

日期: 2016年01月27日

行业: 医药制造业



魏贇

021-53686159

weiyun@shzq.com

执业证书编号: S0870513090001

杜臻雁

021-53686162

duzhenyan@shzq.com

执业证书编号: S0870115070022

IPO 询价区间 RMB22.02-22.02 元

上市合理估值 RMB35.76-42.91 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	13.38
发行后总股本 (百万股)	53.38
发行方式	上网定价
保荐机构	天风证券

主要股东 (IPO 前)

林武辉	51.17%
朱秀梅	28.42%

收入结构 (2015Q3)

冷铝	54.99%
SP 复合膜	24.22%
PTP 铝箔	17.79%
其他	2.80%

报告编号: DZY16-NSP01

首次报告日期: 2016年01月26日

新型医药包装材料专业生产企业**■ 投资要点****公司简介**

公司专业从事直接接触药品的高阻隔包装材料研发、生产和销售,主要产品包括冷冲压成型复合硬片、PTP 铝箔和 SP 复合膜。公司及其全资子公司苏州海顺获得了国家药监局核发的 17 个药品包装材料和容器注册证,主要产品冷冲压成型复合硬片、PTP 铝箔和 SP 复合膜获得美国 FDA 的 DMF 备案,为公司产品进入欧美市场打下了基础。2011 年公司成为世界五百强企业美国霍尼韦尔聚三氟氯乙烯产品的指定合作商。

盈利预测

我们预计 2015-2017 年归母公司净利润增速 10.65%、21.75% 和 19.34%, 相应的稀释后每股收益为 1.12 元、1.37 元和 1.63 元。

公司估值

考虑到公司的业务结构及市场竞争状况,我们认为给予公司 15 年每股收益 35 倍市盈率这一估值水平较为合理,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 35.76-42.91 元,相对于 2014 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 35.21-42.25 倍。

定价结论

预计募集资金总额 29,462.76 万元,计划发行股份不超过 1,388 万股,对应每股发行价为 22.02 元,对应 14、15 年 PE 为 21.68、19.59。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	277.37	289.85	317.51	355.31	395.32
年增长率	31.93%	4.50%	9.54%	11.91%	11.26%
归属于母公司的净利润	44.47	54.22	60.00	73.05	87.18
年增长率	30.56%	21.94%	10.65%	21.75%	19.34%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.83	1.02	1.12	1.37	1.63

数据来源: 公司招股说明书 上海证券研究所

一、行业背景

1.1 公司所处的行业及其简况

公司专业从事直接接触药品的高阻隔包装材料研发、生产和销售，主要产品包括冷冲压成型复合硬片、PTP 铝箔和 SP 复合膜。公司一直致力于为制药企业客户提供高阻隔性、高延展性、高耐候性、高稳定性的药品包装材料，积累了丰富的外观设计、材料研发和售后服务经验，公司及其全资子公司苏州海顺获得了国家药监局核发的 17 个药品包装材料和容器注册证，主要产品冷冲压成型复合硬片、PTP 铝箔和 SP 复合膜获得美国 FDA 的 DMF 备案，为公司产品进入欧美市场打下了基础。2011 年公司成为世界五百强企业美国霍尼韦尔聚三氟氯乙烯产品的指定合作方。

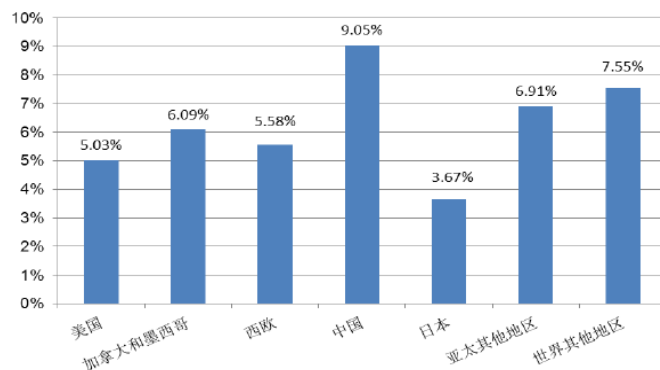
公司十分注重产品研发，“功能性冷冲压成型复合硬片”等 4 项产品先后获得江苏省高新技术产品认定。公司共拥有 24 项专利，其中发明专利 5 项，实用新型专利 19 项。公司及其子公司苏州海顺均被评定为高新技术企业。

