

鲁抗医药 (600789. SH)

抗生素迎来旺季，7-ACA 扩产提前

 评级: **买入**

前次:

目标价(元):

10.25-12.30

联系人

分析师

胡德军

傅芬

消费品小组

S0740208100090

0531-81776395

021-58206417

hudj@qlzq.com.cn

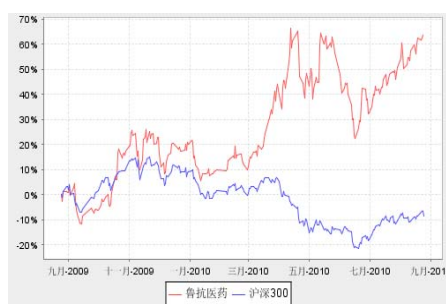
fusu@qlzq.com.cn

2010 年 9 月 10 日

基本状况

总股本(百万股)	581.58
流通股本(百万股)	406.82
市价(元)	9.25
市值(百万元)	5379.57
流通市值(百万元)	3763.12

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010E	2011E	2012E	—
营业收入(百万元)	1,985.12	2,470.27	3,088.55	3,661.44	—
营业收入增速	10.93%	24.44%	25.03%	18.55%	—
净利润增长率	6.74%	383.95%	30.18%	29.10%	—
摊薄每股收益(元)	0.06	0.31	0.41	0.53	—
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	105.55	26.73	20.54	15.91	—
PEG	15.65	0.07	0.68	0.55	—
每股净资产(元)	2.62	2.93	3.34	3.87	—
每股现金流量	0.34	0.32	0.46	0.68	—
净资产收益率	2.47%	10.66%	12.19%	13.59%	—
市净率	2.60	2.85	2.50	2.16	—
总股本(百万股)	581.58	581.58	581.58	581.58	—

备注: 市场预测取 聚源一致预期

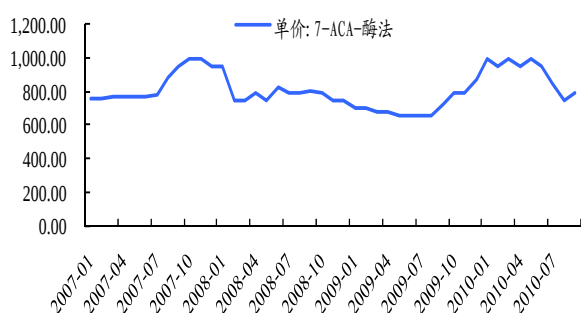
投资要点

事件: 国务院 9 月 8 日审议并通过了《国务院关于加强培育和发展战略性新兴产业的决定》, 会议提到要求快速推进生物产业, 鲁抗医药受此信息影响涨停。

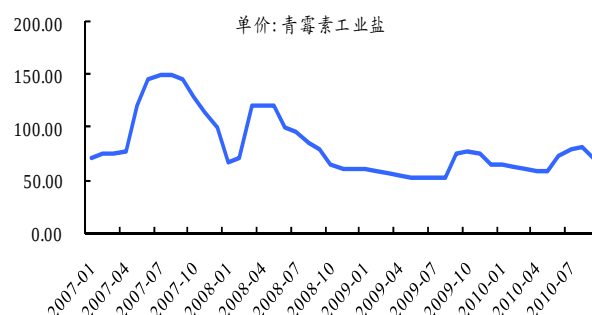
- 公司是抗生素四大生产基地, 其实更是生物制药的一线企业。公司作为最早的抗生素规模化生产企业, 主要通过微生物发酵来获得抗生素产品, 特别是青霉素产业, 几乎都是微生物发酵获得。09 年 10 月公司 7-ACA 酶法贯通后, 头孢产业链也基本实现了生物法生产, 不仅成本大幅降低, 同时降低了环境污染。产业符合国家生物产业规划要求和公司自身生物医药产业的未来定位;
- 四季度是制剂销售旺季, 公司全年制剂销售增长 25% 以上无忧。抗生素行业具有季节性, 一般一四季度是需求旺季, 二三季度为淡季。公司制剂业务有 21 个品种进入医保目录, 受益医保扩容和目前招标工作的顺利实施, 预计四季度同比增长有望超过 30%, 全年增长 25% 以上无忧;
- 7-ACA 价格四季度有望再次冲高, 合理区间在 800-850 元/公斤。下游制剂需求带动原料药 7-ACA 需求的增加, 同时受到山西威奇达厂房搬迁影响, 近期 7-ACA 价格在经历 8 月份的低迷后重新超过 800 元/公斤, 我们预计四季度合理价格区间为 800-850 元/公斤, 公司全年 7-ACA 产品的毛利率超过 30%;
- 7-ACA 扩产项目有望提前至 9 月投产。公司原计划在四季度 7-ACA 产能增加到 70-80 吨/月, 但根据目前市场供需形势以及公司领导层的精神面貌, 我们预计 7-ACA 扩产项目有望在 9 月份投产, 10 年 7-ACA 产能将超过 640 吨, 比原先预计的超出 40 吨以上, 预计可增加收入 3 千万元。同时扩产后 11 年产能将达 900 吨, 如果平均售价为 800 元/公斤, 收入可达 5.4 亿元, 利润增长 50% 以上;
- 青霉素工业价格保持保持 70 元/BOU 以上。据健康网监测显示, 2010 年 9 月青霉素盐价格小幅回调到 70 元/BOU。受国内外市场需求影响, 未来会有小幅变化, 但四季度价格有望保持在 70 元/BOU 以上;

