

力生制药(002393)定价报告

定价区间
37.80-43.20 元

健康护理 / 医药生物

发布时间: 2010 年 4 月 22 日

投资要点:

- 力生制药是天津医药集团下属的化学和生物制药企业, 上市后将作为天津医药集团在化学药和生物制药方面的发展平台, 天津医药集团持有公司上市后 51.36% 的股份。
- 公司主要经营普药, 吲达帕胺片是公司最主要的品种, 销售额占 40% 以上, 商品名“寿比山”经过多年的广告运作, 称为家喻户晓的品牌。氨酚咖匹林片和复方甘草片等的销量都在 3 亿片/年以上, 另外公司的主要品种还有抗真菌药物伊曲康唑, 下属子公司生化制药生产激素类和肝素等销量较大的品种, 公司的普药品种更多的集中在零售渠道, 在医院的销售渠道相对较弱。
- 公司现有业务的财务指标良好, 房地产业务的退出不会对公司的业绩产生显著的影响, 合营公司的亏损也会逐步的扭转。
- 公司募集资金项目主要投向抗病毒类的原料药以及心血管及抗病毒制剂的产能建设, 由于建设期较长, 获得生产批文的不确定性, 市场前景的不明朗, 因此项目的风险性较大。
- 预计公司 2010 年和 2011 年每股收益为 1.08 元和 1.34 元, 上市后合理的定价区间在 37.80-43.20 元。

发行数据	2009 年
发行前股本 (万股)	13,645
发行数量 (万股)	4,600
发行价格 (元)	45.00
发行前 EPS (元)	1.13
发行后 EPS (元)	0.85
发行前每股净资产 (元)	3.05
发行日期	2010-4-13
上市日期	2010-4-23
主承销商	渤海证券

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	59,570	0.53	15,451	17.04	0.85			
2010E	67,855	13.91	19,731	27.70	1.08			
2011E	104,168	53.52	24,409	23.71	1.34			
2012E								

分析师: 宋晗

执业证书编号: S0550107120994

TEL: (8621)6337 7000-254

FAX: (8621)6337 3209

Email: songh@nescn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

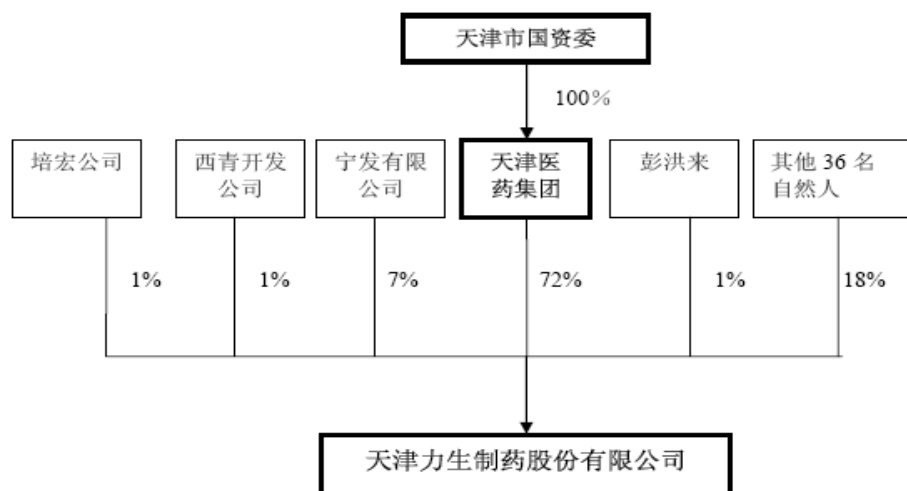
力生制药是天津医药集团下属的化学和生物制药企业，主要经营心血管类、抗生素类、激素类以及生化药等产品。作为国有企业，一直保持着平稳发展的态势。本次募集资金主要投向于化学原料药的生产，进入公司以前未涉及的领域，存在着市场开拓和产品价格波动的风险。

