



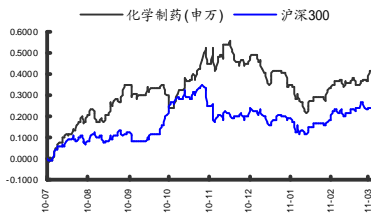
立足原料药，开拓上下游

——福安药业（300194）新股报告

创新医药主题研究

评级：增持

相对沪深300表现



表现	1m	3m	12m
化学药	5.7	-4.3	23.4
沪深300	4.5	-0.2	-0.9

发行数据	2011.3.15
发行价格	41.88
发行前总股本（万股）	10000
发行股数（万股）	3340
发行后总股本（万股）	13340
主承销商	国都证券
申购日期	2011.3.9

相关报告

分析师

黄秋菡

电话：0755-83704681

邮件：huangqh@ghzq.com.cn

执业证书：S0350210060001

合规申明：

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的1%？

是 否

- n 专注原料药的重庆药企** 公司主要经营抗生素原料药业务，在氨曲南细分市场具有市场领先优势。通过整合庆余堂和生物制药，业务范围扩展至抗生素制剂和药品流通领域。大股东是王天祥先生，发行后持有比例为46.12%，是公司的实际控制人。主营产品中，氨曲南原料药及制剂为公司主导产品，单品均实现突破1个亿。
- n 氨曲南原料药龙头地位不断巩固** 近年来，抗生素行业整体增速超过15%，氨曲南是增长最快的抗生素细分行业，市场占比由06年的1.14%提高至09年的5.91%，预计未来还将进一步提高。09年氨曲南原料药的市场销售总额84.91吨，其中，公司销量40.83吨，市场份额48.09%，遥遥领先其他竞争对手，是氨曲南原料药市场绝对的龙头。公司通过旗下的庆余堂进行氨曲南制剂的生产和销售，09年的销售金额为5.21亿元（终端销售），市场占比15%，位居市场第二。
- n 其他抗生素品种亮点不断** 公司生产的青霉素原料药品种主要是替卡西林钠和磺苄西林钠，处于市场垄断地位，子行业增长前景美好。小头孢品种以头孢硫脒和头孢唑钠制剂为主，分别位于行业的第三和第九。公司在青霉素及头孢领域的策略主要是以小品种为突破，逐渐寻求做大。
- n 11/12年EPS为1.19/1.77元，估值合理，给予增持评级** 预计公司11-13的营业收入6.21、7.74、9.24亿元，综合毛利率维持45%。期间费用基本稳定。净利润分别为1.59、2.36、2.77亿元，按照增发3340万股计算，对应完全摊薄后EPS为1.19、1.77、2.08元。对应公司41.88元的发行价格，11/12年的PE分别为35/24倍，估值合理，给予增持评级。

预测指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入（百万元）	464	621	774	924
增长率(%)	43%	34%	25%	19%
净利润（百万元）	123	159	236	277
增长率(%)	36%	29%	49%	18%
摊薄每股收益（元）	1.23	1.19	1.77	2.08
ROE（%）	43.81%	8.66%	11.45%	11.94%

