

日期: 2016年2月25日

行业: 特色原料药



张凤展
021-53686158
zhangfengzhan@shzq.com
执业证书编号: S0870511030001

X 射线造影剂原料药龙头

■ 投资要点

公司简介

公司是国内 X 射线造影剂原料药龙头企业, 专业从事 X 射线造影剂、喹诺酮类抗菌药等药物的原料药及中间体的研发、生产及销售。由于造影剂产品市场较好, 喹诺酮产品市场不断收缩, 到 2015 年 3 季度, 公司造影剂产品占比已经达到 80.65%。

盈利预测

我们预计公司 2015-2016 年的营业收入分别为 5.8、7.4、8.6 亿元, 同比增长 17.48%、26.83%、15.99%; 2014-2016 年的归属净利润分别为 8271、10741、13935 万元, 分别同比增长 21.37%、30.71%、29.73%。

基本假设:

- 1、公司每年新增产能基本可以消化
- 2、上海司太立由于还在建设期, 我们对该部分的产能增加暂不预期
- 3、毛利率水平稳定
- 4、费用率保持稳定

公司估值

根据公司的发展前景及行业估值水平评估, 我们认为公司的合理估值水平在 PE (2015E) 30-36 这个区间较为合适, 对应的合理价格区间为 20.55-24.66。

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	574.71	685.90	658.48	661.54	731.27
年增长率	13.45%	19.35%	-4.00%	0.46%	10.54%
归属于母公司的净利润	35.78	63.66	67.70	82.17	107.41
年增长率	-47.04%	77.89%	6.36%	21.37%	30.71%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.398	0.707	0.752	0.685	0.895

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

上市合理估值 RMB20.55-24.66

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 300
发行后总股本 (百万股) 1200
发行方式 网下询价配售
网上定价发行
保荐机构 东方花旗证券

主要股东 (IPO 前)

胡锦涛生 28.5%
胡健 25%
LanseInvestments Limited 20%

收入结构 (15Q3A)

造影剂产品 80.65%
喹诺酮产品 19.26%

报告编号: zfz16-NSP01

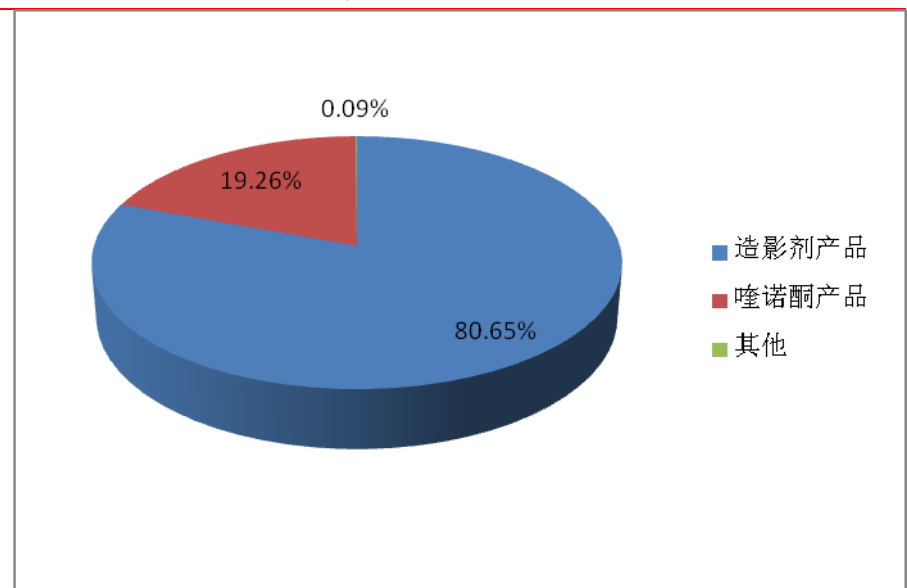
首次报告时间: 2016年2月25日

一、行业背景

1.1 公司所处的行业及其简况

公司是国内 X 射线造影剂原料药龙头企业，专业从事 X 射线造影剂、喹诺酮类抗菌药等药物的原料药及中间体的研发、生产及销售。由于造影剂产品市场较好，喹诺酮产品市场不断收缩，到 2015 年 3 季度，公司造影剂产品占比已经达到 80.65%。

图 1 公司主要业务结构 (2015Q3)



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

1.2 行业增长前景及竞争结构

1.2.1 造影剂

造影剂中 X 射线造影剂为主导

造影剂又称为对比剂，一般在医学成像过程中使用，可增加受验者影像的对比度，以便能更清晰地观察到不同的器官、细胞组织类型或躯体腔隙。根据造影原理的不同，造影剂主要分为 X 射线造影剂、磁共振造影剂和超声造影剂。

