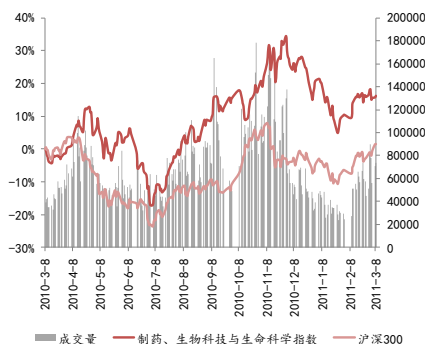


合理价格区间

36.9-43.0 元

行业走势情况



公司基本情况

发行日期	2011-3-14
发行后总股本 (万股)	13,340
发行数量 (万股)	3,340
网上发行	2,677
网下发行	663
第一大股东	汪天祥
第一大股东持股比例 (发行前/后)	61.25%/46.12%
发行前每股净资产	2.75 元
发行前资产负债率	18.80%

研发部

 邵明慧
 SAC 执业证书编号：S1340510120001

 联系人：医药研究小组
 联系电话：010-68858138
 Email: songkai@cnpsec.com

打造完整产业链，掌控未来发展

——福安药业（300194）新股分析报告

摘要：

- 此次发行前，公司总股本为 1 亿股，第一大股东和实际控制人均为汪天祥先生，其持有公司总计 6152.32 万股股份，占公司发行前 61.52% 的份额。此次公司拟发行 3340 万股 A 股，占发行后公司总股本的 25.04%。发行后公司第一大股东和实际控制人不变。
- 公司主要产品为抗生素药物，其中以氨曲南原料药和制剂为公司的支柱产品，氨曲南药物是公司主要的收入和利润来源。2010 年上半年，公司氨曲南原料药的营业收入达到 8857 万元，收入占比为 37.27%；氨曲南制剂的营业收入为 6252 万元，收入占比为 26.31%。从近几年的趋势来看，一方面，公司氨曲南原料药收入取得了高速的增长，另一方面，氨曲南制剂产品收入增速更高，导致公司的收入结构中，氨曲南原料药占比逐年下降，氨曲南制剂占比加大。
- 氨曲南制剂在国内市场推出以来销量快速上涨，终端市场销售额从 2006 年的 5.55 亿元猛增至 2009 年的 45.82 亿元，是 2006 年的 8.26 倍，年均复合增长率为 102.11%，居各类别抗生素药物增长速度之首，显示出良好的市场前景。由于氨曲南在临床疗效、细菌清除率和安全性方面的治疗优势，氨曲南制剂在国内临床上被广泛应用，近年来的年销售额在不断攀升，从而拉动氨曲南原料药市场快速增长。氨曲南原料药销量从 2006 年的 4.56 吨增长至 2009 年的 84.9 吨，四年时间增长了 18 倍。
- 公司是我国最大的氨曲南原料药生产企业，公司率先于 2005 年 5 月取得氨曲南原料药注册批件，成为国内首批将氨曲南成功推广上市的企业。2007 年，公司氨曲南原料药销量为 7.35 吨，市场占有率为 42.27%；2010 年公司产品的销量达到 52.22 吨，年均复合增长率达到 92.24%，市场占有率为 45.41%，远高于其他公司，公司一直在市场占据绝对的主导地位。
- **公司盈利预测与估值。**按照公司发行后总股本 13340 万股计算，我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.23 元、1.57 元和 1.93 元，公司产业链完整，尤其在上游原料药环节具有比较强势的地位，研发实力雄厚，下游制剂也受益于此，取得了较大的市场份额，公司是细分行业的龙头企业，未来具有较高的成长性，我们给予公司 2011 年原料药业务 28-33 倍 PE，制剂业务 33-38 倍 PE，则公司合理发行价格约为 36.9 元-43.0 元。
- **风险提示。**药品价格下降风险；成本优势丧失风险。

目录

1. 公司概况	4
1.1 公司简介	4
1.2 公司股本结构	4
1.3 公司主营业务情况	4
2. 公司所处行业情况	5
2.1 氨曲南药物简介	5
2.2 氨曲南——抗生素家族冉冉升起的新星	5
2.2.1 抗生素用药市场规模大，未来仍具较大增长潜力	6
2.2.2 氨曲南市场规模高速上升，占比明显增大	6
3. 国内最大的氨曲南供应商	8
3.1 氨曲南原料药行业的绝对龙头	8
3.2 原料药坚强后盾，制剂表现不俗	9
3.3 独有技术，原料药成本优势显著	10
4. 募投项目分析	10
5. 公司盈利预测和估值	11
6. 风险提示	12

