

力生制药（002393）：全产业链战略保证公司高附加值

医药/化学药

合理价：37.10-42.40 元

报告日期：2010 年 04 月 07 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	593	594	633	791
(+/-)	50.66%	0.24%	6.57%	24.91%
营业利润	172	194	244	294
(+/-)	11.39%	12.83%	25.59%	20.31%
归属于母公司 的净利润	132	154	193	233
(+/-)	-0.33%	16.45%	25.77%	20.31%
每股收益（元）	0.72	0.84	1.06	1.27

公司发行新股基本情况

发行日期	4.13
发行后总股本（亿股）	1.36
发行股数（万股）	4600
网下发行数量（亿股）	1.82
行业滚动市盈率（倍）	42
第一大股东	天津医药集团
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	72.00%/51.36%
发行前每股净资产（元）	6.75
发行前资产负债率	27.41%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

天相医药组

010-66045760 liuyb@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司此次发行前总股本为1.36亿股，此次拟向社会公开发行4600万股，其中网下发行占本次最终发行数量的20%，即920万股，网上发行数量为本次发行最终发行数量减去网下最终发行数量。发行后总股本1.82亿股。实际控制人为天津市国资委。
- 公司的主要业务为化学药物制剂的生产和销售。目前主要产品有高血压治疗药“寿比山”牌吲达帕胺片，广谱抗真菌治疗药“美扶”牌伊曲康唑胶囊，溃疡性结肠炎治疗药“畅美”牌奥沙拉嗪胶囊，哮喘病治疗药“盼得欣”牌富马酸福莫特罗片，解热镇痛药“三鱼”牌正痛片等多个优质品种。
- “寿比山”牌吲达帕胺片为公司主要品种。在利尿降压药物中，吲达帕胺是最有效的药物之一，力生制药是最早进行吲达帕胺产品开发和生产的厂家，在吲达帕胺的市场销售份额上一直拥有绝对优势，历年的市场占有率都超过70%，位居全国第一，公司2009年“寿比山”牌吲达帕胺片销售量约7.0亿片，销售收入为2.48亿元，占公司心血管及降压类药物收入的97.64%，近十年来每年产销量的增幅在20%左右。
- 募股资金投向分析。本次募集资金总额约为8.68亿元，主要用于《天津市新冠制药有限公司化学原料药物产业化项目》、《天津市新冠制药有限公司化学药物制剂生产、研发项目》、《收购生化制药48%的权益项目》等项目的投资建设，募集资金项目中的化学原料药、制剂的投产实施将进一步提高公司产能，完善产品结构。
- 盈利预测及估值。预计公司2010、2011年EPS分别为1.06元、1.27元；鉴于公司良好的成长性，我们给予公司与可比公司均值相同的市盈率，即35-40倍的市盈率，按照预测的2010年业绩计算，公司股票上市后的合理价值区间应在37.10-42.40元之间。
- 风险提示。1）政策性风险；2）细分市场激烈竞争的风险。

正文目录

1. 公司概况.....	4
1.1 公司基本情况	4
1.2 公司股本结构	4
2. 行业概况.....	5
2.1 中国药品市场已经成为最有活力的市场之一.....	5
2.2 化学制药行业是我国医药工业中的优势子行业.....	6
3. 公司主营业务分析.....	8
3.1 公司主营业务构成状况.....	8
3.2 “寿比山”牌吲达帕胺片	10
3.3 “美扶”牌伊曲康唑胶囊	12
3.4 生化制药	13
4. 公司竞争优势.....	13
4.1 完整的产业链	13
4.2 高市场占有率、高毛利产品占主导地位.....	14
5. 募集资金项目分析.....	14
6. 盈利预测与估值.....	15
6.1 盈利预测	15
6.2 估值—合理价位 37.10-42.40 元.....	17
7. 风险揭示.....	18

图表目录

图表 1 发行前后股本结构	4
图表 2 此次发行后股权结构图	5
图表 3 2004-2009 年各国医药行业销售收入复合增长率情况比较	5
图表 4 2008 年我国医药工业总产值的构成情况	6
图表 5 化学制药行业产业链附加值递增顺序	7
图表 6 公司 2009 年营业收入及毛利构成	8
图表 7 近年公司主要产品收入情况	8
图表 8 近年公司主要产品毛利情况	9
图表 9 吲达帕胺 (2.5mg) 2006-2008 年全国重点企业产量 (单位: 万片)	11
图表 10 近年吲达帕胺片产销情况	11
图表 11 近年吲达帕胺片收入增长情况	11
图表 12 2007 年抗真菌药物主要品种销售情况	12
图表 13 2005-2008 年伊曲康唑胶囊剂市场占有率情况	12
图表 14 近年伊美康唑胶囊剂产销情况	12
图表 15 生化制药主要产品近年产销情况	13
图表 16 募投项目资金使用情况 (单位: 万元)	14
图表 17 拉米夫定、恩曲他滨、奈韦拉平及愈创木酚甘油醚销售收入预测	15
图表 18 力生制药分项业务收入预测 (单位: 万元)	16
图表 19 力生制药盈利预测 (单位: 万元)	17
图表 20 同类上市公司估值指标比较	17

1. 公司概况

1.1 公司基本情况

天津力生制药股份有限公司位于天津市南开区，前身为天津市力生制药厂，该厂前身于1956年1月公私合营成立，2001年8月力生制药厂改制为天津力生制药股份有限公司。发行前公司总股本为1.36亿股，此次拟向社会公开发行人4600万股，占发行后总股本的25.21%，其中网下发行占此次最终发行数量的20%，即920万股，网上发行数量为此次发行最终发行数量减去网下最终发行数量。发行后总股本为1.82亿股，控股股东为天津市医药集团有限公司。

此次发行前天津医药集团持有公司9825万股股份，占总股本的72%，为公司控股股东，发行后其持股比例降至51.36%，仍为公司控股股东。天津医药集团为国有独资公司，出资人为天津市国资委。力生制药实际控制人为天津市国资委。

公司主要从事化学药片剂、硬胶囊剂、滴丸剂、冻干粉针剂、水针剂、原料药等产品的生产销售，公司日常生产20多个类别、100多个品种规格的各剂型药品。目前主要产品有高血压治疗药“寿比山”牌吲达帕胺片，广谱抗真菌治疗药“美扶”牌伊曲康唑胶囊，溃疡性结肠炎治疗药“畅美”牌奥沙拉嗪胶囊，哮喘病治疗药“盼得欣”牌富马酸福莫特罗片，解热镇痛药“三鱼”牌正痛片等多个优质品种。

