

日期: 2010 年 02 月 24 日

行业: 化学制剂



医药行业研究小组 赵冰



021-53519888*1902



Zhaobing1704@hotmail.com

主导产品面向基层医疗市场

IPO 询价区间 RMB 12.40-14.88
 首日定价区间 RMB 15.50-18.60

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 30
 发行后总股本 (百万股) 120
 发行方式 网下询价配售 20%
 网上定价发行 80%
 保荐机构 东方证券

主要股东 (IPO 前)

浙江亚太集团有限公司 60%
 绍兴县亚太房地产有限公司 17.70%

收入结构 (MRQ)

抗生素类 83.64%
 抗病毒药 5.88%
 消化系统类 4.43%
 心血管类 3.52%

报告编号: ZB10-NSP03

■ 投资要点

主导产品市场地位突出

2007 年, 公司的罗红霉素胶囊产量位居全国第一位、阿奇霉素分散片产量位居全国第二位、头孢氨苄胶囊产量位居全国第四位。

营业收入和利润稳步增长

2008 年, 公司营业收入较 2007 年增长 21.23%, 主要系在销售价格整体保持稳定的情况下, 公司产品销量较上年增长 35.68% 所致。2009 年公司营收较 2008 年增长 3.43%, 主要系在产能受限的情况下, 公司通过调整产品结构所致。

上市 6 个月内的估值区间为 15.50-18.60 元

公司主要产品为抗生素类系列产品, 属于化学制剂行业。公司在细分品种上, 如罗红霉素胶囊、阿奇霉素分散片、头孢氨苄胶囊, 处于国内领先地位。其他产品, 如克拉霉素、奥美拉唑等系列产品收入增长明显, 市场前景也较广阔。但是, 我国化学制剂药行业生产缺乏规模化、集约化, 市场集中度低, 重复生产现象严重, 市场竞争激烈。综合考虑可比上市公司的估值, 考虑到公司主导产品在各自细分领域均拥有一定的优势, 我们认为给予公司 10 年每股收益 30-36 倍市盈率区间这一稍低于可比公司平均的估值水平较为合理, 相应地, 公司合理估值区间为 15.50-18.60 元, 相对于 2009 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 38.63-46.35 倍。

建议询价区间为 12.40-14.88 元

考虑到一、二级市场 20% 的折让, 我们建议询价区间为 12.40-14.88 元, 相对于 2009 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 30.90-37.08 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	415.43	429.67	473.04	551.39
年增长率 (%)	21.23%	3.43%	10.10%	16.56%
归属于母公司的净利润	41.61	48.15	62.00	80.85
年增长率 (%)	6.45%	15.72%	28.75%	30.40%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.35	0.40	0.52	0.67

注: 有关指标按最新总股本为 120 百万股计算

一、行业背景

发行人的行业分类及简况

公司专业从事化学制剂药的开发、生产与销售，目前正在生产的有 5 种剂型、63 种通用名药品品种、89 个药品规格，治疗领域涉及抗生素、抗病毒、心血管、消化系统、解热镇痛等五大类。公司主导药品为罗红霉素胶囊、头孢氨苄胶囊、阿奇霉素分散片及注射用阿奇霉素等，抗感染药物是公司主要的收入及利润来源。09 年，公司实现销售收入 4.30 亿元，实现净利润 0.48 亿元。公司业务属化学制剂行业。

行业增长前景

化学制剂药行业作为三大制剂制药行业之一，其发展趋势在总体上与我国医药行业的发展是一致的。随着国家经济的进一步发展、人民消费水平的提高、人口老龄化社会的到来、国家新医改的推进、全民医保的实施，未来将保持较快的增长，其中化学制剂药行业中的基本药物市场增长速度将高于行业的整体水平。

1998 年，全球抗感染药物市场总销售额达 400 亿美元，约占全球治疗性药物市场总销售额的 10%；其中，抗生素类占据最大份额，总销售额约 250-260 亿美元；抗病毒类占居第二位，总销售额约 55-56 亿美元；抗真菌类位居第三位，总销售额约 40-42 亿美元；其余为疫苗和抗生物药等抗感染药小品种。在全球抗生素市场中，头孢菌素和大环内酯是全球最大的两类抗生素药物。2006 年，这两类药物分别占全球抗生素市场份额的 27% 和 20%。此外，各类抗生素增长速度不尽相同，例如在呼吸道感染的治疗中有广泛应用的大环内酯类是增长最快的一类抗生素，2001-2005 年复合增长率为 7.9%。