请务必阅读正文之后的重要声明部分

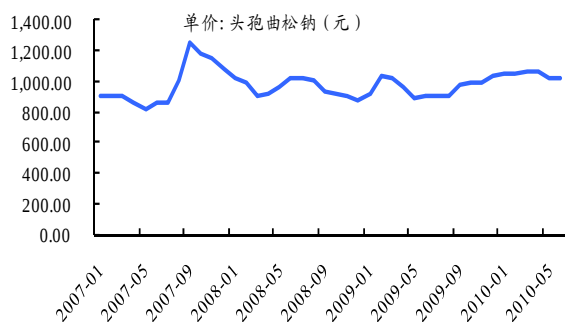
- **维持鲁抗医药的盈利预测。**预计 2010-12 年鲁抗医药的净利润分别为 1.82 亿元、2.37 亿元和 3.06 亿元，对应 EPS 分别为 0.31 元、0.41 元和 0.53 元，同比分别增长 383.95%、30.18%和 29.10%。与前次预测保持一致；
- **鉴于四季度抗生素行业景气来临，我们认为鲁抗医药是 2010 年四季度原料药板块的首选目标，目标区间 10.25-12.30 元。**7-ACA 价格回升再次验证我们对其全年平均价格在 850 元/公斤的合理判断，我们认为 7-ACA 是公司今明两年的最大亮点，但这仅仅是公司业绩反转的开始，随着公司兽药龙头地位的不断稳固以及招商项目的落实，未来业绩有望加速增长，我们认为公司是目前原料药板块中最好的投资标的，维持“买入”的投资评级