1.2 公司股本结构

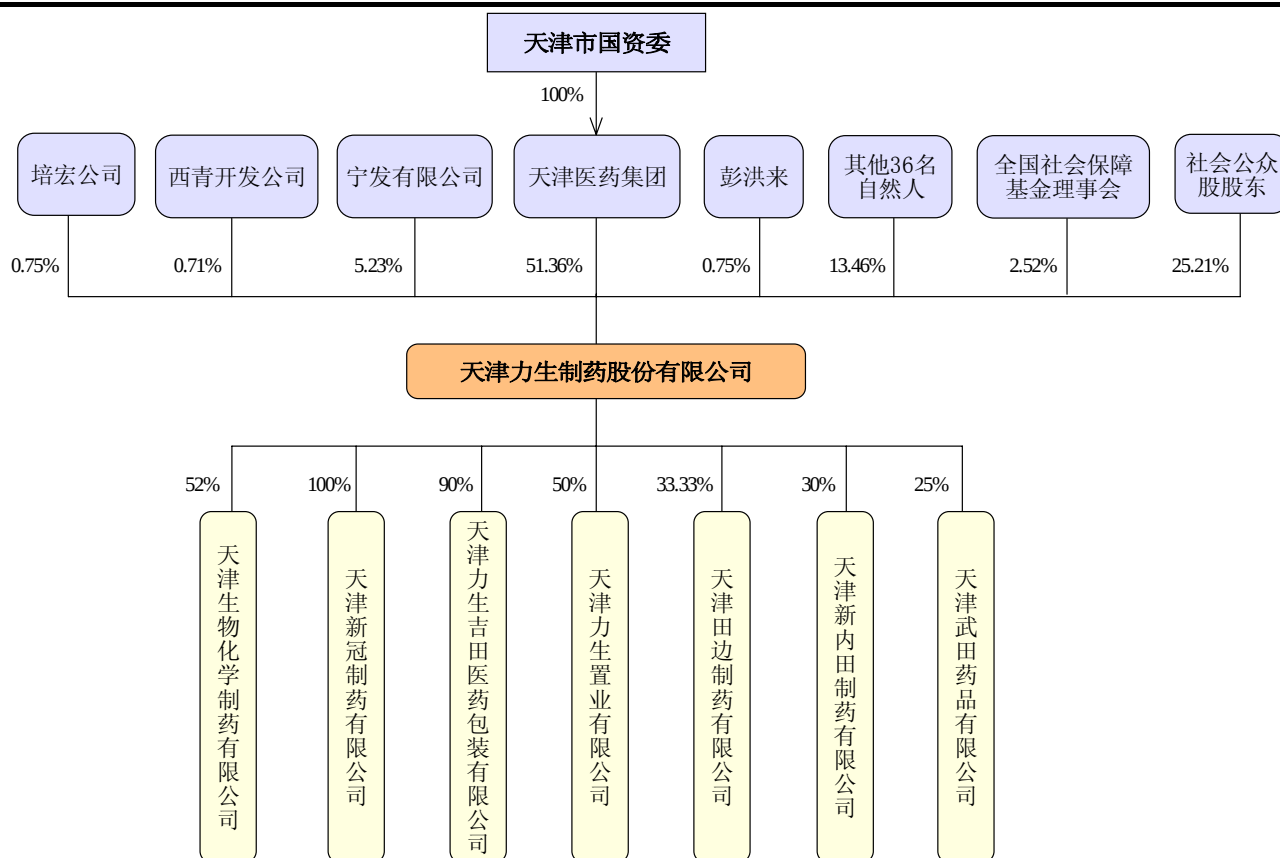
公司发行前总股本为1.36亿股，此次拟向社会公开发行人4600万股，其中网下发行占此次最终发行数量的20%，即920万股，网上发行数量为此次发行最终发行数量减去网下最终发行数量。发行后总股本为1.82亿股，社会公众股占总股本比例为25.21%。

图表 1 发行前后股本结构

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量 (万股)	持股比例 (%)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
一、有限售条件流通股	13,645	100.00%	13,645	74.79%
天津市医药集团有限公司	9,825	72.00%	93,710	51.36%
天津市宁发集团有限公司	955	7.00%	955	5.23%
天津市西青经济开发总公司	136	1.00%	130	0.71%
培宏有限公司（香港）	136	1.00%	136	0.75%
彭洪来	136	1.00%	136	0.75%
其他 36 名自然人股东合计	2,456	18.00%	2,456	13.46%
全国社会保障基金理事会	—	—	460	2.52%
二、本次发行流通股	—	—	4,600	25.21%
合计	13,645	100.00%	18,245	100.00%

资料来源：招股说明书 天相投顾整理

图表 2 此次发行后股权结构图



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

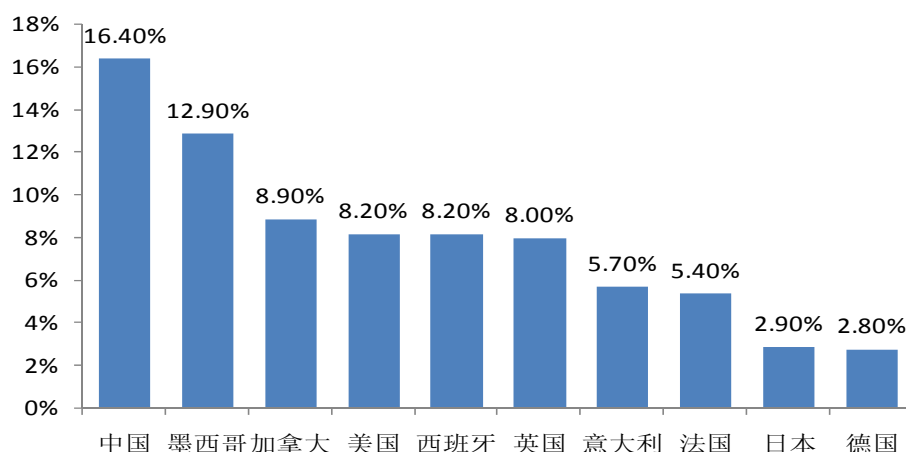
2. 行业概况

2.1 中国药品市场已经成为最有活力的市场之一

至2005年，中国药品市场已成为世界第9大药品市场，占世界药品市场2.1%的市场份额。根据IMS预测，2004-2009年中国医药行业销售收入复合增长率达16.4%，将成为世界上增速最快的地区，并将长期呈快速增长态势。中国的药品市场已经成为世界范围内最有活力的市场之一。

