

动态报告/行业快评

医药保健

创业板挂牌

谨慎推荐

(维持评级)

2009年10月29日

创业板首批医药股投资备忘录

分析师: 贺平鸽 hepg@guosen.com.cn 0755-82133396
 分析师: 丁丹 dingdan@guosen.com.cn 0755-82130678
 分析师: 陈栋 chendong1@guosen.com.cn 021-60933147

事项:

10月30日,创业板正式开启,首批28家企业挂牌上市,共有6家医药股。

我们的观点:6家公司具备一定经营规模和细分领域优势,我们相对依次看好高壁垒高盈利能力的乐普医疗,模式独特的爱尔眼科、盈利能力较突出的红日药业。6家公司09~11平均复合增长率28%,平均发行PE达38X、29X,已基本反映短期合理价值。判断乐普医疗49元(溢价69%)、爱尔眼科36元(溢价28%)、红日药业75元(溢价25%)、安科生物20元(溢价18%)、北陆药业18元(溢价0)、莱美药业17元(溢价0)是较为合理的上市表现。建议合理预期、理性参与,如果6家公司上市后过度炒作,必将透支未来2-3年业绩预期。我们暂不给予投资评级,未来将视二级市场定位给出投资建议。同时建议关注主板中与6家公司具可比性的个股。

评论:

■ 创业板首批6家医药股基本面: 具备一定经营规模和细分领域优势

10月30日,创业板正式开启,首批28家企业挂牌上市,其中共有6家医药公司:乐普医疗、爱尔眼科、北陆药业、莱美生物、安科生物、红日药业,均为民营企业,平均收入规模为2.7亿元、净利润规模为7010万。

从现有业务和基本面情况看,6家公司都在各自的细分领域具备一定的行业地位和优势,08年收入规模介乎1.56~4.39亿元之间,净利润规模主要集中在3000~6000万区间,具备一定的抗经营波动风险的能力,其中:净利润最高的乐普医疗(2亿)在已上市的112家A股医药股中排名18位,净利润最低的北陆药业(2605万)在已上市的112家A股医药股中排名约73位。但各家公司在各自领域的竞争程度、行业前景、自身实力等方面也呈现较大差异,基本面情况及比较分析参见表1。

表1: 首批上市创业板医药股基本情况一览(百万元)

代码	简称	基本业务	主要亮点	08年 收入	08年净 利润	历史业绩增速		预测业绩增速			具可比性 上市公司
						2007	2008	09E	10E	11E	
300003	乐普医疗	细分行业: 医疗器械。 冠状动脉介入医疗器械的研发、生产和销售,包括药物洗脱支架系统等; 封堵器、麻醉类介入医疗产品、心脏介入手术用	主导产品“药物洗脱支架系统”国内市场占有率达到25.8%,位居第二。国内冠脉介入市场潜力巨大,预计未来4年PCI手术量年均复合增长30%,行业进入壁垒高。公司具有较强的研发能力,新一代具国际先进水平的无载体药物支架上市可期; 募投项目将缓解产能瓶颈。看好其作为国内高	394	201	135%	34%	45%	37%	32%	威高股份、 迈瑞医疗 信立泰