图表目录

图表 1: 公司发行后股权结构	4
图表 2: 公司收入构成和毛利构成	5
图表 3: 氨曲南和青霉素的化学结构比较	5
图表 4: 我国抗生素市场规模情况与预测	6
图表 5: 氨曲南制剂市场规模	7
图表 6: 近几年我国氨曲南原料药消费量情况	7
图表 7: 国内抗生素药物市场结构变化	8
图表 8: 公司氨曲南原料药的国内市场份额情况	8
图表 9: 2009 年我国氨曲南原料药市场份额情况	9
图表 10: 国内氨曲南制剂市场份额情况	9
图表 11: 公司氨曲南中间体和原料药合成路径	10
图表 12: 公司募投项目情况	10
图表 13: 公司募投项目达产后对公司的影响	11
图表 14: 公司主要产品业绩预测 (单位: 万元)	11
图表 15: 公司利润表预测 (单位: 万元)	12

1. 公司概况

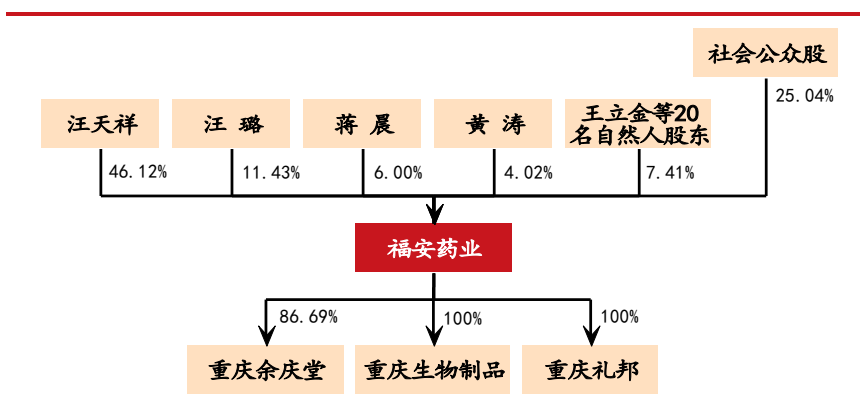
1.1 公司简介

重庆福安药业（下简称“公司”）主要从事抗生素原料药及制剂的研发、生产和销售，主要产品包括氨曲南原料药及制剂，替卡西林钠、磺苄西林钠原料药，头孢硫脒、头孢唑肟钠制剂，其中氨曲南原料药及制剂为公司主导产品。公司是国内最大的氨曲南原料药供应商，公司在氨曲南原料药的制备上具有独特优势，公司自创的原料药生产方法收率高，成本低，质量可靠。公司凭借强大的原料药供应能力使其成为国内第二大氨曲南制剂生产企业。

1.2 公司股本结构

公司第一大股东和实际控制人均为汪天祥先生，其持有公司总计 6152.32 万股股份，占公司发行前 61.52% 的份额。此次公司拟发行 3340 万股 A 股，占发行后公司总股本的 25.04%。发行后公司第一大股东和实际控制人不变。