到2009年，中国有望成为世界第七大市场，到2020年，中国药品市场规模将达到1095亿美元，成为仅次于美国的全球第二大药品市场，将占全球医药总份额的8%。

图表 3 2004-2009 年各国医药行业销售收入复合增长率情况比较



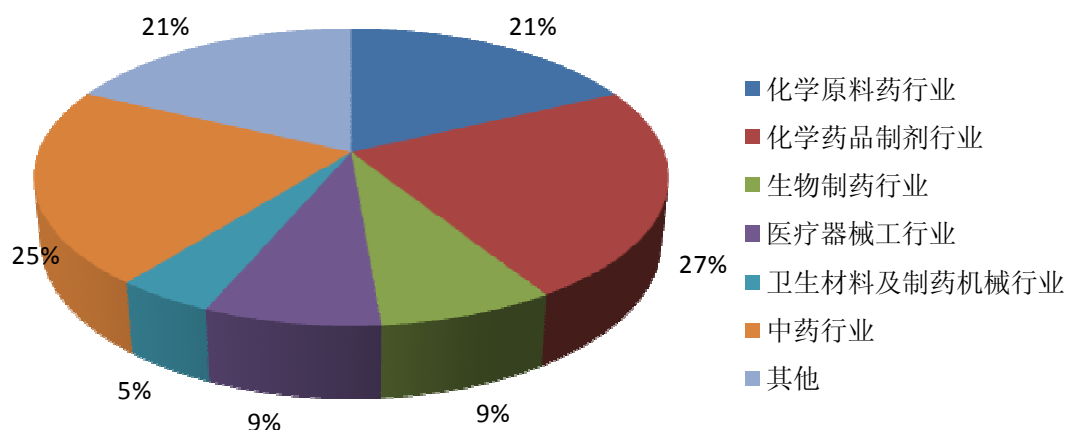
资料来源：IMS 招股说明书 天相投顾整理

但是，目前我国的药品消费还没有进入高速增长阶段，根据国际的经验来看，人均GDP达到1.5万美元的时候，药品消费增长将会出现拐点，从快速增长期进入高速增长期，人均医疗支出将超过1000美元。而我国目前人均GDP仅为2000美元左右。随着中国的崛起，经济的腾飞，人均GDP达到1.5万美元将不会遥远。到那时，按照13亿人口基数估计，药品、保健品消费只占医疗支出的50%进行粗略的估算，我国的药品、保健品市场规模将达到6500亿美元，因此中国医药行业发展前景非常广阔。

2.2 化学制药行业是我国医药工业中的优势子行业

化学制药子行业一直以来都是我国医药工业中的优势子行业，其产品可分为化学原料药与化学药品制剂两大类。有下图可见，化学制药行业实现的总产值最高，化学原料药行业及化学药品制剂行业合计2008年医药工业总产值的48%。

图表 4 2008 年我国医药工业总产值的构成情况

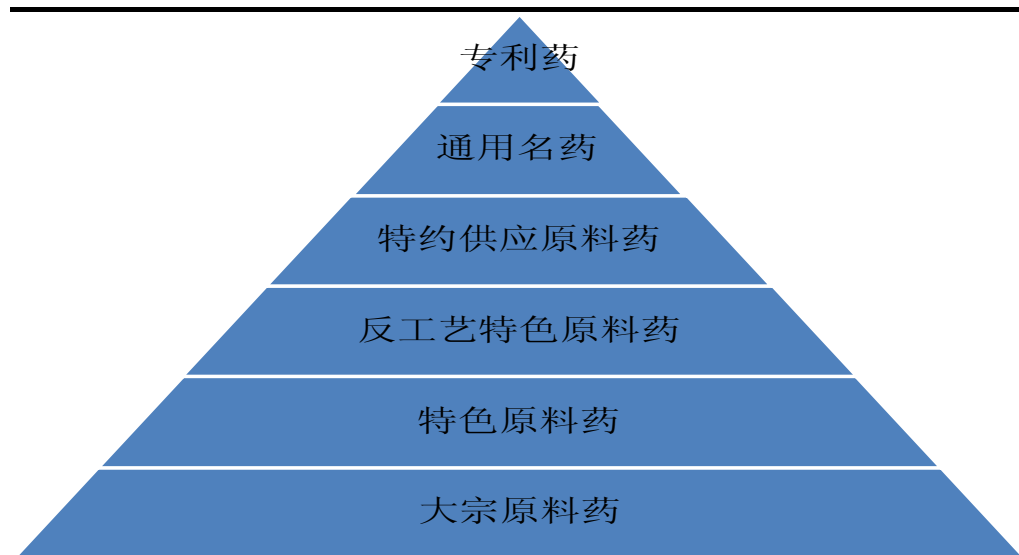


来源：国务院发展研究中心数据库 天相投顾整理

从产业链角度来讲化学原料药是基础上游产品，而化学药品制剂是终端下游产品。从价值链来讲，化学原料药处于价值链底端，其附加值递增顺序为：大宗原料药—特色原料药—反工艺特色原料药—专利期内国际品牌药特约供应原料药；化学药品

制剂处于价值链高端，按价值递增依次为通用名药（非专利药）和专利药，专利药是整个价值链的顶端。

图表 5 化学制药行业产业链附加值递增顺序



资料来源：天相投顾整理

化学原料药行业。由于是国家监管和政策调控的重点，所以其利润增长率波动较大，且处于化学制药的底端，利润率较低；而化学药品制剂的利润率较高，仅次于中药子行业，且高于行业平均水平，增长率也快于医药工业，特别是自从2007年以来，随着新医疗体制改革的不断深化，化学药品制剂行业作为医改明确受益的子行业，其利润增速保持在40%的水平，明显快于医药行业整体水平，预计未来几年该行业的利润增速仍能维持在30%运行。

化学制剂行业。由于存在着技术和资金的进入壁垒，非专利药品市场属于不完全垄断市场，专利药市场接近于垄断市场，一些专利药生产企业甚至可以获得巨额的垄断利润。目前，我国市场中95%以上的化学药品制剂都是仿制专利过期的品牌药。化学制剂在整个药品零售市场中医院终端的销售份额占到75%，同时医院终端销售的药品中85%是化学药。

近两年，化学制剂行业受药品降价、医保目录、招标采购等政策影响较大，2009年以后随着新医疗体制改革的逐步推进，受益于需求刚性和处方药市场的变革与扩容，化学药品制剂行业将最先受益。从发展趋势看，这个子行业将进入快速发展企，未来发展空间巨大，但利润分配将更加不均衡，行业集中度将进一步提高，具有研发、规模和产品优势的企业将强者恒强。