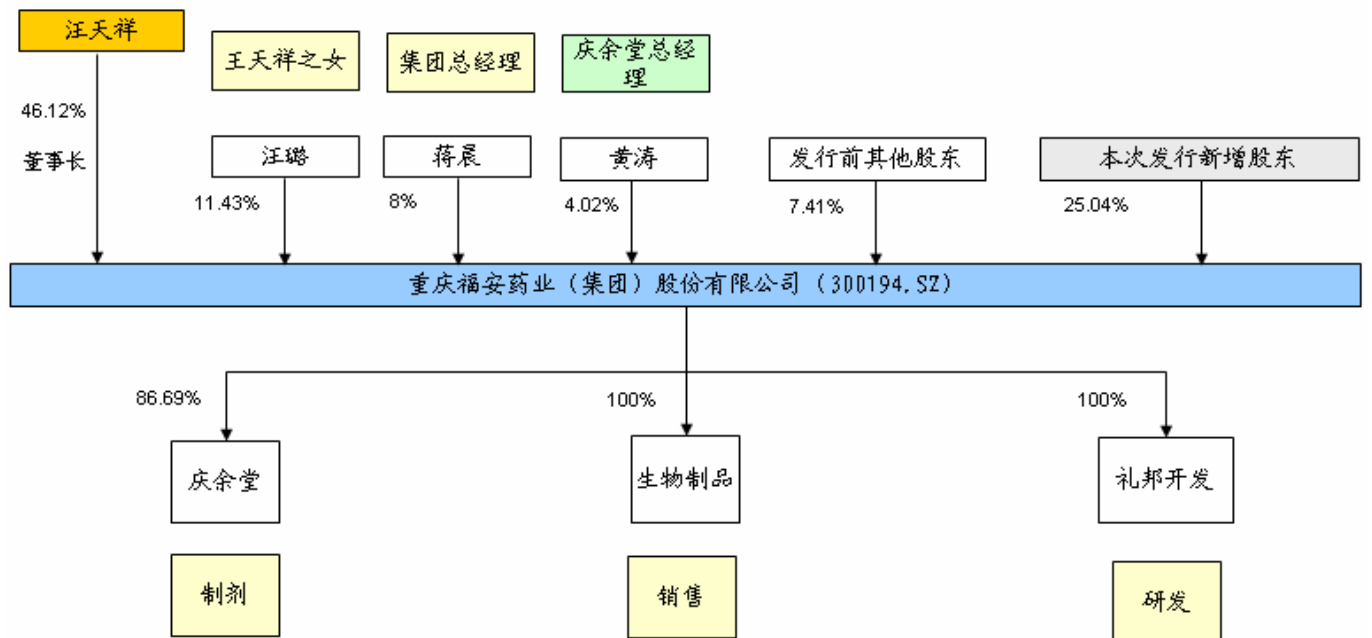
专注原料药的重庆药企

立足原料药的重庆药企

公司坐落在重庆长寿区，前身为成立于2004年的福安有限，2009年整体变更为股份公司。公司主要经营抗生素原料药业务，在氨曲南细分市场具有市场领先优势。通过整合庆余堂和生物制药，业务范围扩展至抗生素制剂和药品流通领域。

公司的大股东是王天祥先生，按照发行3340万股计算，本次IPO后王天祥先生持有比例为46.12%，加之一致行动人汪璐、蒋晨、黄涛等的股份，汪先生是公司的实际控制人。

图表 1、福安药业股权结构



备注：按照发行3340万股后计算

资料来源：公司数据、国海证券研究所

产品以氨曲南为核心

公司主营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。

氨曲南是第一个成功用于临床的单环 β -内酰胺类抗生素，主要用于敏感的革兰氏阴性菌所致的中等程度以上感染。公司于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。

业，氨曲南原料药先后获得重庆市重点新产品、国家重点新产品、重庆市高新技术产品称号。

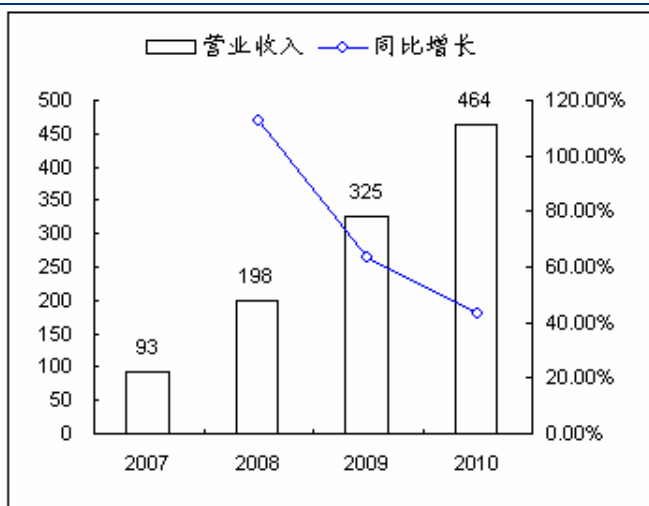
图表 2、公司主要产品及功效

商标名称	药品名称	类别	剂型	功能主治
海美兰	注射用氨曲南	单环β-内酰胺类	粉针剂	适用于治疗敏感需氧革兰阴性菌所致的各种感染
君庆	注射用头孢硫脒	头孢类	粉针剂	适用于敏感菌所引起呼吸系统、肝胆系统、五官、尿路感染及心内膜炎、败血症
英曲	注射用头孢唑肟钠	头孢类	粉针剂	敏感菌所致的下呼吸道感染、尿路感染、腹腔感染、盆腔感染、败血症、皮肤软组织感染、骨和关节感染、肺炎链球菌或流感嗜血杆菌所致脑膜炎和单纯性淋病

资料来源：公司数据、国海证券研究所

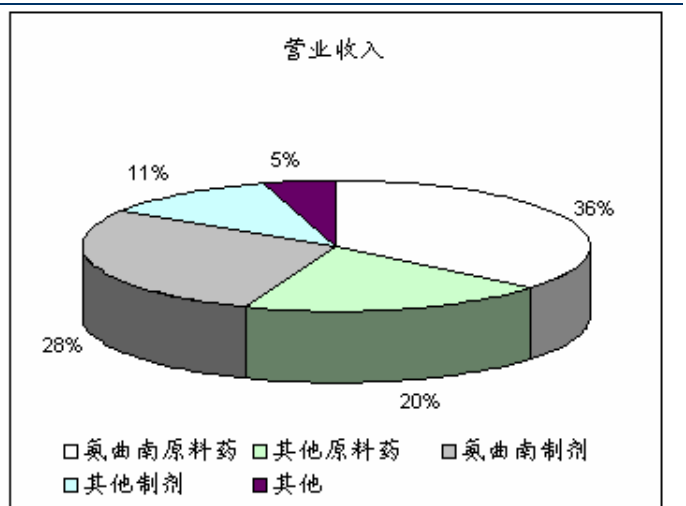
受益于氨曲南细分市场的快速增长和新产品推出，07-10年，公司收入由 0.93 亿元增长至 4.64 亿元，年复合增长 52%。主要产品中，氨曲南原料药和制剂已经成功突破 1 个亿销售额，其他类型的原料药也具备良好的成长前景。

