

依托集团资源，借助资本东风

力生制药（002393）

建议询价区间：33.6-38.4 元

新股定价报告

2010 年 4 月 8 日 星期四

医药化工研究小组

屈昶、袁舰波

021-50586660-8643

qy@longone.com.cn

医药行业/化学制药

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

发行数据

发行前总股本(万股) 13645

本次发行股数(万股) 4600

发行后总股本(亿股) 18245

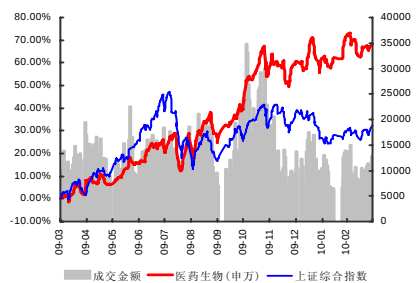
发行后股权结构

天津医药集团 51.36%

其他老股东 23.43%

社会公众股 25.21%

医药行业相对上证综指走势图



投资要点

- 公司主要从事化学药片剂、硬胶囊剂、滴丸剂、冻干粉针剂、水针剂、原料药等产品的生产销售。本次公开发行 4600 万股，上市后总股本 18245 万股。上市后天津医药集团持有本公司 51.36% 的股份，仍为公司的控股股东。上市后公司将成为天津医药集团整合其化学药物资产的最佳平台。
- “寿比山”牌吲达帕胺片是公司的品牌产品，是国内首仿成功并已上市 20 多年的国家二类新药，是临床上常用的一种有效的利尿降压药物，目前年销售额超 2 亿元，历年的市场占有率都超过 70%，产量均位居全国同品种第一。伊曲康唑胶囊为抗真菌的主流药物，公司的“美扶”牌伊曲康唑胶囊在国内市场处于前列。受益于抗高血压及抗真菌等药物市场的快速增长及新医改推动下的市场扩容，公司主导产品的市场前景较好。
- 公司新研发的 1.5 类新药复方吲达帕胺片已经于 2007 年 12 月 20 日获得临床研究批件，目前 I 期临床实验工作已经结束，正在进行数据统计工作。未来上市后有望丰富“寿比山”牌产品线，成为公司新的利润增长点。
- 公司本次 IPO 计划公开发行人民币普通股（A 股）4600 万股，拟募集资金 86,768.40 万元，用于新冠制药有限公司化学原料药物产业化项目、新冠制药有限公司化学药物制剂生产研发项目、收购生化制药 48% 的权益项目等几个项目。
- 我们预测公司 2010-2011 年的 EPS 分别为 0.70 元和 0.88 元。综合考虑公司基本面及可比公司的估值，我们建议询价区间为 26.2-29.7 元之间，对应公司 2010 年及 2011 年 EPS 的市盈率分别为 37-42 倍和 30-34 倍。

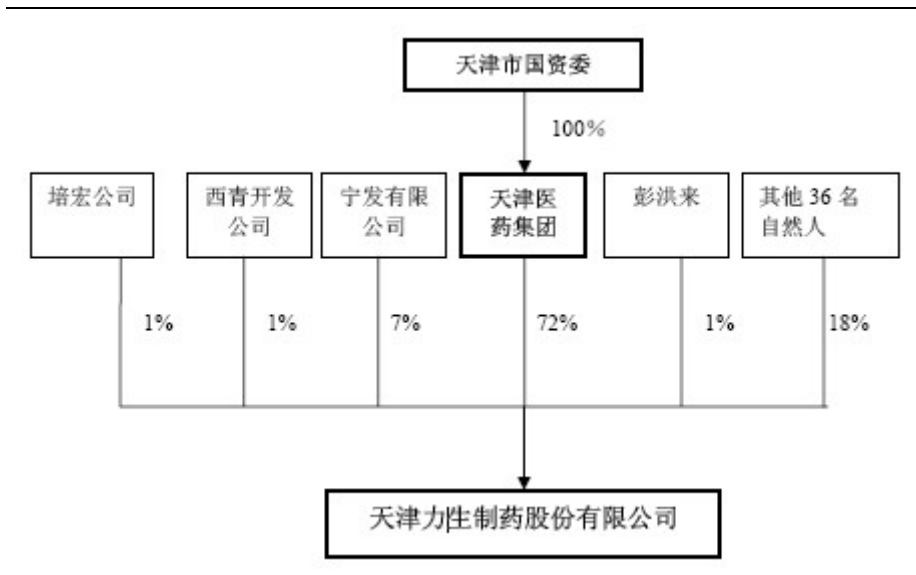
1、公司基本情况

1.1 公司股权结构

力生制药是天津市的一家国有医药企业，控股股东为天津市医药集团有限公司。截至 2009 年 12 月 31 日，天津医药集团总资产 435,938.47 万元，净资产 174,926.07 万元，2009 年度实现净利润 19,018.87 万元，整体实力非常雄厚。公司 IPO 前股本 13645 万股，此次拟发行 4600 万股，上市后总股本 18245 万股。