(1) X 射线造影剂：

X 射线造影剂应用于 X 射线造影检查，可分为医用硫酸钡（又称“钡餐”）和碘造影剂两类。医用硫酸钡主要用于消化道造影，而碘造影剂可用于多种器官和组织的造影。

(2) 磁共振造影剂

磁共振造影剂是一类可以改变体内局部组织中水质子的弛豫速率，提高正常与患病部位的成像对比度，从而显示体内器官的功能状态的造影介质，有助于提高磁共振成像诊断的敏感性和特异性，增强信号对比度和提高软组织图像的分辨率。

磁共振成像信号强度与物理和化学参数相关，根据对参数的影响方式，可将磁共振造影剂分为顺磁性、铁磁性和超顺磁性三类。

(3) 超声造影剂

超声造影剂也称为声学增强剂，是在超声造影时向血液中加入的声阻抗值与血液截然不同的微气泡等介质，可以使血液的散射增强，以提高血管、心腔和组织的显像。

表 1 造影剂市场状况

造影剂类型	应用领域	市场规模 (2012)		
		全球	国内样本医院放大后测算	
X 射线造影剂	医用硫酸钡			
	无机碘化合物			
	脂类碘制剂			
	碘造影剂	离子型	29.93 亿美元 (75.59%)	53.73 亿 (85.93%)
	有机碘化合物	非离子型	CT 检查中使用，血管造影、泌尿系统造影以及各种体腔造影	
磁共振造影剂	普通外科、神经内科、骨科	8.74 亿美元 (22.36%)	8.38 亿 (13.41%)	
超声造影剂	泌尿外科、医学影像科、消化外科	0.41 亿美元 (1.05%)	0.41 亿 (0.66%)	

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

根据 Newport Premium 统计，美国是世界上最大的造影剂消费市场，约占全球造影剂市场总值的 32.39%，其次是欧洲和日本。2012 年，全球造影剂市场规模为 39.08 亿美元⁴，其中，X 射线造影剂全球市场规模为 29.93 亿美元，占市场总额的 76.59%，由于检测设备的普及，X 射线造影剂是全球造影剂市场的主体；磁共振造影剂市场规模为 8.74 亿美元，占市场总额的 22.36%；超声造影剂市场规模为 0.41 亿美元，占市场总额的 1.05%。

国内样本医院放大测算后的数据显示，2008-2012 年，我国医院市场造影剂市场规模稳步增长，由 28.07 亿元增长至 62.65 亿元，复合增长率为 22.16%，高于国内药品市场的整体增长速度。2012 年，

X 射线造影剂市场规模达 53.73 亿元，约占市场总额的 85.93%；磁共振造影剂市场规模达 8.38 亿元，约占市场总额的 13.41%；超声造影剂市场规模约为 0.41 亿元，约占市场总额的 0.66%。

X 射线造影剂市场状况及发展前景

发达国家 X 射线造影剂市场用量大、且保持稳定，对于除欧洲、美国和日本之外的其他地区或国家来说，由于此前的市场规模较小，加上近些年经济快速增长、医疗设施逐步完善、人们的诊断需求逐步提高，因此这些地区的市场增长率远高于上述发达国家，尤其是中国和印度，被认为是造影剂市场的主要增长区域。X 射线造影剂原料药的需求也将随着制剂市场的增长而同步提升。

2012 年全球 X 射线造影剂中碘海醇注射液、碘帕醇注射液是最为畅销的品种，其次是碘克沙醇注射液、碘普罗胺注射液和碘佛醇注射液，前五大品种合计占 X 射线造影剂市场总额的 93.08%，

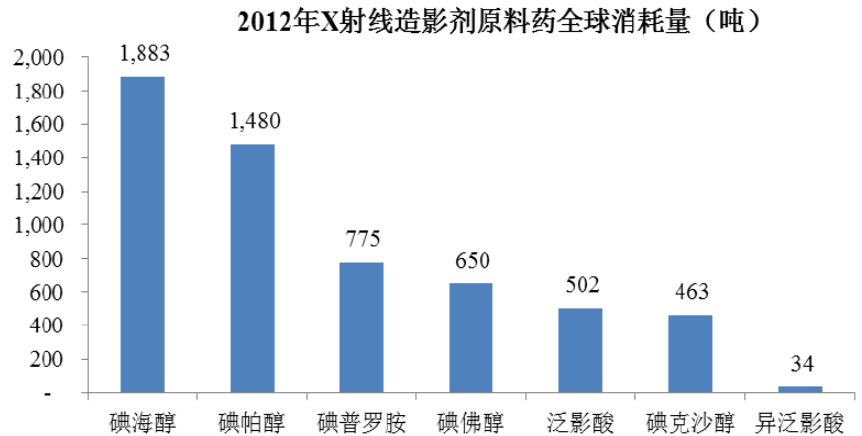
表 2 X 射线造影剂市场状况

制剂品种	市场规模（百万美元）	占比
碘海醇	981.0	32.78%
碘帕醇	774.0	25.86%
碘克沙醇	362.7	12.12%
碘普罗胺	335.5	11.21%
碘佛醇	332.8	11.12%
其他	207.0	6.92%
合计	2,993.0	100.00%

