

湘财证券研究所

医药行业研究小组

陈国栋

Tel: 021-68634510-8721

E-Mail: cgd2854@xcsc.com

叶侃

Tel: 021-68634510-8721

E-Mail: yk2880@xcsc.com

王师

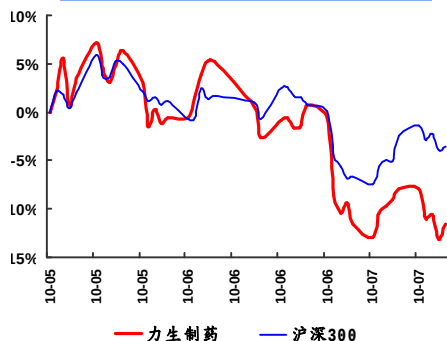
Tel: 021-68634510-8228

E-Mail: ws2978@xcsc.com

基础数据：

收盘价：	39.60 元
流通 A 股市值：	14.57 亿元
沪深 300 指数：	2616.13
合理价值区间：	39.30-45.85 元

两个内股价与大盘走势：



调研要点：

- 公司以生产普药为主，主要产品为寿比山牌吲达帕胺片、抗真菌药伊曲康唑等。吲达帕胺片适用于中轻度高血压症，价格低廉，主要在第三终端（社区医院和乡村卫生院）进行销售。未来将构成吲达帕胺系列产品，由单方制剂（寿比山）、缓释片和复方吲达帕胺片组成。复方吲达帕胺片目前进入二期临床试验，缓释片还处在研发期间中。这些产品将满足不同患病人群需求。老年痴呆治疗药物阿海适是公司二线潜力品种，主要在大医院进行推广销售。随着今后老龄化程度加深及健康意识增强，市场容量会逐渐扩大。公司一季度销售费用增加 80% 以上，主要是由于生化制药的推广费用。公司开拓新的销售区域，原先广东、广西两个地区只设置一个销售处，目前分开设立。另外今年还增加销售人员至 200 人左右，也相应提高销售费用。新冠原料药项目正在土建过程中，预计 2011 年能完成项目建设，短期内还无法给公司带来利润。生化制药的低分子肝素钠有望在今年下半年获得批文，低分子肝素钠的血栓溶解效果更好，出血副作用更小。
- 大股东天津医药集团将公司作为唯一化学药整合平台，而中新药业是集团的中成药平台。未来集团旗下中央药业等化药企业资源有望逐渐整合入公司，扩大公司整体规模。
- 奥林匹克村别墅项目基本销售完毕，仅剩余数套未出售，房地产项目将在今明两年结算完毕，今年二季度就可能计入营业收入。去年年底有约 1.3 亿元房地产项目的预收账款，我们估计今明两年将约有 1.8 亿元的房地产收入。由于没有后续土地储备，公司将退出房地产业务。
- 武田制药去年大幅亏损 6000 多万，这是由于原日方总经理对国内药品销售情况不了解，导致货发出，但货款无法收回。目前公司已更换经理，原先销售弊病无法马上根除，可能今年仍会出现亏损，但亏损幅度会大幅减少。新内田制药主要加工中药材，再出口至日本。日本的经济形势不甚理想，盈利预期不能过高。新设立天津乐敦制药的主营范围是中药材提取，产品再返销至中国。

投资建议：

我们预测力生制药 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 分别为 0.97 元、1.31 元、1.57 元。力生制药是一家生产心血管、抗真菌等普药的公司，主导产品吲达帕胺片的市场容量增速稳定。房地产项目收益将在今明两年体现，增厚公司短期业绩。未来发展机遇在于集团内部化药资源整合以及募投项目中新冠制药的正式投产。我们首次给予力生制药“增持”评级，公司合理价值区间为 39.30-45.85 元。

风险因素：募投项目完成时间晚于预期；参股公司继续经营不善

盈利预测

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
主营业务收入 (百万元)	592.54	595.7	673.26	824.51	1105.46
增长率	50.66%	0.53%	13.02%	22.47%	34.07%
净利润 (百万元)	132.01	154.52	176.73	239.08	286.29
增长率	-0.33%	17.05%	14.37%	35.28%	19.75%
摊薄后每股收益 (元)	0.97	1.13	0.97	1.31	1.57

