

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

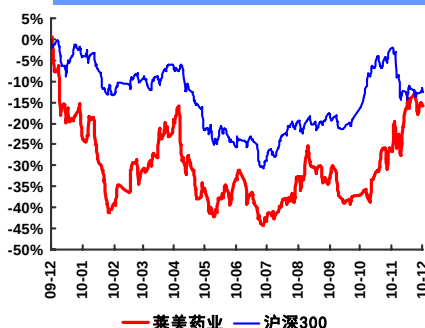
张银旗

Tel: 021-68634510-8067

E-Mail: zyzq0100@xcsc.com

基础数据：

收盘价： 34.20 元
 流通 A 股市值： 15.50 亿元
 总市值： 31.54 亿元
 沪深 300 指数： 3171.88

一年内股价与大盘走势：


公司发布公告，拟收购青海明胶所持有的四川禾正制药有限责任公司全部 100% 股权，价款总额约为人民币 9000 万元。

投资要点：

□ 禾正制药净资产 7281.37 万元，2009 年度实现营业收入 43595.63 万元，实现净利润 808.28 万元。禾正制药是一家专注于新药研发、生产和销售的企业。主要产品是五酯胶囊，为国家医保乙类品种、国家中药保护品种，五酯胶囊用于慢性、迁延性肝炎谷丙转氨酶升高者，有研究表明五酯胶囊作为增效剂增加 FK506 的血药浓度，扩大使用范围和药品需求。另外还有四类新药赖氨匹林肠溶胶囊，主要用于抑制血小板聚集，减少动脉粥样硬化患者的心肌梗塞、短暂性脑缺血或中风发生。

□ 本次收购标的不包括禾正制药所持有的西藏泰达厚生医药有限公司 55% 的股权。先由青海明胶向禾正制药回购西藏厚生股权，莱美药业再出资收购禾正制药。禾正制药转让西藏厚生的收益归青海明胶享受。青海明胶资产质量不甚理想，出售禾正制药后能显著改善公司现金流，也为莱美药业以较为低廉价格收购提供条件。

□ 扣除西藏厚生后，母公司禾正制药 2009 年度实现营业收入 2109.73 万元，实现净利润 513.32 万元。西藏厚生是西藏地区的大型药品批发经营企业，地域偏远且与公司经营业务关联度小，其排除在收购有一定合理性。

投资建议：

由于是框架协议，最终还需股东大会批准，我们暂时不调整盈利预测。预计莱美药业 2010 年、2011 年、2012 年每股收益分别为 0.47、0.77、0.86 元。收购禾正制药将扩充公司产品线，收购 PE 值为 17.5 倍，基本处于合理范围，我们继续给予莱美药业“增持”评级。

风险因素：新产品研发遇阻
盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入（百万元）	265.22	333.54	374.00	557.40	622.10
增长率	59.72%	25.76%	12.13%	49.04%	11.61%
净利润（百万元）	32.89	40.47	42.69	70.62	78.28
增长率	34.27%	23.05%	5.49%	65.43%	10.85%
摊薄后每股收益（元）	0.36	0.44	0.47	0.77	0.86

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	568	596	701	780
现金	397	438	441	568
应收账款	72	76	153	95
其他应收款	10	10	15	16
预付账款	18	21	31	34
存货	66	46	54	58
其他流动资产	4	5	7	8
非流动资产	86	74	71	68
长期投资	0	0	0	0
固定资产	58	55	53	50
无形资产	16	16	16	16
其他非流动资产	13	3	3	3
资产总计	654	670	772	848
流动负债	129	112	146	151
短期借款	54	60	80	80
应付账款	36	26	38	43
其他流动负债	39	25	28	28
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	129	112	146	151
少数股东权益	0	0	0	0
股本	92	92	92	92
资本公积	354	354	354	354
留存收益	79	113	180	251
归属母公司股东权益	525	559	626	697
负债和股东权益	654	670	772	848

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	37	35	-13	135
净利润	40	43	71	78
折旧摊销	8	3	3	3
财务费用	5	0	1	1
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-17	-13	-93	56
其他经营现金流	1	2	5	-3
投资活动现金流	-19	10	0	0

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	334	374	557	622
营业成本	213	239	349	388
营业税金及附加	2	3	3	4
营业费用	33	34	52	58
管理费用	35	50	72	81
财务费用	5	0	1	1
资产减值损失	1	0	-0	1
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	45	48	80	89
营业外收入	4	3	3	3
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	48	50	83	92
所得税	8	8	12	14
净利润	40	43	71	78
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	40	43	71	78
EBITDA	58	51	84	93
EPS (元)	0.44	0.47	0.77	0.86

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	25.8%	12.1%	49.0%	11.6%
营业利润	28.1%	5.5%	68.2%	11.6%
归属于母公司净利润	23.1%	5.5%	65.4%	10.8%
获利能力				
毛利率(%)	36.3%	36.0%	37.4%	37.6%
净利率(%)	12.1%	11.4%	12.7%	12.6%
ROE(%)	7.7%	7.6%	11.3%	11.2%
ROIC(%)	23.4%	22.6%	26.1%	36.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	19.7%	16.7%	18.9%	17.8%
净负债比率(%)	42.32%	53.76%	54.82%	53.08%
流动比率	4.42	5.34	4.80	5.17
速动比率	3.90	4.93	4.43	4.79
营运能力				
总资产周转率	0.72	0.57	0.77	0.77

资本支出	19	0	0	0	应收账款周转率	5	5	5	5
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	5.01	7.74	10.78	9.58
其他投资现金流	0	10	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	346	-4	16	-8	每股收益(最新摊薄)	0.44	0.47	0.77	0.86
短期借款	7	6	20	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.38	-0.14	1.48
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.74	6.10	6.84	7.62
普通股增加	23	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	327	0	0	0	P/E	63.99	60.66	36.67	33.08
其他筹资现金流	-11	-9	-4	-8	P/B	4.93	4.64	4.14	3.71
现金净增加额	364	41	3	127	EV/EBITDA	39	44	27	24

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	334	374	557	622
收入同比(%)	26%	12%	49%	12%
归属母公司净利润	40	43	71	78
净利润同比(%)	23%	5%	65%	11%
毛利率(%)	36.3%	36.0%	37.4%	37.6%
ROE(%)	7.7%	7.6%	11.3%	11.2%
每股收益(元)	0.44	0.47	0.77	0.86
P/E	63.99	60.66	36.67	33.08
P/B	4.93	4.64	4.14	3.71
EV/EBITDA	39	44	27	24

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。