图表 3、公司过去 4 年 CAGR52%



资料来源：公司数据、国海证券研究所

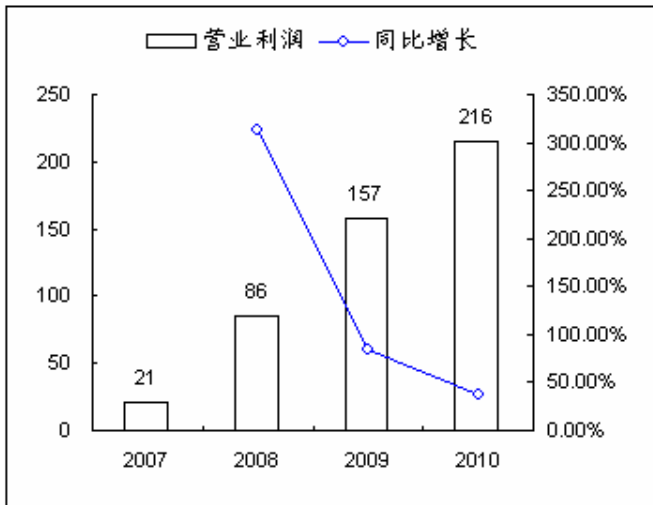
图表 4、氨曲南原料和制剂均突破 1 个亿



资料来源：公司数据、国海证券研究所

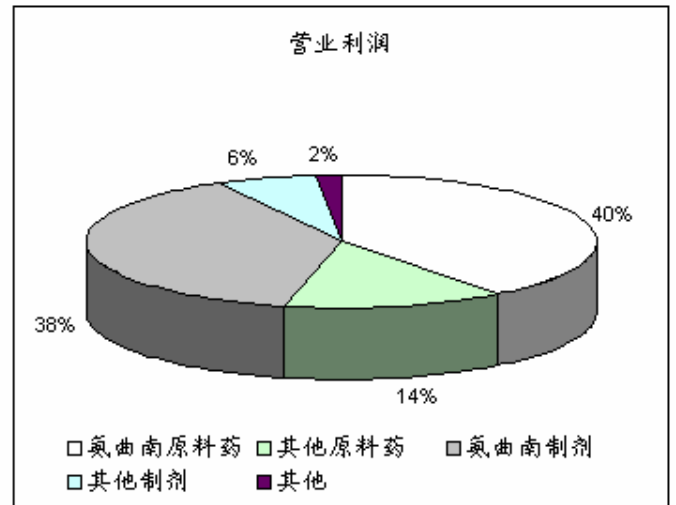
公司 2010 年实现毛利 2.16 亿元，其中，氨曲南原料药和制剂合计贡献了 1.65 亿元，占全部毛利的 78%，是最主要的利润来源，另有 14% 由其他原料药贡献。