在我国，抗感染药物是用量最大的药物，符合我国作为发展中国家的国情，与我国目前的卫生环境、人民身体素质、健康意识、消费水平相一致。2005 年-2008 年，我国全身用抗感染药物医院销售金额平均增长率达到 25.95%。在未来较长的时期内，抗感染药物还将是我国最主要的化学制剂药；并且在医疗保险改革实施后，随着基本药物的进一步推广，抗感染药物的市场容量仍将持续增长。

行业竞争结构及公司的地位

我国化学药品制剂行业呈现生产企业众多、产品品种繁多的特点，市场集中度不高，市场中销量大的产品绝大多数为仿制药，市场竞争主要体现在产品规模、产品价格、销售渠道、研发能力等方面。根据 2007 年我国化学药品制剂工业收入情况，公司在整个化学药品制剂行业中排名第 34 位。2007 年，公司的罗红霉素胶囊产量

位居全国第一位、阿奇霉素分散片产量位居全国第二位、头孢氨苄胶囊产量位居全国第四位。公司在上述产品中主要的竞争对手包括：吉林道君药业股份有限公司、汇仁集团公司、山东鲁抗医药集团有限公司、大连辉瑞制药有限公司、广东丽珠医药集团、扬子江药业、江苏恒瑞医药股份有限公司、Roussel-Uclaf 公司、江苏阿斯利康（无锡）制药有限公司、江苏常州四药制药有限公司、江苏扬州奥塞康药业有限公司等。

1) 罗红霉素胶囊的行业竞争情况

在国内市场上，国产罗红霉素与合资产品疗效相仿，而价格差距较大，因此国产罗红霉素竞争优势明显，占据了国内市场的大部分份额。公司生产的“亚力希”牌罗红霉素胶囊在国内市场已处于领先地位，2007 年产量位列全国第一。我国罗红霉素产品市场集中度较高，在罗红霉素市场中，公司凭借品质优势、价格优势、品牌优势成为该细分行业的龙头生产企业。罗红霉素作为一个成熟的医保类产品，目前进入一个相对平稳的发展阶段，但医疗体制改革的推进将促进低价成熟医保药品的销售，性价比较高的罗红霉素药物未来的发展将受益于医保市场的增长。

表 1 2007 年 150mg 罗红霉素胶囊产量前五名情况

序号	企业名称	产量（万粒）
1	浙江亚太药业股份有限公司	35,977.75
2	哈药集团有限公司	16,493.18
3	扬子江药业集团有限公司	13,189.27
4	浙江京新控股有限公司	8,041.34
5	湖南千金湘江药业股份有限公司	3,967.33

数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

2) 阿奇霉素的行业竞争情况

阿奇霉素是一种广谱抗生素，其对临床上多种常见致病菌有效，因此临床应用较广泛。2005 年 10 月阿奇霉素专利保护到期后，仿制药迅速在全球范围内得到普及。阿奇霉素已被载入《国家基本医疗保险药品目录》，医院处方药的销售额逐步上升，同时也带动了药品零售市场。2003-2008 年，阿奇霉素在抽样医院用药额年平均增长率为 5.52%，已多年保持大环内酯类抗生素中用药额最多的品种。2007 年阿奇霉素全国销售额超过 20 亿元。公司生产的“齐迈星”牌阿奇霉素分散片，凭借质量、价格、品牌等优势占据了有利的市场竞争地位，成为该细分行业的主要生产企业。公司的目标市场集中在基层医疗市场，随着医疗改革的推进，公司的阿奇霉素销售具有良好增长的潜力。

表 2 2007 年我国 250mg 阿奇霉素片剂产量前五名情况

序号	企业名称	产量 (万片)
1	上海现代制药股份有限公司	6,128.63
2	浙江亚太药业股份有限公司	4,340.96
3	桂林集琦药业有限公司	3,302.35
4	丽珠医药集团有限公司	3,226.24
5	上海天龙药业有限公司	2,631.32

数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

3) 头孢氨苄的行业竞争情况

头孢类药是目前抗感染类药物中用药市场最大的一类药物，在我国前十大畅销药物中，头孢类药占据了三位。头孢类药物种类众多，2006 年在样本医院中使用的头孢品种达到 43 种，而更多的头孢新品正在不断涌现。目前，第一代头孢正从大医院逐步转向更为广阔的基层市场。2009 年 8 月 18 日卫生部发布的《国家基本药物目录》中涉及口服头孢类药品的有两项，分别为头孢氨苄和头孢呋辛。由于口服抗生素是基层医疗机构的主要需求药物，因此过敏反应率低、性价比更优的口服头孢类抗生素将会迎来更大的发展空间。公司生产的头孢氨苄胶囊产品销售区域主要为全国范围内的连锁药店、中小城市的各级医院、城市社区卫生中心和县级医院、乡镇卫生院、诊所等基层医疗市场，在国内市场占有率处于领先地位。

