

莱美药业 (300006.SZ) 生物技术行业

评级：买入 维持评级

公司点评

李敬雷

分析师 SAC 执业编号：S1130210050004
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺

分析师 SAC 执业编号：S1130208070242
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李龙俊

分析师 SAC 执业编号：S1130210080003
(8621)61038315
lilj@gjzq.com.cn

小公司？非小公司！小龙头成长刚开始；

事件

对公司近况进行更新点评。

评论

公司是立足于研发的专科药企业，产品储备丰富、产品梯队完备：莱美药业最大的优势在于研发，公司有创新药研发平台（淋巴靶向治疗）、新药仿制平台（肿瘤药）、科研转化技术平台（冻干悬混注射液）三大研发平台。目前已经获得三类以上新药证书 9 个、新药注册批文 15 个（截至招股书数据），并且每年有十多个新药进入临床。公司研发的目标集中在抗感染、抗肿瘤、心血管、中枢神经等大病种领域。虽然公司销售规模尚且不大（09 年 3.3 亿销售收入），但已经储备了相当规模的产品：目前公司在产品中有纳米炭混悬注射液特色产品、首家上市福美坦抗肿瘤药；在申报生产的新药中也不乏具有大市场的产品，如埃索美拉唑、注射用银杏叶；临床中有抗肿瘤靶向药物等一类新药。可见公司产品已经形成了完整的梯队，详见后文图表。

逐步强大的研发平台为国际合作创造了条件：公司上述产品的获得，归功于公司长期立足于研发的战略定位。公司从 08 年开始每年投入上千万研发费用，今年预计突破 3000 多万元，占销售比接近 10%，预计未来三年公司仍将继续加大研发投入。公司目前的研发中心能力在国内医药企业中已经处于前列，随着实力的进一步扩充，我们相信可能会吸引跨国企业的目光，具备开展国际研发、生产、销售合作的可能。

公司未来会逐步加强销售力量的拓展：公司目前在销主要产品只有 8 个，销售的规模性还没有体现，销售部分还是以代理为主，这一点与公司专科药企业的属性不相符。从公司新药申报的进程来看，明年将可能有新的大品种药物上市，因此公司也开始着力销售体系的改革和扩充。公司对有潜力的产品变革统一的销售为产品经理制，销售队伍也逐步扩张，目前接近 100 人。在销售的推动下，我们预测从明年开始，现有的产品如纳米炭悬混液、福美坦注射液、可能上市的产品如埃索美拉唑销量都会有明显的增长。从长期来看，公司可能成功打造一支专业化的销售队伍，这是公司丰富产品转化为销售的动力。

募集资金项目明年开始达产增强盈利能力：公司募集资金项目之一原料药生产线的扩产，预计明年可以贡献新增产能，因此可以预期氨曲南、N（2）-L-丙氨酰-L-谷氨酰胺等品种明年销量会有大幅增长。同时随着原料的自供、规模效益体现，产品的盈利能力也会有大幅提升。

对外收购项目增强盈利能力：公司已经收购的湖南康源制药是一家有特色的输液生产企业，公司目前具有 1 亿瓶袋的产能，目标市场供不应求。康源制药坚持走特色化的发展道路，在产品包材改进（如双阀组合盖）、特色输液（如碳酸氢钠输液）的生产上有优势产品储备。公司明年产能有扩张的计划，因此湖南康源明年的利润贡献会比较可观。同时莱美自产的甲磺酸帕珠沙星等输液产品可以与康源形成整合。公司近期又公告收购四川禾正制药，目的也是与公司未来可能上市新的中药品种形成整合优势。

我们的观点：科研先行、厚积薄发。公司过去已经积累的、现在正在加强的、将来继续投入的研发优势，是公司最大的价值，在此方面深厚的沉淀、碰及任何触发因素都可以迸发出相当的能量。迸发的点可能有：1、销售的刺激。“已经成型的产品储备+正在强化的销售力量”，这决定了公司已经具有成长为优秀专科药企业的雏形，管理层的能力有把公司做大的潜力；2、筑巢引凤。公司研发平台未来与国际合作的方式，除了能分享制剂代工的利润分成，更大的价值在于承接国外技术，开拓国内市场；3、新产品上市。公司明年值得期待的新药品种是埃索美拉唑上市，未来几年可能会给公司带来超预期贡献；4、并购。募集资金项目达产、对外并购增厚利润。

盈利预测：我们预测公司 2010 年、2011 年、2012 年每股收益为 0.50 元、1.00 元、1.50 元。

投资建议

我们认为公司依靠“研发+销售”的路径，具有成长为优秀专科药企业的潜力；研发平台承接国际合作的能力为长期成长构筑新的增长点。公司目前估值与同类专科药企业相比有优势，而公司目前正处于规模起步阶段弹性更大，可以给予估值溢价，我们认为公司 6 个月合理目标价位 50.00 元，尚有 50% 的空间。风险提示：新药审批进程、销售拓展力度不达预期。

