

化学制剂

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhouhui@cjis.cn

参与人: 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

6-12个月目标价:

当前股价: 10.14元

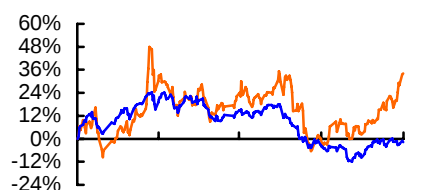
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2638.80
总股本(百万)	350
流通股本(百万)	274
流通市值(亿)	28
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	2.26
资产负债率	59.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
美罗药业	23.66	34.13	9.74
上证综合指数	0.05	1.80	-13.54



2009/9 2009/12 2010/3 2010/6

— 美罗药业 — 上证综合指数

相关报告

20100827 行业研究-医药生物-跨越原料, 制剂出口破冰在即——产业升级系列研究之通用名药篇一看好(中投证券 周锐 余文心)

美罗药业

600297

推荐

具有中国特色的制剂出口企业

近期我们调研了美罗药业,就公司发展、制剂出口等核心问题与公司进行了深入沟通,我们将美罗定位于一家具有中国特色的制剂出口企业。

投资要点:

- **中国制剂企业可以跨越原料药出口阶段,直接实现制剂出口。美罗药业将成为此类投资标的。**美罗是国内较早实现制剂产品销售到规范市场的企业,在2005年公司就通过了TGA认证,二甲双胍片剂形成了规模出口,在国内制剂企业中具有领先优势。
- **制剂出口需要克服认证关、成本关和销售关,美罗目前已经初步具备克服制剂出口各项难关的能力。**
 - **产品开发和欧美市场认证优势明显:**在卓有成就的首席科学家约瑟夫·周带领下,公司有多个ANDA立项,09年10月申报了自己的首个ANDA文号并已经受理,预计将在10年底11年初获批。
 - **生产线认证和成本控制基本不存在问题:**公司新生产线的TGA认证和FDA认证在4季度将迎来现场检查,通过认证应该只是时间问题;人工成本和包材的优势将使得出口药物相对国内制剂拥有较高毛利率。
 - **销售关可以通过合作逐步克服:**制剂出口前期可以通过为国外工业企业代工来做,后期公司也在积极跟美国的医药商业企业寻求合作之路;公司高层的海外销售经验将有助于企业寻求海外发展。
- **未来业绩具有较大弹性空间,给予推荐评级:**美罗在制剂出口方面经过5年积累,具备了实现大规模制剂出口的实质,国内中药制剂也还存在较大运作空间。在假设10年转让子公司获得收益,及获得土地补偿款的前提下,我们预测公司10-12年EPS分别为0.87、0.23和0.38元,估值虽然不低,考虑到制剂出口弹性空间较大,给予推荐评级。
- **风险提示:**制剂出口时间存在一定的不确定性。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1337	1193	1010	1348
同比(%)	6%	-11%	-15%	33%
归属母公司净利润(百万元)	14	306	80	134
同比(%)	-65%	2084%	-74%	67%
毛利率(%)	13.3%	13.7%	19.6%	21.6%
ROE(%)	1.8%	28.2%	6.9%	10.3%
每股收益(元)	0.04	0.87	0.23	0.38
P/E	269.59	12.34	47.12	28.14
P/B	4.85	3.48	3.24	2.91
EV/EBITDA	50	51	29	19

