

背靠大集团，受益于普药市场扩容

建议询价区间：
32.12~38.76 元

力生制药（002393）询价报告

2010年4月8日

投资要点：

- ◇ **公司基本情况：**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。主要有心脑血管系统用药（“寿比山”牌吲达帕胺片）、抗感染药物（“美扶”牌伊曲康唑胶囊）、糖皮质激素类药物（“生化”牌氢化可的松琥珀酸钠）等多个优质品种。其中，抗高血压药吲达帕胺为国内首仿上市的国家二类新药，09年实现收入2.48亿元，且历年的市场占有率都超过70%。
- ◇ **公司投资亮点：**一是公司背靠大股东天津市医药集团，其在产业结构上形成以化学药、现代中药、医疗器械、医药商业四大板块互相依托的较为完整的产业格局，09年实现净利润为78.14亿元，从所拥有的上市平台看，集团将打造以中新药业为现代中药主体、力生制药为化药产业平台的战略意图；二是公司共有112个产品进入国家医保目录，55个产品进入09版基本药物目录，随着医改方案陆续出台，未来三年政策的三大效应将逐步显现（即医药市场持续扩容、资源向龙头企业聚拢、市场向基层倾斜），作为较早布局第三终端的企业，公司将凭借其品牌优势迎来新一轮的快速增长。
- ◇ **募集资金用途：**公司发行 4600 万股，募集资金项目投资总额约为 86,768.40 万元，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。项目完成后，不仅可以扩大原料药产能，进一步实现原料、制剂一体化，同时有利于完善公司治理结构，提高运营能力。
- ◇ **估值情况：**综合比较各种估值结果，取相对估值区间的上限38.76元作为公司合理价值的上限，取DCF绝对估值的股权价值32.12元作为公司合理价值的下限，则公司最终合理价值水平在32.12~38.76元/股之间。
- ◇ **风险因素：**产品价格变动风险、国家医改力度及进程晚于预期等。

谭小兵

电话：0769-22119455
邮箱：txb@dgzq.com.cn

主要数据 2009年4月7日

发行前总股本(万股)	13645
本次发行股数(万股)	4600
发行后总股本(万股)	18245

股价走势

相关报告

公司主要财务指标预测表

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	596	613	723	862
同比%	0.53	2.92	17.91	19.22
归属母公司净利润(百万元)	155	187	225	290
同比%	17.04	21.01	20.49	28.70
毛利率%	63.36	65.11	65.26	65.60
ROE%	35.31	8.31	9.19	10.69
每股收益(元)	0.85	1.02	1.23	1.59
每股净资产(元)	2.30	12.05	13.16	14.59