1、国资控股的大型医药企业

力生制药的前身是 1956 年公私合营时的力生制药厂，拥有悠久的历史，其大股东一直是天津医药集团，实际控制人是天津市国资委。天津医药集团作为天津最大的两家国有医药集团，覆盖了医药产业的方方面面。天津医药集团的中成药资产已经包括在上市公司中新药业（600329）中，这次以力生制药为主体的上市公司是天津医药集团的化学药和生化药资产。

天津医药集团持有公司发行前 72%，发行后 51.36% 的股份，其他都是在公司股份制改造期间进入的财务投资者。

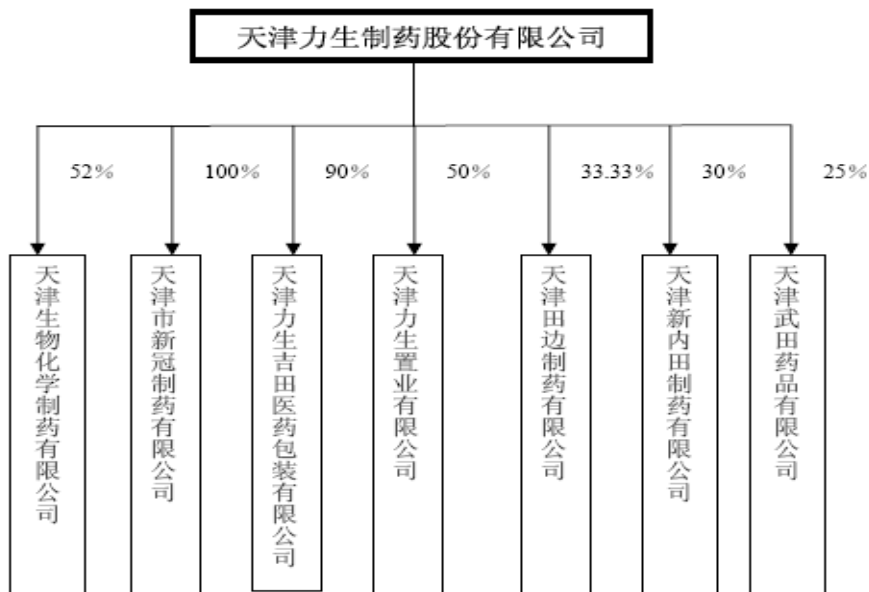
图一、公司发行前股权结构图



数据来源：上市公司公告、东北证券研究所

公司的主体是力生制药厂，下面有全资子公司天津新冠制药和控股子公司天津生化制药，并持有多家合资医药公司的少数股东股权。公司的主要利润来源是母公司、天津生化制药以及从事房地产业务的子公司力生置业，而合资公司的经营业绩不佳，拖累了公司的整体业绩。

图二、公司下属子公司情况



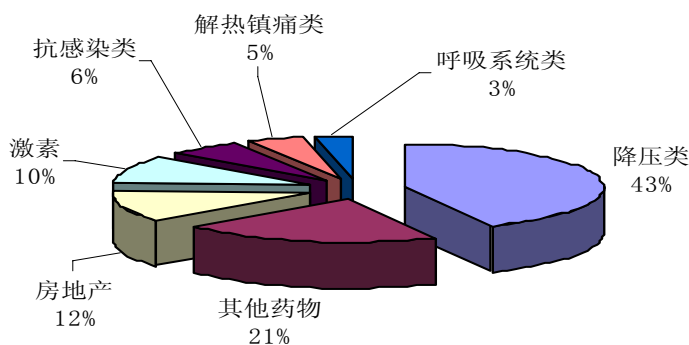
数据来源：上市公司公告、东北证券研究所

天津医药集团共有 57 家控股企业，这次力生制药上市后，天津医药集团的大部分中西药制药资产已经实现上市，天津医药集团还拥有医疗器械、中药材、医药商业以及天津药物研究院等资产还没有实现上市。