资料来源: 中投证券研究所

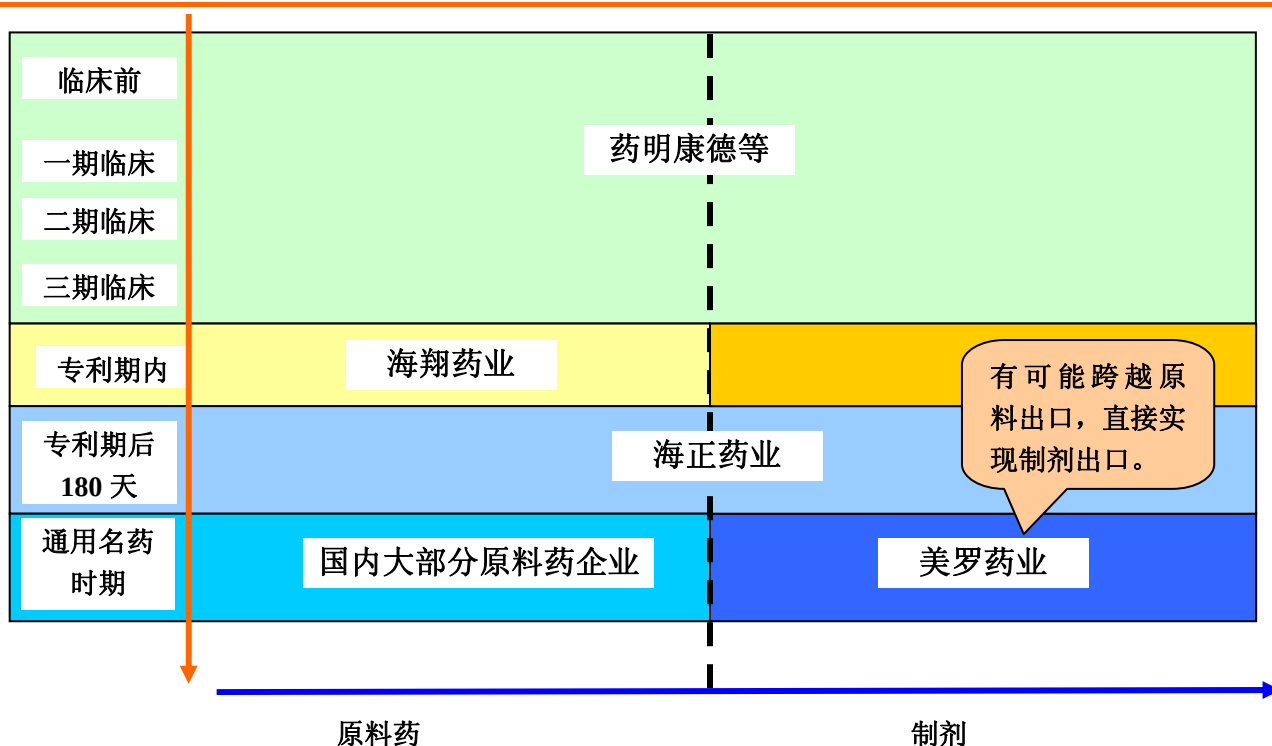
一、可定位于有中国特色的制剂出口企业

印度仿制药企业已经完成了高速增长。自 20 世纪 90 年代以来，印度企业打破了发达国家垄断欧美制剂市场的局面，从原料药出口逐步升级到制剂出口，Ranbaxy 等印度公司发展迅速，出现了多个销售规模超过 10 亿美元的企业。

中国原料药企业向制剂升级进行中。中国企业在 2003 年前后实现了原料药向规范市场的突破，使得国内证券市场对中国企业走印度模式之路寄予很大的期望，目前海正和华海已经从原料药出口走到了向制剂出口的关键时期。

中国制剂企业可以跨越原料药出口阶段，直接实现制剂出口。目前印度和中国有大量的原料药企业拥有美国 FDA 的 DMF 文号，原料药的供应十分充裕，市场竞争日趋充分，这给中国制剂企业创造了跨越原料药出口，直接实现制剂出口的机会。（详情可参见我们 8 月发布的深度报告《20100827 行业研究 - 医药生物 - 跨越原料，制剂出口破冰在即——产业升级系列研究之通用名药篇》）美罗药业就属于有可能不经历原料药出口阶段，直接实现制剂大规模出口的企业。

图 1：美罗在全球医药产业中的位置



数据来源：中投证券研究所

中国的制剂企业由于国内需求旺盛，行业增长速度快，一直以来开发海外制剂市场的动力并不强。2009 年中国制剂出口金额达到 11.98 亿美元，但其中大部分都是销往非规范市场的，销售到规范市场的药品很多也是转口贸易到不

发达地区的。

美罗是国内较早实现制剂产品销售到规范市场的企业，在 2005 年公司的二甲双胍就通过了 TGA 认证，随后就有规模药品的出口，目前出口规模达到 1 亿多片，在国内制剂企业中具有领先优势。