表 3 2007 年我国 125mg 头孢氨苄胶囊产量前五名情况

序号	企业名称	产量 (万片)
1	吉林道君药业股份有限公司	155,722.00
2	汇仁集团公司	135,962.16
3	山东鲁抗医药集团有限公司	95,683.85
4	浙江亚太药业股份有限公司	61,801.08
5	哈药集团有限公司	39,349.84

数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司竞争优势

公司的竞争优势主要体现在：1) 主导产品市场地位突出。公司主要从事市场前景广阔的化学制剂药的生产研发和销售，主导产品产销量多年来居全国前列，具备突出的市场地位优势。2) 基层医疗市场优势。公司将充分利用现有基层终端市场的营销网络优势，凭借自身产品安全、有效、价廉的优势，加大对经销商及终端客户的开发，继续巩固和强化市场开拓，提高市场占有率。公司业务今后

将随着基层医疗市场的飞跃式增长而快速发展。3)基本药物的规模优势。公司重点发展大众基本药物,主要产品属于能够满足人民群众重点卫生保健需要的药物。公司产品种类丰富,结构合理,且集中于医保品种,基本药物所占比例较高。随着国家基本药物制度的实施,在基层医疗市场,公司现有品种中列入国家基本药物目录的产品销量将会明显增加。4)品质控制优势。公司药品生产严格按GMP标准实施,公司的冻干粉针、粉针(头孢菌素类)、普通胶囊、普通片剂、青霉素片剂、青霉素胶囊、头孢类胶囊、透皮贴剂(激素类)等生产车间均已通过国家GMP认证。最近三年以来,公司产品未发生重大不良反应。

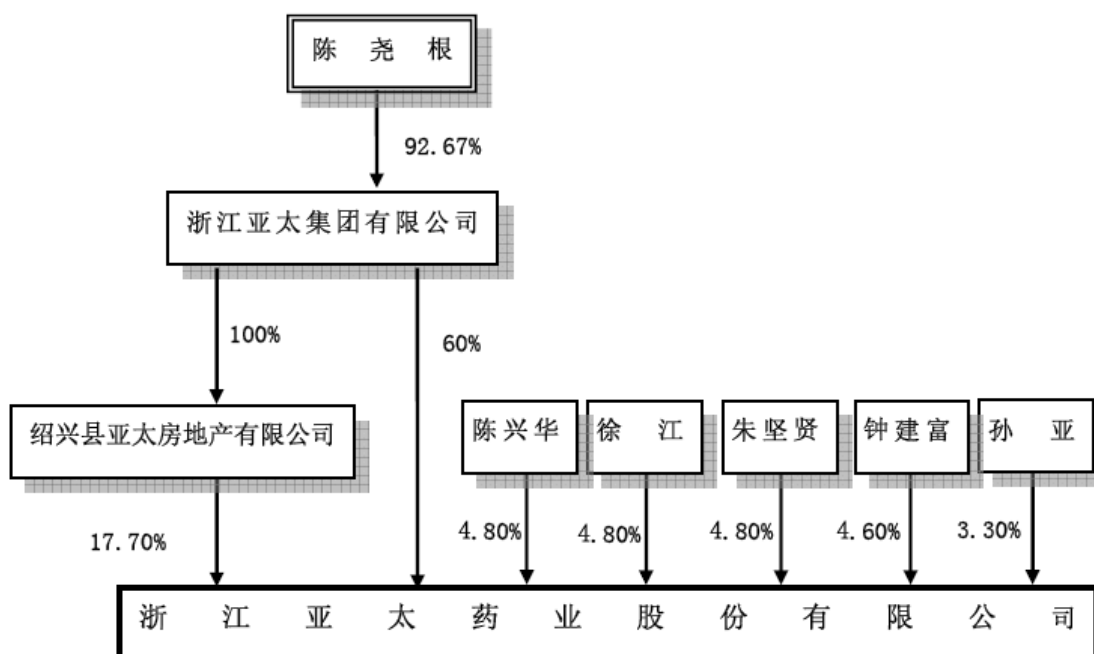
二、公司分析及募集资金投向

公司历史沿革及股权结构,实际控制人的简况

公司是经浙江省人民政府企业上市工作领导小组以浙上市[2001]128号文批准,由浙江亚太集团有限公司、绍兴县鼎力贸易有限公司、中国医药集团上海公司、浙江荣盛建设发展有限公司和绍兴县利盛物资有限公司等5家法人共同发起设立的股份有限公司。公司成立前,亚太集团从事的主要业务为药品和纺织品的生产经营、纺织品批发市场的开发经营及房地产业务等。公司成立后,除股份公司外,亚太集团不再从事药品的生产经营,主要业务为纺织品的生产经营,纺织品批发市场的开发经营及房地产业务等。