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

根据 Newport Premium 统计，2012 年主要 X 射线造影剂原料药全球用药量达到了近 6,000 吨，其中碘海醇原料药用量最多，达 1,883 吨，其次是碘帕醇原料药，达 1,480 吨。

图 2 X 射线造影剂原料药消耗量



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

碘海醇

碘海醇的全球市场规模 10.28 亿美元。2014 年碘海醇的全球市场增长率为 2.37%，在美国和欧洲市场的增长率分别为 4.33% 和 7.22%，高于全球其他国家和地区。国内样本医院放大测算后的数据显示，2014 年国内碘海醇的市场规模为 19.61 亿元，2010-2014 年的复合年增长率为 12.10%，预计到 2020 年，碘海醇在中国医院市场的份额有望突破 30 亿元。

2014 年，碘海醇原料药全球消耗量达 2,280 吨。2010-2014 年碘海醇原料药全球消耗量复合增长率为 13.30%，照此增长趋势，到 2020 年，碘海醇原料药全球消耗量有望突破 3,200 吨。根据中国医药工业信息中心数据统计，国内生产碘海醇制剂的厂家主要有四家，分别是上海通用、扬子江药业、北陆药业和湖南汉森，四家企业合计占据了国内市场 98% 左右的市场份额。上海通用采用 GE Healthcare AS 的进口原料药，是 GE Healthcare AS 碘海醇制剂的分包装企业，扬子江药业、北陆药业和湖南汉森均采用了司太立生产的碘海醇原料药。

表 3 主要碘海醇制剂生产企业市场份额

企业名称	2012 年	2011 年	2010 年
通用电气药业（上海）有限公司	51.38%	53.80%	58.05%
扬子江药业集团有限公司	33.26%	32.71%	31.08%
北京北陆药业股份有限公司	10.08%	7.93%	6.00%
湖南汉森制药股份有限公司	3.27%	3.20%	3.05%
其他企业	2.01%	2.36%	1.82%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

目前司太立碘海醇原料药产品的主要竞争对手为 GE Healthcare AS、Hovione FarmaCiencia SA（包括海神制药）和 Interpharma Praha AS。

GE Healthcare 总部位于英国,为美国通用电气公司下属医疗集团,其主要业务涵盖医学成像、信息技术、医疗诊断、患者监护系统、药物研发、生物制药技术、卓越运营和整体运营解决方案等。

Hovione FarmaCiencia SA 位于葡萄牙,为一家专门从事开发和生产原料药的国际化集团,主要市场集中在北美、欧洲和日本,集团在全球有 5 个生产基地。2008 年, Hovione FarmaCiencia SA 收购了海神制药 75% 的股份,使后者成为其全球 5 个生产基地之一,专门负责造影剂原料药的生产。

Interpharma Praha AS 位于捷克,是一家专业从事化学品、保健品及药品生产的制药企业。2008 年,该企业成为日本大冢的一员,日本大冢制药株式会社是一家集医药、保健品、保健食品、医学检验试剂等产品的研发、生产和销售为一体的综合性企业。

碘帕醇

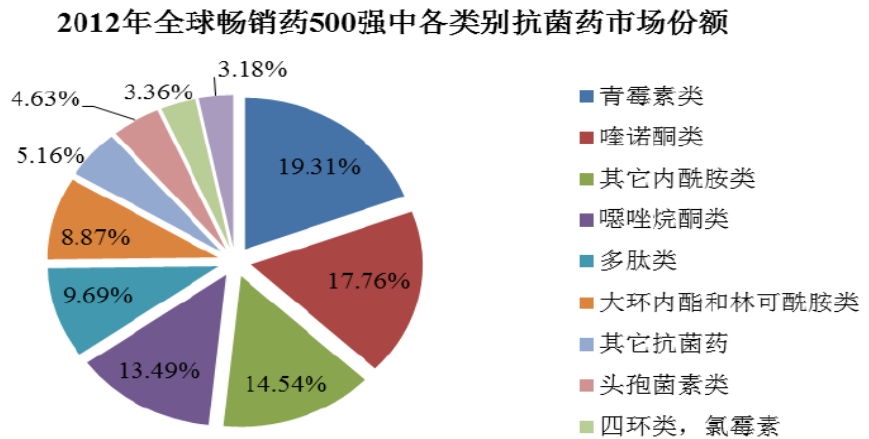
2014 年,碘帕醇的全球市场规模 6.6 亿美元。2014 年碘帕醇在美国和全球其他国家和地区的销售均下降,下降幅度分别为 1.60% 和 8.08%,然而原料药的消耗量分别增长 4.10% 和 2.83%,主要原因是碘帕醇仿制药的替代导致以销售额统计的碘帕醇市场规模下降所致。国内样本医院放大测算后的数据显示,2014 年国内碘帕醇的市场规模为 10.44 亿元,2010 至 2014 年的复合年增长率为 12.18%,预计到 2020 年,碘帕醇在中国医院市场的规模有望突破 16 亿元。