1.2 行业增长前景

全球医药包装行业发展概况

根据 The Freedonia Group, Inc. 2011 年发布的《WORLD PHARMA CEUTICAL PACK AGING TO 2015》的统计数据，全球医药包装市场销售总额从 2005 年的 356 亿美元上升至 2010 年的 472 亿美元左右，年均复合增长率为 5.79%，其中 2005 至 2010 年世界主要国家和地区的市场年复合增长率情况如下：

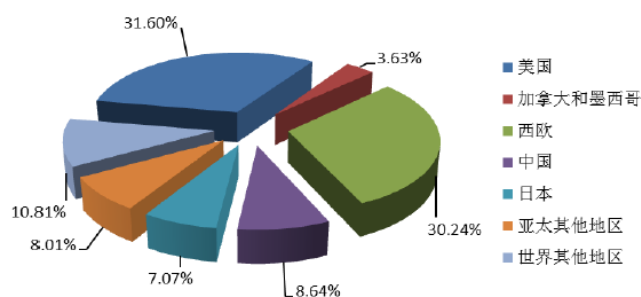
图1 2005至2010年世界主要国家和地区年复合增长率



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

结合相关数据对行业进行综合分析，目前全球医药包装市场主要有以下两个特点：一是欧美地区的医药包装企业占全球市场份额较大，其中，美国医药包装行业在全球处于领先地位，占据了相对较大的市场份额。二是亚太地区等新兴市场医药包装行业处于高速增长阶段，增长速度明显高于其他地区。据 The Freedonia Group, Inc. 的预测，2010 年-2015 年，全球药品包装的需求年复合增长率为 5.51%，到 2015 年市场需求将达到 620 亿美元左右，美国、西欧和日本等发达国家的需求占比略有下滑，中国药品包装市场的需求占比达到 8.64% 左右，金额达到 53 亿美元左右。2015 年全球医药包装行业区域需求结构预测情况如下：

图2 2015年全球医药包装行业区域需求结构预测



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

我国医药包装行业发展状况

至 20 世纪 80 年代，我国药包材主要为药用玻璃、橡胶塞、硬胶囊以及塑料瓶、铝盖等，在产品质量、技术水平等方面与国际水平差距较大。为逐步改变落后的状况，国家相关管理部门开始重点推广新技术、新工艺、新材料，逐步改变我国药包材结构，明确了淘汰落后产品，发展复合材料等新型包装材料的政策。

2000 年以来，随着我国医药产业的迅速发展，国家对医药包装行业管理逐步规范化，药包材注册审批制度的实施使医药包装行业的发展步入快车道，一批具备资质的专业化药包材生产企业成为市场的主导力量，药包材也从早期的玻璃、橡胶塞发展成为种类丰富、性能全面的各类药包材。

经过 10 多年的发展，我国医药包装行业已逐步发展成为一个产品门类比较齐全、创新能力不断增强、市场需求十分旺盛的朝阳产业。根据 The Freedonia Group, Inc. 的统计，在 2000 年至 2010 年 10 年间，中国医药包装行业的市场容量快速增长，医药包装行业市场需求量由 13.28 亿美元增长到 36.40 亿美元，规模扩大近 3 倍。