图表 1：酶法 7-ACA 价格回升至 800 元/公斤以上


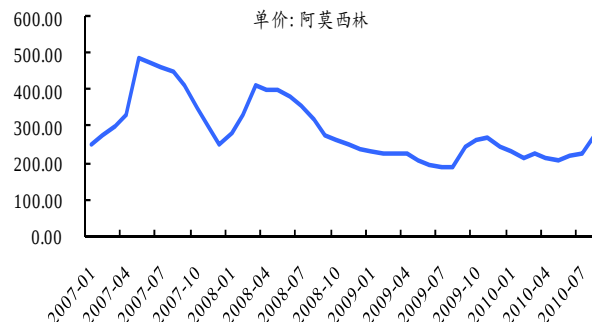
来源：齐鲁证券研究所

图表 2：青霉素工业盐价格 6 月份后价格回升


来源：齐鲁证券研究所

图表 3：头孢曲松价格基本保持平稳


来源：齐鲁证券研究所

图表 4：阿莫西林价格有所抬头


来源：齐鲁证券研究所

图表 5: 鲁抗医药产品销售预测

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
制剂药品(百万元)					
销售收入	847.20	933.08	1,166.35	1,457.94	1,822.42
增长率 (YOY)	37.82%	10.14%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	23.19%	24.00%	23.85%	23.86%	23.87%
销售成本	650.73	709.14	888.15	1,110.05	1,387.37
增长率 (YOY)	46.47%	8.98%	25.24%	24.98%	24.98%
毛利	196.47	223.94	278.20	347.89	435.05
增长率 (YOY)	15.25%	13.98%	24.23%	25.05%	25.05%
占总销售额比重	48.92%	47.97%	47.22%	47.20%	49.77%
占主营业务利润比重	68.51%	71.35%	52.67%	51.57%	53.31%
半合成抗生素原料药(百万元)					
销售收入	365.08	411.73	594.14	777.54	857.54
增长率 (YOY)	3.52%	12.78%	44.30%	30.87%	10.29%
毛利率	-1.28%	0.34%	20.04%	21.80%	23.68%
销售成本	369.75	410.33	475.05	608.07	654.49
增长率 (YOY)	5.14%	10.97%	15.77%	28.00%	7.64%
毛利	-4.67	1.40	119.09	169.47	203.04
增长率 (YOY)	-573.23%	-129.96%	8406.93%	42.31%	19.81%
占总销售额比重	21.08%	21.17%	24.05%	25.17%	23.42%
占主营业务利润比重	-1.63%	0.45%	22.55%	25.12%	24.88%
兽用抗生素(百万元)					
销售收入	264.20	333.38	432.80	534.60	654.00
增长率 (YOY)	100.49%	26.18%	29.82%	23.52%	22.33%
毛利率	10.15%	13.23%	15.46%	15.35%	15.37%
销售成本	237.38	289.27	365.89	452.53	553.46
增长率 (YOY)	71.75%	21.86%	26.49%	23.68%	22.31%
毛利	26.82	44.11	66.91	82.07	100.54
增长率 (YOY)	-516.99%	64.48%	51.70%	22.66%	22.49%
占总销售额比重	15.26%	17.14%	17.52%	17.31%	17.86%
占主营业务利润比重	9.35%	14.05%	12.67%	12.17%	12.32%
抗生素原料药(百万元)					
销售收入	205.86	186.53	171.53	188.03	189.53
增长率 (YOY)	-23.79%	-9.39%	-8.04%	9.62%	0.80%
毛利率	29.43%	22.64%	30.00%	30.00%	30.00%
销售成本	145.28	144.30	120.07	131.62	132.67
增长率 (YOY)	-14.67%	-0.67%	-16.79%	9.62%	0.80%
毛利	60.58	42.23	51.46	56.41	56.86
增长率 (YOY)	-39.33%	-30.30%	21.85%	9.62%	0.80%
占总销售额比重	11.89%	9.59%	6.94%	6.09%	5.18%
占主营业务利润比重	21.13%	13.46%	9.74%	8.36%	6.97%
其他(百万元)					
销售收入	49.52	80.45	105.45	130.45	137.95
增长率 (YOY)	114.93%	62.46%	31.08%	23.71%	5.75%
毛利率	15.31%	2.72%	11.85%	14.37%	14.95%
销售成本	41.94	78.26	92.95	111.70	117.33
增长率 (YOY)	35.96%	86.61%	18.77%	20.17%	5.04%
毛利	7.58	2.19	12.50	18.75	20.63
增长率 (YOY)	-197.12%	-71.14%	471.24%	50.00%	10.00%
占总销售额比重	—	—	—	—	—
占主营业务利润比重	—	—	—	—	—
销售收入小计	1731.86	1945.17	2470.27	3088.55	3661.44
销售成本小计	1445.08	1631.31	1942.11	2413.96	2845.33
毛利	286.78	313.86	528.15	674.60	816.11
平均毛利率	16.56%	16.14%	21.38%	21.84%	22.29%

来源: 齐鲁证券研究所

附录1 历史推荐和目标定价

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-09-01	买入	8.90	10.25 ~ 12.30
2	****_**_**	XX	**_**	**_** ~ **_**
3	****_**_**	XX	**_**	**_** ~ **_**