2、降压药依然是公司最主要的业绩来源

在公司的收入结构中，降压药吲达帕胺片依然占据了公司 40%以上的销售收入，激素类占据 10%的销售收入，而其他产品占比都在 10%以下。

图三、力生制药产品销售收入结构图



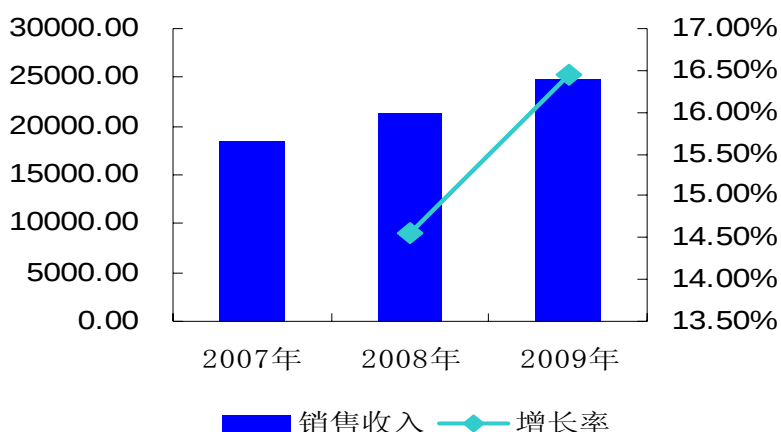
数据来源：上市公司公告、东北证券研究所

公司生产的药物主要以普药为主，生产量比较大，但是单价都是在几毛钱甚至几分钱的水平，因此销售额并不突出。

公司的降压药主要品种是吲达帕胺片。吲达帕胺片是一种利尿剂，通过抑制肾小管末端在吸收，调控血管钙离子通道等多种途径舒缓血管压力，产生降压的效果。利尿剂作为六种降压类药物中的一种，近些年由于钙拮抗剂、普利类和沙坦类药物的崛起已经呈现下降的趋势，但是其独特的降压原理使得其还有很好的应用，主要用于和其他药物联合使用。

力生制药生产的吲达帕胺片商品名为“寿比山”，占据了国内吲达帕胺片 70% 以上的市场份额，2009 年的销售量 6.5 亿片，销售额 2.4 亿元，处于市场的主导地位。寿比山每天服用一次，每天的费用不到 1 元钱，在我国的基础医疗市场具有较好的使用价值，该产品已经进入了基本药物目录。

图四、吲达帕胺片销售增长情况



数据来源：上市公司公告、东北证券研究所

公司生产的激素类药物包括氢化可的松、地塞米松、倍他米松等，主要是氢化可的松，2009 年两种规格的氢化可的松销售收入达到 5600 万元。激素类药物在消炎、抗过敏等多个领域都有较好的应用，但是目前激素类市场竞争也比较激烈，公司在这一市场并不具备明显的优势。

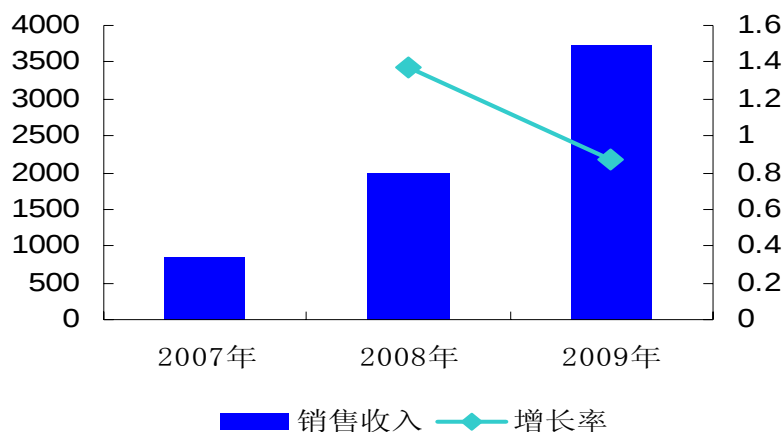
公司的抗生素品种主要是抗真菌的伊曲康唑，伊曲康唑是一种全身用抗真菌的一线药物，和氟康唑、特比萘酚等共同占据全身用抗真菌的主要市场份额。伊曲康唑目前有 8 家企业拥有制剂的生产批文，公司以 20% 的市场份额排在第三位，2009 年的销售额达到 3400 万元。

公司在解热镇痛和呼吸道药物上的主要产品是氨酚咖匹林片和复方甘草片，都

占该类别的销售收入的 80% 以上，这两个产品的销量都在 3-5 亿片之间，但是由于单价较低，所以销售额分别只有 2400 万元和 1500 万元，都是量比较大的普药品种。