图表 1：公司发行后股权结构

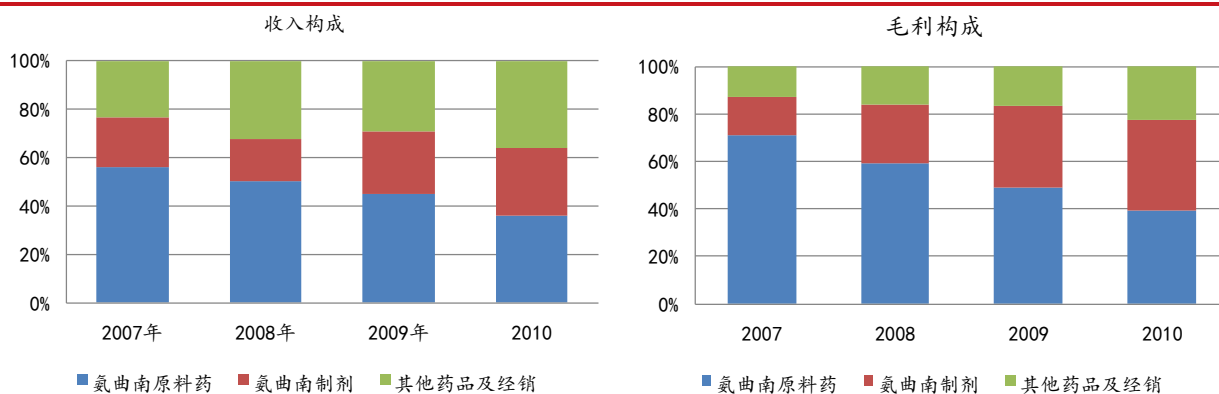


数据来源：公司招股书，中邮证券研发部

1.3 公司主营业务情况

公司主要产品为抗生素药物，其中以氨曲南原料药和制剂为公司的支柱产品，氨曲南药物是公司主要的收入和利润来源。2010 年上半年，公司氨曲南原料药的营业收入达到 8857 万元，收入占比为 37.27%；氨曲南制剂的营业收入为 6252 万元，收入占比为 26.31%。从近几年的趋势来看，一方面，公司氨曲南原料药收入取得了高速增长，另一方面，氨曲南制剂产品收入增速更高，导致公司的收入结构中，氨曲南原料药占比逐年下降，氨曲南制剂占比加大。

图表 2：公司收入构成和毛利构成



数据来源：公司招股书，中邮证券研发部

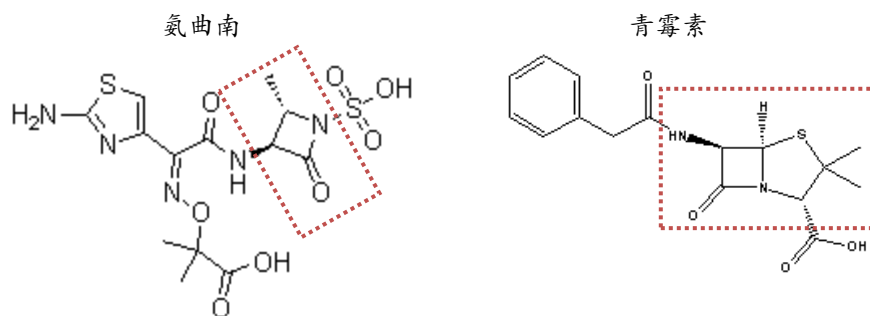
2. 公司所处行业情况

2.1 氨曲南药物简介

氨曲南是由美国百时美施贵宝公司（BMS）研制开发的第一个成功应用于临床的单环β-内酰胺类抗生素，1984年首次在意大利上市，商品名“Primibactam”，随后在美国、法国、德国、英国、日本等多个国家上市。我国于1997年批准进口，2004年实现原料药和制剂的国产化。

氨曲南对需氧的革兰氏阴性菌包括绿脓杆菌有很强的活性，对需氧型革兰氏阳性菌和厌氧菌作用较小，对各种β-内酰胺酶稳定，能透过血脑屏障，副反应少，临床用于呼吸道感染、软组织感染和败血症等，疗效良好。此外，氨曲南的耐受性很好，副作用发生机会少，并且氨曲南未发生过过敏性反应，而且与青霉素和头孢类药物不发生交叉性过敏反应，从而为寻找真正无过敏反应、高效、广谱β-内酰胺抗生素指明了一个新的方向。