		鞘管和导丝等。	端医疗器械领军者的高速成长潜力和突出盈利能力。									
300006	莱美药业	细分行业：化学制药。 抗感染药和特色专科用药	现有核心业务为抗感染药，以第三、四代喹诺酮类抗生素为主，08 年喹诺酮类抗生素销售规模居全国第 9。其他产品还包括特色专科用药（抗肿瘤类药物、肠外营养药）。公司产品均为一般化学仿制药，竞争较激烈。	265	33	187%	34%	23%	28%	19%	现代制药 华邦制药	
300009	安科生物	细分行业：生物制药。	主导产品干扰素和生长激素占公司 08 年收入的 43%和 20%。干扰素市场竞争激烈。生长激素市场竞争相对缓和，08 年公司产品在注射剂型市场占有率分别为 3.15%和 7.63%，分列第 6 和第 4 位，市场份额较 2 年前提升有限。公司干扰素的出口增长、生长激素的烧伤适应症市场的开拓有望促进业绩较快增长。	156	35	44%	52%	41%	31%	27%	长春高新 双鹭药业 通化东宝	
300015	爱尔眼科	细分行业：医疗。眼科医院的投资和医院经营管理服务、验光配镜、远程医疗软件。	是我国规模最大的眼科医疗机构之一，已在全国 12 个省市设立了 19 家连锁眼科医院，08 年门诊量、手术量均处于全国同行业首位。准分子激光手术和白内障手术是公司的主要业务，06-08 年收入复合分别为 49%和 67%。公司通过独创的“三级连锁”模式提供不同层次的医疗服务，并能有效促进医师资源的流动和连锁机构的扩张。规模稳定后盈利能力有提升空间。	439	61	167%	57%	24%	28%	22%	通策医疗 金陵药业	
300016	北陆药业	细分行业：化学制药。 对比剂、原料药（钆喷酸葡胺、碘海醇、格列美脲）	现有业务以手术用药中的对比剂为主，08 年占收入和毛利润的比重分别为 43%和 90%。08 年在国内对比剂市场占有率 8%，居第 5 位。随着新医改带来的就诊率的提高，对比剂市场有望持续较快增长，SFDA 南方所预计未来 5 年复合增长率为 19%。	177	26	125%	-6%	27%	21%	20%	恒瑞医药 信立泰	
300026	红日药业	细分行业：现代中药、 化学制药	主导产品包括：血必净注射液、盐酸法舒地尔注射液，08 年分别占总收入的 45%、43%。血必净是目前国内唯一获批的治疗脓毒症的二类新药；法舒地尔是针对血管痉挛的 Rho 激酶活性抑制，国内唯一生产企业。两大主导产品均为在各自细分领域具有垄断地位的独家产品，盈利能力突出，未来有望保持较快增长。	187	64	441%	62%	26%	32%	27%	康缘药业 中恒集团 天士力	

数据来源：招股书、wind 一致预期、国信证券经济研究所

■ 相对看好乐普医疗、爱尔眼科，其次红日药业

就个股而言，我们相对最看好在细分领域已经具备一定行业地位和相当规模、成长性可期的乐普医疗和爱尔眼科：

- **乐普医疗：高壁垒、高盈利能力。**公司主营心脏冠脉介入支架等高端医疗器械产品，净利润率超过 50%。国内冠脉介入产品行业本身就处于较快成长期，公司作为研发力量突出，产品线丰富的国内企业还将分享“国产替代进口”的增长驱动，募投项目也围绕核心业务的拓展，我们看好公司作为国内高端医疗器械领军者的高速成

长潜力。08年公司净利润已达2亿元，在主板已上市120家医药公司中可排名18，盈利规模相当于双鹭药业、海正药业，经营的波动性风险相对较小。

- **爱尔眼科：连锁眼科医院模式独特。**08年公司净利润6137千万元，在主板已上市120家医药公司中排名50位左右。医疗市场特点是具备一定就诊率后盈利稳定，公司独创的“三级连锁”模式提供不同层次的医疗服务，未来成长性持续可期。

此外拥有独家产品、盈利能力突出的红日药业值得关注。

■ 发行价已基本反映短期合理价值

从成长性来看，根据wind一致预期，6家创业板医药股09~11平均复合增长率28%，国信持续跟踪的主要A股医药股平均约为24%（剔除业绩波动因非持续经营性因素较大者），创业板医药公司平均成长性略高。作为首批创业板企业，也受到市场热烈追捧，发行询价普遍较高，09~10PE平均达38X、29X。由于近期受甲流疫情等推动，主要A股上市医药公司估值水平也被推高至09~10PE平均37X、30X。创业板发行价的估值水平已经和二级市场的现有水平相当。应该说首批6家公司的发行价格已经反映其短期合理价值。

