

张明芳
 010-88087423
 zhangmf@cmschina.com.cn

2009年2月27日

天药股份(600488.SH)/7.13元

依托技术领先，整合全球皮质激素的长线白马

日用消费·医药

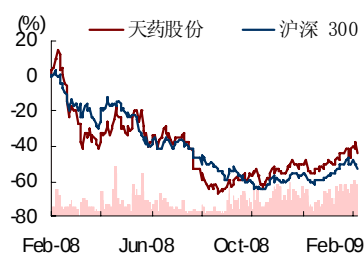
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2121
总股本(万股)	54289
已上市流通股(万股)	36158
总市值(亿元)	39
流通市值(亿元)	26
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	3.3
资产负债率	41.5%
主要股东	天津药业集团有限公司
主要股东持股比例	46.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	38	-42
相对表现	2	44	9



相关报告

- 1、天药股份——只待掌舵人入主，是我们寻找的 09 年下半年股票
2009/2/18
- 2、医药行业月报(09 年 1 月)——重点公司年报前瞻、政策解读和了望
2009/1/19
- 3、医药行业 2009 年度投资策略——主流投资机会来自四种盈利增长模式和五大领域
2008/12/4
- 4、天药股份——皮质激素出口退税率由 5%上调到 9%，董事会换届在即
2008/11/20
- 5、天药股份——确立快速增长拐点，孕育慢牛走势
2008/10/16
- 6、医药行业第四季度投资策略——新医改推动行业整合来临，布局产业巨头
2008/9/14
- 7、医药行业 2008 年中期投资策略——剖析药品大类，锁定成长性和防御性兼备品种
2008/6/23

我们于 09 年 2 月 19 日实地调研了天药股份，拜访了即将上任的新董事长卢彦昌先生、总经理王福军先生和董秘王喆先生。

- 天药股份专注于皮质激素研发和生产，其技术竞争力从 09 年开始凸显，具备整合国际市场实力：1、滨海新区整体搬迁已基本完成。崭新车间按照 FDA 和 COS 标准建造，产品在陆续重新申报 FDA 和 COS 认证，规范市场开发正在加快，整合规范市场将带来确定性增长。2、新董事长卢彦昌先生 09 年中期即将正式上任，一系列新技术和新产品将爆炸式推出。卢总是掌舵公司皮质激素技术研发、市场销售和管理控制的灵魂人物，其 07 年开始介入公司经营，并着手处理历史包袱，公司资产质量已显著提升。
- 天药股份发展战略是依托技术优势，整合和领导全球皮质激素产业，经营战略是东南亚和美国设立制剂子公司，扩大欧美规范市场、缩小印度市场。未来利润增长点来自四方面：1、3116、3117、3029 以及后续一系列新技术新工艺全面投产，降低原料投放、缩短工艺步骤，提高产品收率，持续降低生产成本和提高毛利率。2、技术领先，迫使欧美和国内部分同行退出，扩大销量占据全球 No.1 市场份额。3、09 年下半年起，持续推出新产品上市销售。4、我们判断皮质激素产品提价。
- 我们对 09 年业绩作了 3 种情景预测。1、乐观情况下，销售收入和净利润分别增长 51%、367%，毛利率上升 11.9 个百分点，EPS0.44 元。2、中性情况下，销售收入和净利润分别增长 25%、180%，毛利率上升 7.2 个百分点，EPS0.26 元。3、悲观情况下，销售收入和净利润分别增长 2%、38%，毛利率上升 2.1 个百分点，EPS0.13 元。我们取中值 EPS0.31 元，同比增长 239%。
- 09 年是天药股份业绩增长的拐点。06~08 年公司消化历史包袱，制约了其估值水平。09 年完成整体搬迁，新董事长上任、管理体制理顺，新产品新技术上市加快，未来快速增长明确，公司已具备值得长线投资的白马股素质，正步入全新快速增长。2010 年公司 ROE 超过 10%确定性较强，当前 PB 仅 2.6 倍，远低于行业平均水平，按照 2010 年预测 EPS0.57 元、20 倍 PE 估值，12 个月目标价 11 元，维持“强烈推荐-A”投资评级。
- 风险提示：具体产品销售价格和销量可能低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	699	877	1184	1586	2110
同比增长	15%	25%	35%	34%	33%
营业利润(百万元)	31	55	199	360	558
同比增长	-33%	78%	261%	81%	55%
净利润(百万元)	26	50	170	308	477
同比增长	-42%	92%	239%	81%	55%
每股收益(元)	0.05	0.09	0.31	0.57	0.88
PE	163.2	85.0	25.1	13.8	8.9
PB	3.0	2.9	2.6	2.2	1.8

