

IPO重启首单，OTC家族又添新军

桂林三金（002275）

建议询价区间：15.0-17.3元

新股报告

2009年6月25日 星期四

医药化工研究小组

屈昶、袁舰波
021-50586660-8643
qy@longone.com.cn
医药行业/中药

联系人：顾颖

021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

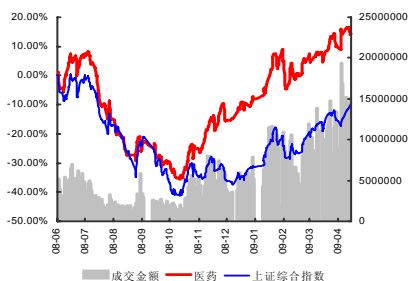
发行数据

| | |
|------------|-----------|
| 发行前总股本(亿股) | 4.08 |
| 本次发行股数(亿股) | 0.46 |
| 发行后总股本(亿股) | 4.54 |
| 发行日期 | 2009-6-29 |

发行后股权结构

| | |
|------------------|-------|
| 桂林三金集团股份有限 公司 | 57.5% |
| 邹节明等 42 名自然人 | 28.8% |
| 社会公众股 | 10.1% |

医药行业相对上证综指走势图



投资要点

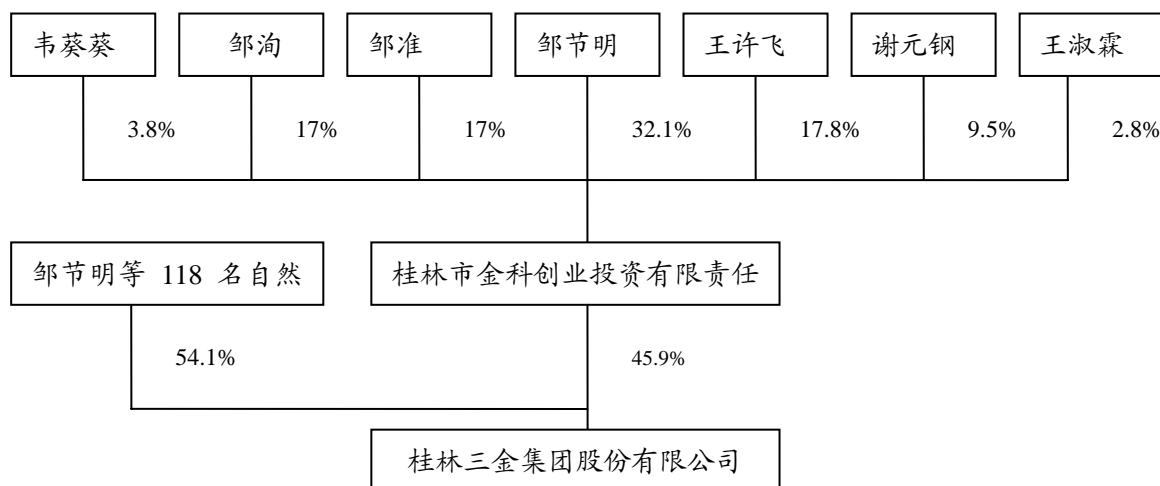
- 公司实际控制人邹节明及其亲属在 IPO 后将持有 40.02% 的股份，公司其他中高层管理人员也已完成持股激励，管理层与流通股股东利益一致。
- 2006-2008 年间，公司主营业务收入、净利润复合增长率分别为 11.18%、18.55%，毛利率由 70% 上升至 74.3%。
- 公司的主导产品西瓜霜系列产品 08 年销售收入 4.02 亿元，居喉口类中成药市场第 2 位。三金片系列产品 08 年销售收入 3.99 亿元，居抗泌尿感染中成药市场第 1 位。二线产品脑脉泰胶囊、眩晕宁 08 年分别销售 0.12、0.23 亿元，未来成长空间很大。
- 公司除拥有产品优势外，在技术、营销、区位等方面也拥有核心竞争力。
- 公司面临药品降价风险、销量提升风险、募投项目风险、新产品推广风险等风险。
- 我们预测公司 2009-2010 年的 EPS 分别为 0.75 元、0.89 元，合理股价在 18.0-20.3 元之间，考虑到发行价格存在一定幅度的折价效应，建议询价区间为 15.0-17.3 元。

