

莱美药业：收购禾正，远见卓识

公司收购四川禾正制药点评

报告关键点：

- 公司收购中药企业禾正制药，扩展产品线。
- 公司将在内部整合外延式扩张双重推动下实现快速增长
- 维持公司“增持-A”的投资评级，12个月目标价40.5元

报告摘要：

- **收购中药企业禾正制药，扩展产品线。**公司2010年12月8日公告，拟以9,000万元现金收购四川禾正制药100%的股权，禾正制药是上市公司青海明胶的子公司，2009年销售收入4.3亿元，净利润808万元，总资产2亿元，净资产7,123万元。禾正制药旗下西藏泰达生物厚生医药公司，主要从事医药商业。莱美此次是仅收购其母公司禾正制药，剥离掉西藏泰达，禾正制药母公司的总资产为9,567万元，净资产6,480万元，2009年度实现销售收入2,110万元，实现净利润513万元。
- **公司收购禾正制药是看中其中药独家品种的稀缺资源。**禾正制药是一家拥有24个药品批文的企业，以中药产品为主，其中五酯胶囊是中药独家品种，该药是肝细胞损伤拮抗剂、肝细胞代谢改善药。系原生中药材五味子经水煮和醇提获得的脂溶性活性物质精制而成。广泛用于治疗慢性、迁延性肝炎、药物及酒精中毒等肝损伤，无明显毒副作用。禾正制药拥有年产五酯胶囊5,000万粒的生产线2条、预留年产5,000万粒片剂生产线1条、生产1,000万包颗粒剂生产线2条，以及完善严格的质量检测体系。莱美收购禾正主要是看中其中药独家品种的稀缺资源，补充其中药产品线，在莱美的整合和运营下，预计2011年禾正制药业绩将有大幅提升，中药业务将成为公司未来产业布局中的一个新增长点。
- **公司将在内部整合外延式扩张双重推动下实现快速增长。**公司上市后已先后收购了大输液企业湖南康源制药和中药企业禾正制药，公司收购康源制药是考虑湖南康源具有一定的包材优势，这将改变公司目前玻璃瓶装输液包装成本、运输成本居高不下的局面，提升公司产品的核心竞争力。此外，收购湖南康源将在一定程度上缓解公司的产能瓶颈。本次收购公司又拓展完善了中药领域产品线。公司主业2011年将在产能扩张、盈利能力提高的内部整合推动下实现快速增长，同时不断收购具有战略意义的优质标的实现外延式扩张，将加速公司未来的发展。
- **维持公司“增持-A”的投资评级，12个月目标价40.5元。**考虑公司主业的持续整合，以及康源制药和禾正制药2011年开始并表，我们暂维持公司2010、2011年的业绩分别为0.51元、0.90元的预测，不排除2011年公司业绩有超预期的可能。维持未来12个月目标价40.5元，及“增持-A”的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	265.2	333.5	405.5	621.4	797.5
Growth(%)	59.7%	25.8%	21.6%	53.2%	28.3%
净利润	32.9	40.5	46.7	81.9	107.2
Growth(%)	34.3%	23.1%	15.5%	75.3%	30.9%
毛利率(%)	36.1%	36.3%	36.7%	38.4%	38.4%
净利润率(%)	12.4%	12.1%	11.5%	13.2%	13.4%
每股收益(元)	0.48	0.55	0.51	0.90	1.17
每股净资产(元)	1.51	5.74	4.45	5.91	7.69
市盈率	71.3	62.2	67.0	38.2	29.2
市净率	22.7	6.0	7.7	5.8	4.4
净资产收益率(%)	23.9%	7.7%	11.5%	15.1%	15.2%

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： 40.50 元

期限： 12 个月 上次预测： 40.50 元

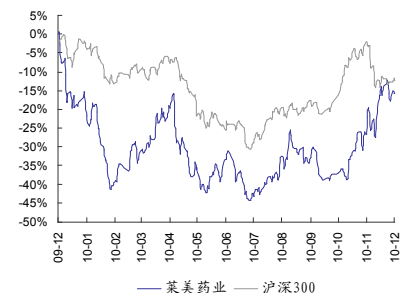
现价： 34.20 元

报告日期： 2010-12-09

市场数据

总市值(百万元)	3,129.30
流通市值(百万元)	1,537.64
总股本(百万股)	91.50
流通股本(百万股)	44.96
12 个月最高/最低	21.81/43.59 元
十大流通股(%)	3.06%
股东户数	12,777

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	24.55	17.93	(4.17)
绝对收益	14.74	25.29	(15.86)

研究员

李秋实	行业分析师
010-66581747	liqs@essence.com.cn
证书编号	S1450210070003
洪露	首席行业分析师
021-68766073	honglu@essence.com.cn
证书编号	S1450210010306