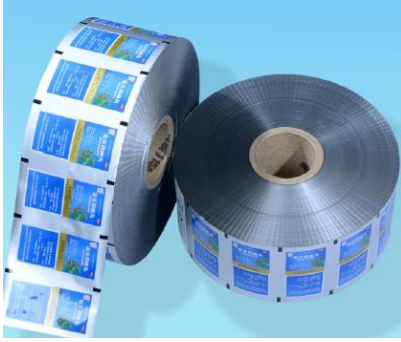



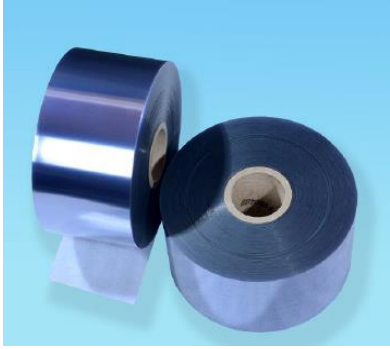

但由于受生产设备、新材料研发、发展理念等因素制约，与美国、西欧、日本等医药包装产业发达的地区相比，我国医药包装行业在生产设备、研发水平等方面仍与之存在一定差距。具体表现在：首先，与发达国家相比，我国医药包装行业的发展呈现高速度、低效益、高消耗的特征，医药包装行业的研发投入较少、产品设计水平不高，而且国内大部分医药产品的包装质量差、档次低，中低端产品低水平重复建设，企业自主创新能力有待提高。其次，国内医药包装行业整体的研发能力较弱，高精度的质量检测设备和部分高端胶水依赖进口。国内医药包装行业的产品研发和生产设备主要是国产设备，已经无法满足药品新剂型对医药包装材料的需求，同时印刷品在线监测仪、水蒸气透过率测试仪、红外光谱仪、气相色谱仪等质量检测设备和高性能胶水主要从美国、日本等国家进口，高昂的设备和原材料价格，导致国内医药包装企业成本高企，另外，国外对先进材料和工艺技术的限制，也使国内药包材产品的研发受到一定程度的制约。

随着我国全面进入小康社会的步伐逐步加快，居民对药品包装质量的要求和安全性的关注不断提高，国家有关部门对医药包装行业的发展日趋重视，行业将逐步进入规范化、专业化发展阶段，2012年1月，医药包装材料首次进入《医药工业“十二五”发展规划》，并成为医药工业转型升级中的重点发展领域；同时，随着我国医药包装企业在资金、产品研发和市场开拓等方面投入的加大，部分行业领先企业将具备自主研发和生产高端药包材产品的能力，我国药包材产品质量差、档次低等问题有望逐步得到解决，行业市场发展前景广阔。

1.3 行业竞争结构及公司的地位

公司主要产品为冷冲压成型复合硬片、SP复合膜、PTP铝箔和聚三氟氯乙烯/PVC复合硬片等新型药用包装材料，产品广泛应用于阿斯利康、修正药业、云南白药、丽珠集团等国内外知名制药品牌的片剂、丸剂、胶囊剂、颗粒剂、粉剂、栓剂药品的包装。

表 1 公司主要产品

产品系列	公司产品特点	公司产品形态	客户成品形态
冷冲压成型复合硬片	具有良好的阻隔性、延展性、耐候性，对水汽、氧气、光线的透过率理论上为零，适用于外观档次要求高及对水汽、氧气、光线敏感的片剂、胶囊、栓剂、丸剂等药品的包装。		
SP 复合膜	具有良好的阻隔性、相容性、抗污性和密封性，具备水蒸气阻隔性高、不挥发物残渣少、无溶剂残留引发的异常气味问题等特点。		
PTP 铝箔	产品在阻隔性、耐热性、密封性、附着力、耐破裂强度、印刷精美度、涂层均匀性、卫生性、安全性等方面均具有良好表现，适合于高速封合等各种类型泡罩包装设备。		
聚三氟氯乙烯/PVC 复合硬片	具有很好的水蒸气阻隔性能，化学性能稳定，数十年不老化、不发脆等。该产品不含增塑剂和稳定剂，获得美国 FDA 的 DMF 备案。		

资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

国际上医药包装行业集中度较高，澳大利亚 Amcor（安姆科集团）、奥地利 ConstantiaFlexibles 等大型企业占据了行业主要市场份额，其产品种类、技术水平、研发实力均处于行业领先水平，在软包装领域具有较强的竞争力，占据了欧美等发达国家的主要中高端市场。

目前国内从事医药包装材料生产的企业主要分为三类，一类是少数大型制药企业，其药品与包装产品关联度高，如塑料瓶、玻璃瓶等运输成本高、占药品总成本高的包装材料，以自主生产为主；一类是产品线较广，除从事医药包装行业外，产品同时覆盖食品、保健品、消费品等各类包装领域的企业，如浙江金石包装有限公司、江阴宝柏包装有限公司；一类是专业从事医药包装材料研发、生产和销售的企业，如公司和江苏中金玛泰医药包装有限公司。