2014 年,碘帕醇原料药全球消耗量达 1,501 吨。2010 至 2014 年碘帕醇原料药全球消耗量复合增长率为 3.42%,照此增长趋势,到 2020 年,碘帕醇原料药全球消耗量有望突破 1,800 吨。

1.2.2 喹诺酮类抗菌药

入围全球畅销药 500 强中的抗菌药可大致分为喹诺酮类、青霉素类、头孢菌素类、其它内酰胺类（培南类）、噁唑烷酮类、多肽类、四环类、氨基糖苷类、大环内酯类等。Newport Premium 发布的数据显示,2012 年全球喹诺酮制剂类药物销售额合计为 61.45 亿美元。按通用名计,2012 年左氧氟沙星制剂全球销售额为 18.7 亿美元,在所有喹诺酮类品种中列第一位,环丙沙星制剂和莫西沙星制剂紧随其后,销售额分别为 17.90 亿美元和 11.64 亿美元。

图 3 抗菌药市场份额



数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

国内样本医院放大测算后的数据显示, 2012 年中国抗菌药医院市场规模为 682.9 亿元, 其中喹诺酮类药物市场规模为 59.1 亿元, 约占抗菌药市场 9% 的份额。左氧氟沙星制剂用药金额约为 27.32 亿元, 居喹诺酮类药物的首位

表 4 2012 年主要喹诺酮品种销售额及市场份额

制剂品种	市场规模 (亿元)	占比
左氧氟沙星	27.32	46.22%
莫西沙星	25.01	42.31%
帕珠沙星	2.97	5.02%
环丙沙星	1.95	3.30%
依诺沙星	0.65	1.10%
其他	1.21	2.05%
合计	59.11	100%

数据来源: 招股说明书 上海证券研究所

据 Newport Premium 数据库监测的数据显示, 2012 年全球喹诺酮类原料药消耗量共 5,920.90 吨, 较 2011 年增长 4.72%。消费量最高的为环丙沙星原料药和左氧氟沙星原料药, 分别占整个喹诺酮类药物原料药消费量的 77.56% 和 9.05%。

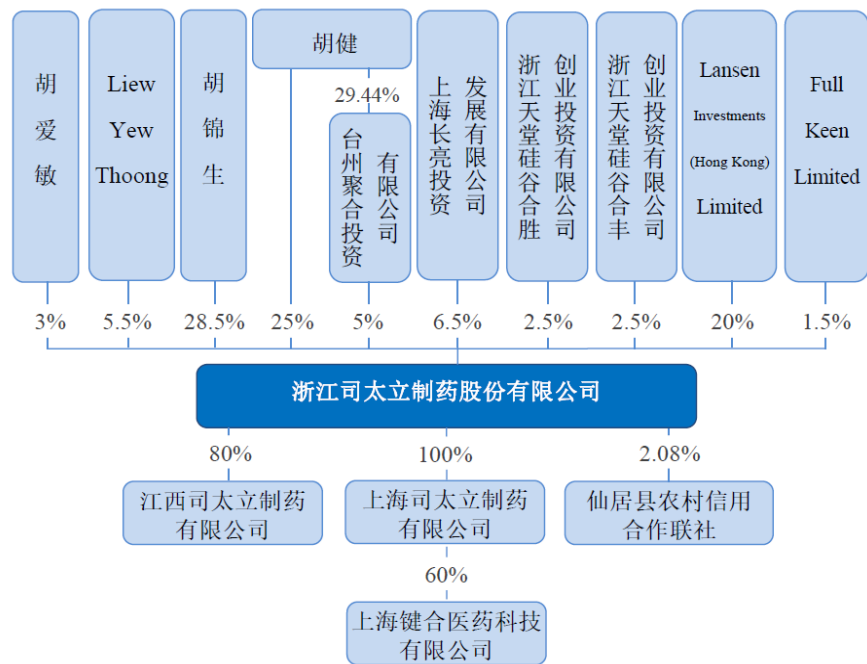
左氧氟沙星系列产品所在行业竞争较为激烈, 经过多年市场整合, 国内目前生产左氧氟沙星系列产品的企业约为 11 家, 主要集中在浙江省。产量较大的企业主要有浙江京新药业股份有限公司、浙江普洛康裕制药有限公司、江西大地制药有限责任公司、浙江朗华制药有限公司以及司太立。2012 年司太立的生产规模列全国第四位。