表2：首批上市创业板医药股估值水平

股票代码	公司简称	发行价	EPS (元)				GAGR%	PEG	PE				ROE	总股本 百万元	发行市值 亿元
			08	09E	10E	11E			08	09E	10E	11E			
300003	乐普医疗	29.00	0.50	0.72	0.98	1.30	37.88	1.07	58	40	29	22	26.1%	40600	118
300006	莱美药业	16.50	0.36	0.44	0.57	0.68	23.54	1.58	46	37	29	24	11.8%	9150	15
300009	安科生物	17.00	0.41	0.51	0.65	0.80	24.80	1.34	41	33	26	21	13.9%	8400	14
300015	爱尔眼科	28.00	0.46	0.65	0.85	1.08	32.89	1.31	61	43	33	26	15.3%	13350	37
300016	北陆药业	17.86	0.38	0.49	0.59	0.71	22.59	1.63	47	37	30	25	11.8%	6789	12
300026	红日药业	60.00	1.28	1.61	2.13	2.69	28.15	1.33	47	37	28	22	18.1%	5034	30
平均值							28.31	1.38	50	38	29	24			38

数据来源：Wind一致预期、国信证券研究所。

■ 投资建议：合理预期，理性参与

从估值水平来看，首批6家创业板医药股09PE平均达38倍，未来三年复合增长率平均28%，对比成长性而言，发行价的估值水平已经比较反映了中期成长性。我们认为按此价格上市后二级市场理性收益空间已较小。但不排除首批创业板股票上市后作为“稀缺”品种被非理性炒作。

合理预期二级市场表现。即将进入2010年，市场一般会以下一年业绩成长预期做估值参考，因此创业板公司当前可容忍的估值和股价（约等于）= 2011EPS × 09-11年GAGR。由此判断乐普医疗49元（溢价69%）、爱尔眼科36元（溢价28%）、红日药业75元（溢价25%）、安科生物20元（溢价18%）、北陆药业18元（溢价0）、莱美药业17元（溢价0）是较为合理的上市表现。

理性参与。如果6家公司上市后过度炒作，必将透支未来2-3年业绩预期。对创业板首批6家公司我们暂不给予投资评级，未来将视二级市场定位和对经营情况的进一步深入研究给出投资建议。