图表 5、营业利润 2.16 亿



资料来源：公司数据、国海证券研究所

图表 6、氨曲南原料药及制剂贡献 78% 利润

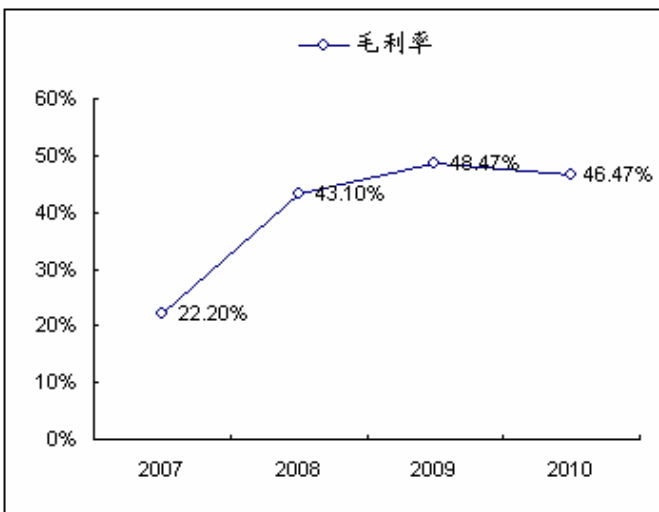


资料来源：公司数据、国海证券研究所

公司过去 4 年毛利率由 22% 稳步提高至 46%，其中，氨曲南原料药和制剂的毛利率较高，分别为 51% 和 64%。

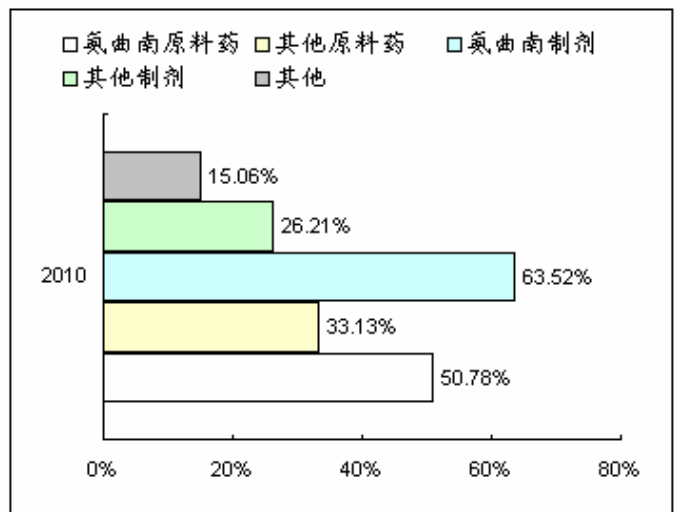
其他品种中，主力品种生脉注射液毛利率亦达到 74.35%，心悦胶囊的毛利率 65%，预计随着产量提升，毛利率依然会保持向上趋势。

图表 6、毛利率稳步提升至 46% 以上



资料来源：公司数据、国海证券研究所

图表 7、主要产品毛利率对比



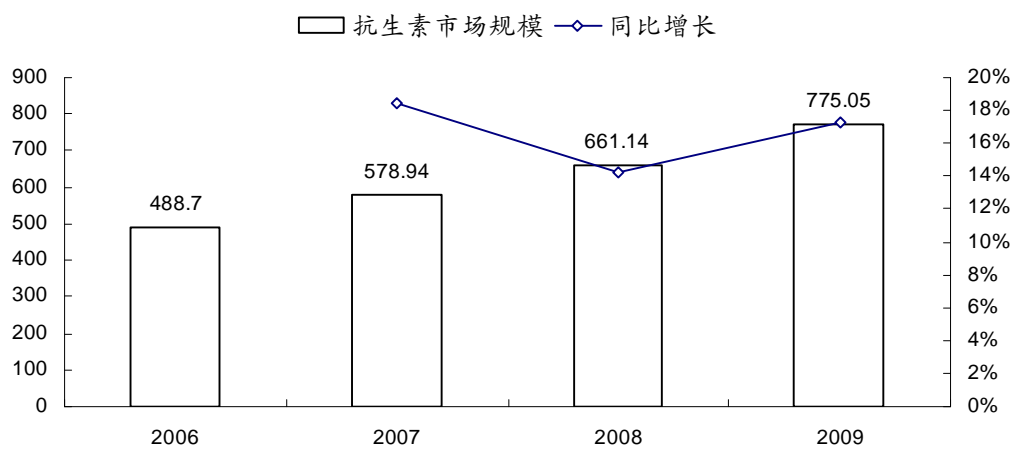
资料来源：公司数据、国海证券研究所

氨曲南原料药龙头地位不断巩固

氨曲南是增长最快的抗生素

公司所在的抗生素行业是医药领域的大行业，2009年抗生素市场规模达到775亿元。近年来，抗生素行业的整体增速超过15%，增长势头保持良好。

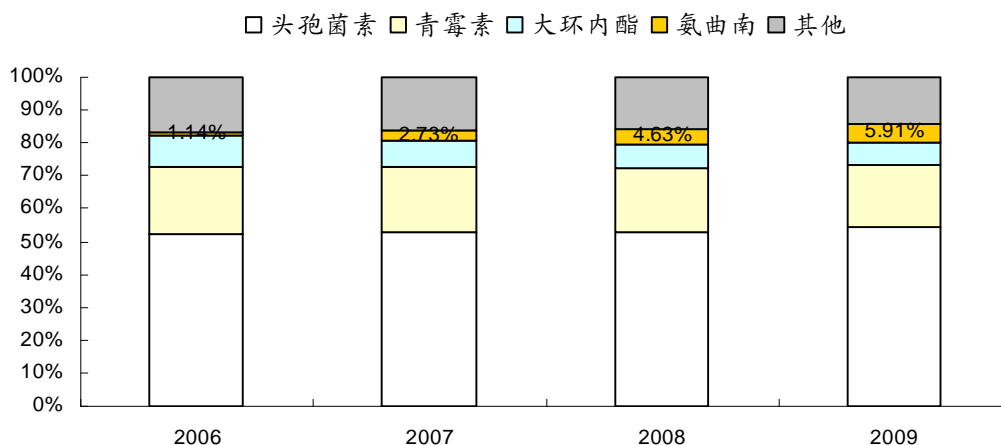
图表8、抗生素市场规模增长保持15%以上，市场规模775亿元



资料来源：公司数据、国海证券研究所

公司的主打产品为氨曲南原料药和制剂，在抗生素子行业中，氨曲南是增长最快的细分行业，由06年的1.14%快速提高至09年的5.91%，预计未来市场份额还将进一步提高。