公司子公司的肝素虽然经历了召回事件，但是近些年的增长较为迅速，2009 年实现销售收入 3700 万元，近两年都是 100% 的增长速度。肝素在抗凝血方面的应用不庸置疑，随着市场清理结束，现有的厂商将会得到更大的市场份额。

图五、肝素销售增长迅猛



数据来源：上市公司公告、东北证券研究所

3、公司将逐步退出房地产业务

公司下属子公司力生置业开发的房地产业务已经进入尾声，目前只有一些尾房还没有卖出，这些项目完成后，公司将会退出房地产业务。

房地产业务在 2008 年和 2009 年给公司带来了 1.36 亿元、6900 万元的销售收入，4300 万元和 3400 万元的毛利，占公司毛利总额的 12% 和 9%。2009 年给公司带来的净利润 600 万元，占公司净利润的 4%，推出房地产业务对公司整体的业绩影响不大。

力生置业目前还有部分房产未售出，估计能给公司带来 1.3-1.4 亿的销售收入，3000 多万的利润。

4、财务分析

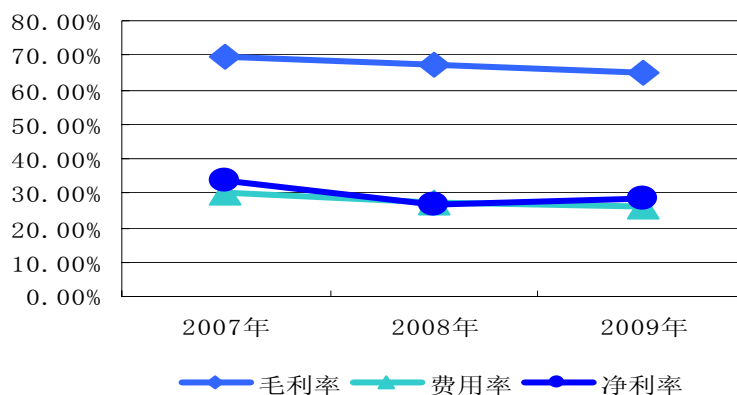
公司医药业务的毛利率 2007 年为 69%，2008 年下滑到 67%，2009 年进一步下滑到 65%。但是公司的销售费用、管理费用都几乎没有增长，报表上费用的增长只是房地产业务并表所造成的增加，因此公司的三项费用率同样有所下降。剔除房地

产业务，公司 2008 年营业利润增长了 6%，2009 年的增长 21%左右，要慢于行业平均的增长速度。

在 2008 年和 2009 年，公司的合营公司天津武田制药连续发生较大幅度的亏损，在一定程度上拖累了公司的业绩。

公司医药业务的销售利润率在 2007 年超过 30%，2009 年依然高达 28%，在医药行业中，尤其是以生产普药为主的医药企业中，其净利润率的水平要超出其他公司很多。

图六、公司医药业务利润率较高



数据来源：上市公司公告、东北证券研究所

公司资产负债项中，应收票据和应收账款保持在较低的水平，存货高达 2 亿元，即使剔除房地产业务 7800 万元的开发商品，公司的存货周转率也低于 2，低于行业的平均水平。公司现金充足，投资 3000 万元购买理财产品，负债率低于 50%，处于较为合理的水平。

公司 3 年合计的经营性现金流达到 5 亿元，高于公司 4.6 亿元的 3 年合计利润，但是如果加上 7300 万元房地产的预收账款，则经营性现金流略低于净利润值。

5、募投项目分析

公司计划融资 6.47 亿元，投向三个项目，其中在子公司新冠制药实施化学原料药和制剂的产业化项目，共投资 6.1 亿元，并投资 3500 万元收购天津生化药业剩余 48%的股权。

在原料药项目中，公司计划投资 4.1 亿元，到 2013 年达产以后具有拉米夫定 550 吨，恩曲他滨 80 吨，奈韦拉平 400 吨，愈创木酚甘油醚 1430 吨的产能。顶峰时期