表 1、力生制药主营业务收入预测

万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
心血管及降压药	19264.3	21924.4	25393.83	29162.69	33260.72	38144.82
毛利率	88.79%	87.44%	87.85%	87.50%	87.50%	87.50%
激素类	4368.43	5851.63	6181.86	6114.69	6325.49	6552.35
毛利率	81.01%	77.52%	73.62%	70.00%	68.00%	68.00%
抗感染类	3019.25	3078.38	3532.39	3885.63	4196.48	4616.13
毛利率	75.98%	74.53%	73.53%	73.00%	72.50%	72.50%
解热镇痛类	2433.88	2659.75	2888.71	3033.15	3184.80	3344.04
毛利率	29.31%	27.45%	19.84%	19.00%	19.00%	19.00%
呼吸系统类	1931.98	2309.81	1783.49	1872.66	1966.30	2064.61
毛利率	56.91%	54.29%	54.59%	55.00%	55.00%	55.00%
其他药物	8021.42	9572.88	12647.69	15177.23	17453.81	19199.193
毛利率	30.89%	28.26%	25.41%	25.00%	25.00%	25.00%
包装物	112.09	98.37	75.13	80.00	80.00	80.00
毛利率	22.15%	22.93%	27.31%	25.00%	25.00%	25.00%
房地产业务		13570.3	6894.87	8000.00	10000.00	
毛利率		31.80%	49.68%	46%	46%	
新冠原料药						18595.70
毛利率						14.79%
新冠制剂					5982.91	17948.72
毛利率					70.00%	70.00%
合计	39151.4	59065.5	59397.97	67326.05	82450.51	110545.56
毛利率	69.61%	59.31%	63.41%	61.99%	62.23%	57.07%

三张表预测

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	513	2489	2779	3139
现金	268	2232	2514	2867
应收账款	24	18	29	26
其他应收款	1	2	2	2
预付账款	13	7	14	17
存货	202	224	213	214
其他流动资产	5	6	8	12
非流动资产	369	405	397	389
长期投资	64	110	110	110
固定资产	141	148	147	142
无形资产	102	102	102	102
其他非流动资产	61	45	38	34
资产总计	882	2894	3176	3528
流动负债	408	280	322	387
短期借款	180	165	185	200
应付账款	8	23	28	43
其他流动负债	220	92	109	145
非流动负债	3	0	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	3	0	1	1
负债合计	411	280	323	389
少数股东权益	54	54	54	54
股本	136	182	182	182
资本公积	69	1990	1990	1990
留存收益	211	388	627	913
归属母公司股东权益	417	2560	2799	3085
负债和股东权益	882	2894	3176	3528

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	196	59	254	328
净利润	166	177	239	286
折旧摊销	0	7	8	8
财务费用	4	0	-11	-13
投资损失	12	2	2	2

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	596	673	825	1105
营业成本	218	256	311	475
营业税金及附加	15	16	19	28
营业费用	85	115	130	144
管理费用	65	71	82	124
财务费用	4	0	-11	-13
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-12	-2	-2	-2
营业利润	195	212	289	345
营业外收入	9	4	4	4
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	202	214	292	347
所得税	35	37	52	61
净利润	166	177	239	286
少数股东损益	12	0	0	0
归属母公司净利润	155	177	239	286
EBITDA	199	220	286	340
EPS (元)	1.13	0.97	1.31	1.57

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	0.5%	13.0%	22.5%	34.1%
营业利润	13.3%	8.4%	36.5%	19.2%
归属于母公司净利润	17.0%	14.4%	35.3%	19.7%
获利能力				
毛利率(%)	63.4%	62.0%	62.2%	57.1%
净利率(%)	25.9%	26.3%	29.0%	25.9%
ROE(%)	37.1%	6.9%	8.5%	9.3%
ROIC(%)	56.9%	43.1%	59.5%	82.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	46.6%	9.7%	10.2%	11.0%
净负债比率(%)	43.77%	58.87%	57.27%	51.45%
流动比率	1.26	8.88	8.63	8.11

营运资金变动	0	-123	14	43	速动比率	0.76	8.08	7.97	7.55
其他经营现金									
流	15	-4	1	0	营运能力				
投资活动现金流	-15	-45	-2	-2	总资产周转率	0.73	0.36	0.27	0.33
资本支出	18	0	0	0	应收账款周转率	27	32	35	40
长期投资	0	44	0	0	应付账款周转率	14.95	16.57	12.20	13.42
其他投资现金									
流	3	-2	-2	-2	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-34	1951	31	28	每股收益(最新摊薄)	0.85	0.97	1.31	1.57
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.08	0.32	1.39	1.80
短期借款	52	-15	20	15	每股净资产(最新摊薄)	2.28	14.03	15.34	16.91
长期借款	-19	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	46	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0	1921	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金					EV/EBITDA	-1	-1	-0	-0
流	-66	-1	11	13					
现金净增加额	148	1964	282	353					

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	596	673	825	1105
收入同比(%)	1%	13%	22%	34%
归属母公司净利润	155	177	239	286
净利润同比(%)	17%	14%	35%	20%
毛利率(%)	63.4%	62.0%	62.2%	57.1%
ROE(%)	37.1%	6.9%	8.5%	9.3%
每股收益(元)	0.85	0.97	1.31	1.57
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-1	-1	-0	-0

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。