公司 IPO 前天津医药集团持有本公司 98,247,594 股股份，占 IPO 前公司股本的 72.00%。本次公开发 4600 万股后，其持股比例将下降至 51.36%。上市后公司将成为天津医药集团整合其化学药物资产的最佳平台。

图 1: IPO 前力生制药股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

1.2 公司主营业务

公司主要从事化学药片剂、硬胶囊剂、滴丸剂、冻干粉针剂、水针剂、原料药等产品的生产销售，公司日常生产 20 多个类别、100 多个品种规格的各剂型药品。产品销售覆盖全国，部分产品出口日本、澳大利亚、美国等国家和地区。

公司现有主要产品包括高血压治疗药“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”牌奥沙拉秦胶囊，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，血栓疾病治疗药“益欣雪”胶囊，糖皮质激素类药“生化”牌注射用氢化可的松琥珀酸钠，滋补类制剂“三鱼”

牌男宝胶囊，以及抑制胃酸回流剂“盖胃平”片等多个优质品种。

2、公司行业背景

2.1 抗高血压用药市场情况

据统计，高血压已经成为我国发病率和致死率排前列的病种，患者人数已接近 1.3 亿，每年新增 300 万以上。而抗高血压药物的市场规模也逐年增长，2008 年销售规模达到 96.4 亿元。预计未来随着新医改推动下的市场扩容和人们用药水平的提高，抗高血压药物市场将保持平稳增长。

目前临床应用和处在研发阶段的降压药有 6 类：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。其中利尿剂已应用于临床几十年，积累了大量的经验，至今仍是降压的主要药物。

公司的拳头产品吲达帕胺是临床上常用的一种有效的利尿降压药物，在利尿降压药这一大类中市场份额排名第二，市场前景广阔。

2.2 抗真菌用药市场情况

根据全国医药经济信息网对国内 16 个大城市 400 家医院用药市场的调查统计，2007 年抗真菌药物的主要用药品种为伊曲康唑、特比萘芬和氟康唑，三种药品就占据了 98% 的市场份额。抗真菌药物市场 2008 年增速 24.5%，市场规模为 27.75 亿元，预计未来还将保持平稳增长。

表 1：抗真菌药物市场份额

药品	销售量（万粒）	销售量占比	销售额（万元）	销售额占比
伊曲康唑	657.58	37.15%	10,968.01	32.96%
特比萘芬	585.55	33.08%	4,880.08	14.66%
氟康唑	527.80	29.77%	17,430.27	52.38%
合计	1770.93	100.00%	33,278.36	100.00%

资料来源：全国医药经济信息网、东海证券研究所

3、公司竞争力分析

3.1 产品品牌品种优势明显

“寿比山”牌吲达帕胺片是公司的明星产品，是国内首仿成功并在 1988 年上市的国家二类新药，经过二十余年的经营该产品已经成为抗高血压用药领域的品牌产品，实现单品年销售额超两亿元，历年的市场占有率都超过 70%，近年来产量均位居全国同品种第一。“寿比山”这一品牌也被天津市人民政府授

予“天津市名牌产品”称号，“寿比山”商标被天津市工商行政管理局认定为天津市著名商标，2009年5月24日该商标被国家工商行政管理总局商标局认定为驰名商标。

表 2：吲达帕胺片（2.5mg）2006-2008 年全国重点企业产量（单位：万片）

生产企业	2008 年产量	2007 年产量	2006 年产量
天津力生制药股份有限公司	57135.20	52848.90	45619.20
东莞万成制药有限公司	8527.12	7187.82	5666.00
上海华中药业有限公司	-	5880.00	2760.00
山西亚宝药业集团股份有限公司	2350.00	2148.00	-
内蒙古蒙欣药业有限公司	1823.57	1926.83	2272.83
北京国药集团工业股份有限公司	1761.18	-	-
北京市燕京制药厂	1752.60	1484.35	-
新乡中杰药业有限公司	1510.16	1316.24	1765.98

资料来源：中国化学制药工业协会、东海证券研究所

“美扶”牌伊曲康唑胶囊的品种优势明显。伊曲康唑由美国强生公司研制，1992年9月获FDA批准，现已在50多个国家上市。该产品目前已在国内广泛应用，并收录为国家基本药物而且入选09年国家基本医疗保险和工伤保险药品目录。公司的“美扶”牌伊曲康唑胶囊在抗真菌市场中占有一席之地。