表 1: 印度模式、海正模式和美罗所走模式的比较

	印度模式	海正模式	美罗发展模式
形成时间	90 年代后期开始实现制剂出口	目前正处于原料药向制剂出口的关键阶段	2005 年后逐步形成
原料药环节	以自主生产原料药为主，但不排斥有部分原料药生产外包	自主生产原料药为主，基本上下游一体化，部分中间体生产外包	利用印度和中国的原料药资源，不再投入污染大，竞争激烈的原料药环节
制剂环节	有一体化优势，由于在原料药生产经验，挑战专利的基础较好	有国内制剂生产经验，具备挑战专利的实力	初期以制剂代工为主，后期将形成自主品牌，因不生产原料药，挑战专利需要跟原料药企业合作。
对国内制剂销售帮助	国内市场较小，帮助有限	可以利用政策做大国内制剂市场	可以利用政策做大国内制剂市场

资料来源：中投证券研究所

二、具备克服制剂出口各项难关的实力

在我们的制剂出口深度报告中，我们提出制剂出口需要克服认证关、成本关和销售关，美罗目前已经初步具备克服制剂出口各项难关的能力。

2.1 美罗的基本经营构架

美罗药业目前已经是民营控股的一家企业，在 2004 年国退民进时，当时的管理层中董事长张成海等 11 人间接获得了美罗集团的股权，这 11 人中相当部分已经退休，其中也经过了一些股权转让，目前董事长张成海等 8 人通过大连凯基投资持有大连美罗集团 37% 的股权，而大连美罗集团又持有美罗药业（600297）59.53% 的股权。虽然香港居民林良成是美罗的实际控制人，但从其背景来看，只是个财务投资者，**董事长张成海对公司的经营起着决定性的作用。**