资料来源：招商证券

正文目录

一、天药股份技术领先，具备全球定价和整合能力	3
1、天津药业研究院是我国唯一专业化皮质激素研发机构，技术全球领先	3
2、目前天药股份参股药业研究院 24.39%	5
3、未来药业研究院有望直接控股天药股份	5
二、整体搬迁完成，规范市场开发加快	6
三、技术领先整合国际市场，增强定价能力和领导地位	7
1、依托技术优势，获得话语权和定价权	7
2、东南亚和美国新设制剂子公司，整合后，销量快速增长	7
四、依托行业领导和工艺领先，并购整合国内市场	7
1、领导全行业皂素和皮质激素产品提价，维护中国皂素资源优势	8
2、收购国内中小企业，收购其市场份额，用先进工艺替代其落后工艺	8
3、09 年主导国内地塞米松针剂提价，分享提价利润	8
五、06~08 年消化历史包袱，是制约过去业绩增长和估值水平的根本原因	9
1、06~08 年，消化历史坏帐，管理费用率高企，生产成本高企制约毛利率上升	9
2、06~08 年，消化应收帐款，资产质量改善明显	9
六、掌舵人 09 年中期入主，长线慢牛确立	10
1、对于 09 年业绩，我们作了 3 种情景预测	10
2、维持“强烈推荐”评级	12
七、附录：各种皮质激素原料药价格走势	12

图表目录

图 1：皮质激素全系列产品的工艺流程图	4
图 2：天药股份当前股权结构	5
图 3：我们预测的天药股份未来股权结构	6
图 4：我国皂素原料价格趋势	8
图 5：06~08 年消化历史包袱，费用率上升、毛利率下降	9
图 6：地塞米松内销价格走势	12
图 7：地塞米松出口价格走势	12
图 8：倍他米松内销和出口价格走势	12
图 9：螺内酯内销价格走势	12
表 1：长期应收帐款消化完毕，应收帐款周转率显著上升	10
表 2：09 年分产品销售预测和业绩情景预测	11

皮质激素具备抗炎、抗休克、抗感染、抗排异等作用，是医院全科用药，广泛用于内科、外科、急救、皮肤科、烧伤科、呼吸科等诸多病症的治疗，一般用量微小。皮质激素原料药属于特色原料药，市场需求增长在年 10% 左右。

天药股份是全球第三、亚洲最大的皮质激素研发和生产基地，天津药业研究院是公司新老产品的研发平台，公司皮质激素技术至少领先国内同行 5 年以上，部分工艺领先于巨头辉瑞。