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

公司的实际控制人为胡建、胡锦涛父子二人，公司发行前的总股本为 9000 万股，本次公司公开发行 3000 万股新股，发行的股份占发行后总股本的比例为 25%。

图 4 股权结构



数据来源：招股说明书 上海证券研究所

表 5 公司发行前后股权结构

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	持股数 (万股)	持股比例	持股数 (万股)	持股比例
胡锦涛	2,565.00	28.50%	2,565.00	21.375%
胡健	2,250.00	25.00%	2,250.00	18.750%
Lansen Investments(Hong Kong)Limited (朗生投资(香港)有限公司)	1,800.00	20.00%	1,800.00	15.000%
上海长亮投资发展有限公司	585.00	6.50%	585.00	4.875%
Liew Yew Thoong	495.00	5.50%	495.00	4.125%
台州聚合投资有限公司	450.00	5.00%	450.00	3.750%
胡爱敏	270.00	3.00%	270.00	2.250%
浙江天堂硅谷合胜创业投资有限公司	225.00	2.50%	225.00	1.875%

浙江天堂硅谷合丰创业投资有限公司	225.00	2.50%	225.00	1.875%
Full Keen Limited (丰勤有限公司)	135.00	1.50%	135.00	1.125%
公开发行股份	—	—	3,000.00	25.00%
合计	9,000.00	100.00%	12,000.00	100.00%

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

江西司太立投产碘化物中间体及三碘异酞酰氯，碘化物中间体主要用于生产碘海醇、碘克沙醇原料药，三碘异酞酰氯主要用于生产碘帕醇、碘佛醇、碘普罗胺、碘美普尔等原料药。碘化物中间体计划建设产能 1,500 吨/年，2014 年投产，目前已投产产能为 750 吨/年。三碘异酞酰氯计划建设产能 1,500 吨/年，2015 年投产，目前已投产产能为 300 吨/年。按照 1.5 吨中间体生产 1 吨原料药的比例估算，江西司太立 3,000 吨中间体项目全部投产后，公司原料药产能预计可以增加至 2,000 吨。截至目前，公司是江西司太立碘化物中间体及三碘异酞酰氯产品的唯一客户。

上海司太立拟投产 X-CT 非离子型造影剂制剂，主要包括碘海醇制剂、碘克沙醇制剂、碘帕醇制剂、碘佛醇制剂、碘美普尔制剂等产品，计划建设产能为 1,800 万瓶/年。上海司太立仍处于建设期。

司太立生产的造影剂原料药可用于上海司太立生产基地造影剂制剂的生产，按照 1,800 万瓶的 X 射线造影剂制剂生产线年使用造影剂原料药 1,200 吨的比例估算，上海生产基地投产后，公司每年生产的造影剂原料药中 1,200 吨将用于上海司太立的生产，其余原料药将继续向国内外客户销售。

2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

2.2.1 主营业务增长

公司 2012-2014 年营收分别为 57471 万元、68590 万元、和 65848 万元（主要客户扬子江药业暂时停产影响年碘海醇销售），主营业务收入变动主要源于造影剂产品收入变动，2012-2015Q3 影剂产品收入占主营业务收入比例分别为 71.90%、84.53%、79.83%和 80.65%，

表 6 公司产品结构

项目	2015 年 1-9 月		2014 年度		2013 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
1. 造影剂产品	39,272.84	80.65%	52,028.67	79.83%	57,715.72	84.53%
其中：碘海醇	23,007.31	47.25%	34,870.80	53.51%	46,647.81	68.32%
其他产品	16,265.53	33.40%	17,157.87	26.32%	11,067.91	16.21%

2. 喹诺酮产品	9,376.59	19.26%	13,033.72	20.00%	10,361.10	15.18%
其中：盐酸左氧氟沙星	1,736.01	3.57%	2,682.75	4.12%	2,473.40	3.62%
左氧氟沙星	3,947.05	8.11%	5,757.31	8.83%	4,988.49	7.31%
其他产品	3,693.53	7.59%	4,593.66	7.05%	2,899.21	4.25%
3. 其他	45.63	0.09%	110.17	0.17%	201.34	0.29%
合计	48,695.07	100.00%	65,172.56	100.00%	68,278.16	100.00%