截至 2011 年 10 月底，我国共有各类药包材生产企业 1,500 家。公司是专业生产固体制剂类包装材料的生产企业，属于直接接触药品包装材料产业的细分行业之一。行业内生产企业数量众多，市场集中度不高，竞争较为充分；同时，行业内大部分企业规模较小，技术水平较低，缺乏专业技术和行业经验，管理水平和规模化生产能力较弱，只能生产结构简单、品种单一的产品。随着国内医药制造业的快速发展，国内日益增长的药包材市场需求也吸引国外企业通过并购或直接投资的方式参与国内竞争。

图3 与公司具备生产同类产品能力的企业数量

序号	品种名称	企业数量
1	药品包装用铝箔	130
2	聚酯/铝/聚乙烯药品包装用复合膜	78
3	聚酯胺/铝/聚氯乙烯冷冲压成型固体药用复合硬片	40
4	聚酯/镀铝聚酯/聚乙烯药品包装用复合膜	35
5	纸/铝/聚乙烯药品包装用复合膜	11
6	双向拉伸聚丙烯/铝/聚乙烯药品包装用复合膜	7
7	铝/聚乙烯药品包装用复合膜	6
8	聚酯/真空镀铝流延聚丙烯药品包装用复合膜	5
9	聚三氟氯乙烯/聚氯乙烯固体药用复合硬片	4
10	玻璃纸/铝/聚乙烯药品包装用复合膜	2
11	聚酯胺/铝冷成型固体药用复合硬片	2
12	聚酯胺/铝/聚乙烯冷冲压成型固体药用复合硬片	2
13	纸/铝药品包装用复合膜	2
14	铝/聚氯乙烯药品包装用复合膜	1

注：以上品种的药品包装材料 and 容器注册证批准日期为 2010 年 1 月 1 日-2014 年 12 月 31 日；同一控制下企业数量合并计算。

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

国外主要竞争对手

Amcor（安姆科集团）

安姆科集团公司是世界领先的软包装供应商，生产和销售的产品覆盖食品、药品、化妆品、烟草包装等领域。安姆科集团在全球 43 个国家拥有超过 180 家工厂，2014 年全球销售额约为 108.53 亿

澳元 8 (2013 年 7 月 1 日至 2014 年 6 月 30 日)。截至目前,安姆科集团国内下辖的包括江阴宝柏包装有限公司在内的数家公司具备药包材生产销售资格,在中国销售的主要医药包装产品包括泡罩覆盖铝箔、复合膜、封瓶铝箔盖膜等。

国内主要竞争对手

1) 江苏中金玛泰医药包装有限公司

江苏中金玛泰医药包装有限公司前身是连云港中金医药包装有限公司,始建于 1987 年,2004 年与日本玛泰株式会社合资并更名,是国内最早开发、生产药用包装材料的专业公司。其产品主要包括 PTP 铝箔、药用软包装复合膜和输液包装产品等。该公司客户主要包括大中型制药、日化、电子企业,并远销巴基斯坦、伊朗、菲律宾、美国、秘鲁、新加坡、俄罗斯等多个国家。

2) 浙江金石包装有限公司

浙江金石包装有限公司前身为温州康泰复合软包装厂,始创于 1992 年,目前下辖温州、嘉兴等四个生产基地和上海销售总公司,拥有吹膜、印刷、复合、分切、制袋等多种生产设备。公司主要产品包括复合包装材料、卷烟包装材料和容器包装材料,产品定位于乳品、食品、药品、日化、农化等行业。

1.4 公司的竞争优势

公司主要的竞争优势有: 1) **产品技术优势:** 公司成立以来一直注重产品技术创新与研究开发,2008 年被认定为高新技术企业,企业技术中心被认定为“松江区级企业技术中心”,下属的工程技术中心被苏州市科技局认定为“苏州市药用包装新材料工程技术中心”。公司及苏州海顺的“可在线印刷的铝箔”等 24 项产品和技术先后获得国家发明专利或实用新型专利,主要产品获得了美国 FDA 的 DMF 备案; 2) **客户优势:** 公司通过不断的市场开拓,已经逐步形成了完善的营销网络和稳定的客户群,客户遍布北京、上海、广东、江苏、浙江、山东、吉林、辽宁、河北、海南、云南等多个省市,同时部分产品还出口亚洲、南美洲及北美洲等多个国家和地区,公司和半数 2014 年度中国医药工业百强企业建立了合作关系; 3) **品牌优势:** 公司是中国医药包装协会理事单位、上海市松江区科技企业联合会的副理事长单位,并获得 2014 年度松江区创新转型示范奖,公司品牌获 2014 年度“上海名牌”、“苏州市知名商标”(2014-2017) 等称号; 4) **完善的管理体系优势:** 目前已通过 GB/T19001-2008/ISO9001:2008 质量管理体系认证、