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

估值与投资建议

关键假设

☆ 在国家基本药物目录及医保目录覆盖率逐渐扩大的背景下，普药市场扩容，公司产品也受益于此，迎来了新一轮的快速成长；而毛利率基本能持平。

☆ 包装业务2010~2012年基本与09年持平，房地产业务开始退出。

☆ 费用方面假定受到销售规模扩大影响，假设2010~2012年销售费用率维持在14.5%，管理费用率维持在11%。

☆ 公司母公司和子公司生化制药已经申请高新技术企业所得税优惠，有效税率保持在16%的水平。

表 1：分产品预测结果

产品	项目	历史数据			预测数据		
		2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
心血管及降压类	销售收入	19,264.34	21,924.38	25,393.83	29,964.72	35,957.66	43,868.35
	YOY		13.81	15.82	18.00	20.00	22.00
	销售成本	2,160.19	2,753.13	3,084.99	3,595.77	4,314.92	5,264.20
	毛利率	88.79%	87.44%	87.85%	88.00%	88.00%	88.00%
激素类	销售收入	4,368.43	5,851.63	6,181.86	6,800.05	7,616.05	8,682.30
	YOY		33.95	5.64	10.00	12.00	14.00
	销售成本	829.72	1,315.39	1,630.47	1,836.01	2,056.33	2,344.22
	毛利率	81.01%	77.52%	73.62%	73.00%	73.00%	73.00%
抗感染类	销售收入	3,019.25	3,078.38	3,532.39	4,062.25	4,671.59	5,372.32
	YOY		1.96	14.75	15.00	15.00	15.00
	销售成本	725.36	784.20	935.08	1,056.18	1,214.61	1,396.80
	毛利率	75.98%	74.53%	73.53%	74.00%	74.00%	74.00%
解热镇痛类	销售收入	2,433.88	2,659.75	2,888.71	3,177.58	3,495.34	3,844.87
	YOY		9.28	8.61	10.00	10.00	10.00
	销售成本	1,720.54	1,929.61	2,315.69	2,542.06	2,796.27	3,075.90
	毛利率	29.31%	27.45%	19.84%	20.00%	20.00%	20.00%
呼吸系统类	销售收入	1,931.98	2,309.81	1,783.49	2,051.01	2,256.11	2,481.73
	YOY		19.56	-22.79	15.00	10.00	10.00
	销售成本	832.41	1,055.78	809.80	922.96	1,015.25	1,116.78
	毛利率	56.91%	54.29%	54.59%	55.00%	55.00%	55.00%
其他类药物	销售收入	8,021.42	9,572.88	12,647.69	15,177.23	18,212.67	21,855.21
	YOY		19.34	32.12	20.00	20.00	20.00
	销售成本	5,543.49	6,867.40	9,433.46	11,382.92	13,659.51	16,391.41
	毛利率	30.89%	28.26%	25.41%	25.00%	25.00%	25.00%
包装物	销售收入	112.09	98.37	75.13	75.88	76.64	77.41
	YOY		-12.24	-23.63	1.00	1.00	1.00

	销售成本	87.26	75.81	54.61	56.91	57.48	58.05
	毛利率	22.15%	22.93%	27.31%	25.00%	25.00%	25.00%
房地产业务	销售收入	-	13,570.33	6,894.87	-	-	-
	YOY	-		-49.19	-	-	-
	销售成本	-	9,255.38	3,469.76	-	-	-
	毛利率	-	31.80%	49.68%	-	-	-
主营业务合计	销售收入	39,151.39	59,065.53	59,397.97	61,308.72	72,286.07	86,182.19
	销售成本	11,898.97	24,036.70	21,733.86	21,392.82	25,114.37	29,647.36
	毛利率	69.61%	59.31%	63.41%	65.11%	65.26%	65.60%
其他	销售收入	177.76	188.30	172.25	-	-	-
	销售成本	93.65	104.24	94.59	-	-	-
公司合计	总销售收入	39,329.15	59,253.83	59,570.22	61,308.72	72,286.07	86,182.19
	YOY		50.66	0.53	2.92	17.91	19.22
	总销售成本	11,992.62	24,140.94	21,828.45	21,392.82	25,114.37	29,647.36
	YOY		101.30	-9.58	-2.00	17.40	18.05
	综合毛利率	69.51%	59.26%	63.36%	65.11%	65.26%	65.60%

数据来源：招股说明书、东莞证券研究所

相对估值法

预计公司 2010~2012 年摊薄后 EPS 分别为 1.02、1.23、1.59 元/股，2009~2012 年的年复合增长率达到 23.34%。公司从事化学原料及制剂生产销售，主导产品涉及心脑血管系统用药、激素类、抗感染类等几大品种，可比公司较多。同时，公司位处中小板块，一定程度上可以参考桂林三金、奇正藏药等中小板块新上市的公司。

表 2：同行业上市公司估值对比

代码	名称	收盘价 (元)	EPS			市盈率		
			2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2010E
000739	普洛股份	9.76	0.13	0.22	0.29	73.49	44.98	34.22
000756	新华制药	9.21	0.17	0.19	0.20	55.05	48.47	45.53
000788	西南合成	19.97	0.25	0.50	0.65	79.88	40.31	30.80
002099	海翔药业	15.84	0.19	0.42	0.60	83.37	37.99	26.19
600267	海正药业	23.45	0.60	0.74	0.93	39.08	31.69	25.18
600420	现代制药	16.62	0.31	0.44	0.56	53.70	37.49	29.55
600521	华海药业	26.54	0.55	0.71	0.94	48.25	37.55	28.29
600666	西南药业	11.91	0.21	0.28	0.35	56.71	42.86	34.10
000153	丰原药业	9.19	0.11	0.20	0.30	83.55	45.95	30.63
000522	白云山 A	12.27	0.23	0.26	0.34	53.39	47.27	36.24
000566	海南海药	21.17	0.31	0.54	0.80	68.01	39.14	26.49
002004	华邦制药	47.70	0.97	1.07	1.17	49.18	44.73	40.86
002262	恩华药业	22.19	0.30	0.45	0.62	73.07	48.84	35.82
600062	双鹤药业	26.11	0.84	1.05	1.28	31.10	24.92	20.48
600276	恒瑞医药	40.90	1.07	1.07	1.31	38.14	38.12	31.31
600664	哈药股份	18.22	0.79	0.90	1.03	23.06	20.28	17.71