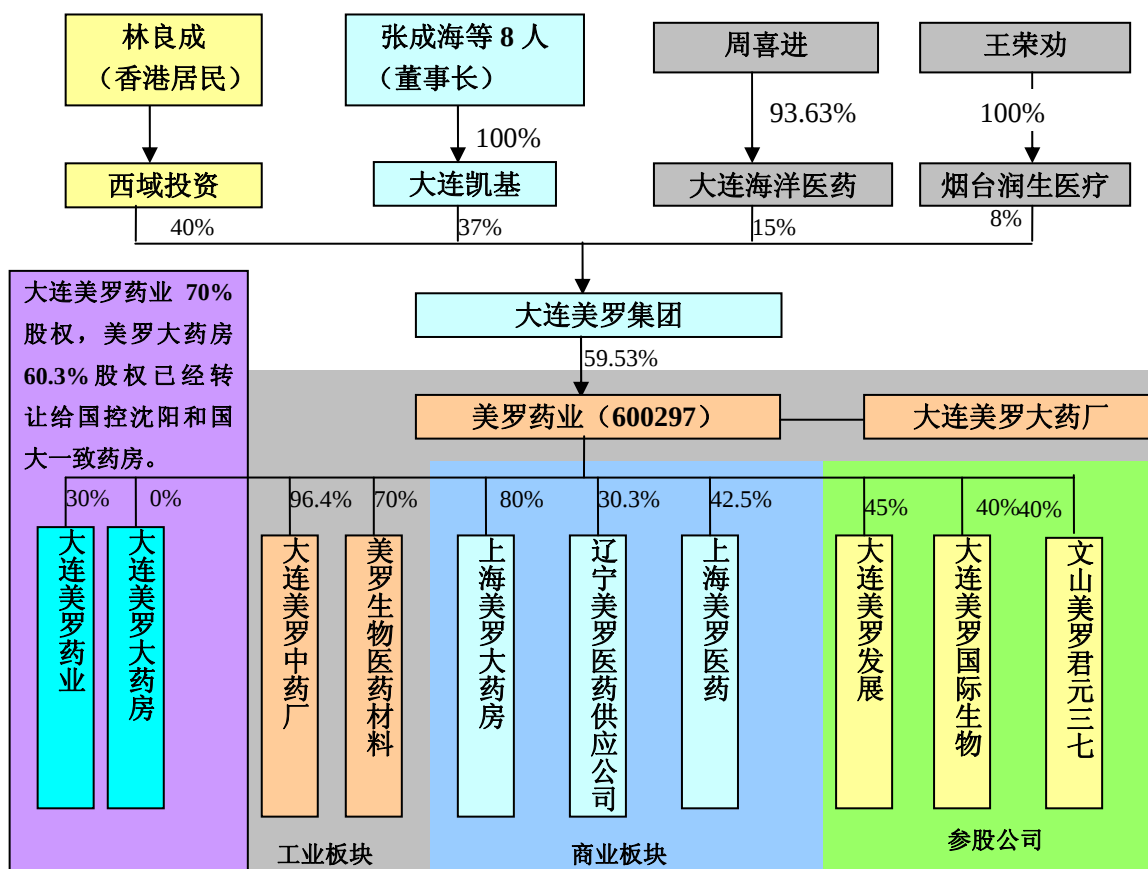
目前在美罗药业的下属经营机构中：

医药工业主要是由美罗大药厂和美罗中药厂构成，美罗生物医药材料刚刚设立，还没有业务。美罗大药厂主要生产化学药，美罗中药厂在伤科接骨片等产品上具有优势，10 年上半年因为 GMP 改造停产，销售都受到了很大影响。