表 3：2008 年伊曲康唑市场份额

药品	生产企业	2008 年市场份额
伊曲康唑	陕西西安杨森制药有限公司	76.39%
	美国雅培公司	11.26%
	四川成都倍特药业有限公司	7.81%
	天津力生制药股份有限公司	4.53%

数据来源：SFDA 南方医药经济研究所、东海证券研究所

3.2 原料制剂一体化优势

公司设有专门的原料药生产车间，占公司销售额70%以上的制剂产品所需要的原料药均由公司自行生产。这种原料制剂一体化的模式使得公司的产业链条得以延伸，从而保证了药品的质量，降低了生产成本和污染排放，平滑了原材料的价格波动。

3.3 研发优势

公司的研发主要集中在心脑血管、抗病毒、生化制药三大领域，研发方向主要围绕现有的产品线为基础。

公司新研发的1.5类新药复方吲达帕胺片（配方主要成分是吲达帕胺和马来酸依那普利）已经于2007年12月20日获得临床研究批件，目前I期临床

实验工作已经结束，正在进行数据统计工作。该产品的研发丰富了“寿比山”这个品牌旗下的产品线。临床实验证明，吲达帕胺和马来酸依那普利降压作用机理不同，其药效学互相补充，协同降压，使降压效力加强。

表 4：公司目前拥有的专利情况

发明名称	专利号	授权公告日	授权公告号
一种吲达帕胺的合成方法	ZL200610015922.5	2008 年 10 月 1 日	CN100422146C
一种伊曲康唑的合成方法	ZL200710056778.4	2009 年 7 月 29 日	CN100519556C

数据来源：公司招股说明书，东海证券研究所

3.4 精细化管理优势

公司的应收账款周转率在上市的主板公司中名列前茅，这主要得益于公司的精细化管理。公司对营销部的承包是以销售回款净额作为考核依据计奖，并由财务部进行监督管理。这种管理模式使公司截至 2009 年末应收账款余额为 1752.4 万元，其中一年以内的为 99.2%，一年以上的为 0.5%，2-3 年的为 0.24%，明显强于其他同行。

