

莱美药业（300006）

推荐（首次）

短期看康源制药，长期看在研新品

市场数据

报告日期	2011-8-23
收盘价(元)	22.64
总股本(百万股)	183.00
流通股本(百万股)	91.80
总市值(百万元)	4143.12
流通市值(百万元)	2078.44
净资产(百万元)	580.24
总资产(百万元)	954.85
每股净资产	3.17

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	378	625	819	997
同比增长(%)	13.2%	65.5%	31.1%	21.7%
净利润(百万元)	44	91	122	171
同比增长(%)	8.4%	108.3%	33.2%	40.2%
毛利率(%)	36.5%	38.2%	40.1%	42.4%
净利率(%)	11.6%	14.6%	14.9%	17.1%
净资产收益率(%)	7.8%	14.2%	15.9%	18.3%
每股收益(元)	0.24	0.50	0.67	0.93
每股经营现金流(元)	0.21	0.31	0.30	0.75

相关报告

《小型特色抗生素企业》
2009-10-8

投资要点

事件：

莱美药业公布 2011 年中报，报告期间，公司实现营业收入 27,634 万元，同比增长 50.15%；营业利润 3,717 万元，同比增长 61.53%；归属于上市公司股东的净利润为 4,795 万元，同比增长 117.57%；扣除非经常性损益后的净利润同比增长 53.19%；每股收益 0.26 元。

点评：

公司的业绩符合我们的预期。

- **康源制药和政府补贴贡献主要增量。**报告期间，公司归属上市公司股东的净利润增速高达 118%，主要原因有两点：1）公司去年耗资 1.7 亿元收购的康源制药开始并表，贡献接近 1 亿元（估算值）的销售收入和 1,736 万元的净利润；2）上半年公司获得了重庆市茶园新区开发建设管理委员会 1,660 万元的扶持资金，政府补贴带来不菲的营业外收入。扣除并表及政府补贴的因素，母公司上半年收入下降 8.9%，营业利润下降 34.5%。
- **主业下滑源于抗生素行业的低景气。**今年上半年，公司的主业有一定程度的下滑，主要原因还是抗生素行业受制于国家政策的影响，景气度大幅下降。报告期间，公司的抗生素类产品实现销售收入 1.01 亿元，同比下降 6.69%，但毛利率却达到了 41.06%，同比提升 2.72 个百分点。公司的抗生素类产品包括氨曲南原料药和制剂，帕珠沙星、伏立康唑等

分析师 王晞
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn
SAC:S0190510110011

联系人：项军
021-38565838
xiangjun@xyzq.com.cn

制剂品种，其中氨曲南原料药和制剂占的比重较大。上半年虽然氨曲南原料药的价格从去年年底的 2700 元/公斤下降到目前的 2000 元/公斤，但公司通过工艺改进，自制中间体（之前是外购），成本大幅降低，氨曲南原料药的毛利率不降反升。特色专科类产品同比增长 30.5%，其中核心产品一类新药纳米碳混悬液增速在 35%以上，随着四川以外市场的不断开拓，该产品下半年有望加速增长。

- **期间费用大幅增长。**由于公司并表了康源制药、禾正制药以及大山行中药饮片有限公司，导致期间费用率与去年同期失去可比性，与合并销售收入 50% 的增速相对应，公司的销售费用同比增长 48%，管理费用增长 41%；二季度末公司的账面现金仅余 1.38 亿元，上半年财务费用达到 417 万元，同比大幅上升，因此不排除公司后面有再次融资的可能性。
- **康源制药带来成长，在研大品种值得关注。**由于国家今年以来对抗生素行业实施分级管理，公司的氨曲南等抗生素品种受到了一定程度的冲击，今明两年公司的主要增长点还来自于全资子公司康源制药，预计全年康源制药贡献的净利润将达到 4,000 万元。康源制药作为小型的特色和特殊输液企业，拥有多个独家产品，如碳酸氢钠软袋和带加药器的软袋等，随着新产品的上市销售以及产能的扩张，明年康源制药有望延续 50%以上的高增长。除了康源制药，公司未来重要的看点还是在研产品埃索美拉唑，该产品是阿斯利康的重磅炸弹，全球销售额高达 80 亿美元，国内销售额在 8 亿元左右。公司的埃索美拉唑上市之后，3-5 年内都很难有国内其他厂家获得批文，莱美有望与阿斯利康分享国内埃索美拉唑的巨大市场。
- **盈利预测。**我们预估公司 2011-2013 年 EPS 为 0.50、0.67 和 0.93 元，公司逐渐从抗生素企业向高端专科用药企业转型，在研大品种埃索美拉唑颇具看点，管理层也具备较强的管理能力和突出的战略眼光，虽然短期估值不低，但长期来看公司的成长性值得期待，我们首次覆盖，给予“推荐”的投资评级。
- **股价表现催化剂：**埃索美拉唑正式获批；分季度业绩超出市场预期。
- **风险提示。**氨曲南等抗生素品种受国家政策的影响超预期；新药审批的进度有一定的不确定性。