预计可以实现销售收入 13 亿元，毛利 1.5 亿元。

表一、公司原料药项目预计销售情况表

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
年销售量(吨)	1235	1840	2350	2760	3030
总销售 ¹ (亿元)	7.037	9.50	11.705	12.532	13.0
总毛利(亿元)	1.164	1.432	1.585	1.507	1.440
毛利率(%)	16.54	15.07	13.54	12.02	11.08

数据来源：上市公司公告、东北证券研究所

公司计划投资 2 亿元建设片剂和胶囊剂的产能，主要生产抗高血压、激素类、抗病毒、降血脂以及呼吸道疾病的药物。预计达产后实现销售收入 3.6 亿元，净利润 7000 万元。

由于是新建项目，项目主要的产品也是力生制药以前没有涉及到的领域，目前公司还没有获得产品的生产批文，未来能否按时实现销售以及产品未来的价格都是未知数，因此项目的风险性较大。

6、盈利预测与投资建议

公司是一家生产普药的公司，基本药物的实施对公司可能会有一定的促进作用。但是公司募集资金项目的投入巨大，无论是固定资产投资还是投产后的销售收入都是目前公司销售的数倍之多，而新项目面临着较多的不确定性，风险较大。

预计公司 2010 年和 2011 年每股收益为 1.08 元和 1.34 元，我们认为公司合理的定价区间在 37.80-43.20 元之间，相当于 2010 年 35 倍到 40 倍市盈率。

报表预测					
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	393.29	592.54	595.70	678.55	1041.68
减：营业成本	119.93	241.41	218.28	257.24	513.76
营业税金及附加	5.50	13.47	15.27	15.61	20.83
营业费用	64.44	86.80	84.84	95.00	125.00
管理费用	48.75	65.36	65.47	74.64	104.17
财务费用	5.88	7.74	3.60	-6.49	-11.62
资产减值损失	-1.38	-0.18	1.41	2.00	5.00
加：投资收益	4.56	-5.57	-11.55	-3.00	-1.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	154.74	172.37	195.28	237.56	283.54
加：其他非经营损益	0.96	0.15	6.28	8.00	12.00
利润总额	155.70	172.52	201.55	245.56	295.54
减：所得税	23.74	29.06	35.30	42.26	47.45
净利润	131.95	143.46	166.25	203.31	248.09
减：少数股东损益	-0.49	11.45	11.74	6.00	4.00
归属母公司股东净利润	132.45	132.01	154.51	197.31	244.09
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	191.33	127.36	262.71	1183.78	1182.25
应收和预付款项	81.07	32.95	42.16	129.61	147.37
存货	256.78	212.25	202.46	226.27	287.48
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	86.87	77.16	64.39	61.39	60.39
投资性房地产	2.60	2.34	2.08	2.08	2.08
固定资产和在建工程	160.41	163.37	169.10	664.33	806.56
无形资产和开发支出	62.86	106.39	102.41	102.41	102.41
其他非流动资产	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00
资产总计	871.90	751.81	875.30	2399.87	2618.54
短期借款	158.00	128.00	180.00	0.00	0.00
应付和预收款项	190.48	106.39	89.50	90.76	61.34
长期借款	37.87	19.49	0.00	0.00	0.00
其他负债	53.32	23.15	134.93	134.93	134.93
负债合计	439.67	277.04	404.43	225.69	196.27
股本	136.45	136.45	136.45	182.45	182.45
资本公积	69.02	69.02	69.02	1523.02	1523.02
留存收益	195.92	227.01	211.37	408.67	652.77
归属母公司股东权益	401.39	432.49	416.84	2114.15	2358.24
少数股东权益	30.84	42.29	54.03	60.03	64.03
股东权益合计	432.23	474.77	470.87	2174.18	2422.27
负债和股东权益合计	871.90	751.81	875.30	2399.87	2618.54
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
经营性现金净流量	174.99	126.68	196.26	82.93	161.77
投资性现金净流量	-94.22	-10.67	-14.82	-493.36	-189.92
筹资性现金净流量	-59.72	-187.96	-33.74	1331.49	26.62
现金流量净额	21.04	-71.95	147.70	921.07	-1.53

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。