图表 3：氨曲南和青霉素的化学结构比较



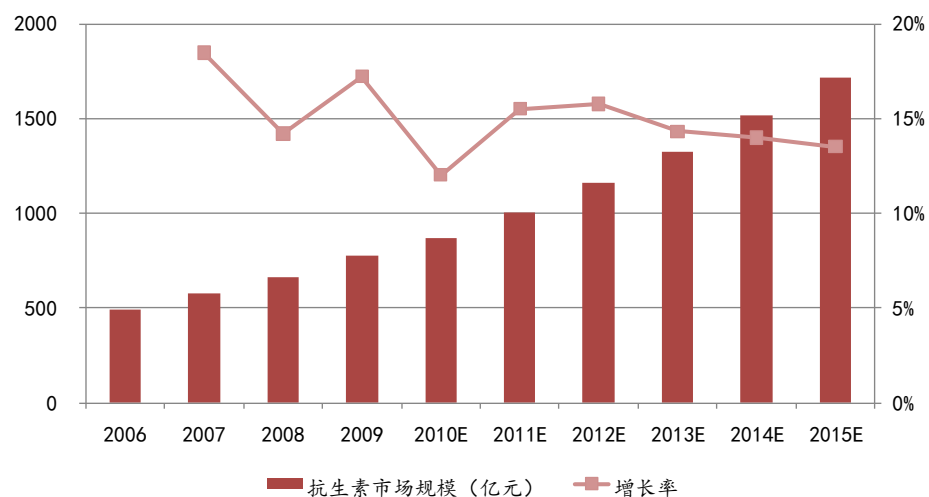
数据来源：中邮证券研发部

2.2 氨曲南——抗生素家族冉冉升起的新星

2.2.1 抗生素用药市场规模大，未来仍具较大增长潜力

在我国的用药结构中，抗生素药物一直占据着用药份额第一的位置，是我国用药金额最大的一个品种。近几年抗生素药物市场依然保持了较高的增长速度，2010年其市场规模约为870亿元人民币，预计2015年这一数字将达到1717亿元，年均复合增长率约为15%。

图表 4：我国抗生素市场规模情况与预测



数据来源：公司招股书，中邮证券研发部

我们认为未来促进我国抗生素药物市场发展的有两个主要因素：

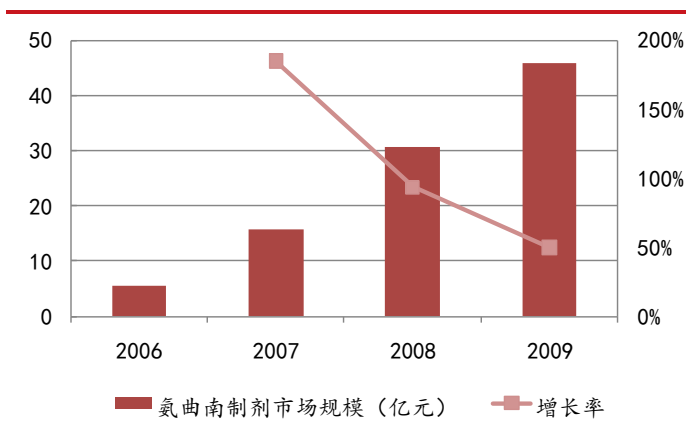
第一，新医改的推进带动普药市场的扩容，其中抗生素作为主要的基本用药市场规模进一步扩大；

第二，随着细菌耐药性的增强，以及人们对滥用抗生素的逐渐重视，抗生素的用药结构将发生变化，高品位的青霉素和头孢类抗生素的使用将更为慎重，氨曲南这样耐受性好、副作用小、对各种β-内酰胺酶稳定的抗生素将更为受到青睐。

2.2.2 氨曲南市场规模高速上升，占比明显增大

氨曲南制剂在国内市场推出以来销量快速上涨，终端市场销售额从2006年的5.55亿元猛增至2009年的45.82亿元，是2006年的8.26倍，年均复合增长率为102.11%，居各类别抗生素药物增长速度之首，显示出良好的市场前景。

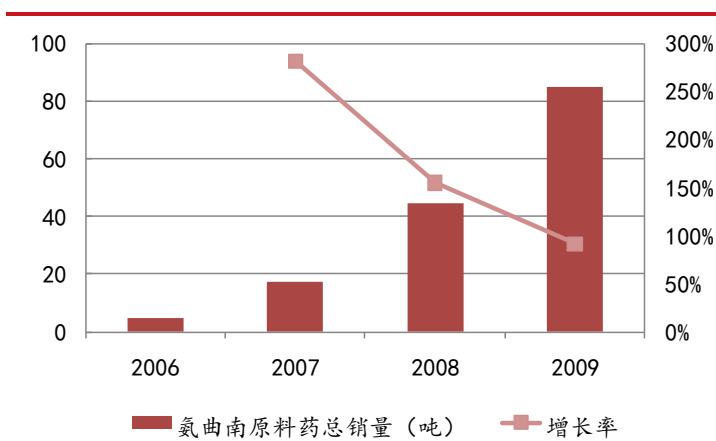
图表 5：氨曲南制剂市场规模



数据来源：公司招股书，中邮证券研发部

由于氨曲南在临床疗效、细菌清除率和安全性方面的治疗优势，氨曲南制剂在国内临床上被广泛应用，近年来的年销售额在不断攀升，从而拉动氨曲南原料药市场快速增长。氨曲南原料药销量从 2006 年的 4.56 吨增长至 2009 年的 84.9 吨，四年时间增长了 18 倍。