同时建议关注主板中与6家公司具可比性的个股投资价值。

A 股主要医药上市公司盈利预测及估值表

股票代码	公司简称	股价 09-10-29	EPS (元)				PB	PE				ROE 2009H	EV/EBI TDA	PEG 09~11	总市值 亿元	投资评级
			08	09E	10E	11E		08	09E	10E	11E					
品牌中药																
000538	云南白药	50.02	0.87	1.15	1.50	1.87	7.9	57	43	33	27	8.2%	42	1.50	267	推荐
000423	东阿阿胶	22.63	0.44	0.51	0.62	0.76	6.6	52	44	37	30	10.9%	36	2.21	148	谨慎推荐
600085	同仁堂	17.84	0.50	0.55	0.60	0.65	3.3	36	32	30	27	5.8%	16	3.47	93	谨慎推荐
600436	片仔癀	38.91	1.01	0.79	0.86	0.89	7.0	39	49	45	44	8.9%	30	(12.29)	54	谨慎推荐
600332	广州药业	7.96	0.23	0.17	0.19	0.21	2.0	35	47	42	38	3.6%	17	(20.52)	65	中性
600993	马应龙	31.53	0.49	0.79	0.96	1.07	5.6	65	40	33	29	11.8%	44	1.31	52	无评级
600329	中新药业	22.33	0.49	0.75	0.84	0.98	5.9	45	30	27	23	10.9%	20	1.14	83	无评级
000989	九芝堂	10.73	0.67	0.51	0.59	0.68	2.6	16	21	18	16	6.3%	11	40.78	32	无评级
平均值							4.7	41	38	33	30	8.3%	25	1.93	75	
现代中药																
600535	天士力	19.88	0.52	0.67	0.83	1.05	5.0	38	30	24	19	7.4%	21	1.14	97	推荐
600252	中恒集团	19.30	0.18	0.46	0.74	0.95	9.7	107	42	26	20	10.3%	57	0.57	50	推荐
600557	康缘药业	17.32	0.44	0.55	0.64	0.70	5.4	39	31	27	25	7.2%	26	1.88	55	谨慎推荐
000919	金陵药业	11.68	0.16	0.39	0.46	0.50	3.3	71	30	25	23	6.2%	31	0.66	59	谨慎推荐
600518	康美药业	9.46	0.17	0.25	0.27	0.28	3.9	54	38	35	34	5.5%	33	2.20	160	谨慎推荐
600594	益佰制药	15.39	0.42	0.53	0.62	0.77	5.5	37	29	25	20	7.9%	20	1.28	36	无评级
600351	亚宝药业	13.59	0.27	0.45	0.62	0.70	5.0	50	30	22	19	8.4%	25	0.81	43	无评级
600479	千金药业	25.54	0.60	0.65	0.82	1.03	6.3	43	39	31	25	6.9%	33	1.98	56	无评级
600750	江中药业	18.25	0.44	0.55	0.67	0.79	5.8	41	33	27	23	10.6%	22	1.55	54	无评级
002107	沃华医药	23.50	0.33	0.40	0.55	0.69	5.7	72	59	42	34	5.9%	52	2.12	39	无评级
平均值							5.6	55	36	28	24	7.6%	32	1.42	65	
生物制药																
600161	天坛生物	29.71	0.27	0.40	0.50	0.60	20.0	109	74	59	50	10.3%	51	2.48	145	谨慎推荐
002038	双鹭药业	39.80	0.87	1.11	1.47	1.88	11.0	46	36	27	21	14.2%	39	1.23	99	推荐
002022	科华生物	19.64	0.40	0.52	0.66	0.81	11.3	49	38	30	24	15.1%	36	1.45	81	谨慎推荐
002030	达安基因	16.90	0.16	0.22	0.30	0.37	11.4	104	77	56	46	6.2%	48	2.43	41	中性
002007	华兰生物	59.50	0.52	0.87	1.00	1.15	17.2	114	68	60	52	6.8%	79	2.26	214	中性
002252	上海莱士	31.00	0.65	0.79	0.93	1.13	7.0	47	39	33	27	7.6%	33	1.98	50	无评级
600867	通化东宝	11.76	0.10	0.23	0.38	0.57	3.6	120	50	31	21	1.9%	38	0.63	56	无评级
平均值							11.6	84	55	42	34	8.9%	46	1.78	0	
化学制剂																
600276	恒瑞医药	41.63	0.68	1.14	1.38	1.66	10.7	47	37	30	25	16.1%	47	1.06	258	推荐
600829	三精制药	18.23	0.70	0.82	0.94	1.05	5.0	23	22	19	17	10.3%	16	1.52	70	谨慎推荐
000566	海南海药	16.25	0.20	0.45	0.57	0.65	8.4	80	36	29	25	10.9%	43	0.76	34	无评级
000522	白云山	8.46	0.16	0.18	0.27	0.65	4.6	52	47	31	13	6.5%	17	0.80	40	无评级
600062	双鹤药业	21.24	0.67	0.86	1.06	1.29	3.6	32	25	20	16	7.4%	19	1.00	121	无评级
000963	华东医药	16.58	0.39	0.59	0.75	0.89	7.6	43	28	22	19	14.0%	20	0.88	72	无评级
002004	华邦制药	34.39	0.67	0.92	0.98	1.14	5.5	51	37	35	30	7.8%	29	1.94	45	无评级
002262	恩华药业	15.39	0.23	0.34	0.46	0.65	7.5	68	45	34	24	8.4%	35	1.07	28	无评级
平均值							6.6	49	35	28	21	10.2%	28	1.13	84	
化学原料药																