1、公司基本情况

1.1 公司股权结构

桂林三金是一家民营控股的中药制造企业，前身是 1967 年成立的桂林中药厂。公司 IPO 前股本 40800 万股，此次拟发行 4600 万股，上市后总股本 45400 万股。公司实际控制人是公司董事长邹节明先生及其亲属，IPO 前邹节明夫妇直接持有桂林三金 11.05% 的股份，邹节明父子通过三金集团间接持有桂林三金 33.48% 的股份，合计共持有公司 44.53% 的股份，IPO 后邹节明及其亲属将持有 40.02% 的股份。另外公司其他中高层管理人员也已完成持股激励，直接或间接持有公司股份。公司“民营企业+高管持股”的股权结构使得管理层与流通股股东利益趋于一致。

图 1: IPO 前桂林三金股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

1.2 公司主营业务

公司目前主要从事咽喉口腔、抗泌尿感染及心脑血管用药系列中成药的研究、生产与销售。主要产品包括西瓜霜润喉片、桂林西瓜霜、西瓜霜清咽含片、三金片和脑脉泰胶囊等。2008 年公司实现营业收入 9.86 亿元，净利润 2.74 亿元。

2、公司行业背景

我国的中药行业 2005 年实现销售收入 1109 亿元，2000~2005 年行业收入年均增长率 19.2%，中药材及植物提取物等的出口量和出口额持续增长。此外，

5月7日发布的新医改首个细则《关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》也明确了国家对中医药的扶持态度，在内生增长动力和外部政策扶持的背景下，我国中药行业未来的市场空间非常广阔。

2.1 喉口类中成药市场情况

咽喉口腔疾病属常见病和多发病，咽喉口腔用药是位居前三的百姓常见消费药。05年统计数据显示，喉口药市场容量约20亿元，且以年均10-20%的速度在增长。有资料显示，消费者对喉口类产品的疗效敏感度高于产品价格，因此喉口类药物的疗效是产品的核心竞争力，以三金西瓜霜系列产品为代表的喉口类药正是凭借其良好的疗效保持了品牌领先优势。

2.2 抗泌尿系感染中成药市场情况

泌尿系统感染也是一种常见的多发性疾病。根据我国普查统计发病率约占人口的0.91%，在感染性疾病发病率中居第2位。其中女性发病率较高，约2.05%，是男性的8倍。另外，老年人群也是发病率高、病例基数大的人群，发病率约15-20%。2005年抗泌尿系统感染中成药所属的祛湿通淋市场规模约11-15亿元，随着我国的城市化进程和人口老龄化，泌尿系统疾病的发病率呈现提升态势，未来市场容量将快速扩大。

2.3 心脑血管中成药市场情况

心脑血管疾病是危害人类健康及生命的重大疾病，被世卫组织称为“人类头号杀手”。我国每年死于心脑血管病的人数约300万人，占死亡人数的45%。中成药以其耐受性好、毒副作用小等优势在心脑血管病市场占据重要地位，2005年心血管中成药OTC总规模约119.8亿元。

3、公司竞争力分析

3.1 产品优势

公司是喉口药的龙头企业之一，拳头品种西瓜霜系列产品08年销售量超25亿片，居喉口类中成药市场第1位，销售收入4.02亿元，居喉口类中成药市场第2位。其中西瓜霜润喉片和桂林西瓜霜分别在喉口药片剂类和散剂类市场占据了主导地位，市场占有率达到20%左右。

西瓜霜系列产品分别针对不同年龄及收入人群，形成了强大的组合优势，同其他竞争对手单产品竞争相比，抗风险能力更强。

表 1: 喉口类中成药市场竞争情况

| 产品名称 | 产品市场份额 | 产品年销售额 | 生产企业 |
|----------|--------|---------|--------------|
| 嗓子喉片 | 24% | 4.7 亿元 | 广西金嗓子有限责任公司 |
| 金西瓜霜系列产品 | 20% | 3.98 亿元 | 桂林三金药业股份有限公司 |
| 芳草珊瑚含片 | 10% | 1.92 亿元 | 江中药业股份有限公司 |

