缺点，是国际上最广泛采用的大输液包装形式，也代表了未来我国医用大输液包材升级大趋势。

■ 大输液包材升级的市场空间巨大

我国的大输液销售量中，塑瓶居于首位，占 44%，玻璃瓶占 32%，非 PVC 软袋占 18%，直立式为 5%，而在美国非 PVC 软袋和塑瓶占比则达到 90%*。这意味着随着我国医疗水平的提升，非 PVC 软袋大输液仍有很大的增长空间。

图 4 大输液包装材料的升级方向



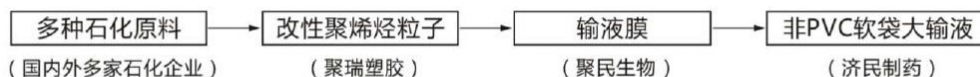
资料来源：百度图片、中国中投证券研究总部

2. 国内大输液包材一体化的先行者

■ 国内率先实现主要包材自产

作为国内少数实现非 PVC 软袋和塑料瓶大输液主要药包材自行配套生产的大输液生产企业之一，公司大输液包材的直接采用聚烯烃粒子为原料，而不是通过外部采购输液膜，使公司在行业内具备更明显的成本优势，并且在包材研发上处于行业领先地位。

图 5 公司包装材料的生产已拓展至产业链上游



资料来源：招股书、中国中投证券研究总部

* 资料来源：《各种大输液包装形式的特点和性能》

表 1 拥有两大包装材料上游子公司

名称	持股比例	主营业务	2013 净利润
台州市聚瑞塑胶科技有限公司	100%	塑料粒子改性加工业务	69 万元
上海聚民生物科技有限公司	100%	输液用聚烯烃多层共挤膜制造、加工业务	689 万元

资料来源：招股书、中国中投证券研究总部

■ 包材一体化是行业竞争的决胜关键

大输液的主要构成是原料药和包装材料，国内企业的非 PVC 膜材和部分关键组件主要靠外部采购，如果膜材能够实现自产，将有效降低生产成本，这对于每袋输液产品仅几毛的利润来说，在很大程度上决定了企业的竞争水平。

表 2 非 PVC 软袋大输液的构成情况

	成本构成	备注	占成本的比例*
非 PVC 软袋大输液	原辅料	主要为原料药,价格受化工行业周期影响,供应渠道多。	原料药 10-15%
	包装材料	主要材料为输液膜,价格直接影响成本,并决定产品的市场价格。	输液膜及组件 30-40%
	生产设备	灌封、制袋等主要设备,生产稳定性决定的成品率及合格率	制造费用 15-20%
	管理水平	组织能力决定生产线的效率,及人力、水电等的消耗。	人工 10-15%

*为各大输液上市公司公布财务数据的大致范围

资料来源：中国中投证券研究总部

表 3 输液膜是决定非 PVC 软袋大输液成本的重要环节

	外购输液膜	自产输液膜	输液袋成本降低
价格 (元/m ²)	12	9	
1 m ² 膜制造 250ml 输液袋 (个)	24	24	
每个 250ml 输液袋的成本 (元)	0.50	0.38	25%

资料来源：2010 年制药工业行业资讯大全，中国中投证券研究总部

3. 重点区域的新标即将执行，有望带动输液业务增长

■ 重点区域中标对业绩拉动作用明显

目前公司大输液业务的主要集中在浙江、江苏及广东区域，多年的市场培育和开拓

使公司在这些领域拥有较高的品牌影响力、完善的销售网络，区域市场优势显著。过往几年，重点区域的药品中标对公司业绩拉动明显，例如 2011 年底江苏省基层医疗卫生机构开始执行当年中标结果，公司 2012 年江苏地区非 PVC 软袋大输液销量就取得了 146% 的增长。

■ 浙江的新标执行将成为公司业绩提升的主要驱动力

在最近完成湖南招标中，公司中标的大输液产品较该省上一轮中标价格的下降幅度并不大，这在湖南较严厉的规则下实属不易。另外，2015 年浙江省公布的新一轮药品集中采购部分资料中，公司有氯化钠、葡萄糖等多个大输液品种，几十个规格入选，中标形式良好。未来，随着浙江省中标药物采购工作的逐步展开，公司大输液销售收入将得到迅速提升。