卢彦昌先生是公司皮质激素技术发明的灵魂人物，是控股股东天津药业集团的总裁，兼任天津药业研究院的董事长，目前是天药股份的董事之一。

一、天药股份技术领先，具备全球定价和整合能力

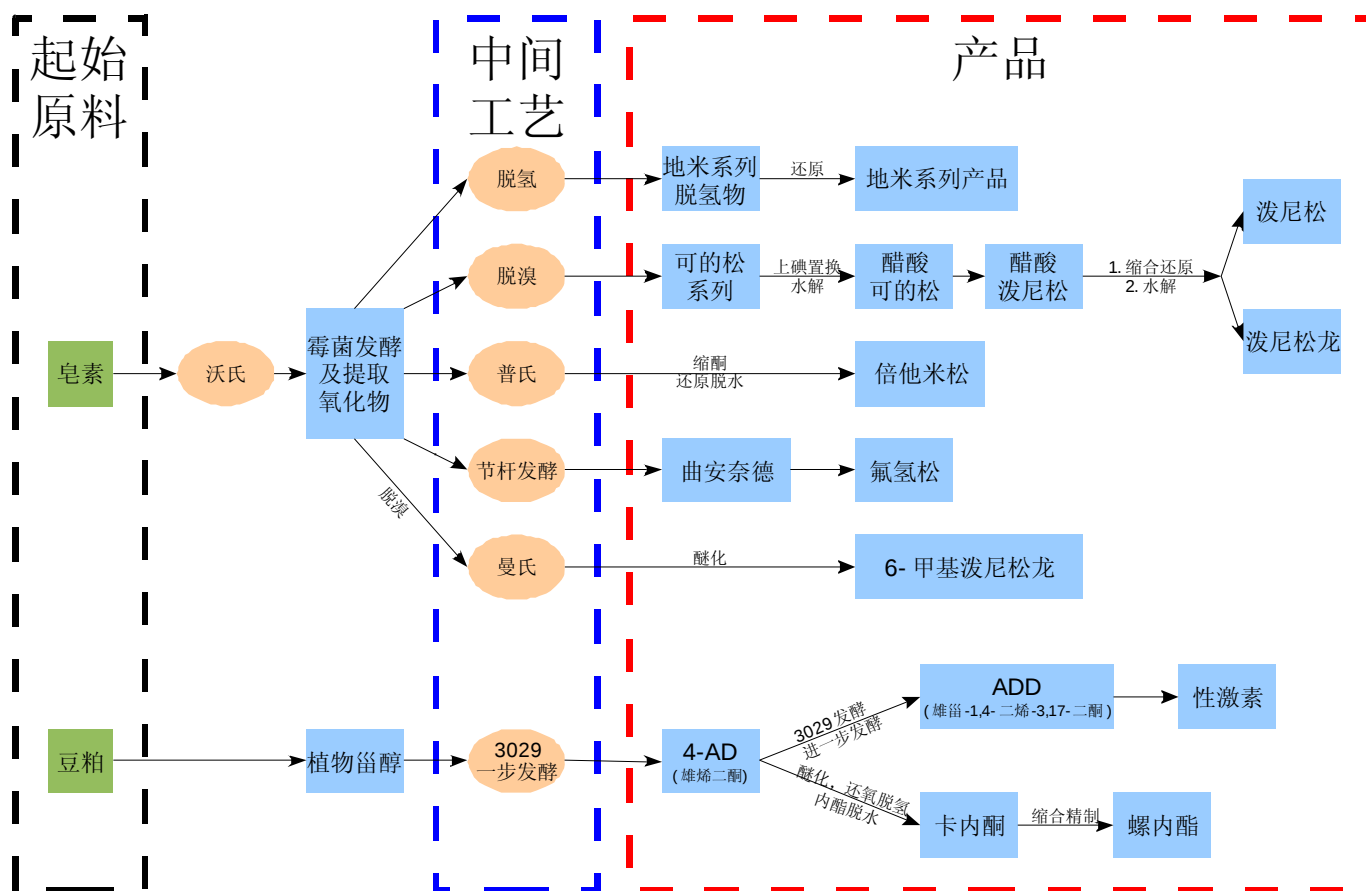
1、天津药业研究院是我国唯一专业化皮质激素研发机构，技术全球领先

目前，药业研究院在新厂区（西区）已建成了符合国际 GLP 标准的研发大楼和中试车间，**是我国唯一的一家专业**的皮质激素研究机构，有 100 多名研究人员从事皮质激素全程研究，不同于其它研究机构，只是作某一步化学反应的局部研究。

- 1、产品研发领先。开发出了能与辉瑞巨头竞争的皮质激素全系列产品，
- 2、工艺领先，一是在传统皂素工艺中增加了 3116 和 3117 生物脱氢工艺，大大降低了原料皂素的消耗，并提高了产出率。二是在我国独创了 3029 植物甾醇工艺，突破了皂素原料资源的限制，用油脂化工的下角料豆粕作原料，生产工艺国际领先。
- 3、09 年中期，掌舵人新董事长上任后，药业研究院将呈爆炸式推出一系列皮质激素新技术和新产品，进一步占据高端市场更大份额。