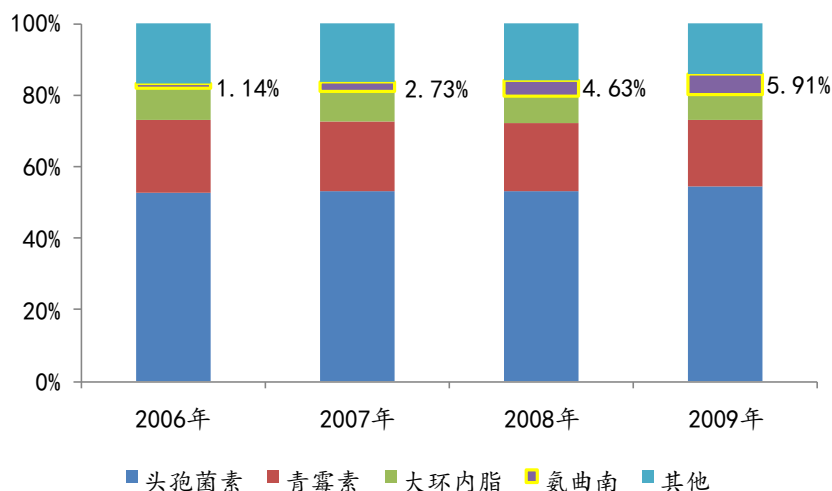
图表 6：近几年我国氨曲南原料药消费量情况



数据来源：公司招股书，中邮证券研发部

由于氨曲南使用量的大幅提升，其再抗生素大家族中的地位日益上升。在抗生素药物各类品种用药中，头孢类药物由于抗菌谱广、疗效可靠、毒性低及不良反应少，在我国抗生素制剂市场中占据主导地位，近几年在抗生素市场所占份额均超过五成。2009 年，头孢类药物终端市场规模达 421.41 亿元，同比增长 20.02%，并有逐年上升之势。青霉素抗生素及大环内酯类抗生素近四年增长速度略有放缓，在抗生素市场中的份额呈下滑趋势。四环素类和氨基糖苷类抗生素则由于耐药性和毒副作用的原因渐走下坡路，使用范围日渐缩小。相对而言，氨曲南是抗生素制剂市场中增长最快的品种，氨曲南在抗生素市场的份额也从 2006 年的 1.14% 上升至 2009 年的 5.91%