三、 安全注射器出口海外，期待精密输液器发力

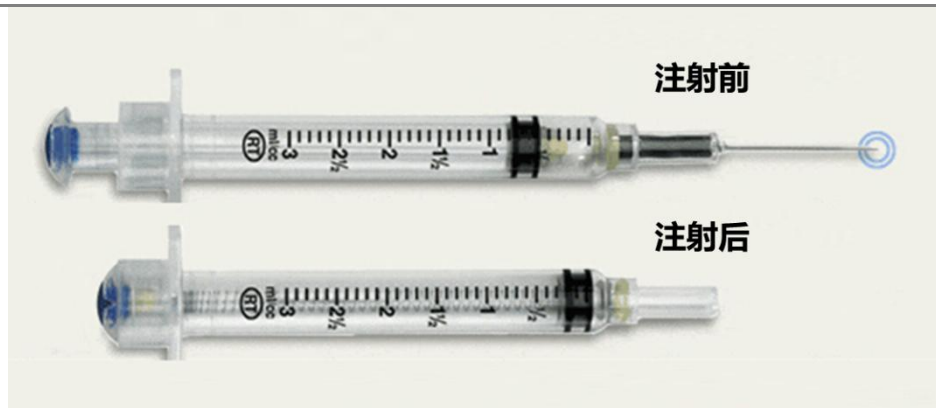
1. 安全注射器——海外市场成长性明显，出口业务有望恢复稳步增长

■ 采取 OEM 模式向美国市场销售，积极拓展海外市场

安全注射器是一种在注射完成后，针头能够自动回缩的自毁式注射器，由于针头回缩进护套，接触过病人体的针头不会再对医护人员造成伤害，杜绝因针刺事件而感染疾病的可能。

公司 2013 年安全注射器销售收入占注射器耗材业务的 50%，是该业务板块的核心，目前全部产品出口美国，主要通过为 Retractable Technologies 公司 OEM 的方式开展。与此同时，公司还与美国 Medline 公司合作研发一次性使用钝头针和外拉式自毁注射器，待完成样品测试后将由 Medline 公司进行产品的推广和销售。

图 6 安全注射器产品示意图



资料来源：Retractable Technologies 网站、中国中投证券研究总部

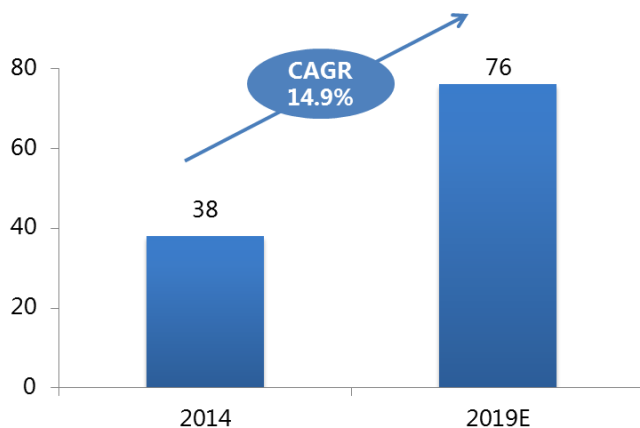
■ 海外市场成长性明显，安全注射器出口业务有望恢复稳步增长

美国医疗机构普遍使用安全注射器，二十多个州立法强制推行其使用，已成为全球最大的安全注射器市场之一。据统计 2014 年美国安全注射器的市场容量高达 38 亿美

元，未来五年将保持 15%的复合增速，长远来看，公司安全注射器出口业务将会持续受益于海外市场的成长。

随着 2013 年 Retractable Technologies 公司调整全球产能布局的因素消失，公司安全注射器业务有望在 2015 年后恢复稳步增长态势。

图 7 美国安全注射器市场规模及增速（亿美元）



资料来源：Roots Analysis、中国中投证券研究总部

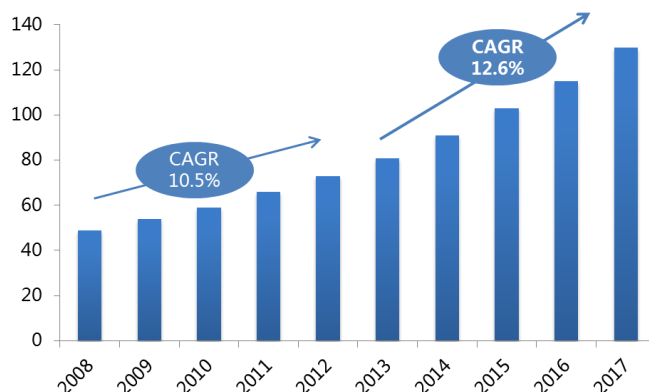
2. 输液器——精密输液器业务增长迅速，国内高端替代空间巨大

■ 我国输液器市场发展迅速，增长高于整体器械市场

随着我国医疗水平的迅速提升，医用耗材市场得到了前所未有的发展，据统计 2012 年市场规模约 480 亿元，占医疗器械市场的 20%，市场增速高于整体器械增长。

其中，输液器 2012 年消费总量已达到 79 亿件，市场规模 73 亿元，未来随着越来越多的低端产品逐渐被高端输液器产品取代，有望在未来几年内以两位数的速度增长。