我国和墨西哥是皂素资源国，存在皂素—皮质激素工艺。皮质激素全系列产品主要由皂素和植物甾醇两种工艺生产，起始原料分别是皂素和豆粕，国外缺乏皂素资源，只用植物甾醇工艺。

图1：皮质激素全系列产品的工艺流程图

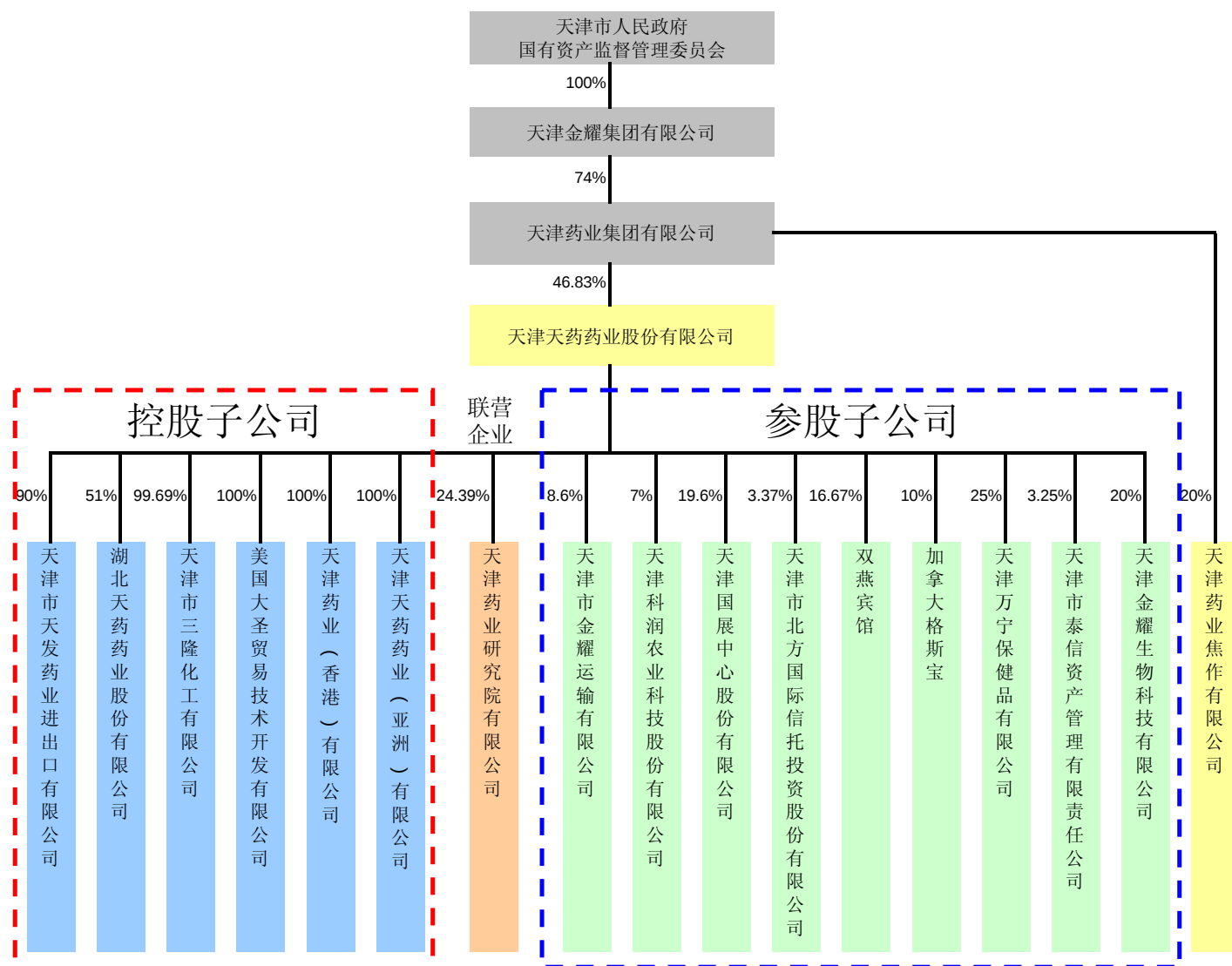


数据来源：招商证券研究

2、目前天药股份参股药业研究院 24.39%

天药股份原持有药业研究院 70%的股份，2007 年 4 月 28 日公司董事会决议公告称：对药业研究院减资 4280 万元，减持其股权比例到 24.39%。药业研究院以其所有的科研大楼、办公楼及附属设备支付天药股份减资对价。依据评估值，天药股份将差额以现金 356 万元支付给研究院。