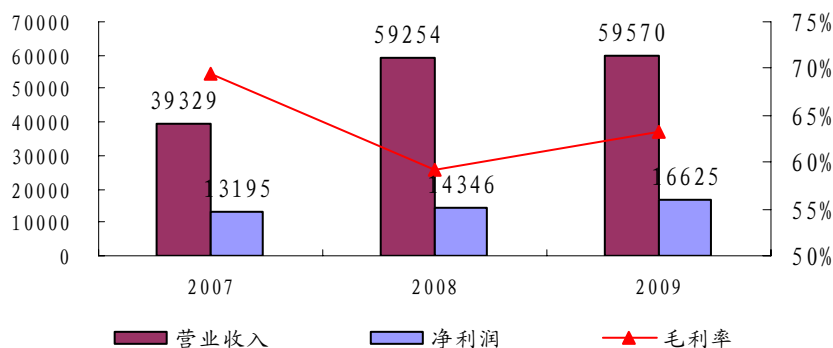
4、公司财务分析

公司 2007-2009 年销售收入分别为 3.93 亿元、5.93 亿元和 5.96 亿元。

剔除 08 年力生置业确认的房地产收入的影响，公司主营业务收入的复合增长率达到 16%。

公司 2007-2009 年净利润分别达到了 1.32 亿元、1.43 亿元和 1.66 亿元，剔除房地产业务的影响 09 年比 08 年增长 21%。

图 2：公司收入、净利润、毛利率情况

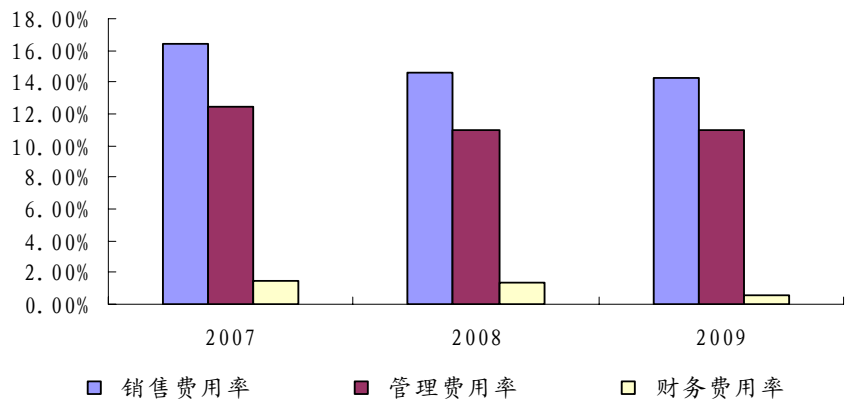


资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

公司 2007-2009 的三项费用率逐年下降，分别为 30.28%、26.99%、25.84%。

预计随着公司规模增大，管理费用率和财务费用率的下降将有效抵消销售费用率的增长，公司整体的期间费用率有望保持稳定。

图 3: 公司费用率情况



资料来源: 公司招股说明书、东海证券研究所

公司 2007-2009 年的应收账款周转率均较高，且远好于化学制药板块的平均水平，显示了公司良好的回款能力。

表 5: 公司其他财务指标

主要财务指标	2007	2008	2009
流动比率	1.31	1.46	1.25
速动比率	0.68	0.61	0.76
应收账款周转率	16.83	26.29	26.99
存货周转率	0.55	1.03	1.05
每股经营活动产生的现金流量(元)	1.28	0.93	1.44
资产负债率	55.48%	53.08%	46.62%
每股净资产(元)	2.94	3.17	3.05

资料来源: 公司招股说明书、东海证券研究所

5、公司主要风险

5.1 市场竞争风险

目前，公司的主营业务是以心血管和降压类药物为主的化学药物制剂的生产和销售。由于化学药物制剂，特别是降压药面临着来自国内、国外的多家厂商的激烈竞争，公司将可能在市场竞争中无法保持自身的竞争优势和已有的市场份额。

5.2 销售地区集中风险

报告期内，公司在华北地区、华东地区的销售收入超过了主营业务收入的

70%，占有显著优势。由于公司销售区域的集中度比较高，如果上述地区的销售出现下滑，可能会对公司的业绩产生不利影响。

5.3 新产品开发风险

新药开发具有周期长、难度大、风险高的特点，如新药开发不成功，必然对公司后续新产品产生影响，即使开发成功也可能因错过了有利的市场时机而无法取得预期收益。

5.4 募投项目风险

募投项目的实施进程及最终收益还存在一定的不确定性。

6、募集资金投向

公司本次公开发行股票 4600 万股，拟募集资金总额约为 86,768.40 万元。用于《天津市新冠制药有限公司化学原料药物产业化项目》、《天津市新冠制药有限公司化学药物制剂生产、研发项目》、《收购生化制药 48%的权益项目》等几个项目。

6.1 新冠制药原料药和制剂项目

这一项目主要围绕公司的主营业务进行，是公司在现有产能不足的情况下，搭建的新的化学原料药基地，产品线主要定位于抗病毒领域和心脑血管领域的原料制剂一体化生产。项目完成后将快速扩大公司现有生产规模与生产能力，成为公司新的收入和利润来源。

6.2 收购生化制药 48%的权益项目

生化制药系力生制药的控股子公司，力生制药持有其 52%的权益，为了进一步加强力生制药对其控制力以及整合双方资源的目标，力生制药拟利用本次募集资金用于收购生化制药剩余 48%的权益，收购价格为 3536.38 万元。收购完成后,该公司成为力生制药的全资子公司。

表 6：募集资金投向

项目名称	总投资额	T 年投入金额	T+1 年以后投入流动资金金额
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	41,230.00	12,884.00
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	19,950.00	9,168.00
收购生化制药 48%的权益项目	3,536.40	3,536.40	—
合计	86,768.40	64,716.40	22,052.00

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

7、估值与市场定价

7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设：

- 1、2010-2012 年销售收入同比增长 7.03%、23.43%和 24.90%；
- 2、发行 4600 万股，每股收益按照发行后总股本 18245 万股计算；
- 3、公司综合企业所得税率为 15%。

在上述假设下，我们预测公司 2010-2012 年 EPS（摊薄）分别为 0.96 元、1.24 元和 1.59 元。

表 7：力生制药盈利预测

盈利预测及市场重要数据	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	59,254	59,570	63,755	78,696	98,294
增长率	50.7%	0.5%	7.0%	23.4%	24.9%
营业利润(万元)	17,237	19,527	22,136	29,000	37,119
增长率	11.40%	13.28%	13.35%	31.00%	27.99%
净利润(万元)	13201	15450	17526	22670	29017
增长率	-0.30%	17.04%	13.43%	29.35%	27.99%
每股净资产(元)	3.17	3.05	3.24	4.48	6.07
每股收益(元)	0.97	1.13	0.96	1.24	1.59

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

7.2 上市定价

我们认为公司的控股股东天津医药集团实力雄厚，公司上市后将成为其整合旗下化学制药资产的最佳平台。公司目前在心血管及降压类药、抗感染药、激素类药等领域的优势明显，产品梯队较为完善，拥有“寿比山”牌吲达帕胺片、“美扶”牌伊曲康唑胶囊等名牌产品。加上公司 IPO 后新冠制药有望成为新的利润增长点，预计公司近未来几年的增速都比较平稳。

综合化学制药板块可比公司的估值水平，我们建议询价区间为 33.6-38.4 元之间，对应公司 2010 年及 2011 年 EPS 的市盈率分别为 35-40 倍和 27-31 倍。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122