图 8 我国输液器市场规模（亿元）



资料来源：Frost&Sullivan、中国中投证券研究总部

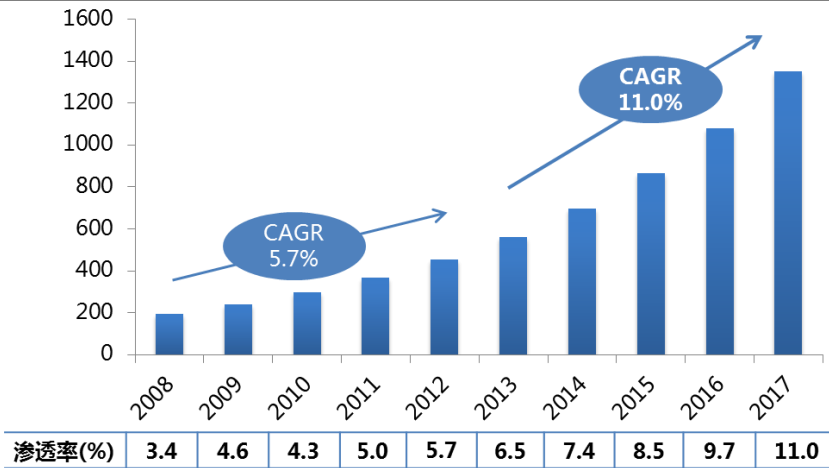
■ 我国高端输液器渗透率尚低，公司有望抢占高端输液器市场先机

我国目前最广泛使用的输液器为常规输液器，据统计 2012 年输液器销售量 4.5 亿

件，其中高端输液器的渗透率尚低，只有不到 6%。随着社会健康意识及对输液安全关注度的提升，更高质量和精密的输液产品将变得越来越常用。

公司输液器业务包括常规及精密输液器两块，其中精密输液器销售规模尚小，但增长迅速，过去三年复合增长率超过 50%。同时，还储备了具备防回血、自停等功能的精密输液器研发项目。相信公司在高端输液器上的业务布局，将帮助公司抢占市场先机，享受巨大的常规输液器替代市场。

图 9 我国高端输液器销售量（百万件）及渗透率



资料来源：Frost&Sullivan、中国中投证券研究总部

图 10 输液器产品示意图



资料来源：百度图片、中国中投证券研究总部

四、 盈利预测

盈利预测的关键假设：

(1) 随着重点省份浙江新一轮药品采购开始进行，公司多个非 PVC 软袋大输液品种的增速有望得到提升，预计未来保持高于行业增速，在 15-20% 之间。

(2) 由于公司主动控制大输液中毛利较低的产品销售，过往几年塑瓶收入有所下滑，预计未来维持个位数增长。

(3) 美国 Retractable Technologies 公司近两年对全球产能布局有所调整，影响公司安全注射器 OEM 订单，随着该影响因素的消失，预计未来安全注射器业务将恢复 20% 左右的稳步增长态势。

(3) 精密输液器过去三年复合增长率超过 50%，2015 年随着高端新品的推出，将带动公司输液器业务迅速增长，预计未来保持 20% 以上增速。

表 4 公司主要产品收入预测 (百万元)

		2013	2014	2015E	2016E	2017E	
1、大输液	非 PVC 软袋	收入	370.8	322.5	370.9	445.1	556.3
		同比增速	-2.3%	-13.0%	15.0%	20.0%	25.0%
		毛利率	59%	59%	59%	60%	61%
	塑瓶	收入	85.8	63.9	67.1	70.4	74.0
		同比增速	-11.3%	-25.5%	5.0%	5.0%	5.0%
		毛利率	32%	24%	20%	20%	20%
2、医疗器械	安全注射器	收入	50.8	51.5	56.7	68.0	85.0
		同比增速	-0.2%	1.4%	10.0%	20.0%	25.0%
		毛利率	47%	47%	47%	47%	47%
	输液器	收入	10.6	7.6	9.1	12.7	20.8
		同比增速	0.7%	-28.2%	19.8%	39.6%	63.9%
		毛利率	9%	2%	2%	4%	6%