图2：天药股份当前股权结构

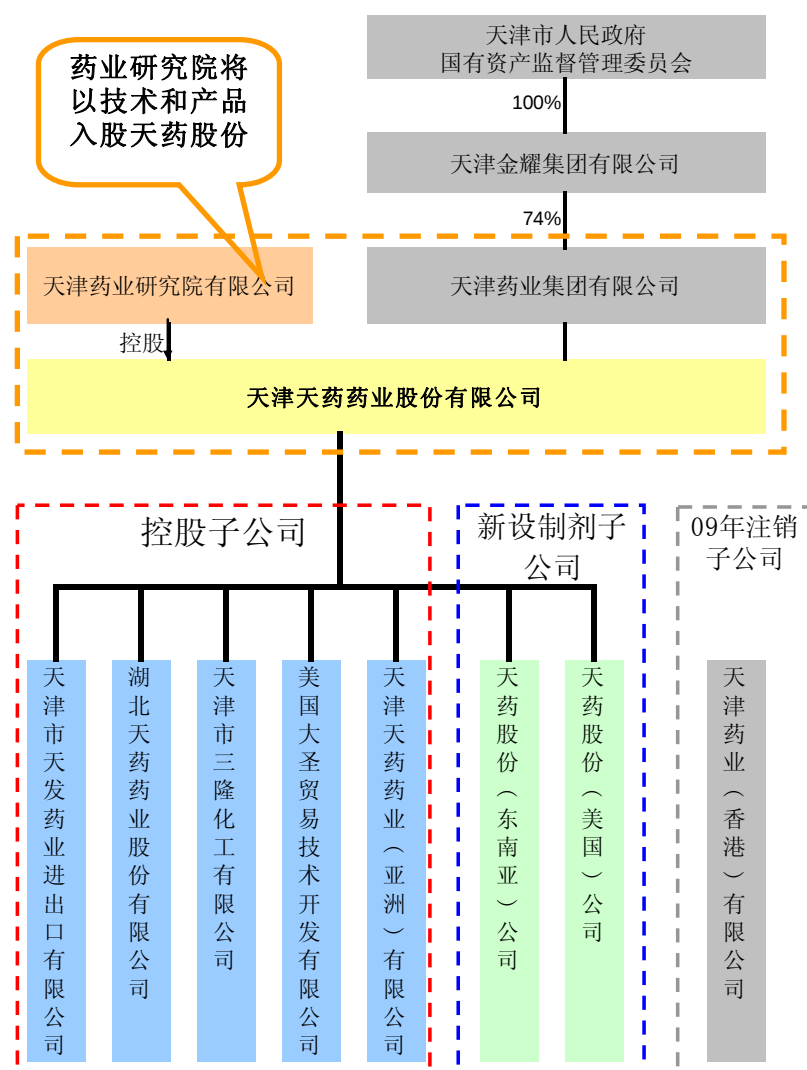


数据来源：招商证券研究

3、未来药业研究院有望直接控股天药股份

天药股份依托技术领先、在皮质激素行业立足、发展乃至主导皮质激素，1998 年曾经凭借技术优势，迫使法国罗素“地塞米松”撤出中国市场。

考虑到天津药业研究院的研发能力是天药股份最核心的竞争力，我们推测：新掌舵人“技术强势”战略，未来，药业研究院有望以技术和产品入股方式，实现直接控股天药股份。这将非常有利于激励研发人员，以及新技术新产品转化为利润增长的效率。