前期研究成果

莱美药业：内外兼修，志在千里
2010-11-24

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-12-8

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	265.2	333.5	405.5	621.4	797.5	成长性					
减: 营业成本	169.5	212.5	256.7	383.0	490.9	营业收入增长率	59.7%	25.8%	21.6%	53.2%	28.3%
营业税费	1.5	2.1	2.5	3.7	4.7	营业利润增长率	19.0%	28.1%	23.0%	72.2%	32.0%
销售费用	27.3	32.7	37.9	57.8	74.2	净利润增长率	34.3%	23.1%	18.1%	71.4%	30.9%
管理费用	25.9	35.4	52.3	75.8	94.9	EBITDA 增长率	30.1%	25.7%	11.0%	79.7%	31.7%
财务费用	4.7	5.1	-1.5	4.8	6.1	EBIT 增长率	25.2%	25.7%	7.4%	86.0%	31.7%
资产减值损失	0.9	0.7	3.5	0.8	0.8	NOPLAT 增长率				84.8%	30.6%
加: 公允价值变动收益	-0.2	0.0	1.3	-	-	投资资本增长率	50.3%	18.4%	69.2%	73.2%	15.5%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	27.7%	281.1%	-22.3%	32.5%	30.0%
营业利润	35.2	45.1	55.4	95.4	126.0	利润率					
加: 营业外净收支	1.7	3.3	1.7	2.2	2.2	毛利率	36.1%	36.3%	36.7%	38.4%	38.4%
利润总额	36.9	48.4	57.1	97.6	128.2	营业利润率	13.3%	13.5%	13.7%	15.4%	15.8%
减: 所得税	4.0	7.9	9.3	15.7	20.9	净利润率	12.4%	12.1%	11.8%	13.2%	13.4%
净利润	32.9	40.5	47.8	81.9	107.2	EBITDA/营业收入	17.0%	17.0%	15.5%	18.2%	18.7%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	15.1%	15.1%	13.3%	16.1%	16.6%
货币资金	29.2	396.8	157.6	159.7	186.6	运营效率					
交易性金融资产	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	固定资产周转天数	70	63	68	71	79
应收帐款	68.0	82.1	109.8	138.3	177.5	流动营业资本周转天数	92	115	112	75	69
应收票据	5.0	2.9	11.1	5.1	6.3	流动资产周转天数	222	406	418	231	214
预付帐款	15.6	18.3	20.9	24.7	29.6	应收帐款周转天数	75	75	77	65	66
存货	64.7	66.3	78.8	99.7	127.8	存货周转天数	71	71	64	52	51
其他流动资产	-	-0.0	-4.6	-4.6	-4.6	总资产周转天数	328	498	559	446	455
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	198	207	248	278	296
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	80.0	54.0	ROE	23.9%	7.7%	11.7%	15.1%	15.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	12.2%	6.2%	7.9%	8.8%	9.9%
固定资产	59.3	57.6	95.9	150.0	200.8	ROIC			22.4%	24.4%	18.4%
在建工程	0.5	1.3	56.9	102.8	128.0	费用率					
无形资产	16.5	15.7	51.1	51.1	51.1	销售费用率	10.3%	9.8%	9.4%	9.3%	9.3%
其他非流动资产	2.1	2.6	12.8	110.5	108.3	管理费用率	9.8%	10.6%	12.9%	12.2%	11.9%
资产总额	268.6	653.6	606.4	933.1	1,080.7	财务费用率	1.8%	1.5%	-0.4%	0.8%	0.8%
短期债务	47.3	54.4	80.0	187.3	130.0	三费/营业收入	21.9%	22.0%	21.9%	22.3%	22.0%
应付帐款	60.9	52.1	94.9	146.9	188.3	偿债能力					
应付票据	7.4	9.4	12.4	26.2	28.9	资产负债率	48.7%	19.7%	32.8%	42.0%	34.9%
其他流动负债	15.2	12.7	11.9	10.2	8.5	负债权益比	94.9%	24.5%	48.8%	72.5%	53.6%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.41	4.42	1.88	1.14	1.47
其他非流动负债	-	-	-	21.6	21.6	速动比率	0.91	3.90	1.49	0.88	1.12
负债总额	130.8	128.5	199.3	392.2	377.3	利息保障倍数	8.41	9.78	-35.65	20.69	21.80
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	68.5	91.5	91.5	91.5	91.5	DPS(元)	0.03	0.03	0.05	0.09	0.12
留存收益	69.3	433.6	315.6	449.4	611.9	分红比率	8.3%	6.8%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	137.8	525.1	407.1	540.9	703.4	股息收益率	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	32.9	40.5	46.7	81.9	107.2	EPS(元)	0.48	0.55	0.51	0.90	1.17
加: 折旧和摊销	6.2	7.6	9.1	13.0	17.1	BVPS(元)	1.51	5.74	4.45	5.91	7.69
资产减值准备	0.9	0.7	3.5	0.8	0.8	PE(X)	71.3	62.2	67.0	38.2	29.2
公允价值变动损失	0.2	-0.0	0.0	-	-	PB(X)	22.7	6.0	7.7	5.8	4.4
财务费用	2.3	4.7	5.1	-1.5	4.8	P/FCF	-	204.8	-44.3	-18.5	-70.3
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	11.8	9.4	7.7	5.0	3.9
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	52.7	49.5	49.7	28.2	21.0
营运资金的变动	-22.4	-16.5	-17.2	39.1	-31.0	CAGR(%)	35.5%	38.4%	43.8%	31.4%	27.6%
经营活动产生现金流量	17.2	37.3	40.7	139.6	100.2	PEG	2.0	1.6	1.5	1.2	1.1
投资活动产生现金流量	-25.4	-18.7	-138.0	-190.0	-64.0	ROIC/WACC	3.3	2.6	2.3	2.5	1.9
融资活动产生现金流量	12.5	345.7	-137.6	108.3	-8.1	REP	4.1	5.1	3.9	2.1	2.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

李秋实，医药行业研究员，北京大学药学和经济学双学位，中国人民大学金融学硕士，曾就职于德国拜耳医药保健有限公司，具有 3 年证券行业从业经验，2010 年 3 月加盟安信证券研究中心。2010 年《新财富》最佳分析师第三名。

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。2010 年《新财富》最佳分析师第三名。2009 年《新财富》最佳分析师第四名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034