医药分销主要是大连美罗药业和上海美罗医药，大连美罗药业 70% 股权已经转让给国控沈阳，目前还没有完成过户，10 年上半年仍然合并了报表；

医药零售主要是大连美罗大药房，目前已经转让给国大一致药房，也还没有完成过户，10 上半年同样合并报表。

图 2：美罗药业股权结构和经营构架

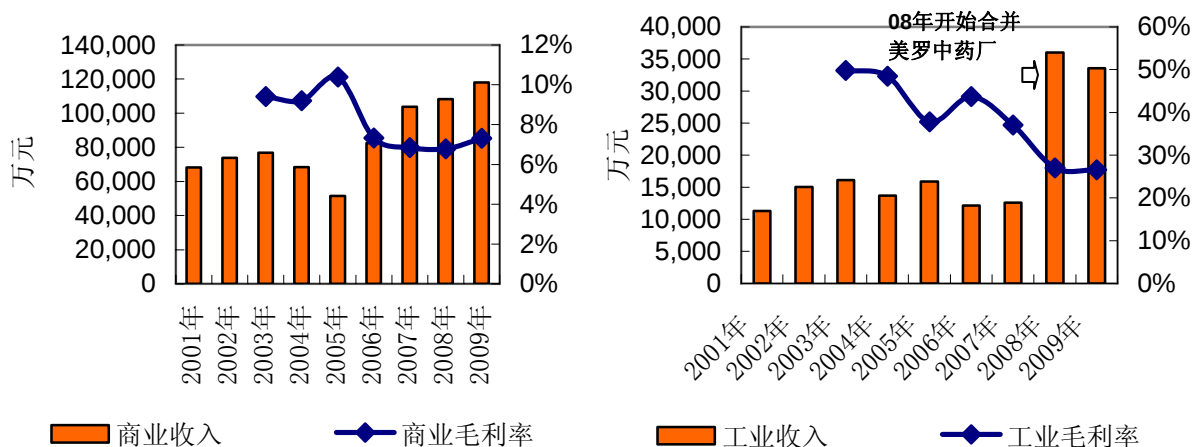


资料来源：公司历年报表 中投证券研究所

2.2 美罗目前主要业务的经营情况

美罗的主要业务分医药商业和医药工业两部分，医药商业业务历史上增长一直比较稳定，在 2010 年中期仍然实现了 15.75% 的增长。

图 3：美罗药业历年分业务收入和利润率水平

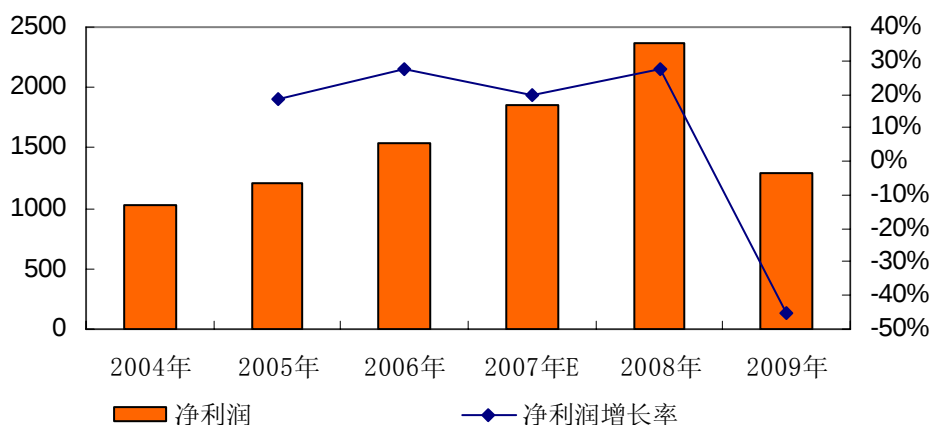


资料来源：美罗药业历年报表 中投证券研究所

工业方面美罗大药厂的年销售额一直在 1 亿多，在 2008 年合并了美罗中药厂之后，销售额达到 3 亿以上，09 年因为搬迁停产影响销售，销售额有所回落。

美罗中药厂的利润在 08 年之前年增长率在 20-30%之间，09 年因为搬迁停产，利润出现大幅下降。

图 4：美罗中药厂历年利润增长

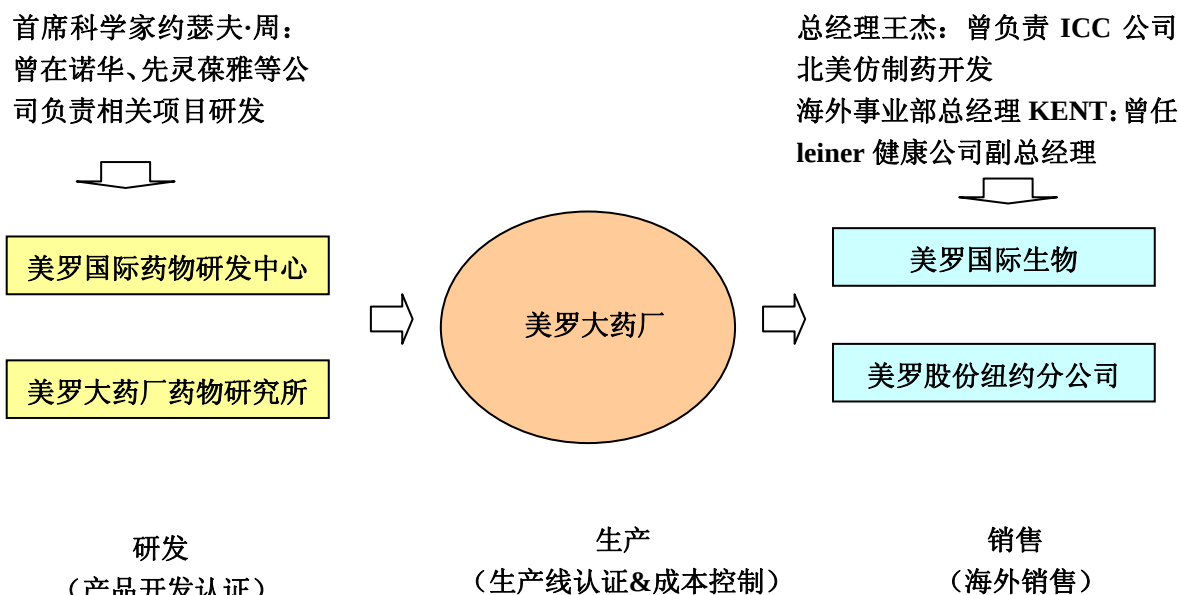


资料来源：美罗药业 中投证券研究所

2.3 美罗实现制剂出口的基本经营框架

仿制药出口同样需要有研发、生产和销售三个环节，相对应着产品开发认证、生产线认证&成本控制和海外销售这些要实现制剂出口的关口。

图 5：美罗药业制剂出口的流程构架



资料来源：公司网站，调研资料 中投证券研究所

产品开发和欧美市场认证优势明显：美罗耗巨资聘请了首席科学家约瑟夫·周，约瑟夫·周先生曾任美国诺华医药公司分析和研发经理，美国 PAR 医药公司研发高级经理，美国先灵葆雅公司高级主任科学家，参与并最终持有多个美国医药产品专利。