图3：我们预测的天药股份未来股权结构


数据来源：招商证券研究

二、整体搬迁完成，规范市场开发加快

2007年6月，天药股份通过股东大会决议，开始准备投资12亿元，整体搬迁到天津滨海新区。08年下半年，搬迁开始，至今已完成了大部分车间的整体搬迁，只有“曲安西龙”一个产品车间在建，预计08年6月之前全部搬完。

滨海新厂区：1、西区，680亩，I期投资5亿元，生物发酵和“3029项目”，已正式生产。II期投资7亿元，以化学合成为主，试生产即将结束，09年3月正式生产。2、东区，有4个皮质激素制剂（曲安西龙片、6-甲泼尼龙片、醋酸地塞米松片和醋酸泼尼松片）生产车间。

天药股份原有4个产品通过了FDA、6个产品通过了COS认证，整体搬迁后，新车间需要重新申报FDA和COS认证。原料药FDA认证需要1年时间，预计09年底获得通过，COS认证需要半年时间，预计09年9月获得通过。

我们认为：完成整体搬迁后，天药股份欧洲、美国规范市场开发显著加快。

三、技术领先整合国际市场，增强定价能力和领导地位

1、依托技术优势，获得话语权和定价权

卢总是公司皮质激素技术和产品发明的核心人员，已在 07 年就开始介入天药股份的经营销售，特别是规范市场开拓、与辉瑞巨头合作方面，卢总利用技术优势，不仅展示了自身技术、产品的质量和成本优势，而且能对欧美规范市场客户的皮质激素工艺提出有价值的、建设性的建议，因此，获得了巨头们的认同，最终获得话语权和定价权。

2、东南亚和美国新设制剂子公司，整合后，销量快速增长

天药股份依托技术领先优势，发展战略定位于全球皮质激素的领导者，国际市场战略是：1、迫使欧美规范市场的部分竞争对手退出，让出市场。2、缩小印度市场，挤占印度在规范市场的份额。因此，公司计划以并购方式，在东南亚和美国新设两个生产皮质激素制剂的子公司。

全球皮质激素实际需求增长只有 10%左右，印度缺乏皮质激素原料药，主要从中国采购皮质激素原料药，加工成中间体后，再出口欧美规范市场。因此，天药股份双管齐下，制约印度。在天药股份未来海外市场版图中，欧美市场将各占 25%，亚洲将占据 50%。卢总亲自担任美国大圣公司董事长，主持欧美规范市场的开发。

天药股份亚洲市场销售总监田总来自上海华联原海外总监，主管亚洲市场开发。

整合举例：

1、天药股份“卡内酮—螺内酯”工艺优于辉瑞的“螺内酯”工艺，成本更低，产品质量更好，因此，辉瑞采购定单加大，价格提升，从 08 年 270 美元/公斤上涨到 340 美元/公斤，而公司出口给其它客户的价格更是提高到了 380 美元/公斤。

我们预计：天药股份螺内酯销量将从 08 年的 28 吨扩大到 09 年 60 吨，贡献收入 1.47 亿元和毛利 6600 万元。

2、天药股份地塞米松成本和质量优势领先，迫使部分国外生产企业退出，09 年销量将至少增加 7 吨，增加收入 1.9 亿元和毛利 1 亿元。

3、天药股份“4AD 和 ADD（兴奋剂的中间体）”运用国内独家 3029 工艺，其成本和质量全球领先，现已成为公司销售大品种。08 年奥运会禁止销售 4AD 和 ADD，卢总决定继续朝下游生产螺内酯，一举打开了螺内酯的销售，使其成为公司销售大品种之一。

