



分析师

孙伟娜

电话: 010-88085269

Email: sunweina@hysec.com

力生制药 (002393)



新股定价分析

主打产品降压药还不是市场主流

合理价格区间: 目前化学制剂行业 2010 年 PE 为 35 倍, 3 家可比公司 2010 年平均市盈率为 33.2 倍, 根据力生制药 2010 年摊薄 EPS1.00 元, 给 34~36 倍 PE, 则合理价格区间为 34~36 元。

主营业务分析

公司产品包括 20 多个类别、100 多个品种规格的各剂型药品。集中于心脑血管、消化系统用药, 主要产品为高血压治疗药“寿比山”牌吲达帕胺片, 广谱抗真菌治疗药“美扶”牌伊曲康唑胶囊, 溃疡性结肠炎治疗药“畅美”牌奥沙拉嗪胶囊, 哮喘病治疗药“盼得欣”牌富马酸福莫特罗片, 解热镇痛药“三鱼”牌正痛片, 老年痴呆症治疗药“阿海适”牌盐酸多奈派奇片等。2007-2009 年公司销售收入分别达到了 3.93 亿元、5.93 亿元和 5.96 亿元, 剔除房地产业务的影响收入的复合增长率达到 16%; 归属于母公司净利润分别达到了 1.32 亿元、1.32 亿元和 1.55 亿元, 剔除房地产业务的影响 09 年同比增长 21%。

国内行业概况

抗高血压用药市场规模将保持 15% 增长, 根据 SFDA 南方医药经济研究所的测算, 中国抗高血压药物的理论市场容量约为 200 亿元。

抗真菌用药市场规模将保持 20% 增长。

主要观点

公司产品的主要亮点为吲达帕胺片, 为国内首仿药, 2009 年由医保目录乙类进入甲类, 毛利率 80% 以上, 市场份额高达 32.4%。但该降压药的地位和前景如何呢? 目前降压药有 5 类, 分别为利尿剂、 β -受体阻滞剂、钙拮抗剂、血管紧张素转换酶抑制剂 (ACEI)、血管紧张素 II 受体拮抗剂 (ARB) 和 α -受体阻滞剂, 吲达帕胺片属于利尿剂的一种。根据 SFDA 南方医药经济研究所 2005-2008 年抗高血压药物市场份额前 20 种药物看, 降压药以钙拮抗剂为最多, 如地平类降压药, 占了 50% 以上的份额; 其次为血管紧张素拮抗剂、 β -受体阻滞剂也居多, 如普利类、沙坦类和洛尔类; 而利尿剂仅有托拉塞米排在第 18 位, 氢氯噻嗪排在第 20 位, 市场份额 2008 年分别为 1.73% 和 1.22%。可见利尿降压药目前不是降压药的主流, 这也是吲达帕胺片上市 20 多年销售额才突破 2 亿元的主要原因。不过令人欣慰的是利尿降压药份额增速较快, 以托拉塞米为例, 2006-2008 年市场份额增速分别为 356%、96%、21%, 预计吲达帕胺片未来能维持 15% 的稳定增长。

图 1：2005-2008 年抗高血压药物市场份额前 20 位

排名	药名	2005年	2006年	2007年	2008年
1	氨氯地平	17.02%	16.37%	14.53%	14.09%
2	硝苯地平	10.76%	11.02%	10.62%	10.70%
3	缬沙坦	2.94%	6.14%	7.93%	9.11%
4	厄贝沙坦	2.87%	3.97%	5.21%	6.16%
5	非洛地平	6.24%	5.67%	5.70%	5.65%
6	氯沙坦钾	7.62%	6.74%	5.55%	5.46%
7	贝那普利	5.81%	5.17%	4.83%	4.22%
8	左旋氨氯地平	2.00%	2.34%	3.53%	4.21%
9	尼莫地平	4.78%	4.31%	4.32%	3.94%
10	比索洛尔	3.64%	3.55%	3.33%	3.71%
11	替米沙坦	0.68%	1.41%	2.53%	3.46%
12	美托洛尔	3.19%	3.17%	3.08%	2.93%
13	福辛普利	4.76%	4.18%	3.39%	2.89%
14	厄贝沙坦/氢氯噻嗪	0.05%	0.68%	1.54%	2.75%
15	培哚普利	2.79%	2.54%	2.49%	2.37%
16	乌拉地尔	3.31%	2.70%	2.23%	1.91%
17	多沙唑嗪	0.75%	0.85%	1.53%	1.73%
18	托拉塞米	0.16%	0.73%	1.43%	1.73%
19	地尔硫卓	1.83%	1.68%	1.51%	1.39%
20	氯沙坦钾/氢氯噻嗪	0.45%	0.71%	0.96%	1.22%

资料来源：南方医药经济研究所、宏源证券研究所

募集资金投向

本次募集资金投向主要用于新冠制药原料药和制剂生产项目和收购生化制药 48%的权益项目。

(1) 新冠制药原料药和制剂生产项目：是公司搭建的原料-制剂一体化生产平台，主要投向化学原料药物产业化、化学药物制剂生产研发两项目，进一步提高公司产能。

(2) 收购生化制药 48%的权益项目：收购完成后，力生制药将 100%控股生化制药，主要目的是丰富现有化学药物制剂产品线、增强与现有产品的协同效应，使力生制药的精细化管理更好的复制到生化制药。

表 1：募集资金投向及投资规模

项目名称	总投资额（万元）
天津市新冠制药有限公司化学原料药物产业化项目	54,114.00
天津市新冠制药有限公司化学药物制剂生产、研发项目	29,118.00
收购生化制药 48%的权益项目	3,536.40
合计	86,768.40

数据来源：公司招股说明书、宏源证券研究所

盈利预测及定价分析

预计 2010~2012 年 EPS 分别为 1.00、1.27、1.63 元。目前化学制剂行业 2010 年 PE 为 35 倍，3 家可比公司西南合成、西南药业、华海药业 2010 年平均市盈率为 33.2 倍，根据力生制药 2010 年摊薄 EPS1.00 元，给 34~36 倍 PE，则合理价格区间为 34~36 元。

表 2：盈利预测表

利润表（单位：百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	596	639	797	1012
营业成本	218	225	280	354
营业税金及附加	15	16	20	26
销售费用	85	91	114	144
管理费用	65	70	85	108
财务费用	4	3	2	2
资产减值损失	1	-	-	-
投资收益	-12	-	-	-
汇兑收益	0	-	-	-
营业利润	195	233	296	378
营业外收支	6	-	-	-
利润总额	202	233	296	378
减：所得税	35	41	52	66
净利润	166	192	244	312
归属于母公司的净利润	155	183	232	297
少数股东损益	12	9	12	15
摊薄 EPS（元）	0.85	1.00	1.27	1.63

风险提示

心血管及降压类药品被强制降价，或该领域有更多的新药上市，将会对本公司的毛利率构成一定影响。

募投项目不能顺利达产的风险。

销售经理：万玮
联系电话：010-88085990
电子信箱：wanwei1@hysec.com

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5% 以上