600829	三精制药	19.49	0.81	0.95	1.07	24.06	20.52	18.21
平均						54.89	38.30	30.09
002294	信立泰	41.98	1.90	2.54	3.41	22.09	16.53	12.31
002332	仙琚制药	8.20	0.26	0.29	0.35	31.54	28.00	23.14
002370	亚太药业	16.00	0.40	0.48	0.61	40.00	33.68	26.30
002275	桂林三金	19.80	0.68	0.9	1.08	29.12	22.00	18.33
002287	奇正藏药	11.81	0.39	0.47	0.51	30.28	25.13	23.16
002317	众生药业	55.00	1.25	1.6	2.08	44.00	34.38	26.44
002349	精华制药	19.80	0.41	0.54	0.69	48.29	36.67	28.70
平均						35.05	28.05	22.63

数据来源：东莞证券研究所、Wind资讯 注：新上市的中小板块公司收盘价为发行价

上述可比公司2010年动态市盈率在16~49倍之间，考虑到各方面的因素（如公司受益医改中的普药市场扩容，未来三年将迎来平稳快速增长；信立泰、桂林三金、奇正藏药等三家企业早前受新旧定价机制交替影响，发行价存在价值低估的情况等），我们综合给予公司2010年33~38倍的动态市盈率，对应股价区间为33.66~38.76元。

绝对估值法

在对三大表进行预测的基础上，我们对公司进行DCF估值，假设条件及结果如表3、表4，最后得出蓝帆股份的每股合理价值为32.12元。

表3：自由现金流量（百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
NOPLAT	174.98	191.10	229.27	275.82	320.53	352.58	380.79
折旧与摊销	17.15	43.44	49.03	52.54	54.82	56.49	56.49
营运资金净变动	-4.54	99.27	14.13	17.23	15.43	12.79	11.25
资本支出	-17.60	-483.18	57.73	15.04	-6.03	-16.04	-20.14
自由现金流	170.00	-149.37	350.17	360.63	384.75	405.81	428.38

数据来源：东莞证券研究所、Wind资讯

表4：假设、结果及敏感性分析

主要估值参数假设及结果				敏感性分析						
无风险利率 (%)	2.25	永续增长率 (%)	2.00	32.12	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%	6.00%
市场风险溢价 (%)	8.10	预测期现值合计 (百万元)	1515.6	7.00%	36.70	42.18	50.39	64.08	91.45	173.57
BETA 值	1.00	后续期现值 (百万元)	4256.2	7.50%	33.71	38.18	44.63	54.77	73.03	115.62
股权成本 (%)	10.35	非经营性资产 (百万元)	267.70	8.00%	31.15	34.85	40.02	47.79	60.73	86.62
所得税率 (%)	25.00	债务价值 (百万元)	180.00	8.50%	28.93	32.02	36.25	42.35	51.95	69.21
税前债务	5.50	少数股东权益	0.00%	9.00%	26.98	29.60	33.10	38.00	45.35	57.60

成本 (%)	比例 (%)									
税后债务成本 (%)	4.13	股东权益价值 (百万元)	5859.5	9.50%	25.26	27.51	30.44	34.44	40.22	49.29
权益比例 (%)	70.00	总股本 (万股)	18245.	10.00%	23.74	25.67	28.15	31.47	36.10	43.06
目标债务比例 (%)	30.00	每股价值 (元)	32.12	10.50%	22.37	24.05	26.17	28.95	32.74	38.21
加权平均资本成本 (%)	8.48									