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

2014 年度，公司主营业务收入较 2013 年下降 3,105.60 万元，下降 4.55%，其中造影剂产品收入下降 5,687.05 万元，

国内产品销售下降主要系造影剂产品碘海醇销售收入下降造成的。2014 年公司碘海醇产品主要客户扬子江药业对碘海醇制剂生产线进行 GMP 认证，2014 年 1-4 月该生产线处于停产状态，直至 2014 年 5 月完成认证后扬子江药业才开始向公司采购碘海醇原料药。受此影响，公司向扬子江药业的销售收入下降 15,283.07 万元。

2014 年尽管公司国内销售收入有所下降，但公司海外销售业务出现了显著增长。2014 年公司海外销售收入较 2013 年增长 7,870.39 万元，海外销售收入占比由 2013 年的 22.00% 提升至 2014 年的 35.12%。

表 7. 主要产品的产能、产量及销量情况

产品名称	指标	2015 年 1-9 月	2014 年度	2013 年度	2012 年度
碘海醇	生产能力 (吨)	375.00	500.00	500.00	375.0017
	生产量 (吨)	287.56	413.23	469.17	376.74
	销售量 (吨)	278.51	405.23	495.36	340.13
	产能利用率 (%)	76.68	82.65	93.83	100.46
	产销率 (%)	96.85	98.06	105.58	90.28
盐酸左氧氟沙星	生产能力 (吨)	112.50	150.00	150.00	150.00
	生产量 (吨)	64.32	105.04	95.76	125.43
	销售量 (吨)	64.48	105.15	109.90	141.56
	产能利用率 (%)	57.17	70.03	63.84	83.62
左氧氟沙星	产销率 (%)	100.25	100.10	114.77	112.87
	生产能力 (吨)	187.50	450.00	450.00	450.00
	生产量 (吨)	128.55	199.32	209.92	292.36
	销售量 (吨)	128.43	188.76	209.76	360.43
	产能利用率 (%)	68.56	44.29	46.65	64.97
	产销率 (%)	99.91	94.70	99.92	123.28

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

2.3 主要产品毛利率变动分析

表 8 公司毛利率情况

项目	2015 年 1-9 月	2014 年度	2013 年度	2012 年度
造影剂产品	42.08%	35.37%	31.06%	31.42%
其中：碘海醇	40.14%	37.89%	34.05%	32.69%
碘克沙醇	56.83%	44.61%	36.58%	31.02%
碘化物	—	—	24.18%	30.07%
碘佛醇水解物	33.72%	25.97%	11.75%	—
碘帕醇	17.60%	14.26%	-5.04%	-17.04%
其他产品	53.76%	36.13%	-86.66%	34.96%
喹诺酮产品	14.63%	14.97%	1.93%	7.78%
其中：盐酸左氧氟沙星	6.89%	7.71%	-4.25%	-3.54%
左氧氟沙星	24.21%	23.53%	0.68%	6.39%
左氧氟羧酸	10.42%	8.10%	8.26%	22.77%
其他产品	3.78%	9.31%	18.71%	8.64%
其他	-6.36%	68.79%	12.90%	2.89%
主营业务毛利率	36.75%	31.35%	26.61%	24.77%

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

公司主营业务毛利率分存在一定的波动，主要是因为销售收入中产品结构的变化以及主要原材料碘的进口价格波动所致。相对于市场竞争激烈的左氧氟沙星和盐酸左氧氟沙星，碘海醇和碘克沙醇进入门槛较高。公司逐步减少毛利率低且处于下降趋势的左氧氟沙星和盐酸左氧氟沙星在收入中占比，扩大高毛利率产品碘海醇和碘化物等产品的生产和销售，从而保持了较高毛利率水平。

2.4 募集资金投向

募集资金拟投资于年产2035吨X射线造影剂原料药技改及扩产项目、和补充流动资金项目，项目总投资为63630万元。

表 9 募投项目情况

项目名称	项目核准情况	总投资金额	使用募集资金金额
年产 2035 吨 X 射线造影剂原料药技改及扩产项目（二期）	仙发改审批 [2012]301 号	42,817.86	42,817.86
补充流动资金	—	18,000.00	18,000.00
总投入		60,817.86	60,817.86

数据来源：招股说明书 上海证券研究所

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

由于公司不断调整产品结构，公司毛利率水平增长速度较快、略高于同是从事特色原料药生产的金城医药和普洛药业。净利率水平略高于行业平均水平。

表 10 毛利率比较 (%)