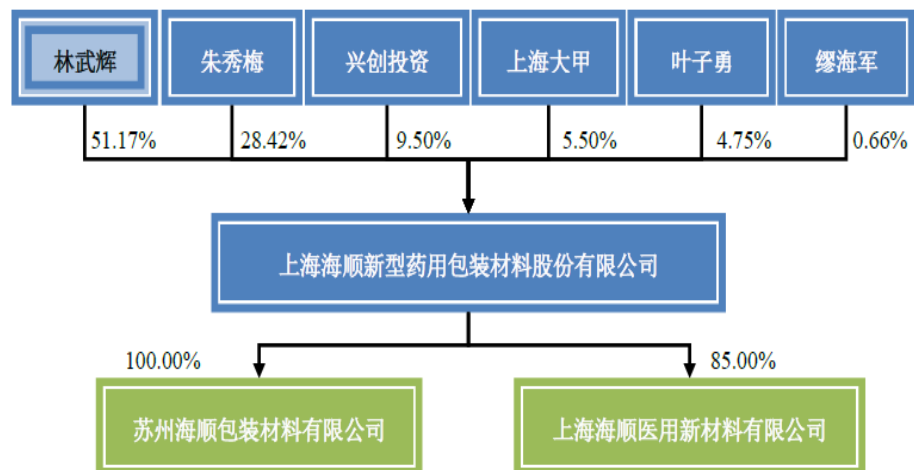
GB/T28001-2011/OHSA18001:2007 职业健康安全管理体系认证、GB/T24001-2004/ISO14001:2004 环境管理体系认证；5) **生产条件及设备优势**：公司在上海和苏州分别建立了生产基地，拥有面积超过 6000 平方米的十万级净化车间，是国内药包材主要生产企业之一，目前公司拥有各类处于行业先进水平的主要生产设备和研发检测设备 50 多台（套）。

二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司的前身海顺有限成立于 2005 年，于 2010 年整体变更为股份有限公司。公司控股股东及实际控制人为林武辉先生和朱秀梅女士（林武辉之妻），目前两人直接和通过上海大甲（林武辉先生持有 37.77% 股权）间接合计持有公司 81.67% 的股份。

图 4 发行前股东结构图



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

2.2 公司主营业务突出、净利润稳定

2012-2014 年，公司营业收入分别为 21,023.73 万元、27,736.68 万元和 28,984.97 万元，年复合增长率为 17.42%。随着国家产业政策的有力支持、药用包装材料市场需求保持稳步增长、新型药用包装材料市场发展迅速以及公司品牌效应显现，公司的技术、规模竞争优势逐步得到体现，有效满足客户需求，产品受到市场认可，公司营业收入快速增长。冷冲压成型复合硬片产品是公司主营业务收入的主要来源，2012-2014 年，冷冲压成型复合硬片销售收入分别为 11,191.49 万元、14,178.08 万元和 15,398.84 万元，占主营业务收入的比重分别为 53.27%、51.18% 和 53.20%。

2012-2014年，公司净利润分别3,405.81万元、4,447.96万元和5,429.13万元，2013年和2014年净利润增长率分别为30.60%和22.06%，盈利水平持续提高。

图5 公司按产品用途划分的收入构成情况（万元）

单位：万元

产品名称	2015年1-9月		2014年		2013年		2012年	
	金额	比例(%)	金额	比例(%)	金额	比例(%)	金额	比例(%)
冷冲压成型复合硬片	11,822.36	55.10	15,398.84	53.20	14,178.08	51.18	11,191.49	53.27
SP复合膜	5,207.50	24.27	7,617.13	26.32	8,151.82	29.42	5,274.69	25.10
PTP铝箔	3,825.11	17.83	5,015.43	17.33	4,864.51	17.56	3,635.79	17.30
其他产品	602.57	2.81	914.12	3.16	510.10	1.84	908.77	4.33
合计	21,457.54	100.00	28,945.51	100.00	27,704.51	100.00	21,010.73	100.00