图表1：公司新药产品储备（部分）

一类新药	加替沙星注射液	抗感染	在产	
	注射用银杏叶	心血管	申报生产	
	接枝纳米碳	靶向抗肿瘤	临床	十一五重大新药创制
	果胶阿霉素	靶向抗肿瘤	临床	
	多聚半乳糖醛酸	抗肿瘤	临床	
二类新药	利福昔明	抗感染	在产	
	替米沙坦	降血压	在产	
	匙羹藤胶囊	糖尿病	申报生产	
三类新药	甲磺酸帕珠沙星	抗感染	在产	小容量首家上市
	伏立康唑	抗感染	在产	
	磷酸氟达拉滨	抗肿瘤	在产	市场排名第三
	注射用福美坦	抗肿瘤	在产	国内首家上市
	N（2）-L-丙氨酰-L-谷氨酰胺	肠外营养	在产	无菌原料药国内唯一一家
	注射用盐酸米诺环素	抗感染	申报生产	
	氯法拉滨注射液	抗肿瘤	临床中	
	地西他滨注射液	抗肿瘤	临床中	
	匹克硫酸钠	清肠剂	申报临床	
	牛黄罗定输液	骨膜炎	申报临床	
	左乙拉西坦	癫痫	申报临床	
	伊伐布雷定	心血管	申报临床	
	氨磺必利	精神分裂	申报临床	
	群多普利	降血压	申报临床	
	他米巴罗汀	白血病	申报临床	
	非布索坦	痛风	申报临床	
其他特色品种	氨曲南	抗感染	在产	无菌原料首家过认证
	纳米炭悬混注射液	诊断用淋巴示踪剂	在产	国内首家上市
	埃索美拉唑	胃药	申报生产	

来源：国金证券研究所，招股说明书、公司网站，SFDA

图表2：目前已上市专科药企业估值比较

公司	股价	总股本	总市值	EPS			PE		
				2010	2011	2012	2010	2011	2012
恒瑞医药	58.45	7.50	438	1.01	1.31	1.69	58	45	35
恩华药业	25.45	2.34	60	0.35	0.47	0.66	73	54	39
信立泰	73.09	2.27	166	1.45	1.96	2.60	50	37	28
人福医药	26.30	4.72	124	0.48	0.63	0.80	55	42	33
平均							59	44	34
莱美药业	36.00	0.90	32	0.50	1.00	1.50	72	36	24

来源：国金证券研究所，wind

图表3：公司产品储备示意图（蓝色：老的过5千万产品；黄色：新增过5千万产品；绿色：新上潜力产品）

	2010		2011		2012		2013年以后	
	产品	备注	产品	备注	产品	备注	产品	备注
抗感染	氟曲南	特色药 <1亿	氟曲南	产能释放 过亿	氟曲南	快速增长 过亿	氟曲南	稳定 过亿
	甲磺酸帕珠沙星	特色药 <5000万	甲磺酸帕珠沙星	稳定增长	甲磺酸帕珠沙星	稳定增长 过5千万	甲磺酸帕珠沙星	产能释放 过亿
	盐酸左氧氟沙星	仿制药 <3000万	盐酸左氧氟沙星	稳定增长	盐酸左氧氟沙星	稳定增长	盐酸左氧氟沙星	稳定增长
	盐酸克林霉素	仿制药 <3000万	盐酸克林霉素	稳定增长	盐酸克林霉素	稳定增长	盐酸克林霉素	稳定增长
	加替沙星	一类新药 <1000万	加替沙星	稳定增长	加替沙星	稳定增长	加替沙星	稳定增长
			盐酸米诺环素	三类新药 获批	盐酸米诺环素	快速增长	盐酸米诺环素	快速增长 过5千万
抗肿瘤	纳米炭悬混注射液	特色产品 <2000万	纳米炭悬混注射液	快速增长	纳米炭悬混注射液	快速增长 过5千万	纳米炭悬混注射液	快速增长 过亿
	磷酸氟达拉滨	三类新药 <1000万	磷酸氟达拉滨	稳定增长	磷酸氟达拉滨	稳定增长	磷酸氟达拉滨	稳定增长
	注射用福美坦	三类新药 获批	注射用福美坦	稳定增长	注射用福美坦	稳定增长	注射用福美坦	稳定增长
			地西他滨注射液	三类新药 获批	地西他滨注射液	快速增长	地西他滨注射液	快速增长
					氟法拉滨注射液	三类新药 获批	氟法拉滨注射液	快速增长
							接枝纳米碳	一类新药 过亿
心血管	替米沙坦	二类新药 <1000万	替米沙坦	稳定增长	替米沙坦	稳定增长	替米沙坦	稳定增长
			匙羹藤胶囊	二类新药 获批	匙羹藤胶囊	稳定增长	匙羹藤胶囊	稳定增长
					注射用银杏叶	一类新药 获批	注射用银杏叶	快速增长 过亿
							群多普利	三类新药
神经系统							伊伐布雷定	三类新药
							左乙拉西坦	三类新药
其他			埃索美拉唑	特色药 获批	埃索美拉唑	快速增长 <5000万	埃索美拉唑	快速增长 过亿
							匹克硫酸钠	三类新药
							牛黄罗定输液	三类新药
							他米巴罗汀	三类新药
							非布索坦	三类新药

