

日期：2009 年 9 月 21 日

行业：化学药



医药行业研究小组 赵冰

021-53519888*1902

Zhaobing1704@hotmail.com

主攻注射剂领域，细分行业技术领先

IPO 询价区间 RMB 13.80-16.10

首日定价区间 RMB 15.75-18.38

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 23

发行后总股本 (百万股) 91.5

发行方式 网下询价配售 20%

网上定价发行 80%

保荐机构 国金证券

主要股东 (IPO 前)

邱宇 30.13%

重庆风投 25.07%

邱伟 23.50%

收入结构 (MRQ)

医药制造 81.54%

医药流通 18.46%

报告编号: ZB09-NSP05

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	166.06	265.22	372.81	510.08
年增长率 (%)	72.14%	59.71%	40.56%	36.82%
归属于母公司的净利润	24.49	32.89	41.90	54.16
年增长率 (%)	186.77%	34.30%	27.41%	29.25%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.27	0.36	0.46	0.59

注：有关指标按最新总股本为 91.5 百万股计算

■ 公司概况：

1、主攻注射剂领域

公司是一家以研发、生产和销售喹诺酮类抗感染药、抗肿瘤药、肠外营养药为主的科技型医药企业。公司产品以注射剂为主，目前拥有各类制剂产品 40 种，其中注射剂产品 38 种，占制剂产品总数的 95%。上述 40 种制剂药品中有 28 种被列入国家《医保目录》，占全部制剂产品种数的 70%。在全国 6000 余家医药生产、研发单位中，公司获得的药品注册批件数量排名第 27 名。公司实际控制人为邱宇。08 年，公司实现销售收入 1.52 亿元，实现净利润 0.18 亿元。

2、各细分行业技术国内领先

公司主要产品所处细分行业为喹诺酮类抗感染药行业、肠外营养药行业、抗肿瘤药行业。公司的核心技术主要有淋巴靶向治疗的纳米药物技术、药物微纳米分散及混悬制备技术和无菌原料药制备技术，其中，淋巴靶向治疗的纳米药物技术处于国际领先水平，药物微纳米分散及混悬制备技术和无菌原料药制备技术处于国内领先水平。本次 IPO 的募集资金项目实施后，公司作为细分行业的领先地位将更加巩固。

■ 募资项目：

IPO 计划项目对公司的中长期业绩贡献显著

本次 IPO 计划实施的募集资金主要投向抗感染及特色专科用药产业化生产基地建设项目。募集资金项目有利于公司扩大生产规模，降低单位产品成本，进一步提高公司的主营收入与利润水平。

表 1 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	抗感染及特色专科用药产业化生产基地建设项目	14,422.30
合 计		14,422.30

■ 业务结构

公司主业突出，产品涵盖抗感染类和特色专科用药两大系列

公司的主营业务主要来自于医药制造的生产与销售，2006 年至 2009 年上半年医药制造实现的收入占主营业务收入比重分别为 74.39%、72.62%、78.58%及 81.54%，医药制造收入主要来自于抗感染类和特色专科类产品的生产与销售，2006 年至 2009 年上半年两大类产品实现的收入合计占主营业务收入比重分别达到 68.44%、66.57%、72.46%和 77.76%。

由于药品降价及原辅料价格上涨，公司主营业务毛利率呈下降趋势，2006 年至 2009 上半年，公司主营毛利率分别是 41.42%、36.02%、36.11%和 35.83%，未来随着医疗卫生体制改革推进实施、国家对药价格不断下调、市场竞争的日益激烈及原辅料等价格的波动，公司主营业务的毛利率可能继续下滑。公司目前的毛利率水平稍低于同行业上市公司平均毛利率。

■ 产品市场

1、喹诺酮类药物是抗感染药物中最活跃的领域之一

近几年来，我国抗感染药物的销售额始终位居医院用药金额的第一位。根据 SFDA 南方医药经济研究所的统计，2006 年 16 个城市样本医院抗感染药物用药金额已达 65 亿元。因具有优异的抗感染功能，喹诺酮类药物成为近 10 年来发展最迅速的合成抗菌药，临床上的用量已超过青霉素类。由于药品降价等因素，2007 年喹诺酮类药物的销售收入仍比 2006 年增长 4.82%，达到 23.9 亿元。公司拥有抗感染药制剂产品 12 种（分为 26 个规格），其中喹诺酮类抗感染药 6 种（分为 14 个规格）。2008 年，公司在国内喹诺酮类药物市场排名中位居第 9 位。