图表9、氨曲南在抗生素领域市场份额快速提高

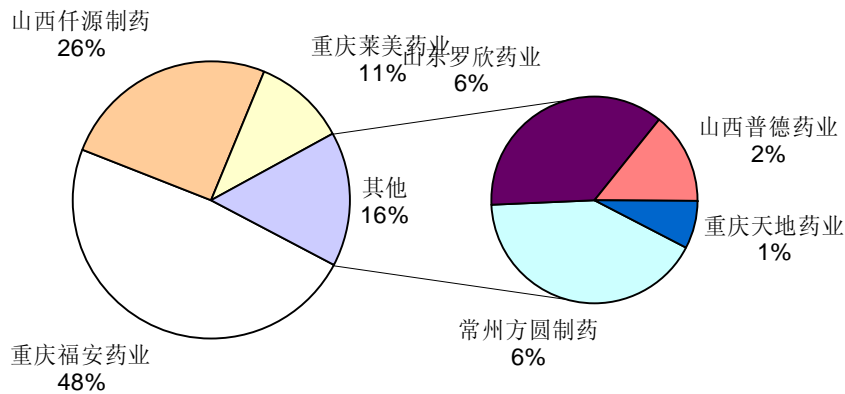


资料来源：公司数据、国海证券研究所

氨曲南原料药市场龙头

2009年氨曲南原料药的市场销售总额为84.91吨，其中，公司销量40.83吨，市场份额48.09%，遥遥领先其他竞争对手，是氨曲南原料药市场绝对的龙头。

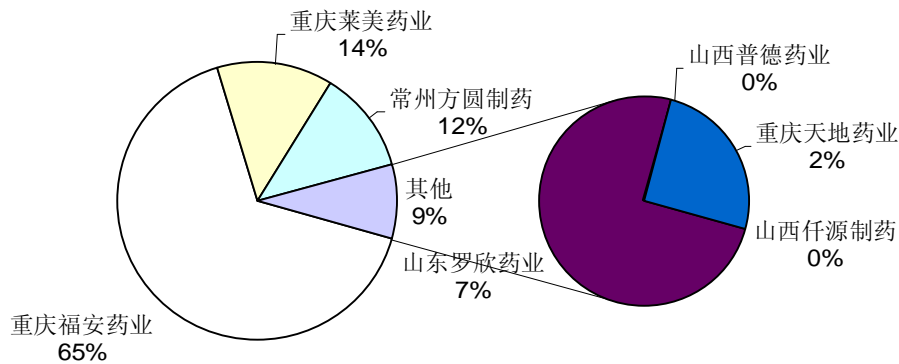
图表 10、公司氨曲南原料药总销量位居第一



资料来源： 公司数据、国海证券研究所

由于部分企业的氨曲南原料药主要用于自用，外销占比不高，福安药业的原料药不仅自用，外销比例更是占到了市场外销总额的65%，处于绝对的优势地位。

图表 11、公司氨曲南外销占比 65%，处于绝对的优势地位



资料来源： 公司数据、国海证券研究所

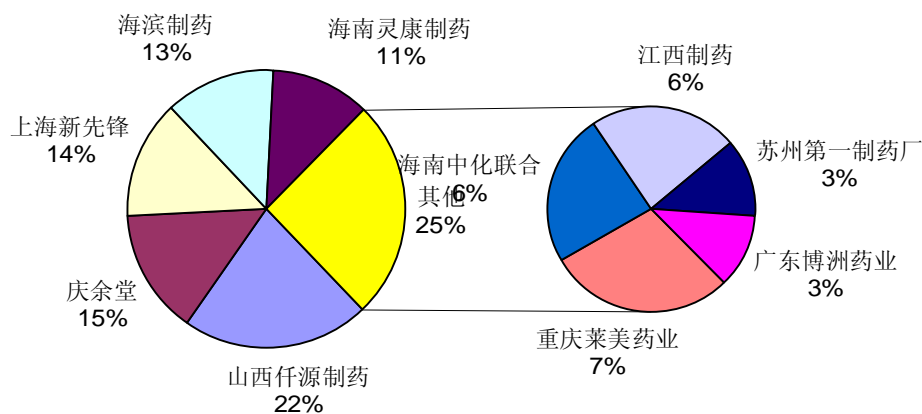
氨曲南制剂坐二望一

与氨曲南原料药市场一家独大的局面不同，氨曲南制剂市场竞争相对激烈。仟源制药、庆余堂、新先锋、海滨制药、灵康制药等公司的市场份额差距并不明显，仟源制药的份额略有领先。