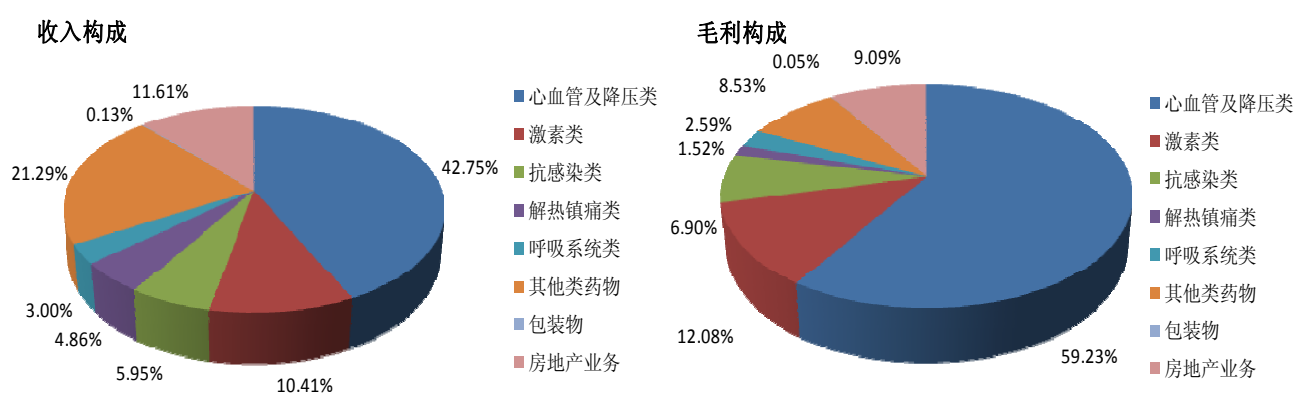
化学药品制剂行业的毛利率平均保持40.12%的水平波动不大，除中成药子行业外，远高于医药行业其他子行业的平均水平。07年以来，该行业的毛利率水平得到进一步提升，在各子行业中位列第一，显示出很强的盈利能力，随着医药行业大规模密集降价的结束以及医药市场的不断扩容，预计该行业的毛利率仍能保持在40%的水平。而且未来还有进一步的提升空间。

3. 公司主营业务分析

3.1 公司主营业务构成状况

公司的主营业务主要是化学药物制剂的生产和销售，还有部分药物包装材料的生产和销售，2008年公司控股子公司力生置业还新增房地产业务收入。2008年公司实现销售收入5.93亿元，同比增长50.66%，实现归属于母公司净利润1.32亿元，同比下降0.33%；2009年实现销售收入5.96亿元，同比增长0.05%，实现归属于母公司净利润1.55亿元，同比增长17.4%亿元。

图表 6 公司 2009 年营业收入及毛利构成



资料来源：招股说明书 天相投顾整理

从上表可以看出，公司的主营业务非常突出，主要为心血管及降压类药物的生产和销售，心血管及降压类药物2009年销售收入为2.54亿元，占总收入的42.75%，销售毛利为2.23亿元，贡献总毛利比重为59.23%，可谓重中之重。其中，主要产品为高血压治疗药“寿比山”牌吲达帕胺片，2009年销售收入为2.48亿元，占公司心血管及降压类药物收入的97.64%；激素类药物主要由公司控股子公司生化制药生产；房地产业务收入为控股子公司力生置业地产项目贡献。

图表 7 近年公司主要产品收入情况

	2007年			2008年			2009年		
	收入	增速	比重	收入	增速	比重	收入	增速	比重
心血管及降压类	19,264.34	14.14%	49.20%	21,924.38	13.81%	37.12%	25,393.83	15.82%	42.75%
激素类	4,368.43	12.25%	11.16%	5,851.63	33.95%	9.91%	6,181.86	5.64%	10.41%
抗感染类	3,019.25	27.78%	7.71%	3,078.38	1.96%	5.21%	3,532.39	14.75%	5.95%
解热镇痛类	2,433.88	-2.91%	6.22%	2,659.75	9.28%	4.50%	2,888.71	8.61%	4.86%
呼吸系统类	1,931.98	4.95%	4.93%	2,309.81	19.56%	3.91%	1,783.49	-22.79%	3.00%
其他类药物	8,021.42	11.62%	20.49%	9,572.88	19.34%	16.21%	12,647.69	32.12%	21.29%
包装物	112.09	7.27%	0.29%	98.37	-12.24%	0.17%	75.13	-23.63%	0.13%
房地产业务	—	—	—	13570.33	—	22.98%	6,894.87	-49.19%	11.61%
主营业务收入总额	39,151.39	12.60%	100.00%	59,065.53	50.86%	100.00%	59,397.97	0.56%	100.00%

资料来源：招股说明书 天相投顾整理

从上表可以看出，心血管及降压类药物的销售收入一直保持增长，2007-2009年

增长分别为14.14%、13.81%、15.82%，且占总收入比重逐年稳步上升。其中2008年该产品的销售收入在总收入中的比重下降至37.12%，主要原因是公司控股子公司力生置业在2008年度产生了1.36亿元的房地产业务，占总收入的22.98%，从而导致公司收入结构产生较大变化，2009年房地产业务收入占总收入的比重下降至11.61%，心血管及降压类药物的销售收入比重回升到42.75%。

激素类药物销售收入增长较快，2007-2009年增长分别为12.25%、33.95%、5.64%，体现了生化制药的主要产品具有较好的销售前景；抗感染类药物、解热镇痛类、呼吸系统类药物的销售收入处于比较稳定的状态。此三类产品中每一类产品的销售收入占主营业务收入的比重虽均未超过10%，但为公司提供了稳定的经营业绩。

公司控股子公司力生置业的房地产项目在2008年度确认收入，但房地产业务并不是公司未来的发展方向，在力生置业现有房产项目开发完成后，如果其未获得新的土地储备，公司拟放弃力生置业的房地产开发业务。

图表 8 近年公司主要产品毛利情况

	2007年			2008年			2009年		
	毛利	增速	比重	毛利	增速	比重	毛利	增速	比重
心血管及降压类	17,104.15	11.86%	62.76%	19,171.25	12.09%	54.73%	22,308.84	16.37%	59.23%
激素类	3,538.71	23.94%	12.98%	4,536.24	28.19%	12.95%	4,551.39	0.33%	12.08%
抗感染类	2,293.89	37.15%	8.42%	2,294.18	0.01%	6.55%	2,597.31	13.21%	6.90%
解热镇痛类	713.34	2.72%	2.62%	730.14	2.36%	2.08%	573.02	-21.52%	1.52%
呼吸系统类	1,099.57	13.32%	4.03%	1,254.03	14.05%	3.58%	973.69	-22.36%	2.59%
其他类药物	2,477.93	-9.73%	9.09%	2,705.48	9.18%	7.72%	3,214.23	18.80%	8.53%
包装物	24.83	0.65%	0.09%	22.56	-9.14%	0.06%	20.52	-9.04%	0.05%
房地产业务	—	—	—	4,314.95	—	12.32%	3,425.11	-20.62%	9.09%
毛利总额	27,252.42	12.37%	100.00%	35,028.84	28.53%	100.00%	37,664.11	7.52%	100.00%