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

2.3 主要产品毛利率相对稳定

2012-2014年，公司综合毛利率分别为33.83%、34.29%和35.07%，综合毛利率较为稳定，体现了公司较好的竞争力和盈利能力。公司核心产品冷冲压成型复合硬片作为国内制药行业正在逐步兴起的具有高阻隔性的新型包装材料，逐步实现进口替代产品，具有较强的竞争优势和盈利能力，毛利率水平也相对较高。

2.4 募集资金投向

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股不超过1,338万股，预计募集资金净额26,476.99万元。本次募集资金使用计划如下：

表2 募集资金投向（万元）

序号	项目名称	投资总额	募集资金投入金额	募集资金投入金额
1	年产新型药用包装材料6000吨项目	20,566.00	20,566.00	1年
2	补充流动资金	-	5,910.99	-
	合计	-	26,476.99	-

资料来源：公司招股说明书 上海证券研究所

年产新型药用包装材料 6000 吨项目

本项目拟投资建设冷冲压成型复合硬片、高阻隔高密封药品包装复合膜、可在线印刷铝箔等新型药用包装材料的生产项目。项目总投资 20,566.00 万元，拟用本次募集资金投入 20,566.00 万元，包括建设投资 15,566.00 万元，项目流动资金 5,000.00 万元。

图6 具体生产规模及进度

单位：吨

序号	产品名称	设计产能	投产后新增产能		
			T1年	T2年	T3年
1	冷冲压成型复合硬片	3500	-	2,800	3,500
2	高阻隔高密封药品包装复合膜	1500	-	1,200	1,500
3	可在线印刷铝箔	1000	-	800	1,000

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

补充流动资金

本次募集资金用于补充流动资金，金额约为 5,910.99 万元，为公司采购支付、销售、产品技术研发、人力资源优化等方面提供了充足的资金，能有效解决公司快速发展的资金短缺问题，为公司带来更多的经济效益并提升公司核心竞争力。

三、财务状况和盈利预测

3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

期间费用率稳定

公司的期间费用主要由销售费用和管理费用构成，2012-2014 年期间费用分别为 2,958.97 万元、3,909.72 万元和 3,963.25 万元，占营业收入比例分别为 14.07%、14.10%和 13.68%，基本保持稳定。

2012-2014 年销售费用分别为 1,020.85 万元、1,286.01 万元和 1,352.75 万元，占营业收入比例分别为 4.86%、4.64%和 4.67%，较为平稳，公司销售费用主要由运杂费、职工薪酬和差旅费构成，上述三项费用合计占销售费用比重分别为 76.42%、72.54%和 73.86%。

2012-2014 年管理费用分别为 1,848.69 万元、2,491.82 万元和 2,609.16 万元，占营业收入比例分别为 8.79%、8.98%和 9.00%，管理费用率基本保持稳定。管理费用中研发费用占比最大，2012-2014 年，研发费用分别为 1,013.62 万元、1,570.31 万元和 1,615.68 万元，

占管理费用的比例分别为 54.83%、63.02% 和 61.92%，主要由于公司为保持在行业内技术方面的优势，重视产品生产工艺及产品的研究开发，在研发方面不断加大投入。

图7 公司近年期间费用情况

单位:万元

项目	2015年1-9月		2014年度		2013年度		2012年度	
	金额	占营业收入比例	金额	占营业收入比例	金额	占营业收入比例	金额	占营业收入比例
销售费用	953.36	4.43%	1,352.75	4.67%	1,286.01	4.64%	1,020.85	4.86%
管理费用	2,118.51	9.85%	2,609.16	9.00%	2,491.82	8.98%	1,848.69	8.79%
财务费用	-153.82	-0.72%	1.34	0.0046%	131.89	0.48%	89.44	0.43%
合计	2,918.05	13.57%	3,963.25	13.68%	3,909.72	14.10%	2,958.97	14.07%