公司通过旗下的庆余堂进行氨曲南制剂的生产和销售，09年的销售金额为5.21亿元（终端销售），市场占比15%，位居市场第二。

我们注意到，海南灵康制药、海南中化联合以及苏州第一制药厂等制剂厂家同时是公司原料药的主要客户，这从另一方面可以说明：随着本次IPO募投项目达产后，公司在氨曲南制剂领域有望取得进一步突破。

图表 12、氨曲南制剂市场份额第二



资料来源：公司数据、国海证券研究所

其他抗生素品种亮点不断

小品种青霉素原料药前景看好

青霉素是仅次于头孢菌素的第二大抗生素品种，公司生产的青霉素原料药品种主要是：替卡西林钠和磺苄西林钠。

替卡西林钠（又名羧噻吩青霉素）是一种半合成 β -内酰胺抗生素，临床应用的替卡西林钠多为替卡西林钠与克拉维酸钾按照 30:1 或 15:1 配比制成的复方制剂。该药品最先由英国葛兰素史克公司开发，1985 年首次在德国上市，随后在欧美多个国家上市。

我国于 1997 年批准进口，2005 年实现国产化。广泛适用于细菌感染性疾病的治疗，为国家医保目录乙类产品。

公司生产的替卡西林钠原料药为国家三类新药，先后获得重庆市重点新产品、重庆市高新技术产品、重庆市优秀重点新产品称号。替卡西林钠市场被公司及珠海联邦制药所垄断，公司以 8.95 吨的销量领先，市场份额 79.41%，外销市场份额接近 90%。

图表 13、公司生产的青霉素原料药品种

	总销量		销售构成	
	总销量（吨）	市场占有率	自用量（吨）	外销量
福安药业	8.95	79.41%	0	8.95
珠海联邦制药	2.32	20.59%	1.26	1.06
合计	11.27	100.00%	1.26	10.01

资料来源：公司数据、国海证券研究所

磺苄西林钠属广谱半合成青霉素类抗生素，主要用于肠杆菌科细菌，以及铜绿假单胞菌、流感嗜血杆菌、奈瑟菌属等革兰阴性菌引起的感染。该药最先由日本 Takeda 制药公司研制，1973 年首次在日本上市销售，随后在欧洲及亚洲多个国家上市。

我国于 1985 年实现国产化。注射用磺苄西林钠于 2009 年 12 月首次进入国家《基本医保目录》，预计未来几年将呈现爆发性增长态势。

公司生产的磺苄西林钠原料药为重庆市高新技术产品，工艺技术成熟，产品收率高。该原料药市场被公司一家垄断，未来前景看好。

小头孢品种储备丰富

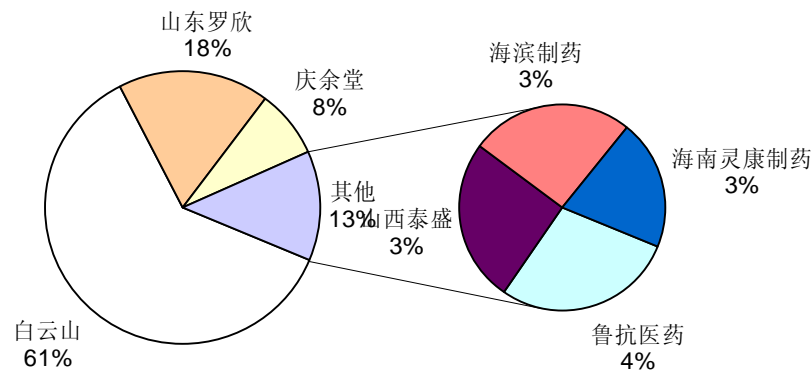
公司在头孢领域的原料药主要是头孢替唑钠，制剂主要为头孢唑肟

钠和头孢硫脒，以子公司庆余堂生产的头孢粉针为主，属于近年来增长较快的“小头孢”。

头孢硫脒是我国首个自行研制的头孢类抗生素，属于第一代头孢。不过近年来，随着抗生素的广泛使用，耐甲氧西林金黄色葡萄球菌（MRSA）已被认为是全球院内感染最主要的原因之一。头孢硫脒对耐甲氧西林金黄色葡萄球菌、耐甲氧西林表皮葡萄球菌均显示出作用，这使得头孢硫脒的临床用药量快速增加。