代码	名称	2015Q3	2014	2013	2012
300233	金城医药	34.79	35.17	31.04	23.65
002020	京新药业	51.31	46.60	41.05	34.75
000739	普洛药业	26.28	26.02	22.90	23.20
600521	华海药业	46.36	44.68	43.86	40.27
600267	海正药业	26.16	33.48	34.67	25.28
	平均	36.98	37.19	34.70	29.43
603520.SH	司太立	36.67	31.51	26.59	24.72

数据来源: wind 上海证券研究所

表 11 净利率比较 (%)

代码	名称	2015Q3	2014	2013	2012
300233	金城医药	14.93	10.34	7.11	5.21
002020	京新药业	13.99	8.67	6.60	3.69
000739	普洛药业	5.45	7.72	4.18	3.87
600521	华海药业	14.11	9.93	15.83	16.80
600267	海正药业	1.33	5.47	5.90	4.64
	平均	9.96	8.43	7.92	6.84
603520.SH	司太立	10.77	10.18	9.16	6.09

数据来源: wind 上海证券研究所

表 12 ROE 比较 (%)

代码	名称	2015Q3	2014	2013	2012
300233	金城医药	10.30	9.73	6.32	4.30
002020	京新药业	9.62	7.66	7.87	4.10
000739	普洛药业	7.50	13.97	9.34	10.15
600521	华海药业	9.71	8.24	11.94	17.58
600267	海正药业	0.06	4.38	6.18	6.43
	平均	7.44	8.80	8.33	8.51
603520.SH	司太立	11.80	16.08	16.74	10.84

数据来源: wind 上海证券研究所

从增速来看,公司的收入增长速度有波动,一方面和原料价格碘的波动相关,另一方面受到主要客户停产改造的影响。

表 13 收入增速比较 (%)

代码	名称	2015Q3	2014	2013	2012
300233	金城医药	12.55	15.64	13.68	1.38
002020	京新药业	14.01	26.79	13.62	20.83
000739	普洛药业	-1.12	9.79	10.78	23.69
600521	华海药业	34.09	12.57	14.00	10.22
600267	海正药业	-9.62	17.35	48.31	12.41
	平均	9.98	16.43	20.08	13.71
603520.SH	司太立	0.00	-4.00	19.35	13.45

数据来源: wind 上海证券研究所

表 14 净利润增速比较 (%)

代码	名称	2015Q3	2014	2013	2012
300233	金城医药	56.95	60.60	102.47	(19.87)
002020	京新药业	50.12	96.22	84.61	33.51
000739	普洛药业	-5.41	38.11	1894.36	350.23
600521	华海药业	68.14	-21.03	7.28	29.54
600267	海正药业	-120.43	-16.71	(8.59)	(47.67)
	平均	9.87	31.44	416.03	69.15
603520.SH	司太立	0.00	4.91	92.91	(54.03)

数据来源: wind 上海证券研究所

从运营指标来看,公司的应收账款周转速度较快,存货周转速度低于行业平均水平,主要是由公司产品特点造成。公司主要产品为特色原料药,平均生产周期较长,如碘海醇原料药的生产需要约 45 天,因此其备货量相对大宗原料药生产企业更高;其次,公司主要客户均系国内外大型医药生产或销售企业,这些客户单次采购额较大。

表 15 应收账款周转率比较

代码	名称	2015Q3	2014	2013	2012
300233.sz	金城医药	3.01	3.88	3.36	3.35
002020.sz	京新药业	5.41	7.52	7.86	9.98
000739.sz	普洛药业	4.55	6.20	6.33	8.62
600521.sh	华海药业	2.88	3.88	4.33	4.45
600267.sh	海正药业	4.88	7.80	8.98	7.63
	平均	4.15	5.86	6.17	6.81
603520.SH	司太立	6.75	11.34	12.62	8.85

数据来源: wind 上海证券研究所

表 16 存货周转率比较

代码	名称	2015-9-30	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31
300233.sz	金城医药	4.09	5.52	6.2	6.07
002020.sz	京新药业	2.75	3.83	3.47	3.71
000739.sz	普洛药业	3.52	5.14	5.36	6.86
600521.sh	华海药业	1.44	1.82	1.61	1.69
600267.sh	海正药业	2.65	4.18	4.32	4.59
	平均	2.89	4.1	4.19	4.58
603520.SH	司太立	1.48	2.49	2.8	2.52

数据来源: wind 上海证券研究所

3.2 分业务收入和毛利预测

我们预计公司 2015-2016 年的营业收入分别为 5.8、7.4、8.6 亿元，同比增长 17.48%、26.83%、15.99%；2014-2016 年的归属净利润分别为 8271、10741、13935 万元，分别同比增长 21.37%、30.71%、29.73%。