在约瑟夫·周先生的领导下，目前美罗在全球销售额居前的商品名药物中筛选了几十个品种进行筛选申报，其中 20 多个已经立项，09 年 10 月申报了自己的首个 ANDA 文号并已经受理，预计在 10 年底 11 年初有可能获得首个 ANDA。

即使目前还没有获得自己的 ANDA 文号，美罗也可以通过与加拿大和美国的通用名药企业合作，通过制剂代工实现制剂出口。

生产线认证和成本控制基本不存在问题：美罗在 2005 年就通过了澳大利亚 TGA 认证，具备了在英联邦国家销售制剂产品的资格。目前因为生产线搬迁，需要重新认证，目前公司的美罗大药厂和美罗中药厂已经顺利通过了国内的 GMP 认证。新的 50 亿片生产线（三班生产可以达到 100 亿片）的澳大利亚 TGA 和美国 FDA 认证在 4 季度将迎来现场检查。

成本方面，我们在前期深度报告中指出，药品包材和辅料占药品成本的比例在 30-70% 不等。美罗为了保证出口到美国市场的药品的高品质，辅料仍将采用进口辅料，但包材有可能采用国内产品。除此之外，公司在人力成本方面较国外仿制药企业也具有优势，主要是在前期认证人员，和后期的 QC 人员方面的成本远低于欧美国家水平。除此之外，公司也会选择竞争相对不是很激烈的产品进行代工和后续自身品牌开发，预计其毛利率将大大高于在国内销售的药品，而销售费用率等反而会较低。

销售关可以通过合作逐步克服：美罗无论在国内还是国外，都是销售能力较弱的企业，在目前阶段，公司的销售瓶颈只能逐步克服。制剂出口前期可以通过为国外工业企业代工来做，后期公司也在积极跟美国的医药商业企业寻求合作之路，公司总经理王杰和海外事业部总经理 KENT 在美国药品市场的经验将为美罗克服销售关提供巨大帮助。

由于美国的医药商业企业很多都具有自己的生产文号，这个与国内明显不同，美罗为国外的商业企业代工有可能获得更高的毛利率，而更远来看，公司实现自有 ANDA 文号产品的出口也不是遥不可及的事。

三、未来发展分析和盈利预测

美罗的医药商业业务将逐步剥离，即使是目前的状态，也处于亏损或者微利状态，对公司基本不贡献利润，在大连美罗药业和大连美罗大药房被出售后，

不排除未来上海美罗医药也会被出售。

工业方面，美罗中药厂的业务在通过 GMP 认证之后将迅速恢复，下半年预计将实现正常生产和销售。目前骨科接骨片仍然是公司最大的产品，预计会快速回升到 2 亿以上的年销售额。未来还有可能申请新剂型，改变目前低利润率的现状。从中药厂的其他产品来看，公司具有 117 种产品的批文，具有较多的潜力品种。

美罗大药厂有 88 个产品批文，出口澳大利亚的二甲双胍的销售曾达到 1 亿多片，销售额 3000 多万。

美罗中药厂和大药厂这几年获批的产品中主要是小儿热咳清颗粒（后补充申请为小儿肺热清）为独家产品，具有较大运作空间。目前已经获得了部分大的医药商业企业的定单，与国药控股的合作对公司产品销售也将有推动作用。

表 2：美罗近几年获批的产品

产品	生产厂家	获批年份	主要适应症
左卡尼汀口服溶液	美罗中药厂	2010 年 8 月	广泛存在于机体组织内的特殊氨基酸，治疗心功能不全，缺血性心脏病等
乳果糖口服溶液	美罗中药厂	2009 年 3 月	用于治疗高血氨症及由血氨升高引起的疾病；用于治疗慢性功能性便秘
小儿热咳清颗粒 （后补充申请为小儿肺热清）	美罗中药厂	2008 年 8 月	小儿肺热咳嗽
来氟米特	美罗大药厂	2008 年 2 月	类风湿关节炎、强直性脊柱炎