图表 7: 国内抗生素药物市场结构变化



数据来源: 公司招股书, 中邮证券研发部

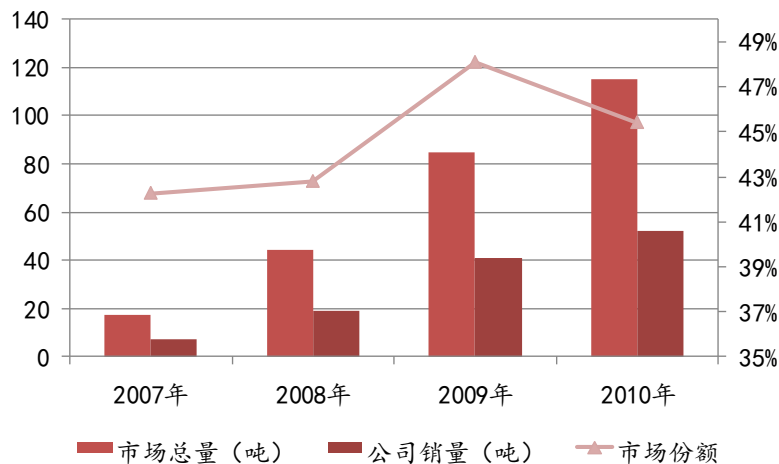
3. 国内最大的氨曲南供应商

3.1 氨曲南原料药行业的绝对龙头

公司是我国最大的氨曲南原料药生产企业, 公司率先于 2005 年 5 月取得氨曲南原料药注册批件, 成为国内首批将氨曲南成功推广上市的企业。

2007 年, 公司氨曲南原料药销量为 7.35 吨, 按当时我国氨曲南原料药市场规模 17.39 吨计算, 公司产品市场占有率为 42.27%; 2010 年公司产品的销量达到 52.22 吨, 年均复合增长率达到 92.24%, 按照 2010 年的国内市场总量估计值 115 吨计算, 公司产品的市场占有率为 45.41%, 远高于其他公司, 可以说在近几年, 公司一直在市场占据绝对的主导地位。

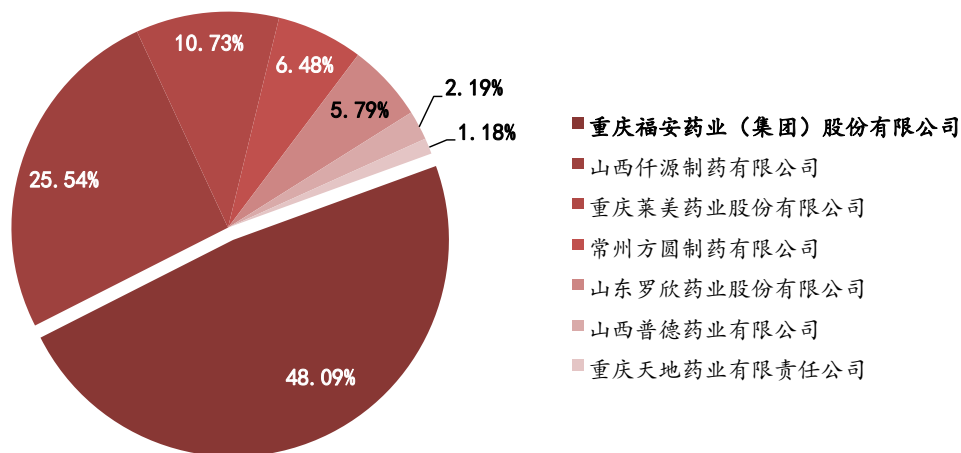
图表 8: 公司氨曲南原料药的国内市场份额情况



数据来源: 公司招股书, 中邮证券研发部

从 2009 年我国的氨曲南原料药市场份额情况来看，公司以 48.09% 的市场份额排名第一，几乎是排名第二企业的 2 倍。此外，我国的氨曲南原料药市场集中度相对较高，7 家企业占据着全部市场，其中前三大企业垄断了约 85% 的市场份额。