公司控股股东亚太集团的董事长陈尧根先生为公司的实际控制人。陈尧根通过持有亚太集团92.67%的股权以及亚太集团的全资子公司亚太房地产,在本次发行前间接控制本公司77.70%的股权。本次发行后,陈尧根仍将间接控制公司合计58.28%的股权,陈尧根现任公司董事。

图 1 发行人股东结构图



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司业务简况及收入利润结构变化

公司专业从事化学制剂药的开发、生产与销售，公司主营业务突出，报告期内公司主营收入保持快速增长，2009 年、2008 年公司营业收入分别较上年增长 3.43%、21.23%，保持了较快的发展势头，目前，公司产品的产销率已超过 90%。抗生素类药品是公司的主导产品种类，2009 年、2008 年、2007 年，公司抗生素类药品收入占营业收入的比例分别为 83.64%、86.20%、88.35%；就产品结构而言，2009 年、2008 年、2007 年，公司收入前十名产品收入占营业收入的比例分别为 68.51%、70.71%、74.55%。

图 2 公司近年来收入及净利润增长

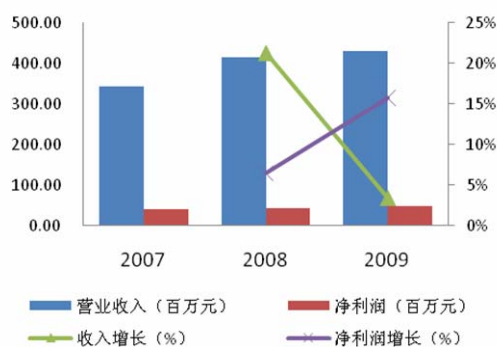
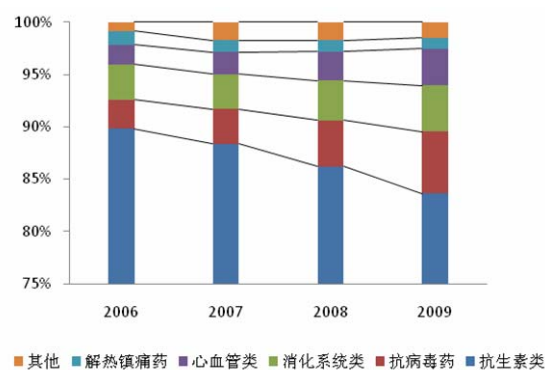


图 3 公司主营收入结构



资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

募资项目

本次 IPO 计划实施三个募集资金项目（表 4），拟投资总额为 23,596 万元。本次发行的募集资金将主要用于主营业务规模的扩大，项目达产后将使公司新增 5,800 万支冻干粉针剂、8,500 万支粉针剂、3.3 亿片普通片剂、4.3 亿粒普通胶囊、6.2 亿粒头孢类胶囊的生产能力。本次募集资金运用项目一旦顺利实施并投产，将进一步提升公司产品的市场份额和盈利能力，同时加强公司的研发能力，增强公司的整体竞争实力。

表 4 公司募集资金的项目计划概况

序号	项目名称	投资额（万元）
1	研发质检中心新建工程	3,233
2	新建年产胶囊 4.3 亿粒生产线项目	3,801
3	新建年产冻干粉针剂 5,800 万支生产线项目	7,129
4	新建年产粉针剂 8,500 万支生产线项目	4,756
5	扩建年产片剂 3.3 亿片生产线项目	2,592
6	扩建年产头孢类胶囊 6.2 亿粒生产线项目	2,085
合计		23,596

数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

新建年产冻干粉针剂 5,800 万支生产线项目

项目建成后，将主要用于生产注射用阿奇霉素、注射用加替沙星、注射用更昔洛韦、注射用泮托拉唑钠、注射用利巴韦林、注射用阿昔洛韦、注射用奥扎格雷钠等产品。项目总投资 7,129 万元，其中建设投资 5,967 万元，流动资金投资 1,162 万元。项目建设期 1 年，投产期 2 年，达产期 8 年，计算期 11 年，投产第一年达到设计能力的 60%，第二年达到设计能力的 80%，后续年份达到 100%。项目完全达产后（产能利用率为 100%），预计实现年销售收入 8,650 万元，税后利润 1,576 万元。项目税后内部收益率 24.29%、税后投资回收期 5.09 年（含建设期 1 年）。