批注：部分产品包含原料销售

来源：国金证券研究所，招股说明书，公司网站，SFDA

图表4：公司三张表预测
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	166	265	334	425	769	976
增长率		59.7%	25.8%	27.5%	80.9%	26.8%
主营业务成本	-106	-169	-213	-269	-469	-574
% 销售收入	64.0%	63.9%	63.7%	63.3%	60.9%	58.9%
毛利	60	96	121	156	301	401
% 销售收入	36.0%	36.1%	36.3%	36.7%	39.1%	41.1%
营业税金及附加	-1	-2	-2	-3	-5	-6
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-16	-27	-33	-43	-82	-112
% 销售收入	9.7%	10.3%	9.8%	10.0%	10.6%	11.5%
管理费用	-13	-26	-35	-60	-100	-117
% 销售收入	7.8%	9.8%	10.6%	14.0%	13.0%	12.0%
息税前利润（EBIT）	30	41	51	52	114	166
% 销售收入	17.9%	15.5%	15.3%	12.1%	14.9%	17.0%
财务费用	-2	-5	-5	-1	-6	-5
% 销售收入	1.4%	1.8%	1.5%	0.3%	0.8%	0.5%
资产减值损失	2	-1	-1	-3	-4	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	30	35	45	47	105	158
营业利润率	17.8%	13.3%	13.5%	11.2%	13.6%	16.2%
营业外收支	1	2	3	3	3	4
税前利润	30	37	48	51	108	161
利润率	18.1%	13.9%	14.5%	11.9%	14.0%	16.6%
所得税	-5	-4	-8	-5	-16	-24
所得税率	18.1%	10.9%	16.3%	10.0%	15.0%	15.0%
净利润	25	33	40	46	91	137
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	24	33	40	46	91	137
净利率	14.8%	12.4%	12.1%	10.8%	11.9%	14.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	25	33	40	46	91	137
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	2	7	8	10	17	25
非经营收益	4	5	5	-1	6	5
营运资金变动	-9	-28	-17	-44	-27	-44
经营活动现金净流	22	17	37	12	88	123
资本开支	-18	-25	-19	-160	-113	-56
投资	-1	0	0	-5	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-20	-25	-19	-165	-113	-56
股权募资	20	0	358	0	0	0
债权募资	3	14	7	0	0	0
其他	-7	-2	-20	-4	-9	-8
筹资活动现金净流	16	13	346	-4	-9	-8
现金净流量	18	4	364	-157	-34	59

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	36	29	397	224	270	329
应收款项	53	73	85	155	182	231
存货	39	65	66	99	139	170
其他流动资产	14	17	20	35	43	52
流动资产	143	184	568	513	633	782
% 总资产	66.4%	68.4%	86.9%	60.9%	64.3%	66.7%
长期投资	0	0	0	5	5	5
固定资产	55	60	59	167	190	229
% 总资产	25.7%	22.3%	9.1%	19.8%	19.3%	19.6%
无形资产	15	23	25	153	153	152
非流动资产	72	85	86	329	351	390
% 总资产	33.6%	31.6%	13.1%	39.1%	35.7%	33.3%
资产总计	215	269	654	841	985	1,171
短期借款	33	47	54	105	105	105
应付款项	67	73	64	121	169	208
其他流动负债	7	11	11	27	28	35
流动负债	107	131	129	253	302	348
长期贷款	0	0	0	17	17	17
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	107	131	129	270	319	365
普通股股东权益	108	138	525	571	662	800
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	215	269	654	841	981	1,164

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	#VALUE!	#VALUE!	0.442	0.500	1.000	1.500
每股净资产	1.571	2.012	5.739	6.238	7.238	8.739
每股经营现金净流	0.317	0.252	0.408	0.126	0.960	1.348
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	22.75%	23.87%	7.71%	8.01%	13.81%	17.17%
总资产收益率	11.41%	12.25%	6.19%	5.44%	9.32%	11.79%
投入资本收益率	17.27%	19.75%	7.34%	6.69%	12.40%	15.31%
增长率						
主营业务收入增长率	72.12%	59.72%	25.76%	27.50%	80.91%	26.80%
EBIT增长率	145.37%	37.84%	24.06%	1.29%	122.18%	45.05%
净利润增长率	186.70%	34.27%	23.05%	13.03%	100.01%	50.05%
总资产增长率	71.61%	25.09%	143.38%	28.69%	17.08%	18.90%
资产管理能力						
应收账款周转天数	85.7	72.1	72.1	77.0	70.0	70.0
存货周转天数	93.6	112.1	112.5	111.2	108.0	108.0
应付账款周转天数	94.8	88.5	72.9	80.7	80.7	80.7
固定资产周转天数	95.4	81.6	63.0	101.7	69.5	69.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-4.10%	12.21%	-65.46%	-18.05%	-22.47%	-25.96%
EBIT利息保障倍数	12.8	8.6	9.9	46.4	19.2	31.2
资产负债率	49.74%	48.69%	19.67%	32.15%	32.49%	31.32%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-10-29		16.43	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;

持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;

卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室