资料来源：招股说明书 天相投顾整理

2008年度由于公司控股子公司力生置业的房地产项目在2008年度确认房地产业务收入，确认房地产业务销售毛利4,314.95万元，从而2008年度的销售毛利总额同比增加28.53%。扣除房地产销售毛利，公司2008年度的销售毛利同比增加12.7%。

从上表可以看出，公司的主要利润来源于心血管及降压类药物，该类产品的毛利占公司毛利总额的比例一直保持较高水平，其中2006、2007年在60%以上，2008年由于确认地产项目收入，从而导致毛利结构发生变化，心血管及降压药毛利比重低于60%，2009年随着地产收入的减少，心血管及降压类药物的销售毛利比重回升至59.23%；其余产品的毛利占公司毛利总额的40%左右，毛利金额保持平稳增长。公司的毛利水平一直比较稳定，主要产品盈利能力突出，具有较强的持续盈利能力和较好的上升趋势。

公司的销售主要集中在国内，报告期各年度内销比例均在99%以上，其中华北、华东地区占内销产品的70%左右，出口所占的比重非常小。

公司战略上，将继续巩固华北、华东地区的营销优势。由于北方地区是高血压病的高发区，公司将进一步强化北方地区的销售；同时，积极拓展全国农村地区的销售。由于农村地区医疗消费水平较低，公司的主导产品“寿比山”牌吲达帕胺片属于质优价廉的高血压治疗药物，其市场价格低于一般高血压治疗药物，适于低收入人群的医药消费，因此公司的“寿比山”牌吲达帕胺片在农村地区还有广阔的市场空间。



研发上,公司将加大复方抗高血压药新产品的临床试验投入,加快临床试验进度,为早日获得生产批件奠定基础。与此同时,公司将加快原料药生产基地的建设速度,完成新冠制药的原料药、制剂生产线建设,积极开拓市场,力争在3年内使公司的原料药生产上规模,尽早成为公司新的收入和利润来源。

由于公司产品众多,我们以下仅介绍公司主要产品抗高血压用药“寿比山”牌吲达帕胺牌片和“美扶”牌伊曲康唑胶囊以及此次募投项目所涉及的天津生物化学制药有限公司。

3.2 “寿比山”牌吲达帕胺片

吲达帕胺是临床上常用的一种有效的利尿降压药物,主要用于轻、中度的高血压患者,其优点主要是降压温和,疗效确切,对心脏有保护作用,且不影响糖、脂代谢,不良反应较小,是较为理想的长效降压药。吲达帕胺是一个脂溶性的药物,难溶于水,溶于甲醇、乙醇、丙酮、醋酸乙酯等有机溶剂,在临床上该药物主要为固体制剂如胶囊或片剂。

行业背景

高血压是心血管疾病最重要的危险因素,长期发展可致心、脑、肾等器官的严重损害,其并发症冠心病、脑卒中、肾功能衰竭等具有高度致残率和致死率。在我国,35至74岁人群中,高血压的发病率高达约27%,患者人数已接近1.3亿,每年新增300万以上。高血压现已跃居主要死因的第一位。

目前临床应用和处在研发阶段的降压药有6类:利尿剂、 β -受体阻滞剂、钙拮抗剂、血管紧张素转换酶抑制剂(ACEI)、血管紧张素II受体拮抗剂(ARB)和 α -受体阻滞剂。

利尿剂已应用于临床几十年,积累了大量的经验,至今仍是降压的主要药物。几十年来国际大规模临床试验结果证明,不论单用或与其他降压药物联用,都有明确的降压疗效,且安全、价廉。在大多数患者中作为首选降压药不仅会达到与新型降压药物相似的疗效,而且将大大降低治疗费用,这对于像我国这样一个拥有1.3亿高血压患者的发展中国家来说无疑是非常有益的。

市场状况

在利尿降压药物中,吲达帕胺是最有效的药物之一。国内现有吲达帕胺批准文号的生产企业共有33家,力生制药是最早进行吲达帕胺产品开发和生产的厂家,在吲达帕胺的市场销售份额上一直拥有绝对优势,历年的市场占有率都超过70%,近三年产量位居全国第一。

图表 9 吲达帕胺（2.5mg）2006-2008 年全国重点企业产量（单位：万片）

生产企业	2008年产量	2007年产量	2006年产量
天津力生制药股份有限公司	57135.2	52848.9	45619.2
东莞万成制药有限公司	8527.12	7187.82	5666
上海华中药业有限公司	——	5880	2760
山西亚宝药业集团股份有限公司	2350	2148	——
内蒙古蒙欣药业有限公司	1823.57	1926.83	2272.83
北京国药集团工业股份有限公司	1761.18	——	——
北京市燕京制药厂	1752.6	1484.35	——
新乡中杰药业有限公司	1510.16	1316.24	1765.98

数据来源：中国化学制药工业协会 公司招股书 天相投顾整理

尽管近年来降压药物发展迅速，各种降压机制的长效降压药物层出不穷，但广大基层地区使用的降压药物种类仍十分有限，基层患者使用的降压药物仍以国产复方制剂和短效降压药物为主。

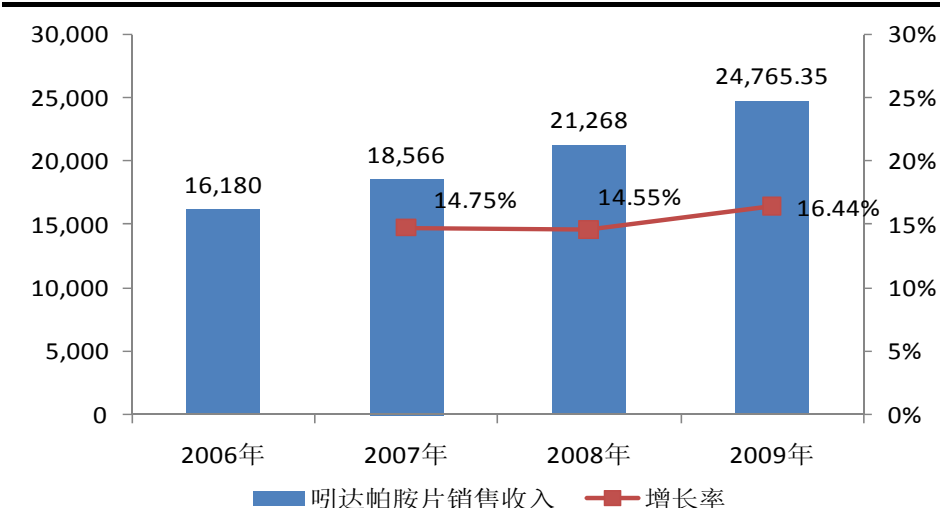
公司2009年“寿比山”牌吲达帕胺片销售量约6.48亿片，近十年来每年产销量的增幅在20%左右。