资料来源: 公司招股说明书、东海证券研究所

三金片系列产品 08 年销售量超过 18 亿片, 销售收入 3.99 亿元, 市场占有率超过 30%, 居抗泌尿感染中成药市场第 1 位。

三金片预计能进入即将公布的基本药物目录, 届时将有望实现基层销售的放量, 获得新的市场份额。

表 2: 抗泌尿系感染中成药市场竞争情况

| 产品名称 | 产品市场份额 | 产品年销售额 | 生产企业 |
|-------|--------|--------|---------------|
| 三金片 | 33% | 4.6 亿元 | 桂林三金药业股份有限公司 |
| 宁泌泰胶囊 | 8.60% | 1.2 亿元 | 贵州新天药业 |
| 复方石韦片 | 5.80% | 0.8 亿元 | 承德颈复康药业集团有限公司 |
| 尿感宁 | 4.30% | 0.6 亿元 | 浙江正大青春宝药业 |

资料来源: 公司招股说明书、东海证券研究所

脑脉泰胶囊主要定位于中风的早期防治及后期恢复, 避开了心脑血管药物竞争激烈的治疗急性症状领域, 有望快速培育新的市场空间。

眩晕宁在同类中成药品种中, 市场占有率、品牌知晓度均处于领先水平, 也有望进一步分享心脑血管药物广阔的市场。

3.2 技术优势

主要产品西瓜霜润喉片、桂林西瓜霜、西瓜霜清咽含片、三金片、脑脉泰胶囊、眩晕宁都是国家二级中药保护品种, 药物配方和制备方法都是公司独家专利技术。公司拥有独立知识产权的品种有 39 个, 在研新品种有 13 个。

3.3 营销优势

公司拥有 OTC 市场最重要的品牌优势和渠道优势。三金片、西瓜霜等主要产品作为其各自细分领域的领军品牌, 直接推动了“三金”企业大品牌的建立。公司的销售区域遍布除台湾、西藏外的 30 个省、市地区, 与 500 多家经销商、2300 多家二级甲等以上医院和 21000 余家药店建立了长期稳定的合作关系。

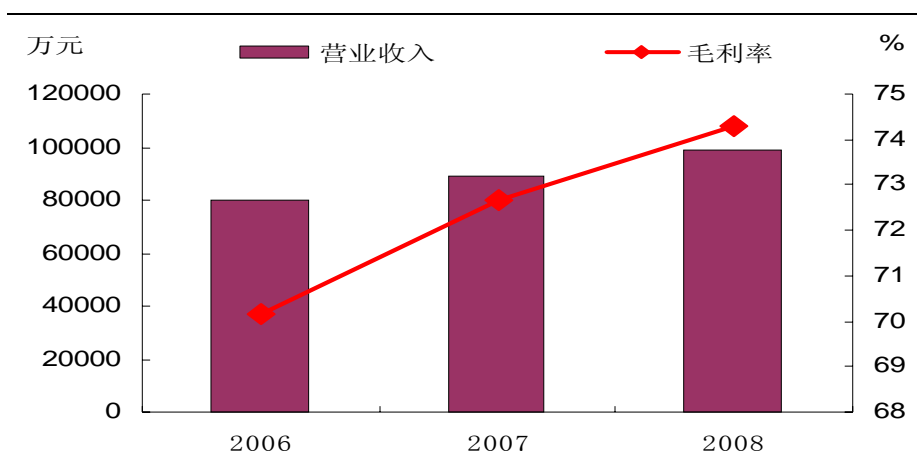
3.4 区位优势

公司地处的广西省是我国四大药材产区之一，中草药资源有 4600 多种，排名全国第 2，目前开发利用率还不足 20%。广西丰富的中草药和悠久的历史民族医药是公司未来持续创新发展的保证。