2、抗肿瘤药物发展迅速，拥有巨大的上升空间

目前国内生产抗肿瘤药物的企业已发展到近百家，其中主要原料药生产企业 20 多家，制剂和中药生产企业 60 多家。WHO 公布的 49 个常用抗肿瘤药物中，大多数国内都能生产，占总数的 86%以上，常规抗肿瘤药物产销量基本可满足国内市场需求。抗肿瘤药物在我国医院市场销售规模自 2001 年以来一直稳步增长，2006 年达到了 175.5 亿元的市场规模，较上一年增长了 17.8%。公司目前拥有 5 种（分 6

个规格)抗肿瘤药物制剂产品,其中纳米炭混悬注射液作为诊断用淋巴示踪剂的问世填补了国内空白,为我国该类药物首个通用名药物,相关产品制备技术已获得国家发明专利,公司在全球范围率先推出该产品。

3、肠外营养药行业未来前景广阔

临床营养工作在发达国家已得到普及,在我国还处于起步阶段。在我国,临床营养的研究及实施已经有 30 余年的历史,但临床营养支持治疗的发展并不平衡。随着我国临床营养的不断发展,肠外营养药行业未来前景广阔。在肠外营养药中,谷氨酰胺是近 50 年来营养学领域发现的最重要的营养物质之一,在欧美市场已得到广泛应用。而我国 N(2)-L-丙氨酰-L-谷氨酰胺市场目前还处在初步发展阶段,近几年市场增长迅速,2005 年市场销售额为 0.31 亿元;2006 年已达 0.87 亿元,较前一年增长 180%;2007 年销售额上升至 1.65 亿元,增长 90%。公司目前主要生产氨基酸类肠外营养药中的 N(2)-L-丙氨酰-L-谷氨酰胺制剂产品,公司拥有该制剂产品的原料药生产批件,为国家三类新药。

■ 竞争能力

1、科研优势

公司经营管理团队历来重视科技创新,建成有重庆市市级企业技术中心,拥有毕业于国内外知名医药院所的科研人员 50 余名,形成了以“淋巴靶向治疗”为代表的自主创新研发平台、以“注射用福美坦”为代表的新药仿制平台、以“冻干混悬注射剂”为代表的科研转化技术平台,三大系统平台互为补充、相辅相成。

2、产品优势

公司创业团队专注于注射剂的研发、生产及销售,以抗感染药物和特色专科用药为主要产品,产品涵盖了注射剂所有剂型,并建立了结构合理的产品储备库,产品结构优势明显。

3、营销优势

公司在销售模式上不断革新,确立了集成创新的营销模式。在营销组织上,采用“1+1 的新型组织模式”,即一个市场技术内勤加一个大区销售团队,把市场“营”和“销”的职能有机的结合起来,既增强了销售人员的销售效率,又有效减少对关键销售人员的依赖性,降低销售客户流失等风险。

4、管理优势

经过十余年的创业发展，公司管理层积累了丰富的医药行业生产、管理、技术和营销经验，对行业发展认识深刻，能够基于公司的实际情况、行业发展趋势和市场需求及时、高效地制定符合公司实际的发展战略。

■ 财务分析

1、公司成长性良好，但短期偿债压力较大

2009 上半年、2008 年度以及 2007 年度，公司营业收入分别较上年同期增加 20.28%、59.72%和 72.29%，增长速度较快，呈现出良好的成长性。2006 年至 009 上半年，公司全面摊薄净资产收益率分别为 12.86%、22.35%、22.94%和 11.28%，整体呈现上升趋势，保持着较高的盈利能力。

公司的流动比与速动比低于行业平均水平，09 年中期报告流动负债余额合计为 13,266.42 万元，金额较大。由于公司正处于快速发展时期，最近两年固定资产投资和销售收入的持续增长，加大了对流动资金的需求，公司存在一定的短期偿债压力。另外，公司的应收账款较多，最近一期报告占总资产的比例为 23.75%。

2、今明两年稳步增长，未来增长取决于公司的市场开拓能力

公司的长期成长性将源自募集资金项目的投产达产。初步预计 08-10 年归于母公司的净利润将实现年递增 34.30%、27.41%、29.25%，相应的稀释后每股收益为 0.36 元、0.46 元和 0.59 元。