图表 9：2009 年我国氨曲南原料药市场份额情况

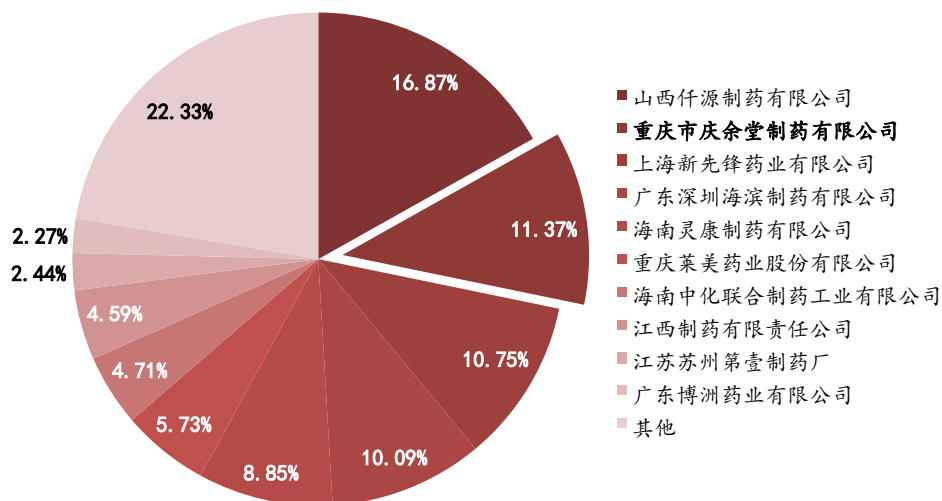


数据来源：公司招股书，中邮证券研发部

3.2 原料药坚强后盾，制剂表现不俗

公司子公司庆余堂自 2006 年开始生产氨曲南制剂产品，凭借技术及产业链一体化优势很快占领国内市场。2009 年庆余堂该产品市场占有率为 11.37%，市场排名居第二位。不同于原料药市场的高集中度，制剂市场的集中度相对较低，前几大公司所占份额较低，并且相差不多，我们认为公司在上游原料药领域掌握绝对优势，未来如果能够积极开拓终端市场，公司将在制剂领域取得更大的战果。

图表 10：国内氨曲南制剂市场份额情况



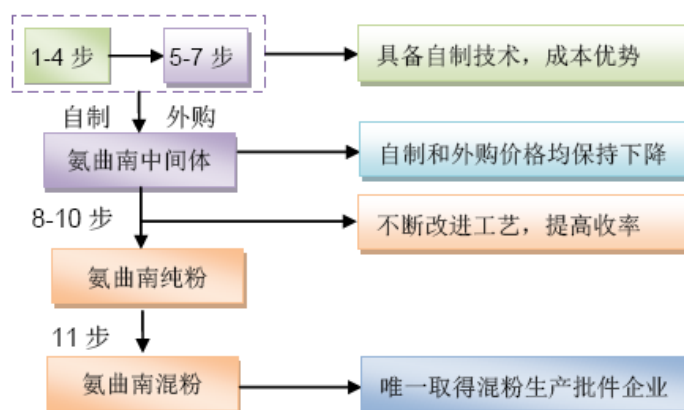
数据来源：公司招股书，中邮证券研发部

3.3 独有技术，原料药成本优势显著

公司在氨曲南原料药的制备上有独到之处，公司自己开发的合成方法与三氟乙酸法和盐酸法相比，公司的产品能够达到更高的纯度，在 99% 以上，同时收率达到 72%，每公斤成本只有 1875 元，仅为专利方法的 69% 和 80%。

公司打通了由基础原料药制备氨曲南的合成路径，且各环节的产物成本均低于外购价格，从而能够掌控整个合成路径的成本，公司不断改进工艺，使收率在 2008 年至 2010 年间又有了大幅提升。同时，公司为了解决产能瓶颈，将部分中间体的生产业务外包，这些措施使得公司在原料药成本上占据了稳固的优势地位。此外，公司是唯一取得氨曲南混粉生产批件的企业，下游制剂企业能够利用公司产品直接进行制剂生产，而无需再分别购买氨曲南和精氨酸原料药混合。这使公司在产业链上占据较高地位，为公司进一步扩大市场份额奠定了基础。

图表 11：公司氨曲南中间体和原料药合成路径



数据来源：公司招股书，中邮证券研发部

4. 募投项目分析

公司上市募集资金主要用于氨曲南原料药和制剂的产能扩张，以及头孢类原料药的扩产项目，预计总投资额在 4.08 亿元左右。

图表 12：公司募投项目情况

序号	业务方向	项目名称	投资额（万元）	建设主体
1		氨曲南原料药技改扩产项目	12,771	福安药业
2	抗生素原料药	替卡西林钠、磺苄西林钠原料药技改扩产项目	8,520	福安药业
3		头孢原料药技改扩产项目	3,451	福安药业
4	抗生素制剂	庆余堂 GMP 二期改造项目	12,000	庆余堂
5	新产品研发	研发中心建设项目	4,085	礼邦药物

数据来源：公司招股书，中邮证券研发部

公司募投项目达产后，公司主要产品产销量将有大幅提升，其中氨曲南原料药产能将达到 110 吨，是目前的 2.75 倍，其制剂产能将达到 5000 万支，是目前的 2.5 倍。替

卡西林钠和磺苄西林钠原料药的产能均将由目前的 10 吨提高到 45 吨。

图表 13: 公司募投项目达产后对公司的影响

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	
氨曲南原料药 (吨)	40	40	40	77	110	110	自用: 30 外销: 80
氨曲南制剂 (万支)	2,000	4,000	4,500	5,000	5,000	5,000	
替卡西林钠 (吨)	10	27.5	27.5	45	45	45	自用: 20 外销: 25
磺苄西林钠 (吨)	10	27.5	27.5	45	45	45	