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

主要资产周转能力指标良好

2012-2014 年，公司应收账款周转率分别为 3.85、3.84 和 3.32 次，略低于同行业上市公司平均水平，主要由于公司处于成长阶段，业务规模的快速扩大导致应收账款快速增加。

图8 同行业上市公司应收账款周转率

单位: 次/年

公司名称	2015年1-9月	2014年度	2013年度	2012年度
上海绿新	2.25	3.42	3.98	4.88
奥瑞金	3.33	4.90	4.72	4.66
平均值	2.79	4.16	4.35	4.77
发行人	2.47	3.32	3.84	3.85

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

2012-2014 年，公司存货周转率分别为 4.48、4.98 和 6.29 次，高于同行业上市公司平均水平。公司存货管理较好，通过优化原材料库存管理和生产计划，保持了较好的整体经营能力。

图9 同行业上市公司存货周转率

单位：次/年

公司名称	2015年1-9月	2014年度	2013年度	2012年度
上海绿新	1.67	3.00	2.82	2.62
奥瑞金	5.55	6.46	6.44	6.01
平均值	3.61	4.73	4.63	4.31
发行人	4.21	6.29	4.98	4.48

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

3.2 盈利预测及主要假设

- 1) 公司的主导产品销售稳定；
- 2) 毛利率水平保持稳定。

基于以上假设，我们预计 2015-2017 年归属于母公司净利润增速 10.65%、21.75%和 19.34%，相应的稀释后每股收益为 1.12 元、1.37 元和 1.63 元。

四、风险因素

4.1 产品需求下降导致业绩下滑的风险

根据国家统计局数据，我国医药制造业增速较快，但未来存在增速放缓的可能；此外，随着新材料行业的迅猛发展，医药包装行业可能会出现替代现有药包材的革命性新材料或新技术。上述因素可能导致公司现有产品的市场需求下降，从而对公司的经营业绩产生不利影响。

4.2 主要原材料铝箔价格波动的风险

2013 年，受全球经济增速放缓、欧债危机升级以及铝行业产能持续过剩等因素影响，铝锭价格呈震荡下行趋势，未来在国内外铝企业减产等其他因素影响下，铝锭价格将产生波动。铝箔作为公司生产所需的主要原材料之一，其价格将受铝锭价格波动影响。若宏观经济、上游供应、下游行业需求等因素发生变化，或铝箔供应商发生重大变动，导致公司铝箔采购价格产生较大幅度的波动，可能会对公司经营业绩的持续稳定增长产生影响。

4.3 海外市场环境变化的风险

公司重视国际市场，经过长期以来对国际市场的开拓，销售规模快速增加。2012-2014年，公司产品国外地区销售收入分别为5,296.70万元、7,745.66万元和7,178.81万元，占当期主营业务收入的比例分别为25.21%、27.96%和24.80%。

公司国外销售地区分布较为分散，主要出口国包括越南、巴西、印度、泰国、伊朗等。随着公司产品的逐步推广，国外客户数量也将随之增加。公司一贯重视国外市场的开发与维护，并通过网络、展会等多种形式与客户进行沟通，若上述主要海外国家的政治、经济、贸易政策等发生较大变化或经济形势恶化，我国出口政策发生重大变化或我国与上述国家之间发生贸易争端等情况，可能对公司的出口业务产生不利影响。

4.4、国家对药包材产品出台新标准的风险

目前，公司产品生产涉及的质量控制标准主要依照国家药监局发布的14项国家标准执行。随着相关各方对药包材要求的不断提高，国家药监局组织中国食品药品检定研究院对2002年至2006年发布的药包材标准进行了整理和修订，形成了《国家药包材标准汇编（草案）》并已完成公开征求意见阶段即将发布。未来随着新的药包材国家标准的出台，不排除因新标准的调整而影响公司经营的可能。

4.5 管理能力无法适应规模快速扩张的风险

2012年至2014年，公司规模增长较快，资产规模、营业收入规模的年均复合增长率分别为14.34%和17.42%。同时，本次发行募集资金投资项目实施后，公司产能将大幅增加，资产规模和营业收入规模将继续快速增长。尽管公司现有管理团队均具有丰富的行业管理经验和高效的企业管理能力，但如果公司未能进一步提高管理能力、及时培养后续管理人才，则有可能无法适应公司规模快速扩张对市场开拓、营运管理、财务管理、内部控制等多方面的更高要求，影响公司的经营和发展，从而对公司短期经营业绩产生不利影响。