图表 10 近年吲达帕胺片产销情况

	2006A	2007A	2008A	2009A
产量（万片）	45,619	52,849	57,135	69,958
销量（万片）	41,837	48,389	55,651	64,791
销售额（万元）	16,180.30	18,566.10	21,268.20	24,765.35

数据来源：公司招股书 天相投顾整理

图表 11 近年吲达帕胺片收入增长情况



数据来源：公司招股书 天相投顾整理

在药物联合使用方面，国产复方制剂和短效钙拮抗剂的联合最多，说明开发和推广适合中国国情的降压药物仍是必要和迫切的。随着对高血压病因认识的不断深入，抗高血压药物的研制逐渐由单纯降低血压向改善高血压并发症转变，今后降压药物研

发的重点应该是可以平稳降压、改善靶器官损伤、病人容易耐受、而且有较好效应价格比的长效抗高血压药物。公司投资项目“复方吲达帕胺片项目的研发及生产”也是符合市场需求，迎合了降压药物产品的发展趋势。

3.3 “美扶”牌伊曲康唑胶囊

伊曲康唑由美国强生公司研制，1992年9月获FDA批准，现已在50多个国家上市。该产品目前已在国内广泛应用，并收录为国家基本药物而且入选国家基本医疗保险和工伤保险药品目录，属于比较成熟的品种。根据全国医药经济信息网对国内16个大城市400家医院用药市场的调查统计，2007年抗真菌药物的主要用药品种为伊曲康唑、特比萘芬和氟康唑，三种药品占据了上述医院用药市场98%的份额。以口服片剂产品为例，三种药品在上述医院的销售量和销售额如下表所示。

图表 12 2007 年抗真菌药物主要品种销售情况

药品	销售量（万粒）	销售量占比	销售额（万元）	销售额占比
伊曲康唑	657.58	37.15%	10,968.01	32.96%
特比萘芬	585.55	33.08%	4,880.08	14.66%
氟康唑	527.8	29.77%	17,430.27	52.38%
合计	1770.93	100.00%	33,278.36	100.00%

数据来源：全国医药经济信息网 公司招股书 天相投顾整理

在国内，伊曲康唑的医院用药供应商主要为西安杨森制药有限公司、美国雅培制药有限公司（注射剂）、天津力生制药股份有限公司和四川成都倍特药业有限公司。主要生产厂家2005-2007年的市场销售情况如下表所示。

图表 13 2005-2008 年伊曲康唑胶囊剂市场占有率情况

	2008年	2007年	2006年	2005年
天津力生制药有限公司	20.31%	17.24%	15.17%	10.11%
西安杨森制药有限公司	49.89%	47.90%	53.15%	65.22%
成都倍特药业有限公司	29.80%	34.86%	31.68%	24.67%

数据来源：全国医药经济信息网 公司招股书 天相投顾整理

由上图所示，公司伊美康唑胶囊剂市场占有率排名第三，市场份额逐年提升2005-2008年年复合增长率大于30%，由于伊美康唑胶囊剂收录为国家基本药物而且入选国家基本医疗保险和工伤保险药品目录，未来将受益于扩容。公司伊美康唑胶囊剂产销量情况如下图所示。

图表 14 近年伊美康唑胶囊剂产销情况

	2006A	2007A	2008A	2009A
产量（万粒）	521	620	828	862
销量（万粒）	572	692	722	852
销售额（万元）	2,273.20	2,913.80	2,958.10	3,433.07

数据来源：公司招股书 天相投顾整理

3.4 生化制药

生化制药系力生制药的控股子公司，力生制药持有其52%的股份。生化制药始建于1943年，系具有六十多年历史的天津市生物化学制药厂通过公司制改制，由力生制药与天津医药集团共同投资成立，于2007年12月28日正式设立“天津生物化学制药有限公司”。公司坐落于天津港保税区空港物流加工区，是专业生产生化原料药、冻干粉针剂、小容量注射剂的国家中型一类企业，原国家医药管理局规划的国内三大生化药品生产基地之一。

生化制药拥有自己的研究所与中心化验室，拥有七条（含激素类）高标准生产线；产品有冻干、水针、原料药三大剂型，涉及心脑血管、抗生素、激素、生化、动物脏器提取、植物等领域药品。冻干产品有注射用氢化可的松琥珀酸钠、注射用马来酸阿奇霉素、注射用奥扎格雷钠、注射用尿激酶、注射用降纤酶、注射用辅酶A等。其中注射用氢化可的松琥珀酸钠是该公司自主研制、生产的国内独家产品，特别是近年来对其进行的喷雾干燥重大工艺改进技术尚属国内首创，将填补国内用喷雾干燥技术生产非抗生素无菌药品的空白。水针产品有肝素钠注射液、肝素钙注射液、胞磷胆碱钠注射液、眼氨肽注射液、苦参素注射液等，年生产能力5500万支。原料药产品有马来酸阿奇霉素、奥扎格雷、肝素钙、氢化可的松琥珀酸钠等。

公司主要产品有氢化可的松注射液（50mg）、氢化可的松注射液（0.1g）和肝素钠注射液（1.25万U），三种产品2009年销售额为9336.68万元，约占生化制药总销售额的75%。主要产品近年产销情况如下表所示。

图表 15 生化制药主要产品近年产销情况

产品名称		2006A	2007A	2008A	2009A
注射用氢化可的松琥珀酸钠（50mg）	产量（万支）	624.60	738.50	1151.17	937.05
	销量（万支）	580.12	704.29	885.84	887.57
	销售额（万元）	3190.42	3962.66	4993.63	4980.82
注射用氢化可的松琥珀酸钠（0.1g）	产量（万支）	327.70	116.00	538.04	461.10
	销量（万支）	327.72	115.95	447.08	481.61
	销售额（万元）	388.04	130.85	548.06	632.52
肝素钠注射液（1.25万U）	产量（万支）	591.00	817.70	1040.02	1270.36
	销量（万支）	638.25	704.59	891.99	1124.17
	销售额（万元）	681.75	841.28	1995.44	3723.34

数据来源：公司招股书 天相投顾整理

4. 公司竞争优势

4.1 完整的产业链

公司具有比较完整的产业链，占公司主营业务收入50%以上产品（“寿比山”牌吡达帕胺片，“美扶”牌伊曲康唑胶囊等）的原料由公司的原料车间自行生产，公司的利润包含了原料药和制剂两个生产环节创造的附加值，形成了较好的协同效应。同时，