来源：齐鲁证券研究所

附录2：财务预测简表

损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1,789	1,985	2,470	3,089	3,661
增长率	13.6%	10.9%	24.4%	25.0%	18.5%
营业成本	-1,484	-1,661	-1,942	-2,414	-2,845
% 销售收入	82.9%	83.6%	78.6%	78.2%	77.7%
毛利	306	325	528	675	816
% 销售收入	17.1%	16.4%	21.4%	21.8%	22.3%
营业税金及附加	-11	-13	-16	-22	-24
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%
营业费用	-118	-136	-167	-216	-249
% 销售收入	6.6%	6.8%	6.7%	7.0%	6.8%
管理费用	-81	-89	-112	-147	-170
% 销售收入	4.5%	4.5%	4.5%	4.8%	4.6%
息税前利润 (EBIT)	96	87	234	290	374
% 销售收入	5.4%	4.4%	9.5%	9.4%	10.2%
财务费用	-52	-35	-35	-34	-33
% 销售收入	2.9%	1.8%	1.4%	1.1%	0.9%
资产减值损失	-21	-26	-17	-13	-20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	10	9	10	10	10
% 税前利润	25.3%	20.6%	4.9%	3.7%	2.9%
营业利润	34	35	191	253	329
营业利润率	1.9%	1.8%	7.7%	8.2%	9.0%
营业外收支	7	11	10	10	10
税前利润	41	46	201	263	339
利润率	2.3%	2.3%	8.1%	8.5%	9.3%
所得税	-2	-5	-19	-27	-34
所得税率	5.8%	11.3%	9.5%	10.1%	9.9%
净利润	39	41	182	237	306
少数股东损益	4	3	0	0	0
归属于母公司的净利润	35	38	182	237	306
净利率	2.0%	1.9%	7.4%	7.7%	8.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	39	41	182	237	306
少数股东损益	0	0	0	0	0
非现金支出	177	161	155	168	218
非经营收益	38	26	1	1	1
营运资金变动	-44	-28	-149	-138	-131
经营活动现金净流	209	199	189	267	394
资本开支	75	68	92	291	541
投资	-64	0	0	0	0
其他	6	1	10	10	10
投资活动现金净流	-133	-67	-82	-281	-531
股权募资	0	0	0	0	0
债权募资	-40	-9	0	0	0
其他	-48	-35	-21	-21	-21
筹资活动现金净流	-88	-45	-21	-21	-21
现金净流量	-12	88	86	-35	-158

来源：齐鲁证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	122	210	296	262	103
应收款项	338	392	489	612	725
存货	446	362	495	606	718
其他流动资产	29	28	35	42	50
流动资产	935	993	1,315	1,522	1,597
% 总资产	37.4%	40.0%	47.6%	48.8%	45.0%
长期投资	137	152	152	152	152
固定资产	1,363	1,271	1,240	1,390	1,747
% 总资产	54.5%	51.3%	44.8%	44.6%	49.3%
无形资产	62	58	54	49	45
非流动资产	1,566	1,486	1,450	1,595	1,949
% 总资产	62.6%	60.0%	52.4%	51.2%	55.0%
资产总计	2,501	2,478	2,765	3,117	3,545
短期借款	495	440	440	440	440
应付款项	432	394	490	589	698
其他流动负债	51	56	64	81	95
流动负债	979	890	995	1,110	1,233
长期贷款	21	38	38	38	38
其他长期负债	0	2	2	2	2
负债	1,001	930	1,035	1,150	1,273
普通股股东权益	1,480	1,524	1,706	1,943	2,249
少数股东权益	21	24	24	24	24
负债股东权益合计	2,501	2,478	2,765	3,117	3,545

比率分析

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标					
每股收益 (元)	0.061	0.065	0.313	0.407	0.526
每股净资产 (元)	2.545	2.621	2.934	3.341	3.866
每股经营现金净流 (元)	0.360	0.343	0.324	0.460	0.677
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率					
净资产收益率	2.38%	2.47%	10.66%	12.19%	13.59%
总资产收益率	1.41%	1.52%	6.58%	7.60%	8.62%
投入资本收益率	5.13%	4.62%	12.05%	12.84%	13.50%
增长率					
营业总收入增长率	13.58%	10.93%	24.44%	25.03%	18.55%
EBIT增长率	13.87%	-9.61%	170.24%	23.80%	28.86%
净利润增长率	62.78%	6.74%	383.95%	30.18%	29.10%
总资产增长率	-3.12%	-0.92%	11.55%	12.74%	13.74%
资产管理能力					
应收账款周转天数	51.6	48.7	49.4	49.5	49.4
存货周转天数	101.7	88.8	91.7	92.2	92.0
应付账款周转天数	68.2	59.6	58.0	58.0	58.0
固定资产周转天数	279.9	236.2	176.0	138.9	135.0
偿债能力					
净负债/股东权益	26.28%	17.23%	10.44%	10.94%	16.43%
EBIT利息保障倍数	1.9	2.5	6.6	8.6	11.2
资产负债率	40.00%	37.54%	37.43%	36.91%	35.91%

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话:021-58303470

手机:13641659577

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话:021-58206173

手机:18621368050

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-81283786

手机:15806668226

传真:0531-81283791

邮编:250010

地址:山东济南经十路 17703

号华特广场 B501