新建年产粉针剂 8,500 万支生产线项目

项目建成后，将主要用于生产注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠、注射用头孢曲松钠、注射用头孢呋辛钠等产品。项目总投资 4,756 万元，其中建设投资 3,883 万元，流动资金投资 873 万元。项目建设期 1 年，投产期 2 年，达产期 8 年，计算期 11 年，投产第一年达到设计能力的 60%，第二年达到设计能力的 80%，后续年份达到 100%。在项目完全达产后（产能利用率为 100%），预计实现年销售收入 15,895 万元，税后利润 1,135 万元。项目税后内部收益率 25.88%，

税后投资回收期 4.95 年(含建设期 1 年)。

扩建年产片剂 3.3 亿片生产线项目

项目建成后,将主要用于生产阿奇霉素分散片、左氧氟沙星片、氯唑沙宗片、依托杜度酸片、螺内酯片等产品。项目总投资 2,592 万元,其中建设投资 1,967 万元,流动资金投资 625 万元。项目建设期 1 年,投产期 2 年,达产期 8 年,计算期 11 年,投产第一年达到设计能力的 60%,第二年达到设计能力的 80%,后续年份达到 100%。在项目完全达产后(产能利用率为 100%),预计实现年销售收入 7,861 万元,税后利润 998 万元。项目税后内部收益率 38.32%,税后投资回收期 4.00 年(含建设期 1 年)。

新建年产胶囊 4.3 亿粒生产线项目

项目建成后,将主要用于生产罗红霉素胶囊、奥美拉唑肠溶胶囊、克拉霉素胶囊等产品。项目总投资 3,801 万元,其中建设投资 2,987 万元,流动资金投资 814 万元。项目建设期 1 年,投产期 2 年,达产期 8 年,计算期 11 年,投产第一年达到设计能力的 60%,第二年达到设计能力的 80%,后续年份达到 100%。在项目完全达产后(产能利用率为 100%),预计实现年销售收入 8,510 万元,税后利润 914 万元。项目税后内部收益率 26.49%,税后投资回收期 4.92 年(含建设期 1 年)。

扩建年产头孢类胶囊 6.2 亿粒生产线项目

项目建成后,将主要用于生产头孢氨苄胶囊、头孢泊肟脂胶囊、头孢拉定胶囊、头孢克洛胶囊等产品。项目总投资 2,085 万元,其中建设投资 1,437 万元,流动资金投资 648 万元。项目建设期 1 年,投产期 2 年,达产期 8 年,计算期 11 年,投产第一年达到设计能力的 60%,第二年达到设计能力的 80%,后续年份达到 100%。在项目完全达产后(产能利用率为 100%),预计实现年销售收入 8,697 万元,税后利润 832 万元。项目税后内部收益率 37.21%,税后投资回收期 4.19 年(含建设期 1 年)。

研发质检中心新建工程

为满足公司发展的需要,公司拟利用本次募集资金,改建、扩建研发质检中心。项目总投资 3,233 万元,其中建设投资 2,833 万元,流动资金投资 400 万元。项目的效益将集中体现在公司总体财务效益中。

三、财务状况和盈利预测

综合毛利率不高,但销售费用率较低

2008 年,公司主营综合毛利率为 27.35%,同行业公司平均毛

利率为 33.12%；公司销售费用率为 6.60%，同行业公司平均为 13.47%。由于各医药企业的产品结构、目标市场、营销模式存在差异，不同医药企业之间的毛利率、销售费用率差异较大。公司的产品主要针对基层医疗市场，产品市场容量很大。该类药品已经被市场熟悉且形成了一定的用药习惯，不需要投入高昂的广告和推广费用。且该类药品生产工艺成熟、原料药供应充足，生产企业通过形成规模效应提升盈利水平。此外，公司的市场定位于以中小城市医院、零售药店、县镇乡医院以及村卫生所等基层医疗市场。针对面广点多的市场特点，公司通过参与各地政府采购招标获得市场进入资格，以分布全国各地的销售网络为基础，与各地的拥有分销和配送能力的医药商业企业建立紧密合作关系，联合进行市场开拓，直接配送到分散在全国各地、数量众多的终端，中间环节少、销售渠道简单、销售费用低。公司的综合毛利率水平虽居于同行业上市公司的中下游水平，但较低的销售费用率提高了公司的销售净利润率水平。

营业收入和利润稳定增长

2008 年，公司营业收入较 2007 年增长 21.23%，主要系在销售价格整体保持稳定的情况下，公司产品销量较上年增长 35.68% 所致。2008 年，公司主营业务利润较 2007 年增长 22.46%，主要原因：1) 公司营业收入继续保持稳定增长；2) 公司进一步根据市场需要，优化产品结构，导致产品综合毛利率上升；3) 从 2008 年 1 月 1 日起，公司执行 25% 的企业所得税率，公司所得税负下降。但是由于公司营销人员差旅费、业务招待费及业务宣传费等费用上升较快，2008 年公司净利润收入较上年增长 6.45%，扣除非经常性损益的归属母公司净利润较上年增长 13.72%。