由于公司的生产尽量向上游产品延伸，从而可以尽可能的减小成本增加对利润的影响。

4.2 高市场占有率、高毛利产品占主导地位

心血管及降压类药品为公司的主导产品，2009年该类产品占总销售收入比例为47.25%，其中“寿比山”牌吲达帕胺片销售收入占心血管及降压药物销售收入的比例高达97%；心血管及降压类药品2009年毛利率高达88.77%，使得贡献总毛利比重为62.86%，可谓重中之重。

从全国市场看，高血压、高血脂、心脏病、动脉粥样化等疾病的增多使心血管领域成为仅次于感染领域的第二大医药市场，每年的市场容量据估算达到150亿元。降压药物中，吲达帕胺是最有效的药物之一，公司产品“寿比山”牌吲达帕胺片是国内知名品牌，在吲达帕胺的市场销售份额上一直拥有绝对优势，历年的市场占有率都超过70%，近三年产量位居全国第一。该类药品在报告期内价格无明显上涨，其销售量的稳步提高，将确保盈利能力的平稳提升。同时，较高的毛利可减少原料价格上涨对利润的影响。

5. 募集资金项目分析

此次募集投资资金总额约为8.68亿元，主要用于《天津市新冠制药有限公司化学原料药产业化项目》、《天津市新冠制药有限公司化学药物制剂生产、研发项目》、《收购生化制药48%的权益项目》等项目的投资，资金使用情况如下表所示。

图表 16 募投项目资金使用情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	T 年投入金额	T+1 年以后投入流动资金金额
天津市新冠制药有限公司化学原料药产业化项目	54,114.00	41,230.00	使用自有资金，约12,884万元
天津市新冠制药有限公司化学药物制剂生产、研发项目	29,118.00	19,950.00	9,168.00
收购生化制药48%的权益项目	3,536.40	3,536.40	—
合计	86,768.40	64,716.40	22,052.00

来源：招股说明书 天相投顾整理

新冠制药为公司的全资子公司，在此次公开发行股票募集资金到位后，公司拟用募集资金对新冠制药进行增资，由新冠制药具体实施《天津市新冠制药有限公司化学原料药产业化项目》、《天津市新冠制药有限公司化学药物制剂生产、研发项目》两项目。鉴于募集资金投资项目实施的紧迫性，公司及新冠制药已先行通过自筹资金进行建设，截至2009年12月31日，项目累计投入资金9030万元，主要用于购置土地和在建工程投入。

新冠制药化学原料药产业化项目

新冠制药化学原料药主要生产产品有拉米夫定、恩曲他滨、奈韦拉平和愈创木酚甘油醚。其中，拉米夫定、恩曲他滨、奈韦拉平为抗病毒药物，用于治疗艾滋病及乙肝；愈创木酚甘油醚为治疗慢性气管炎的多痰咳嗽、镇咳平喘药物。项目建设期为1

年，预计2010年1月竣工投产，但因资金不足推迟。建设完成后将新增产能如下：拉米夫定，500吨/年；恩曲他滨，50吨/年；奈韦拉平，300吨/年；创木酚甘油醚，2000吨/年。预计未来三年新冠制药的拉米夫定、恩曲他滨、奈韦拉平及愈创木酚甘油醚原料药销售及毛利情况如下。

图表 17 拉米夫定、恩曲他滨、奈韦拉平及愈创木酚甘油醚销售收入预测

	T年	T+1年	T+2年
年销售量(吨)	1840	2350	2760
销售收入(亿元)	9.50	11.70	12.53
毛利率	15.07%	13.54%	12.02%
成本(亿元)	8.07	10.12	11.02
毛利(亿元)	1.43	1.58	1.51

注：T年为投产年

来源：招股说明书 天相投顾整理

新冠制药化学药物制剂生产、研发项目

公司口服固体制剂的主要产品包括五大类：治疗高血压及心血管药物、抗真菌类药物、抗艾滋病（提高免疫功能）药物、抗癌药、普通治疗药。主要产品有：

片剂：氯沙坦片、培哚普利片、贝那普利片、卡托普利片、福辛普利片、咪达普利片、灰黄霉素片、特比奈芬片、齐多夫定片、奈韦拉平片、比卡鲁胺片、盐酸莫索尼定片、奥美沙坦酯片、盐酸美金刚片、阿托伐他汀片等。

胶囊剂：桂利嗪胶囊、咪康唑胶囊、齐多夫定胶囊、司他夫定胶囊等。

颗粒剂：愈创木酚甘油醚颗粒等。

项目建设期为1年，募投资金到账后一年后竣工投产，建设完成后将新增产能情况如下：片剂，30亿片/年；胶囊剂，4亿粒/年；颗粒剂，600吨/年（出口），5000袋/年（内销）。

收购生化制药 48%的权益项目

在2007年末公司已完成对生化制药的控股收购基础上，通过此次收购行为将使其成为公司的全资子公司。此次收购行为完成后，巩固了公司对生化制药的控制力，扩大了公司产品范围，实现整体资源的优势互补，将促进公司实现成为规模较大的化学制药企业的战略发展目标。

6. 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

盈利预测基于以下假设：

1) 分项业务收入预测如下图所示。

图表 18 力生制药分项业务收入预测（单位：万元）

		2008A	2009A	2010E	2011E
心血管及降压类	收入	21,924.38	25,393.83	30,472.60	38,090.75
	增速	13.81%	15.82%	20.00%	25.00%
	毛利率	87.44%	87.85%	88.00%	88.00%
	成本	2,753.70	3,085.35	3,656.71	4,570.89
激素类	收入	5,851.63	6,181.86	7,109.14	8,175.51
	增速	33.95%	5.64%	15.00%	15.00%
	毛利率	77.52%	73.62%	75.00%	75.00%
	成本	1,315.45	1,630.77	1,777.28	2,043.88
抗感染类	收入	3,078.38	3,532.39	4,062.25	4,874.70
	增速	1.96%	14.75%	15.00%	20.00%
	毛利率	74.53%	73.53%	73.00%	73.00%
	成本	784.06	935.02	1,096.81	1,316.17
解热镇痛类	收入	2,659.75	2,888.71	3,177.58	3,495.34
	增速	9.28%	8.61%	10.00%	10.00%
	毛利率	27.45%	19.84%	50.00%	50.00%
	成本	1,929.65	2,315.59	1,588.79	1,747.67
呼吸系统类	收入	2,309.81	1,783.49	1,961.84	2,158.02
	增速	19.56%	-22.79%	10.00%	10.00%
	毛利率	54.29%	54.59%	55.00%	55.00%
	成本	1,055.81	809.88	882.83	971.11
其他类药物	收入	9,572.88	12,647.69	16,442.00	22,196.70
	增速	19.34%	32.12%	30.00%	35.00%
	毛利率	28.26%	25.41%	25.00%	25.00%
	成本	6,867.58	9,433.91	12,331.50	16,647.52
包装物	收入	98.37	75.13	77.38	79.71
	增速	-12.24%	-23.63%	3.00%	3.00%
	毛利率	22.93%	27.31%	25.00%	25.00%
	成本	75.81	54.61	58.04	59.78
房地产业务	收入	13,570.33	6,894.87	0.00	0.00
	增速	—	-49.19%	—	—
	毛利率	31.80%	49.68%	—	—
	成本	9,254.97	3,469.50	0.00	0.00
营业收入总计	收入	59,065.53	59,397.97	63,302.78	79,070.72
	增速	—	0.56%	6.57%	24.91%
	毛利率	33.00%	63.41%	66.21%	65.40%
	成本	24,037.04	21,734.64	21,391.96	27,357.02