盈利关键假设如下：

基本假设：

- 5、公司每年新增产能基本可以消化
- 6、上海司太立由于还在建设期，我们对该部分的产能增加暂不预期
- 7、毛利率水平稳定
- 8、费用率保持稳定

表 16 收入毛利率假设

产品	2017	2016	2015
1. 造影剂产品	68,108	58,738	52,498
g	16%	12%	1%
其中：碘海醇	39,426	33,798	30,811
g	17%	10%	-12%
其他产品	28,682	24,940	21,687
g	15%	15%	26%
2. 喹诺酮产品	14,323	13,488	12,877
g	6%	5%	-1%
其中：盐酸左氧氟沙星	2,152	2,153	2,314
g	0%	-7%	-14%
左氧氟沙星	6,212	5,918	5,638
g	5%	5%	-2%
其他产品	5,959	5,417	4,925
g	10%	10%	

3. 其他	150	150	100
合计	82,581	72,376	65,475
g	14%	11%	0%
毛利率	2017	2016	2015
造影剂产品	41.00%	41.00%	41.00%
喹啉酮产品	14.50%	14.50%	14.65%
其他	50.00%	50.00%	0.00%
综合毛利率	36%	36%	36%

数据来源：上海证券研究所

四、风险因素

原材料价格波动以及原材料供应风险

公司 X 射线造影剂原料药产品的主要原材料为碘。碘的价格直接影响到公司原材料的采购及成本。募集资金投资项目建成投产后，公司产能进一步扩大，对原材料的需求量也将相应增长，原材料的价格及供应将对公司产生较大影响。

主要客户集中风险

公司前五大客户占比较高，公司作为扬子江药业碘海醇原料药的主要供应商与其进行配套。市场竞争格局及供应关系导致公司对扬子江药业的销售较为集中。若扬子江药业减少甚至停止对公司碘海醇原料药的采购，将对公司经营业绩产生不利影响。

药品价格波动风险

药品取消政府定价后，药品价格将会根据市场竞争情况确定，可能会出现波动。药品价格的波动将通过下游制剂厂商传导并影响公司原料药的销售价格。若药品价格出现大幅下降的情形，将对公司的经营业绩产生不利影响。

五、估值及定价分析

根据公司的发展前景及行业估值水平评估，我们认为公司的合理估值水平在 PE（2015E）30-36 这个区间较为合适，对应的合理价格区间为 20.55-24.66。

表 17 相对估值比较

证券代码	简称	股价	EPS14A	EPS15E	EPS16E	EPS17E	14PE	15PE	16PE	17PE
300233.sz	金城医药	25.58	0.43	0.61	0.79	0.91	60	42	32	28
002020.sz	京新药业	27.81	0.34	0.57	0.90	1.17	83	48	31	24
000739.sz	普洛药业	6.61	0.28	0.24	0.31	0.38	24	28	21	17

600521.sh	华海药业	27.04	0.33	0.55	0.72	0.95	81	49	38	29
600267.sh	海正药业	11.82	0.32	0.03	0.20	0.00	37	408	59	
	平均	19.77	0.34	0.40	0.58	0.68	56.79	115.02	36.30	24.44

数据来源: wind 上海证券

六、附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

利润表	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	574.71	685.90	658.48	661.54	731.27	834.37
减: 营业成本	432.63	503.52	451.02	425.01	467.43	530.49
营业税金及附加	2.77	3.87	3.82	3.84	4.24	4.84
营业费用	10.31	9.37	9.37	10.11	11.17	12.75
管理费用	65.59	71.30	85.96	93.14	106.03	120.98
财务费用	25.76	27.18	32.92	36.23	19.44	4.72
资产减值损失	0.61	0.37	0.49	0.49	0.49	0.49
加: 投资收益	0.24	0.40	0.11	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	37.29	70.70	75.02	92.72	122.47	160.10
加: 其他非经营损益	4.43	3.11	4.83	4.12	4.12	4.12
利润总额	41.72	73.81	79.85	96.85	126.59	164.23
减: 所得税	6.72	11.01	12.82	15.50	20.25	26.28
净利润	35.00	62.80	67.03	81.35	106.34	137.95
减: 少数股东损益	-0.79	-0.86	-0.68	-0.82	-1.08	-1.40
归属母公司股东净利润	35.78	63.66	67.70	82.17	107.41	139.35

数据来源: wind 上海证券

分析师承诺

分析师 张凤展

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。

免责条款

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条款具有修改权和最终解释权。