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

五、 投资建议：首次覆盖，给予推荐评级

我们预测公司 2015-2016 年 EPS 分别为 0.45、0.58、0.77 元，对应当前股价 PE 为 46、35、27 倍。公司是目前 A 股市场上主营业务横跨大输液和医疗器械的唯一上市公司，参考市值较小的大输液相关上市公司估值情况，考虑到公司 2015 年将处在大输液主业提速和输液耗材快速发展的轨道上，且医疗器械业务具备较大成长空间，我们给予公司 2015 年 50 倍 PE，目标价 22.45 元。给予“推荐”评级。

表 5 可比公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价（元） 2015-03-13	每股收益(元)		市盈率（倍）	
			2015E	2016E	2015E	2016E
300110.SZ	华仁药业	7.70	0.25	0.34	31.01	22.44
300006.SZ	莱美药业	36.20	0.69	1.18	52.53	30.63
平均					41.77	26.53

资料来源：WIND，中国中投证券研究总部

六、 风险提示

1、 招标采购不及预期

招标工作关系到药品在全国销售工作的展开，在药品中标后各医疗机构开始采购，然而具体采购时间仍存在一定不确定性，如果中标药品的采购工作不能及时展开，则可能造成公司部分药品的销售低于预期。

2、 新品获批不及预期

在研产品是企业长续发展的驱动力，公司新品储备丰富，如果部分新品的获批不及时，则会对业绩的持续提升产生负面影响。

3、 行业整合慢于预期

大输液行业低端产能过剩，行业整合是大趋势，若进展慢于预期，则存在低端价格竞争的现象，对企业部分产品的价格造成压力。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	363	592	700	842
现金	119	320	383	456
应收账款	126	141	166	204
其它应收款	3	4	5	6
预付账款	8	9	10	12
存货	80	88	101	121
其他	27	31	35	43
非流动资产	267	257	249	240
长期投资	0	0	0	0
固定资产	165	157	150	141
无形资产	91	91	91	91
其他	11	8	9	8
资产总计	630	849	949	1082
流动负债	188	56	63	73
短期借款	125	0	0	0
应付账款	31	40	45	52
其他	32	16	18	21
非流动负债	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	1	0	0	0
负债合计	188	56	63	73
少数股东权益	0	0	0	0
股本	120	160	160	160
资本公积	148	388	388	388
留存收益	174	245	338	461
归属母公司股东权益	442	793	886	1009
负债和股东权益	630	849	949	1082

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	77	51	67	77
净利润	58	72	93	123
折旧摊销	0	8	8	8
财务费用	4	4	4	4
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-35	-37	-59
其它	15	2	-1	1
投资活动现金流	-35	0	0	0
资本支出	38	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	3	0	0	0
筹资活动现金流	-46	150	-4	-4
短期借款	0	-125	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	40	0	0
资本公积增加	-39	240	0	0
其他	-8	-4	-4	-4
现金净增加额	-5	201	63	73

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	488	546	643	789
营业成本	253	278	320	383
营业税金及附加	5	5	5	5
营业费用	105	115	135	167
管理费用	52	58	68	84
财务费用	4	4	4	4
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	67	84	108	144
营业外收入	3	3	4	3
营业外支出	3	2	2	2
利润总额	68	85	110	145
所得税	10	13	16	22
净利润	58	72	93	123
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	58	72	93	123
EBITDA	71	96	121	156
EPS (元)	0.48	0.45	0.58	0.77

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	-12.7%	11.8%	17.7%	22.9%
营业利润	-27.5%	24.5%	29.4%	32.8%
归属于母公司净利润	-29.1%	24.6%	29.6%	32.1%
获利能力				
毛利率	48.2%	49.0%	50.3%	51.5%
净利率	11.8%	13.2%	14.5%	15.6%
ROE	13.1%	9.1%	10.5%	12.2%
ROIC	13.8%	16.0%	19.3%	23.0%
偿债能力				
资产负债率	29.9%	6.6%	6.7%	6.7%
净负债比率	66.34%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.93	10.67	11.13	11.58
速动比率	1.51	9.09	9.52	9.92
营运能力				
总资产周转率	0.73	0.74	0.71	0.78
应收账款周转率	3	4	4	4
应付账款周转率	6.67	7.86	7.50	7.87
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.45	0.58	0.77
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.32	0.42	0.48
每股净资产(最新摊薄)	2.76	4.96	5.54	6.31
估值比率				
P/E	56.87	45.65	35.23	26.68
P/B	7.42	4.13	3.70	3.25
EV/EBITDA	46	34	27	21

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

梅梅,中国中投证券研究总部医药行业研究员,澳门大学中药学硕士,3 年医药行业相关从业经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434