4、公司财务分析

2006-2008 年间，公司主营业务收入、净利润复合增长率分别为 11.18%、18.55%。受拳头产品提价刺激，公司综合毛利率由 2006 年的 70% 上升至 2008 年的 74.3%。公司毛利率较高的主要原因在于几个拳头产品收入占比较高且毛利率水平较高，08 年西瓜霜润喉片、桂林西瓜霜、三金片的收入占比分别为 20.9%、15.5%、40.5%，毛利率分别高达 77.9%、79.2%、86.7%。

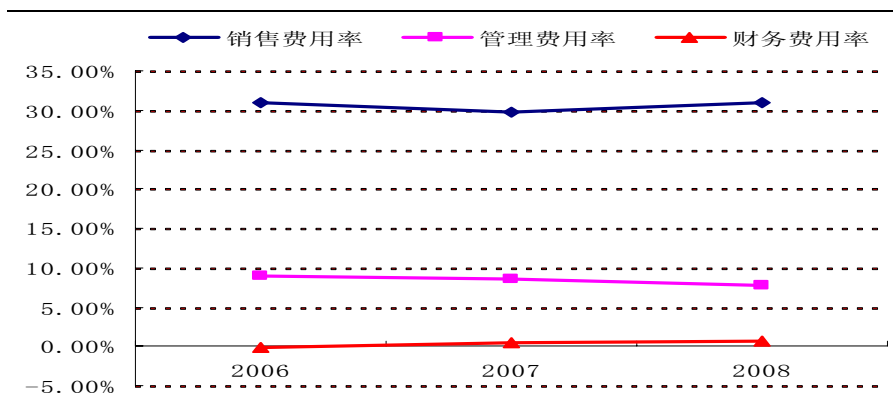
图 2: 公司收入、毛利情况



资料来源：公司年报、东海证券研究所

公司的销售费用因广告支出较高，连续三年占比保持在 30% 左右，08 年为 31.05%；管理费用率控制良好，呈逐年下降态势，08 年占收入比 7.8%；财务费用率不高，但逐年增加，08 年上升至 0.74%。

图 3: 公司费用率情况



资料来源：公司年报、东海证券研究所

表 3: 公司其他财务指标

| 年度 | 2006 | 2007 | 2008 |
|--------------|-------|-------|-------|
| 偿债能力 | | | |
| 流动比率 | 2.47 | 2.16 | 2.18 |
| 速动比率 | 2.17 | 1.99 | 2.05 |
| 资产负债率(%) | 24.58 | 32.4 | 32.48 |
| 流动负债/负债合计(%) | 92.39 | 97.48 | 97.71 |
| 运营能力 | | | |
| 存货周转率(次) | 4.37 | 4.26 | 4.85 |
| 应收账款周转率(次) | 12.84 | 16.29 | 16.49 |
| 总资产周转率(次) | 1.05 | 0.93 | 0.87 |
| 回报率 | | | |
| ROA | 30.55 | 31.67 | 29.83 |
| ROE | 35.75 | 37.19 | 36.52 |

资料来源: 公司年报、东海证券研究所

5、公司主要风险

5.1 产品降价风险

目前公司的桂林西瓜霜、三金片、脑脉泰胶囊等 12 种药品列入《医保目录》，下属全资子公司三金生物 38 种药品、控股子公司湖南三金 9 种药品列入《医保目录》，拳头产品三金片有望进入即将颁布的新医改国家基本药物目录，因此在国家推行药品降价措施的政策环境下，公司的部分产品存在降价风险。

5.2 市场经营风险

另外，公司主导产品西瓜霜系列产品市场占有率已经相对饱和，未来销售量持续提升的难度也较大。

5.3 募投项目风险

公司本次 IPO 募投的 10 个项目也存在实施进度和实施效果风险。

5.4 新产品风险

公司的一些二线产品及未来新产品进入没有传统技术优势的心脑血管药物等领域，对公司的研发能力、营销网络提出了很大的考验。

6、募集资金投向

本次 IPO 计划将募集资金用于 10 个项目，主要包括三类项目：第一类项目是一线产品西瓜霜系列产品、三金片的产能扩建项目，包括三金片的产能由 23 亿片/年新增 30 亿片/年，西瓜霜润喉片的产能由 39 亿片/年新增 50 亿片/年或新增桂林西瓜霜含片 30 亿片/年，桂林西瓜霜由 2977 万支/年的新增 6000 万支的产能，投资金额合计 2.1 亿元，占总投资比的 33.2%。