600267	海正药业	19.78	0.43	0.53	0.67	0.80	5.6	45	37	30	25	6.8%	21	1.66	89	推荐
600521	华海药业	15.17	0.50	0.55	0.62	0.68	4.0	30	28	24	22	6.5%	19	2.58	45	谨慎推荐
000597	东北制药	26.09	1.07	1.60	1.73	1.80	4.4	24	16	15	14	17.1%	13	0.87	87	谨慎推荐
600488	天药股份	7.49	0.09	0.13	0.17	0.57	2.7	81	58	45	13	1.9%	29	0.69	41	无评级
600812	华北制药	8.26	0.26	0.24	0.36	0.57	6.1	32	35	23	14	5.3%	11	1.16	85	无评级
600216	浙江医药	31.75	2.16	1.90	2.21	2.47	6.4	15	17	14	13	17.5%	10	3.71	143	无评级
002001	新和成	43.79	4.02	2.95	3.40	3.95	6.2	11	15	13	11	16.9%	8	(27.71)	150	无评级
平均值							5.1	34	29	24	16	10.3%	16	1.78	91	
医药商业																
600511	国药股份	18.63	0.40	0.51	0.65	0.81	9.0	46	37	29	23	13.5%	31	1.40	89	推荐
000028	一致药业	22.81	0.54	0.75	0.88	1.15	8.9	42	30	26	20	13.4%	24	1.05	66	谨慎推荐
600849	上海医药	14.20	0.14	0.24	0.28	0.34	4.7	99	59	51	42	4.1%	21	1.78	81	中性
000963	华东医药	16.58	0.39	0.59	0.75	0.89	7.6	43	28	22	19	14.0%	20	0.88	72	无评级
600713	南京医药	8.53	0.10	0.22	0.30	0.39	4.9	85	39	29	22	6.1%	18	0.69	26	无评级
平均值							7.0	63	39	31	25	10.2%	23	1.16	67	
医疗器械																
600587	新华医疗	15.86	0.22	0.29	0.36	0.41	3.4	71	55	44	39	3.0%	36	2.42	21	中性
600055	万东医疗	8.59	0.13	0.20	0.24	na	3.7	66	43	35	na	2.8%	32	na	19	无评级
002223	鱼跃医疗	30.88	0.40	0.62	0.86	1.09	10.7	77	50	36	28	10.9%	56	1.27	48	无评级
平均值							5.9	71	49	38	34	5.6%	34	2.42	29	
药品包材																
600529	山东药玻	12.63	0.55	0.66	0.77	0.88	2.1	21	18	15	13	4.9%	14	1.04	33	谨慎推荐
综合类																
600664	哈药股份	16.38	0.69	0.74	0.85	0.95	4.3	24	22	19	17	8.4%	14	2.01	203	谨慎推荐
600607	上实医药	22.10	0.53	1.40	0.49	0.66	3.6	41	16	45	34	19.0%	15	2.19	81	无评级
000999	三九医药	18.86	0.51	0.66	0.82	0.99	5.3	37	29	23	19	9.8%	24	1.16	185	无评级
000513	丽珠集团	33.70	0.17	1.27	1.51	1.82	5.1	198	27	22	19	12.7%	28	0.22	103	无评级
600380	健康元	9.20	-0.02	0.48	0.52	0.56	3.4	NA	19	18	16	7.3%	32	(0.05)	101	无评级
600196	复星医药	18.26	0.56	0.69	0.80	0.87	3.7	33	27	23	21	8.2%	22	1.65	226	无评级
平均值							4.2	77	23	26	22	11.4%	24	1.20	139	
全部平均值							6.3	56	37	30	25	9.0%	29	1.54	82	

股票 代码	公司 简称	股价 09-10-29	EPS (元)				PB	PE				ROE 2009H	EV/EBI TDA	PEG 09-11	总市值 亿元	投资评级
			08	09E	10E	11E		08	09E	10E	11E					
今年上市的中小板新股																
002294	信立泰	92.98	1.03	1.58	2.14	2.82	6.8	90	59	43	33	25.0%	69	1.48	106	无评级
002275	桂林三金	26.70	0.60	0.74	0.89	1.01	7.1	44	36	30	27	20.6%	31	1.93	121	无评级
002287	奇正藏药	25.10	0.33	0.38	0.47	0.50	9.6	75	66	54	51	12.8%	70	4.68	102	无评级

数据来源: Wind、国信证券研究所。

注: 08EPS 按现有股本摊薄; 绿色阴影部分为国信暂未覆盖公司, 盈利预测取 wind 预测中值; 计算平均值时剔除负值和偏离极大值。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。