■ 风险分析

1、核心技术产品占销售收入比例较低的风险

由于核心技术产品上市时间相对较短，其对公司毛利的贡献仍相对较低，如果产品不能迅速抢占市场，形成公司业绩的主要增长点，则公司未来增长将主要依赖于技术优势不明显的产品的销售，对公司市场竞争力的持续提升产生影响。

2、药品降价的风险

公司生产的药品中已有 28 种列入了《医保目录》，占全部产品的 70%，随着国家推行药品降价措施的力度不断加大，公司生产的药品存在进一步降价风险。

3、市场占有率下降的风险

公司产品均为处方药，根据国内药品销售管理的规定不能通过大众媒体进行广告宣传，在一定程度上制约了公司品牌的营造和树立。如果未来公司不能在品牌上持续有效增强，公司将面临原有产品市场

占有率下降或新产品不能获得快速增长的风险。

■ 估值基准

基于已公布的 08 年业绩和 09、10 年预测业绩的均值以及行业平均动态 PE 值 27.62 倍，我们认为公司作为具备高成长性、未来业绩可能超预期的创业板企业应能享受一定的溢价。公司合理的 PE 估值区间为 30-35 倍，上市 6 个月内的估值区间为 15.75-18.38 元。

表 2 相关公司的 EPS 及估值水平

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			08A	09E	10E	08A	09E	10E
西南药业	600666	8.09	0.19	0.29	0.39	42.58	28.28	20.67
东北制药	000597	27.60	1.16	1.47	1.64	23.79	18.75	16.80
丽珠集团	000513	29.21	0.17	1.21	1.37	171.82	24.20	21.27
白云山 A	000522	7.75	0.16	0.26	0.34	48.44	30.20	23.07
海南海药	000566	15.04	0.21	0.41	0.56	73.37	36.66	26.77
行业中值						72.00	27.62	21.72

数据来源：WIND，上海证券研究所整理

■ 定价结论

综合考虑公司的基本面和目前市场行情，我们建议询价区间为 09 年摊薄后每股收益（0.46 元）的 30-35 倍 PE，即 13.80-16.10 元。

附表 1 莱美药业赢利预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	166.06	265.22	372.81	510.08
减：营业成本	136.49	229.88	323.51	446.36
营业税金及附加	1.03	1.52	2.55	3.64
减：销售费用	16.14	27.32	37.19	51.55
管理费用	12.90	25.91	37.79	57.74
财务费用	2.33	4.75	5.95	8.64
资产减值损失	-2.14	0.92	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	-0.17	0.00	0.00
营业利润	29.56	35.18	48.45	62.69
营业外收入、支出净额	0.51	1.72	0.85	1.03
利润总额	30.07	36.90	49.30	63.72
减：所得税费用	5.45	4.01	7.39	9.56
归属于母公司所有者的净利润	24.49	32.89	41.90	54.16
总股本（百万股）	68.50	68.50	91.50	91.50
摊薄 EPS（元）	0.27	0.36	0.46	0.59

数据来源：公司定期报告，上海证券研究所整理

附表 2 莱美药业收入构成及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2007A	2008A	2009E	2010E
抗感染类	82.44	147.71	214.18	299.85
增长率	55%	79%	45%	40%
特色专科类	28.1	44.47	64.48	90.27
增长率	118%	58%	45%	40%
医药流通	45.47	56.8	68.16	78.38
增长率	84%	25%	20%	15%
其他品种	10.04	16.24	25.98	41.57
增长率	75%	62%	60%	60%

数据来源：WIND，上海证券研究所整理；

附表 3 莱美药业历年财务指标

指标名称	2006 年	2007 年	2008 年
盈利能力			
销售毛利率 (%)	41.42	36.02	36.11
销售净利率 (%)	10.21	14.83	12.40
总资产收益率 (%)	-	19.07	17.24
净资产收益率-摊薄 (%)	-	28.00	25.75
偿债能力			
流动比率 (倍)	1.33	1.34	1.41
速动比率 (倍)	1.08	0.97	0.91
资产负债率 (%)	48.53	49.74	48.69
发展能力			
主营业务收入增长率 (%)	-	72.12	59.72
净利润增长率 (%)	-	191.12	31.34
总资产增长率 (%)	-	71.61	25.09
营运能力			
应收账款周转率 (次)	-	4.26	5.06
存货周转率 (次)	-	3.90	3.26
总资产周转率 (次)	-	0.98	1.10

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。