数据来源：东莞证券研究所

投资建议

综合比较各种估值结果，取相对估值区间的上限38.76元作为公司合理价值的上限，取DCF绝对估值的股权价值32.12元作为公司合理价值的下限，则我们认为公司最终合理价值水平在32.12~38.76元/股之间。

相对应地，公司2010年市盈率区间为31.49~38倍，2011年市盈率区间为26.11~31.51倍，2012年市盈率区间为20.2~24.38倍。

风险因素

产品价格变动风险、国家医改力度及进程晚于预期等。

附表：财务报表预测与比例分析

利润表				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	596	613	723	862
营业成本	218	214	251	296
营业税金及附加	15	15	18	22
销售费用	85	89	101	121
管理费用	65	67	80	95
财务费用	4	5	5	-17
资产减值损失	1	0	0	0
其他经营收益	-12	0	0	0
营业利润	195	223	268	345
利润总额	202	223	268	345
减 所得税	35	36	43	55
净利润	166	187	225	290
减 少数股东损益	12	0	0	0
归母公司净利润	155	187	225	290
资产负债表				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	268	1,704	2,019	2,365
应收账款	24	25	29	34
预付账款	13	11	13	15
存货	202	215	253	302
其它	6	7	8	10
流动资产合计	513	1,961	2,322	2,726
长期股权投资	64	70	72	74
固定资产合计	141	521	492	465
长期待摊费用	0	0	0	0
其它	163	223	149	106
非流动资产合计	369	815	713	646
资产总计	882	2,775	3,035	3,371
短期借款	180	184	181	181
应付账款	8	11	13	15
预收款项	73	73	85	101
其它	147	255	301	358
流动负债合计	408	523	579	655
长期借款	0	0	0	0
其它	19	0	0	0
非流动负债合计	19	0	0	0
负债合计	408	523	579	655
实收资本	136	182	182	182
资本公积	69	1,633	1,633	1,633
留存收益及其它	265	434	636	897
所有者权益合计	471	2,249	2,452	2,713

现金流量表				
科目(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	166	187	225	290
折旧与摊销	17	38	44	52
财务支出	4	9	9	9
投资损失	12	0	0	0
净营运资本变动	-5	99	14	17
经营活动现金流	196	333	292	368
资本支出	-18	-483	58	15
其它投资	3	0	0	0
投资活动现金流	-15	-483	58	15
股权融资	0	1,610	0	0
债券融资	381	4	-3	0
股利分配及其它	-48	-28	-31	-38
筹资活动现金流	333	1,586	-35	-38
货币资金净变动	515	1,436	315	346
主要财务比率				
科目	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力 (YOY)				
营业收入	0.53%	2.92%	17.91%	19.22%
营业利润	13.29%	13.98%	20.49%	28.70%
归母公司净利润	17.04%	21.01%	20.49%	28.70%
盈利能力				
销售毛利率	63.36%	65.11%	65.26%	65.60%
销售净利率	25.94%	30.49%	31.16%	33.64%
ROE	35.31%	8.31%	9.19%	10.69%
ROIC	32.55%	9.35%	10.37%	11.35%
偿债能力				
资产负债率	46.25%	18.83%	19.10%	19.43%
流动比率	1.26	3.75	4.01	4.16
速动比率	0.76	3.34	3.57	3.70
营运能力				
资产周转率	0.73	0.34	0.25	0.27
存货周转率	1.05	1.03	1.07	1.07
应收账款周转率	27.00	25.39	27.05	27.19
每股指标				
每股收益	0.85	1.02	1.23	1.59
每股经营现金流	1.08	1.83	1.60	2.02
每股净资产	2.30	12.05	13.16	14.59
每股股利	0.20	0.10	0.12	0.16
估值指标				
PE	-	-	-	-
PB	-	-	-	-

负债和权益总计	879	2,772	3,031	3,368	EV/EBITDA	14.16	12.22	10.23	8.52
---------	-----	-------	-------	-------	-----------	-------	-------	-------	------

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明出处为东莞证券研究发展中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 32 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119450

传真：(0769) 22119453

网址：www.dgzq.com.cn