资料来源：SFDA 网站 中投证券研究所

另外，公司未来还打算对疫苗等领域开展投资，虽然短期内不能为公司贡献利润，但长期来看，也是增强企业竞争力的一条路径。

由于制剂出口的定单具有较大不确定性，我们对海外制剂出口的预测较为保守，如果公司合作生产和自主 ANDA 产品出口方面有突破，未来业绩有可能超过我们的预期。

表 3: 分业务预测

分业务预测	2009 年	2010E	2011E	2012E
商业(万元)	118052	112782	65000	74750
毛利率	7.32%	6.80%	6.80%	6.80%
工业(万元)	33537	21790	44048	68810
毛利率	26.58%	40.00%	35.00%	35.00%
其中: 国内制剂	30037	20790	39048	48810
制剂出口	3500	1000	5000	20000
内部抵消	-18316	-15300	-8000	-8800
合计	133693	119272	101048	134760
毛利率	13.33%	13.74%	19.63%	21.64%

资料来源: SFDA 网站 中投证券研究所

在假设 10 年转让子公司获得收益, 及获得土地补偿款的前提下, 我们预测公司 10-12 年 EPS 分别为 0.87、0.23 和 0.38 元, 考虑到制剂出口弹性空间较大, 给予推荐评级。

三、风险提示

公司的制剂出口日程存在一定的不确定性, 贡献利润还有待时日。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1102	1274	1359	1589	营业收入	1337	1193	1010	1348
现金	467	709	894	975	营业成本	1159	1029	812	1056
应收账款	310	276	234	312	营业税金及附加	4	4	3	4
其它应收款	12	10	9	12	营业费用	43	35	29	39
预付账款	152	135	107	139	管理费用	77	63	54	71
存货	108	96	76	99	财务费用	33	34	11	8
其他	53	47	40	53	资产减值损失	3	3	3	3
非流动资产	847	470	429	384	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	8	8	8	8	投资净收益	-0	-0	-0	-0
固定资产	74	232	297	316	营业利润	18	25	98	165
无形资产	62	41	20	-2	营业外收入	8	410	8	8
其他	703	189	104	62	营业外支出	6	6	6	6
资产总计	1949	1744	1788	1973	利润总额	20	429	100	167
流动负债	804	278	238	283	所得税	5	107	16	27
短期借款	503	0	0	0	净利润	15	321	84	140
应付账款	210	186	147	191	少数股东损益	1	16	4	6
其他	92	92	91	92	归属母公司净利润	14	306	80	134
非流动负债	354	354	354	354	EBITDA	76	74	133	201
长期借款	344	344	344	344	EPS (元)	0.04	0.87	0.23	0.38
其他	9	9	9	9					
负债合计	1158	631	592	636	主要财务比率				
少数股东权益	13	28	32	38	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	350	350	350	350	成长能力				
资本公积	246	246	246	246	营业收入	5.7%	-10.8%	-15.3%	33.4%
留存收益	183	489	569	703	营业利润	-50.6%	39.9%	295.2	68.8%
归属母公司股东权益	779	1085	1165	1299	归属于母公司净利润	-64.6%	2084.1	-73.8%	67.5%
负债和股东权益	1949	1744	1788	1973	获利能力				
					毛利率	13.3%	13.7%	19.6%	21.6%
					净利率	1.0%	25.7%	7.9%	10.0%
					ROE	1.8%	28.2%	6.9%	10.3%
					ROIC	4.7%	6.1%	14.7%	21.4%
					偿债能力				
					资产负债率	59.4%	36.2%	33.1%	32.3%
					净负债比率	73.15	54.54%	58.21	54.10%
					流动比率	1.37	4.59	5.71	5.62
					速动比率	1.24	4.24	5.39	5.27
					营运能力				
					总资产周转率	0.76	0.65	0.57	0.72
					应收账款周转率	4	4	4	5
					应付账款周转率	5.87	5.20	4.88	6.25
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.04	0.87	0.23	0.38
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	2.18	0.51	0.21
					每股净资产(最新摊薄)	2.22	3.10	3.33	3.71
					估值比率				
					P/E	269.59	12.34	47.12	28.14
					P/B	4.85	3.48	3.24	2.91
					EV/EBITDA	50	51	29	19

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 2006 年、2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名;

余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药及医药政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药行业研究。

管猛, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 2009 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434