资料来源：招股说明书 天相投顾

2) 由于公司进一步强化北方地区销售，并积极拓展全国农村的销售，营业费用率将小幅上升；由于新冠制药原料药产业化项目以及药物制剂生产、研发项目的建设，人员的到位，管理费用率将出现上升；随着公司募集资金的到位，未来财务费用将大幅下降。我们预计，2010-2011年期间费用率分别为25.78%、26.39%。

3) 根据天津市科学技术委员会和天津新技术产业园区地方税务局的认定，公司为园区内注册的高新技术企业，在2002年至2007年12月31日一直在该局缴纳企业所得

税，适用所得税优惠税率15%。公司于2008年11月被重新认定为高新技术企业，自2008年1月1日起，公司企业所得税税率仍为15%。本盈利预测假设未来两年所得税税率为15%。

4) EPS均按照发行后总股本1.82亿股计算。

5) 由于公司子公司力生置业现有房产项目开发完成后，如果其未获得新的土地储备，公司拟放弃力生置业的房地产开发业务。尽管目前公司还有近5000平方米的商品房没有销售，房地产业务收入可增厚EPS0.2-0.3元。但由于房产项目收入到帐时间的不确定性，此盈利预测2010年-2011年未考虑房产收入。

图表 19 力生制药盈利预测（单位：万元）

	2007	2008	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	39,329.15	59,253.83	59,397.97	63,302.78	79,070.72
增长率	12.55%	50.66%	0.24%	6.57%	24.91%
减：主营业务成本	11,992.62	24,140.94	21,734.64	21,391.96	27,357.02
增长率	13.24%	101.30%	-9.97%	-1.58%	27.88%
主营业务税金及附加	549.98	1,347.14	1,526.53	1,439.19	1,797.68
资产减值损失	(138.13)	(18.28)	140.89	0.00	0.00
减：营业费用	6,444.24	8,680.13	8,483.72	8,679.78	11,058.64
管理费用	4,875.10	6,536.10	6,547.36	7,326.67	9,426.20
财务费用	587.87	773.54	360.47	38.42	43.19
期间费用率	30.28%	26.99%	25.91%	25.35%	25.96%
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	456.34	(557.34)	(1,155.26)	0.00	0.00
营业利润	15,473.81	17,236.92	19,449.10	24,426.76	29,387.99
加：营业外收入	101.42	115.71	853.07	0.00	0.00
减：营业外支出	5.50	100.96	225.24	0.00	0.00
利润总额	15,569.73	17,251.67	20,076.93	24,426.76	29,387.99
减：所得税	2,374.36	2,905.95	3,530.30	3,664.01	4,408.20
少数股东损益	(49.42)	1,144.98	1,174.29	1,428.71	1,718.89
净利润	13,244.79	13,200.74	15,372.34	19,334.04	23,260.90
增长率	32.15%	-0.33%	16.45%	25.77%	20.31%
净利润率	33.68%	22.28%	25.88%	30.54%	29.42%
每股收益（元）	0.73	0.72	0.84	1.06	1.27

资料来源：招股说明书 天相投顾

6.2 估值—合理价位 37.10-42.40 元

我们选取与公司具有可比性的5家上市公司，以2010年4月2日的收盘价进行动态市盈率比较，2010年平均动态市盈率为39倍。

图表 20 同类上市公司估值指标比较

公司代码	公司简称	股价（元）	EPS				PE			
		2010-4-6	2008A	2009A/E	2010E	2011E	2008A	2009A/E	2010E	2011E
002004	华邦制药	47.7	0.67	0.97	1.07	1.17	71	49	45	41
002294	信立泰	139.8	1.38	2.34	2.56	3.12	101	60	55	45
600062	双鹤药业	26.11	0.80	0.84	0.93	1.14	33	31	28	23
600666	西南药业	11.91	0.19	0.21	0.28	0.35	63	57	43	34
000513	丽珠集团	40.2	0.17	1.61	1.73	1.92	236	25	23	21
平均值			0.64	1.19	1.31	1.54	101	44	39	33

资料来源：公司公告 天相投顾

公司现有产品的盈利能力较强，销售额、销售利润等保持稳定增长的趋势，市场前景较好。随着医疗体制改革的深化，人民生活水平的提高，公司的心血管及降压类药物、抗感染类药物等产品的市场空间在逐年加大，公司的盈利能力将会进一步提高。募集资金项目中的化学原料药、制剂的投产实施将进一步提高公司产能，完善产品结构，提升公司产品层次和行业地位，有助于公司扩大销售收入、确立新的利润增长点。复方吲达帕胺产品将提升公司现有吲达帕胺产品的科技水平，延长该产品的生命周期，进一步拓展吲达帕胺产品的盈利空间。我们给予公司比比公司市盈率均值相同的市盈率，即35-40倍的市盈率，其对应的合理价格为37.10-42.40元。

7. 风险揭示

公司面临的主要风险如下：

1、**政策性风险**。国家正在深化医疗体制改革，未来相关政策处于调整变化之中，国家药品注册法规和药品价格政策等也可能会发生调整和变化。由于公司属于化学制药企业，如果将来国家对医药行业的相关政策发生不利变化，将会对公司盈利能力的连续性和稳定性造成一定影响。

2、公司的主营业务为化学药物制剂的生产和销售。由于化学药物制剂，特别是降压药面临着来自国内、国外的多家厂商的激烈竞争，如果公司不能够在工艺技术开发、销售网络建设和营销策略的设计等方面适应市场竞争状况的变化，公司将可能在市场竞争中无法保持自身的竞争优势和已有的市场份额。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	<(-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100