五、估值及定价分析

5.1 国内同类公司比较分析

基于已公布的 2014 年业绩和 2015、2016 年预测业绩的均值，同行业可比上市公司 15 年、16 年平均动态市盈率为 31.23 倍、23.45 倍，15 年、16 年医疗器械上市公司市盈率行业均值分别为 50.19 倍、42.98 倍。

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		
			2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
上海绿新	002565	8.15	-0.07	0.20	0.28	-116.43	39.99	29.49
奥瑞金	002701	23.78	1.32	1.06	1.37	18.02	22.46	17.40
行业平均						-49.21	31.23	23.45

数据来源: Wind 上海证券研究所

5.2 公司可给的估值水平及价格区间

公司预期募集资金净额 26,476.99 万元，假定募集资金净额符合预期，发行费用 2,985.77 万元，预计募集资金总额 29,462.76 万元，计划发行股份不超过 1,338 万股，全部为公开发行新股，对应每股发行价为 22.02 元，对应 14、15 年 PE 为 21.68、19.59。

考虑到公司的业务结构及市场竞争状况，我们认为给予公司 15 年每股收益 35 倍市盈率这一估值水平较为合理，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 35.76-42.91 元，相对于 2014 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 35.21-42.25 倍。

六、附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业总收入	277.37	289.85	317.51	355.31	395.32
二、营业总成本	224.36	229.03	246.92	269.37	292.76
营业成本	182.27	188.20	203.42	222.47	242.55
营业税金及附加	0.90	0.93	0.00	0.00	0.00
销售费用	12.86	13.53	14.92	16.34	17.79
管理费用	24.92	26.09	28.58	32.33	36.37
财务费用	1.32	0.01	0.00	-1.78	-3.95
资产减值损失	2.09	0.26	0.00	0.00	0.00
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	0.00	0.37	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	53.01	61.19	70.58	85.94	102.56
加: 营业外收入	0.89	3.36	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.01	0.65	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	53.89	63.90	70.58	85.94	102.56
减: 所得税	9.41	9.61	10.59	12.89	15.38
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	44.48	54.29	60.00	73.05	87.18
减: 少数股东损益	0.01	0.07	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者 的净利润	44.47	54.22	60.00	73.05	87.18
七、摊薄每股收益(元)	0.83	1.02	1.12	1.37	1.63

资料来源: Wind 上海证券研究所

附表 2 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 万元人民币)

分业务主营收入测算	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
冷铝	14,178.08	15,398.84	17246.70	19833.71	22808.76
SP 复合膜	8,151.82	7,617.13	7997.99	8397.89	8817.78
PTP 铝箔	4,864.51	5,015.43	5266.20	5687.50	5971.87
其他类	542.27	953.57	1239.64	1611.53	1933.84
合计	27,736.68	28,984.97	31,750.53	35,530.62	39,532.25
分业务增速	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
冷铝	26.69%	8.61%	12.00%	15.00%	15.00%
SP 复合膜	54.55%	-6.56%	5.00%	5.00%	5.00%
PTP 铝箔	33.80%	3.10%	5.00%	8.00%	5.00%
其他类	-41.17%	75.85%	30.00%	30.00%	20.00%
毛利率	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
冷铝	44.14%	44.91%	45.50%	47.00%	48.00%
SP 复合膜	23.77%	24.81%	25.00%	25.00%	25.00%
PTP 铝箔	21.84%	19.36%	20.00%	20.00%	21.00%
其他类	46.26%	40.70%	41.00%	45.00%	45.00%
综合	34.29%	35.07%	35.93%	37.39%	38.64%
分业务主营成本	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
冷铝	7,919.52	8,482.46	9399.45	10511.86	11860.56
SP 复合膜	6,213.82	5,727.56	5998.49	6298.41	6613.34
PTP 铝箔	3,801.90	4,044.20	4212.96	4550.00	4717.78
其他类	291.44	565.44	731.39	886.34	1063.61
合计	18,226.68	18,819.66	20,342.29	22,246.62	24,255.28

资料来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 魏贇 杜臻雁

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

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。