表 1、莱美药业分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	10-3Q	10-4Q	11-1Q	11-2Q	QOQ	2009	2010	YOY	说明
营业收入	127	114	158	177	12.5%	308	481	56.0%	康源制药并表
营业成本	68	56	83	91	8.7%	170	248	46.3%	
毛利	60	58	74	87	16.8%	138	232	67.9%	
销售费用	7	6	6	8	49.3%	19	25	32.3%	
管理费用	11	14	17	20	13.0%	31	48	53.8%	
财务费用	-2	-0	-7	-12	81.9%	-0	-0	303.8%	
资产减值	-0	1	-0	2	#####	1	0	-80.6%	
公允价值	0	0	0	0		0	0		
投资收益	0	0	0	0		0	0		
营业利润	44	36	57	68	19.1%	85	158	85.5%	
利润总额	44	41	58	70	20.8%	91	167	84.5%	
净利润	38	36	43	53	21.5%	76	143	88.3%	
EPS	0.629	0.597	0.541	0.328	-39.3%	1.265	2.381	88.3%	
销售费用率	5.5%	5.3%	3.5%	4.6%	1.1%	6.1%	5.2%	-0.9%	
管理费用率	8.7%	12.7%	11.1%	11.1%	0.0%	10.2%	10.0%	-0.1%	
财务费用率	-1.7%	-0.2%	-4.3%	-7.0%	-2.7%	0.0%	-0.1%	0.0%	
所得税率	15.3%	12.9%	25.8%	24.3%	-1.5%	13.4%	14.7%	1.2%	
毛利率	46.9%	50.8%	47.1%	48.9%	1.8%	44.9%	48.3%	3.4%	
净利润率	29.6%	31.6%	27.4%	29.6%	2.2%	24.6%	29.7%	5.1%	

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	486	595	669	768
货币资金	188	173	135	135
交易性金融资产	1	1	1	1
应收账款	94	136	182	227
其他应收款	35	39	55	69
存货	117	150	180	200
非流动资产	398	559	658	751
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	2	2	2	2
固定资产	132	264	367	456
在建工程	37	43	42	36
油气资产	0	0	0	0
无形资产	71	71	71	71
资产总计	884	1154	1328	1519
流动负债	304	494	546	567
短期借款	127	220	257	240
应付票据	21	34	44	51
应付账款	65	105	133	156
其他	91	135	112	120
非流动负债	19	17	17	17
长期借款	0	0	0	0
其他	19	17	17	17
负债合计	322	511	563	583
股本	92	183	183	183
资本公积	354	263	263	263
未分配利润	100	173	283	437
少数股东权益	2	2	2	1
股东权益合计	562	644	765	936
负债及权益合计	884	1154	1328	1519

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	44	91	122	171
折旧和摊销	10	11	19	27
资产减值准备	2	2	3	3
无形资产摊销	2	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	6	10	10
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
营运资金的变动	21	38	109	72
经营活动产生现金流量	39	57	55	137
投资活动产生现金流量	-304	-150	-120	-110
融资活动产生现金流量	63	78	27	-27
现金净变动	-202	-15	-38	0
现金的期初余额	397	188	173	135
现金的期末余额	194	173	135	135

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	378	625	819	997
营业成本	240	386	490	575
营业税金及附加	2	3	4	5
销售费用	37	56	72	90
管理费用	51	81	98	115
财务费用	0	6	10	10
资产减值损失	1	5	6	7
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	48	87	139	196
营业外收入	3	20	4	4
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	51	107	142	199
所得税	7	15	21	29
净利润	44	91	122	170
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	44	91	122	171
EPS (元)	0.24	0.50	0.67	0.93

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	13.2%	65.5%	31.1%	21.7%
营业利润增长率	5.5%	83.5%	59.0%	41.2%
净利润增长率	8.4%	108.3%	33.2%	40.2%
盈利能力(%)				
毛利率	36.5%	38.2%	40.1%	42.4%
净利率	11.6%	14.6%	14.9%	17.1%
ROE	7.8%	14.2%	15.9%	18.3%
偿债能力(%)				
资产负债率	36.5%	44.2%	42.4%	38.4%
流动比率	1.60	1.21	1.23	1.36
速动比率	1.22	0.90	0.90	1.00
营运能力(次)				
资产周转率	0.49	0.61	0.66	0.70
应收帐款周转率	4.31	5.14	4.87	4.62
每股资料(元)				
每股收益	0.24	0.50	0.67	0.93
每股经营现金	0.21	0.31	0.30	0.75
每股净资产	3.06	3.51	4.17	5.11
估值比率(倍)				
PE	94.44	45.35	34.04	24.28
PB	7.40	6.45	5.42	4.43

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与

定期报告点评

本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。