2009 年公司营收较 2008 年增长 3.43%，主要系在产能受限的情况下，公司通过调整产品结构所致。2009 年主营业务利润较 2008 年增长 13.39%，主要原因包括：1) 原料药价格相对下跌，导致公司成本降低所致；2) 公司进一步根据基本药物市场需求，调整产品结构，导致产品综合毛利率上升。

应收账款周转率、存货周转率等资产周转能力指标好于可比公司

公司一直高度重视客户的信用管理和应收账款的回款质量，最近 3 年应收账款周转率平均为 6.96 次，行业平均为 4.75。公司保持了较高的周转速度，说明公司应收账款管理良好。最近 3 年公司存货周转率平均为 5.34 次，行业平均为 3.09，存货周转率较好。2007-2009 年，公司存货周转率基本保持稳定，存货资产周转速度较快。报告期内，存货周转率略有下降的主要原因系受金融危机和国家医疗体制改革方案推进速度的影响，2008 年下半年及 2009 年

上半年各级医药经销商加快消化库存，减少采购，一定程度上降低了公司存货周转速度。随着国内外经济逐步复苏及 2009 年 11 月国家医改方案实施细则的出台，医药经销商采购量加大，公司产品保持产销两旺的态势，存货周转速度明显加快。公司从生产计划、原材料采购、作业安排、产品销售到资金回笼各环节的管理和衔接均较好。

盈利预测与主要假设

1) 公司的主导产品均包括片剂、粉针、胶囊等多种剂型。受产能限制，公司各生产线均已满产，报告期的营收增长主要通过调整产品结构所致。根据敏感性分析，在价格、成本、销量三项因素中，价格变动对公司主要产品毛利率的敏感性传导作用最强。我们假设未来三年公司营业收入的变化主要是由于产品的价格变化。

2) 预计公司募投项目于 2012 年投产并逐年释放产能。

3) 抗病毒、消化系统、心血管类药品将维持高速增长，并将成为公司未来新的利润增长点。

4) 由于亚太药业的产品主要针对基层医疗市场，且该类药品已经被市场熟悉且形成了一定的用药习惯，不需要投入高昂的广告和推广费用。加之受益规模效应，预计公司的营业费用率与管理费用率维持稳定。

5) 化学制剂药生产企业的产品种类较多，在遭遇单个品种原料药供应紧张时，可以通过调节产品结构等方式在一定程度上降低原料药供应紧张的影响；因此，化学制剂药生产企业在原料药采购中拥有一定的议价权，预计随着生产规模的扩大，公司主导产品的毛利将维持稳中有升趋势。

基于以上假设，预计 2010-2012 年归于母公司的净利润将实现年递增 28.75%、30.40% 和 32.81%，相应的稀释后每股收益为 0.52 元、0.67 元和 0.89 元。

四、风险因素

市场竞争的风险

我国化学制剂药行业的广阔前景吸引了国内众多企业加入，生产企业多达千家，但也导致我国化学制剂药行业生产缺乏规模化、集约化，市场集中度低，同一品种产品质量参差不齐，低水平重复生产现象严重，市场竞争激烈。此外，随着药品进口关税的明显下降，更多的国外药品进入国内市场，也进一步加剧了国内医药市场的竞争。

产品价格下降的风险

公司 89 个药品规格中，24 个被列入甲类医保用药、46 个被列入乙类医保用药，上述列入医保目录的药品由政府制定最高零售价格。随着新药的不断涌现和仿制药的普及，药品价格总体上是下降的趋势。另外，我国化学制剂药行业生产企业众多，价格措施依然是主要的竞争手段之一。虽然公司的成本控制得当，主要产品利润率较好，保持了一定的价格调整空间，但产品市场价格波动仍然会对公司盈利能力产生影响。

环保风险

公司属于化学制剂企业，产品生产过程中会产生少量废水、废气、固体废弃物、设备噪声，如果处理不当会对环境造成一定影响。国家及地方政府可能在将来颁布新的法律法规，提高环保标准，使本公司支付更高的环保费用。另外，随着本次募集资金投资项目和本公司自筹资金投资项目的实施，公司“三废”污染物的排放量将会有所加大，从而增加环保支出和环保工作难度，进而可能影响公司的整体经营情况。