庆余堂生产的头孢硫脒制剂为重庆市高新技术产品，2009年该产品市场占有率为8.23%，市场排名居第三位。

图表 14、头孢硫脒市场份额第三位



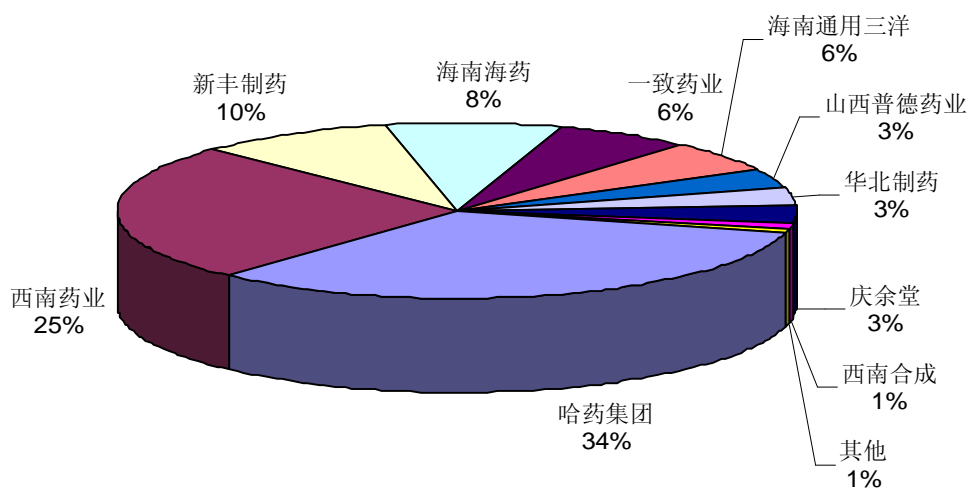
资料来源：公司数据、国海证券研究所

头孢唑肟钠属于广谱抗生素，具有广谱、耐酶、高效、低毒和能透过血脑屏障的特点，最先由日本藤泽药品工业株式会社开发上市。它对大多数革兰氏阴性和阳性菌、需氧和厌氧菌均具有较强的抗菌活性，对复发性重症脓毒性疾病疗效确切。其最突出的特点是对克雷伯菌属具有较强活性，对肾盂肾炎及尿路感染疗效尤为显著。

头孢唑肟钠市场最大的参与者是哈药集团和西南药业，分别占整个市场的33%和25%，其他厂家均为超过10%。

公司通过庆余堂生产头孢唑肟钠，2009年销售金额5700多万元，市场份额31.7%，位居行业第九名。

图表 15、头孢唑肟钠市场份额第九



资料来源： 公司数据、国海证券研究所

11/12年EPS为1.19/1.77元，估值合理，给予增持评级

11年收入增长33.87%

氨曲南原料药保持15%稳定增长，混粉的比例提高使得竞争力加强，原料药价格下降幅度趋缓，毛利率维持50%。

为了促进磺苄西林钠和替卡西林钠等青霉素原料药的销售，公司适当下调价格；头孢原料药将陆续拿到批文，销售放量。预计除了氨曲南以外的原料药在11年收入增长50%，综合毛利率降至30%。

氨曲南制剂随着产能瓶颈突破开始放量，实现快速增长，价格基本稳定，毛利率维持在60%。其他制剂保持30%的增速，毛利率25%。

由此可以得到公司在11-13的营业收入分别实现6.21亿、7.74亿和9.24亿，综合毛利率维持在45%左右。

图表 16、公司收入及毛利率预测

人民币百万	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	198	325	464	621	774	924
氨曲南原料药	99	142	164	189	217	250
其他原料药	12	41	91	136	177	212
氨曲南制剂	35	81	128	204	266	319
其他制剂	20	43	52	67	88	114
其他	31	9	22	24	27	30
同比增长	112.39%	63.53%	42.98%	33.87%	24.65%	19.38%
氨曲南原料药		43.24%	15.47%	15.00%	15.00%	15.00%
其他原料药		231.50%	121.40%	50.00%	30.00%	20.00%
氨曲南制剂		129.76%	58.41%	60.00%	30.00%	20.00%
其他制剂		113.48%	21.33%	30.00%	30.00%	30.00%
其他		-70.87%	144.54%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	43.10%	48.47%	46.47%	44.82%	44.82%	44.66%
氨曲南原料药	50.59%	52.57%	50.78%	50.00%	50.00%	50.00%
其他原料药	49.55%	30.80%	33.13%	30.00%	30.00%	30.00%
氨曲南制剂	61.15%	65.40%	63.52%	60.00%	60.00%	60.00%
其他制剂	18.37%	24.35%	26.21%	25.00%	25.00%	25.00%
其他	11.95%	30.10%	15.06%	15.00%	15.00%	15.00%
营业成本	113	167	248	343	427	512
氨曲南原料药	49	68	81	95	109	125
其他原料药	6	28	61	95	124	148
氨曲南制剂	14	28	47	82	106	127
其他制剂	16	32	38	51	66	85
其他	27	6	19	21	23	25
营业利润	86	157	216	278	347	413
氨曲南原料药	50	75	83	95	109	125
其他原料药	6	13	30	41	53	64
氨曲南制剂	21	53	81	123	159	191
其他制剂	4	10	14	17	22	28
其他	4	3	3	4	4	4

资料来源：公司数据、国海证券研究所

期间费用保持稳定

公司在氨曲南原料药领域具有较好的市场知名度,而原料药的销售不需要占用太多的资源,过去3年的销售费用率均在3-4%。我们预期公司现有原料药销售模式可以维持,未来几年内依旧可以保持较低的销售费用率。