第二类项目是二线产品脑脉泰胶囊、眩晕宁片由小批量生产转化为产业化生产的建设项目，投资金额 1.99 亿元，占比 31.4%。

第三类项目是未来新产品、新产能的配套设施建设等。包括西瓜霜提取车间的技改、国家级技术中心扩建、GAP 基地及物流基地建设等，投资金额 2.24 亿元，占比 35.4%。

表 4: 募集资金投向

| 序号项目名称 | 投资总额 (万元) |
|-----------------------|-----------|
| 1 特色中药三金片技术改造工程 | 7,980 |
| 2 西瓜霜润喉片等特色中药含片技术改造工程 | 6,500 |
| 3 桂林西瓜霜等特色中药散剂技术改造工程 | 6,581 |
| 4 脑脉泰等中药胶囊剂特色产品产业化 | 7,800 |
| 5 西瓜霜中药提取综合车间二期技改项目 | 5,650 |
| 6 现代中药原料 GAP 基地建设项目 | 4,200 |
| 7 中药新药舒咽清喷雾剂产业化项目 | 5,300 |
| 8 特色中药眩晕宁产业化项目 | 6,800 |
| 9 三金现代化仓储及物流基地建设项目 | 7,500 |
| 10 国家级三金技术中心扩建项目 | 5,100 |
| 合计 | 63,413 |

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

7、估值与市场定价

7.1 公司估值

我们预测 2009-2010 年桂林三金 EPS (摊薄) 分别为 0.75 元、0.89 元。参考中药可比公司均值，我们给予公司 09 年 24-27 倍市盈率，合理估值水平 18.0-20.3 元。

表 5: 桂林三金盈利预测

| 盈利预测及市场重要数据 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E |
|-------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入(万元) | 79,785 | 89,305 | 98,616 | 114,729 | 133,260 |
| 增长率 | 6.7% | 11.9% | 10.4% | 16.3% | 16.2% |
| 营业利润(万元) | 23,047 | 28,918 | 32,673 | 40,134 | 47,599 |
| 增长率 | 56.0% | 25.5% | 13.0% | 22.8% | 18.6% |
| 净利润(万元) | 19480 | 24918 | 27373 | 34070 | 40407 |
| 增长率 | 52.8% | 27.9% | 9.9% | 24.5% | 18.6% |
| 每股净资产(元) | 5.16 | 1.77 | 1.91 | 2.42 | 3.13 |
| 每股收益(元) | 1.62 | 0.61 | 0.67 | 0.75 | 0.89 |
| EV/EBITDA | 0.1 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |

资料来源: 东海证券研究所

7.2 上市定价

我们认为桂林三金上市后的合理股价在 18.0-20.3 元之间, 考虑到发行价格存在一定幅度的折价效应, 建议询价区间为 15.0-17.3 元, 对应 09 年 PE 分别为 20-23 倍。

鉴于桂林三金是 IPO 重启后的第一单, 很可能受到市场较大的追捧, 如首日上市定价明显偏离合理股价区间, 建议投资者保持谨慎态度。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、*ST 中新、通策医疗等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有 13 年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业、双鹭药业、上海医药、复星医药等。

一、行业评级

| | | |
|----|-------------|---------------------------|
| 推荐 | Attractive: | 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数 |
| 中性 | In-Line: | 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平 |
| 回避 | Cautious: | 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数 |

二、股票评级

| | | |
|----|-------------|--------------------------------|
| 买入 | Buy: | 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$ |
| 增持 | Outperform: | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$ |
| 中性 | Neutral: | 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$ |
| 减持 | Sell: | 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$ |

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122