五、估值及定价分析

国内/国际同类公司比较分析

基于已公布的 2008 年业绩和 2009、2010 年预测业绩的均值，同行业可比上市公司 09 年、10 年平均动态市盈率为 49.64 倍、38.02 倍，最近上市的中小板医药公司 09 年、10 年平均动态市盈率为 57.87 倍、47.93 倍。国际同类医药制造业可比上市公司 09 年、10 年平均动态市盈率为 20.36 倍、17.52 倍。由于国内医药行业估值高于国际同行业公司估值水平，我们以国内公司的估值水平作为参考。

表 5 最近上市中小板医药公司估值比较（2010-02-23）

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
桂林三金	002275	26.96	0.67	0.74	0.87	40.24	36.61	30.84
奇正藏药	002287	23.44	0.37	0.38	0.46	63.35	61.22	50.86
信立泰	002294	97.82	1.38	1.60	2.17	70.88	61.26	45.08
众生药业	002317	65.88	0.93	1.13	1.49	70.84	58.30	44.21
仙琚制药	002332	15.11	0.19	0.21	0.22	79.53	71.95	68.68
平均						64.97	57.87	47.93

数据来源：Wind，上海证券研究所

表 6 同行业上市公司估值比较 (2010-02-23)

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
丽珠集团	000513	41.29	0.17	1.30	1.48	242.88	31.75	27.92
海翔药业	002099	12.29	0.16	0.28	0.41	76.81	43.21	30.06
现代制药	600420	15.07	0.19	0.31	0.42	80.42	49.25	35.87
联环药业	600513	13.30	0.15	0.20	0.29	88.67	65.65	46.31
康恩贝	600572	12.95	0.28	0.32	0.39	46.25	40.58	33.56
沃华医药	002107	22.23	0.72	0.42	0.58	30.88	53.33	38.58
紫鑫药业	002118	24.37	0.44	0.55	0.67	55.39	44.70	36.25
恩华药业	002262	19.88	0.40	0.34	0.46	49.70	58.51	42.87
桂林三金	002275	26.96	0.67	0.74	0.87	40.24	36.61	30.84
奇正藏药	002287	23.44	0.37	0.38	0.46	63.35	61.22	50.86
信立泰	002294	97.82	1.38	1.60	2.17	70.88	61.26	45.08
行业平均						76.86	49.64	38.02
NOBEL BIO CARE	NOBN	29.46	9.20	0.90	0.93	3.20	32.81	31.81
RHOEN-KLINIKUM AG	RHK	16.99	11.56	1.05	1.09	1.47	16.17	15.63
COVENTRY HEALTH	CVH	23.33	17.79	2.02	2.23	1.31	11.53	10.49
COVANCE INC	CVD	53.59	21.68	2.62	3.09	2.47	20.49	17.35
METTLER-TOLEDO INTERNATIONAL	MTD	100.22	41.14	5.44	6.09	2.44	18.43	16.45
ILLUMINA INC	ILMN	26.50	2.99	0.80	1.14	8.86	33.17	23.20
HISAMITSU PHARMACEUTICAL CO	4530 JP	3020.00	14.80	225.73	250.80	204.05	13.38	12.04
MEDIPAL	7459 JP	1158.00	3.59	51.93	67.90	322.65	22.30	17.05
PATTERSON COS INC	PDCO	26.22	11.66	1.75	1.92	2.25	14.95	13.63
国际可比公司平均						60.97	20.36	17.52

数据来源: Wind, Bloomberg, 上海证券研究所

公司可给的估值水平及价格区间

公司主要产品为抗生素类系列产品,属于化学制剂行业。公司在细分品种上,如罗红霉素胶囊、阿奇霉素分散片、头孢氨苄胶囊,处于国内领先地位。其他产品,如克拉霉素、奥美拉唑等系列产品收入增长明显,市场前景也较广阔。但是,我国化学制剂药行业生产缺乏规模化、集约化,市场集中度低,重复生产现象严重,市场竞争激烈。

综合考虑可比上市公司的估值,考虑到公司主导产品在各自细分领域均拥有一定的优势,我们认为给予公司 10 年每股收益 30-36 倍市盈率区间这一稍低于可比公司平均的估值水平较为合理,相应

地，公司合理估值区间为 15.50-18.60 元，相对于 2009 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 38.63-46.35 倍。考虑到一、二级市场 20% 的折让，我们建议询价区间为 12.40-14.88 元，相对于 2009 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 30.90-37.08 倍。