数据来源: 公司招股书, 中邮证券研发部

5. 公司盈利预测和估值

按照公司发行后总股本 13340 万股计算, 我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.23 元、1.57 元和 1.93 元, 公司产业链完整, 尤其在上游原料药环节具有比较强势的地位, 研发实力雄厚, 下游制剂也受益于此, 取得了较大的市场份额, 公司是细分行业的龙头企业, 未来具有较高的成长性, 我们给予公司 2011 年原料药业务 28-33 倍 PE, 制剂业务 33-38 倍 PE, 则公司合理发行价格约为 36.9 元-43.0 元。

图表 14: 公司主要产品业绩预测 (单位: 万元)

		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
氨曲南原料药	营业收入	14,238	16,441	17,946	23,614	28,336
	增长率	43.25%	15.47%	9.15%	31.58%	20.00%
	毛利率	52.58%	50.78%	50.58%	51.30%	51.87%
氨曲南制剂	营业收入	8,060	12,768	18,607	20,933	23,259
	增长率	129.74%	58.41%	45.73%	12.50%	11.11%
	毛利率	65.40%	63.52%	63.00%	63.00%	62.50%
替卡西林钠原料药	营业收入	1,681	1,722	3,588	4,992	6,240
	增长率	67.98%	2.47%	108.33%	39.13%	25.00%
	毛利率	45.84%	47.03%	45.00%	46.00%	46.50%
磺苄西林钠原料药	营业收入	636	2,994	5,044	7,566	10,844
	增长率	231.43%	370.96%	68.49%	50.00%	43.33%
	毛利率	47.55%	44.21%	44.00%	44.00%	44.00%

数据来源: 公司招股书, 中邮证券研发部

图表 15: 公司利润表预测 (单位: 万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	32,453	46,401	57,197	76,140	88,052
<i>增长率</i>	<i>63.53%</i>	<i>42.98%</i>	<i>23.27%</i>	<i>33.12%</i>	<i>15.64%</i>
营业成本	16,724	24,838	28,719	39,322	43,584
<i>毛利率</i>	<i>48.47%</i>	<i>46.47%</i>	<i>49.79%</i>	<i>48.36%</i>	<i>50.50%</i>
营业税金及附加	237	367	452	602	696
销售费用	1,327	1,679	2,173	2,863	3,337
管理费用	3,584	4,741	6,063	8,292	9,677
财务费用	215	144	57	38	9
<i>期间费用率</i>	<i>15.80%</i>	<i>14.15%</i>	<i>14.50%</i>	<i>14.70%</i>	<i>14.79%</i>
资产减值损失	-177	85	170	80	73
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	10,542	14,547	19,563	24,943	30,676
<i>增长率</i>	<i>94.42%</i>	<i>37.99%</i>	<i>34.48%</i>	<i>27.51%</i>	<i>22.98%</i>
加: 营业外收入	450	102	0	0	0
减: 营业外支出	92	61	0	0	0
利润总额	10,900	14,587	19,563	24,943	30,676
<i>增长率</i>	<i>101.55%</i>	<i>33.83%</i>	<i>34.11%</i>	<i>27.51%</i>	<i>22.98%</i>
减: 所得税	1,593	2,115	2,934	3,742	4,601
<i>所得税率</i>	<i>14.62%</i>	<i>14.50%</i>	<i>15.00%</i>	<i>15.00%</i>	<i>15.00%</i>
净利润	9,307	12,472	16,628	21,202	26,074
<i>增长率</i>	<i>104.66%</i>	<i>34.01%</i>	<i>33.32%</i>	<i>27.51%</i>	<i>22.98%</i>
减: 少数股东损益	240	158	260	279	300
归属于母公司所有者的净利润	9,067	12,314	16,368	20,923	25,774
<i>增长率</i>	<i>98.41%</i>	<i>35.81%</i>	<i>32.93%</i>	<i>27.83%</i>	<i>23.19%</i>
基本每股收益(元)	0.91	1.23	1.23	1.57	1.93

数据来源: 公司招股书, 中邮证券研发部

6. 风险提示

公司的主要风险包括: 药品价格下降风险; 成本优势丧失风险。

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。