公司的生产模式稳定,现有设备运转良好,除了IPO上市会有一些的新增费用外,预计管理费用整体保持稳定。

公司财务费用占收入的比例不足0.5%,影响微乎其微,随着募集资金的到位,预计公司归还银行贷款后还将有剩余部分超募资金,因此,公司借款支出有望降为零,同时账面银行存款还能带来一定的利息收入,但该项费用对公司整体业绩影响不大。

未来3年EPS由1.19元增加至2.08元

根据我们的盈利预测,公司11-13年的净利润分别为1.59、2.36、2.77亿元,按照11年IPO增发3340万股计算,对应完全摊薄后EPS为1.19、1.77、2.08元。

估值合理,给予增持评级

公司在氨曲南原料药领域具有市场优势,并逐步向氨曲南制剂扩张,可以充分享受氨曲南这一细分抗生素市场的高成长。此外,青霉素小品种及小头孢制剂也有较好的市场前景,我们看好公司上市后产能扩张带来的业绩增长。

公司发行价为41.88元,对应11/12年的动态PE为35/24倍,估值水平并不昂贵,对此,我们给予公司“增持”的投资评级。

风险提示

公司现阶段及未来较长一段时间内，氨曲南原料药及制剂都将是重要的收入和利润来源，一旦有新的大型企业进入或者更先进的技术出现，公司的主营将面临非常大的威胁。

公司原料药营销不需要太高的推广成本，但随着原料药厂家增多，制剂厂家将有更多的选择余地，这必然将加重公司的销售费用。

青霉素小品种以及小头孢在新的品种出现后，市场前景出现悲观局面，公司无法在其他抗生素领域获取收益。

公司的治理由大股东一家控制，不排除未来可能出现决策失误或者内部利益输送的风险。

图表 17、公司盈利预测

福安药业盈利预测表

证券代码:	300194.sz				预计价格:	41.88	投资评级:	增持		日期:	2011-3-15	
资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E			
现金及现金等价物	40	1544	1732	1961	营业收入	464	621	774	924			
应收款项	52	70	87	104	营业成本	248	343	427	512			
存货净额	65	90	113	135	营业税金及附加	4	5	6	7			
其他流动资产	29	39	49	58	销售费用	17	22	28	33			
流动资产合计	185	1743	1980	2258	管理费用	47	63	79	94			
固定资产	106	107	107	108	财务费用	1	(1)	(46)	(52)			
在建工程	34	34	34	34	其他收入	(1)	(1)	(1)	(1)			
无形资产及其他	16	16	15	15	营业利润	145	188	279	329			
长期股权投资	0	0	0	0	营业外净收支	0	0	0	0			
资产总计	346	1904	2141	2419	利润总额	146	188	279	329			
短期借款	12	7	8	9	所得税费用	21	27	40	48			
应付款项	27	38	47	56	少数股东损益	2	2	3	4			
预收帐款	3	4	6	7	归属于母公司净利润	123	159	236	277			
其他流动负债	22	22	22	22								
流动负债合计	65	72	83	94	现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E			
长期借款及应付债券	0	0	0	0	经营活动现金流	106	113	197	240			
其他长期负债	0	0	0	0	净利润	125	161	239	281			
长期负债合计	0	0	0	0	少数股东权益	2	2	3	4			
负债合计	65	72	83	95	折旧摊销	12	4	4	4			
股本	100	133	133	133	公允价值变动	0	0	0	0			
股东权益	281	1832	2058	2324	营运资金变动	(33)	(53)	(49)	(48)			
负债和股东权益总计	346	1904	2141	2419	投资活动现金流	(73)	(1)	(0)	(0)			
					资本支出	(7)	(0)	(0)	(0)			
关键假设与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	长期投资	0	0	0	0			
EPS	1.23	1.19	1.77	2.08	其他	0	0	0	0			
BVPS	2.75	13.67	15.34	17.31	筹资活动现金流	1471	1385	(12)	(14)			
P/E	34.01	35.22	23.70	20.14	债务融资	(23)	(5)	1	1			
P/B	15.23	3.06	2.73	2.42	权益融资	0	1399	0	0			
P/S	9.03	8.99	7.22	6.04	其它	1501	0	0	0			
ROE	44%	9%	11%	12%	现金净增加额	1504	1498	184	226			
ROA	36%	8%	11%	11%								
毛利率	46%	45%	45%	45%	公司基本情况							
销售净利率	27%	26%	30%	30%	大股东名称	汪天祥						
收入增长率	43%	34%	25%	19%	大股东持股比例	62%						
利润增长率	36%	29%	49%	18%	注册地	重庆市长寿化工园区内						
资产负债率	19%	4%	4%	4%	办公地	重庆市长寿化工园区内						

资料来源: Wind、公司数据、国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国海证券所有。