附表 1 亚太药业损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	415.43	429.67	473.04	551.39	658.79
二、营业总成本	369.52	372.83	400.11	456.27	532.46
营业成本	301.79	300.75	322.13	365.02	424.65
营业税金及附加	2.23	2.13	8.51	8.27	9.88
销售费用	27.44	30.58	29.89	35.31	41.75
管理费用	28.53	31.39	29.53	35.47	41.43
财务费用	8.86	6.99	10.05	12.20	14.76
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	0.23	0.25	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	46.14	57.08	72.94	95.12	126.32
加：营业外收入	3.04	0.38	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.57	0.43	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	48.61	57.03	72.94	95.12	126.32
减：所得税	7.00	8.88	10.94	14.27	18.95
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	41.61	48.15	62.00	80.85	107.37
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者 的净利润	41.61	48.15	62.00	80.85	107.37
七、摊薄每股收益(元)	0.35	0.40	0.52	0.67	0.89

资料来源：Wind，上海证券研究所

附表 2 公司未来三年分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测

分业务主营收入测算 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
抗生素类	358.10	359.29	373.49	408.78	451.67
其中：罗红霉素胶囊	71.54	68.13	68.13	74.94	82.44
阿奇霉素系列	47.71	56.19	67.43	77.54	85.30
克拉霉素胶囊	13.93	16.15	19.38	22.29	24.52
头孢类	170.44	162.63	162.63	170.77	187.84
青霉素类	31.58	36.84	42.37	48.73	56.03
克林霉素胶囊	6.27	5.12	5.64	6.20	6.82
加替沙星冻干粉针	10.12	7.54	7.91	8.31	8.72
抗病毒药	18.37	25.26	37.89	56.84	85.25
消化系统类	15.79	19.03	25.70	34.69	46.83
心血管类	11.46	15.11	22.66	35.13	56.21
解热镇痛药	4.56	4.41	5.52	6.62	7.61
其他	7.15	6.48	7.78	9.34	11.21

合计	415.42	429.59	473.04	551.39	658.79
分业务主营成本测算 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
抗生素类	267.75	254.80	262.41	280.64	303.97
其中：罗红霉素胶囊	42.13	38.26	36.79	38.97	41.22
阿奇霉素系列	29.91	37.51	43.83	48.85	52.03
克拉霉素胶囊	10.93	13.14	15.31	17.16	18.39
头孢类	145.21	133.75	130.11	133.20	142.76
青霉素类	25.96	26.39	29.66	35.08	41.47
克林霉素胶囊	5.22	3.35	3.95	4.46	5.05
加替沙星冻干粉针	3.29	2.40	2.77	2.91	3.05
抗病毒药	11.74	16.17	23.49	34.10	49.45
消化系统类	7.49	8.95	12.85	17.35	23.42
心血管类	7.70	9.97	14.96	22.83	35.97
解热镇痛药	3.73	3.62	4.52	5.43	6.24
其他	3.38	3.24	3.89	4.67	5.60
合计	301.79	296.75	322.13	365.02	424.65
分业务增速	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
抗生素类	18.30%	0.33%	3.95%	9.45%	10.49%
其中：罗红霉素胶囊	-1.58%	-4.76%	0.00%	10.00%	10.00%
阿奇霉素系列	22.78%	17.78%	20.00%	15.00%	10.00%
克拉霉素胶囊	49.42%	15.94%	20.00%	15.00%	10.00%
头孢类	24.42%	-4.58%	0.00%	5.00%	10.00%
青霉素类	50.48%	16.65%	15.00%	15.00%	15.00%
克林霉素胶囊	6.49%	-18.26%	10.00%	10.00%	10.00%
加替沙星冻干粉针	-14.23%	-25.55%	5.00%	5.00%	5.00%
抗病毒药	61.19%	37.54%	50.00%	50.00%	50.00%
消化系统类	36.78%	20.58%	35.00%	35.00%	35.00%
心血管类	60.50%	31.89%	50.00%	55.00%	60.00%
解热镇痛药	18.89%	-3.14%	25.00%	20.00%	15.00%
其他	18.62%	-9.36%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
抗生素类	25.23%	29%	30%	31%	33%
其中：罗红霉素胶囊	41.10%	44%	46%	48%	50%
阿奇霉素系列	37.30%	33%	35%	37%	39%
克拉霉素胶囊	21.56%	19%	21%	23%	25%
头孢类	14.80%	18%	20%	22%	24%
青霉素类	17.82%	28%	30%	28%	26%
克林霉素胶囊	16.73%	35%	30%	28%	26%
加替沙星冻干粉针	67.49%	68%	65%	65%	65%
抗病毒药	36.07%	36.00%	38.00%	40.00%	42.00%

消化系统类	52.56%	53.00%	50.00%	50.00%	50.00%
心血管类	32.83%	34.00%	34.00%	35.00%	36.00%
解热镇痛药	18.08%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
其他	52.77%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：公司招股意向书等，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 郭昌盛, 赵冰

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。

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
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	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
有吸引力	Attractive	行业基本面看好, 行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定, 行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	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。