值得指出的是：与传统皂素工艺相比，天药股份 3029 工艺生产的 4AD，成本至少降低了 1 倍以上。

四、依托行业领导和工艺领先，并购整合国内市场

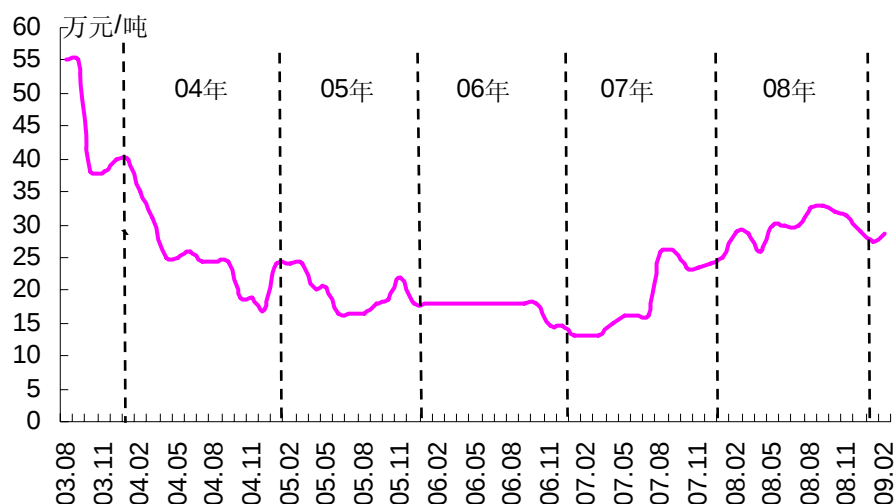
国内大部分皮质激素企业仅能生产 1 个或少数几个中、低端皮质激素产品，浙江仙琚虽然产品较多，但缺乏高端皮质激素品种，仅在低端市场与天药有一定竞争。其中：地塞米松国内市场天药占据 65%，仙琚占 35%。

1、领导全行业皂素和皮质激素产品提价，维护中国皂素资源优势

我国和墨西哥是全球少有的皂素资源国，为维护中国“皂素—皮质激素”工艺的资源优势，天药股份将主导皂素价格提升和皮质激素价格上涨，从而，有利于公司 3029 等新工艺的替代优势地发挥，也有利于皮质激素出口价格稳中提升。

历史上，我国 03 年皂素价格一度高达 50 万元/吨，07 年 8 月以来，受环保控制影响，黄姜种植、提炼皂素受到限制，皂素价格一直上涨，目前在 28~32 万元/吨之间。

图4：我国皂素原料价格趋势



数据来源：健康网，招商证券研究

2、收购国内中小企业，收纳其市场份额，用先进工艺替代其落后工艺

天药股份已与国内多家中小同行接触，有望并购整合，利用其市场份额，整合后，用先进工艺替代其落后工艺，实现中、低端产品盈利的全面提升。

3、09 年主导国内地塞米松针剂提价，分享提价利润

我国地塞米松针剂每年使用量 70 亿支，70%市场份额由新郑、焦作、卓峰和湖北天药 4 家控制，主要通过江苏太合药品批发销往农村低端市场，其实际零售价远低于国家限价。

天药股份控股湖北天药 51%，焦作公司由天药股份股东天津药业集团参股 20%。

我们判断：公司 09 年将对地塞米松针剂提价 20%，分享提价利润。

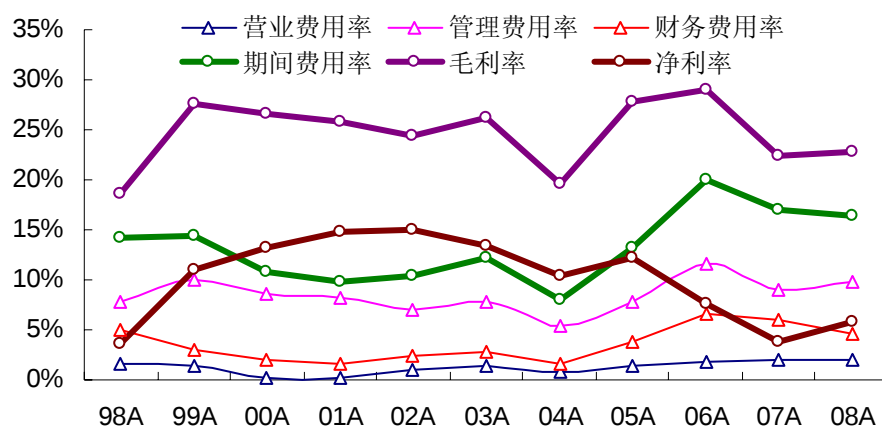
五、06~08 年消化历史包袱，是制约过去业绩增长和估值水平的根本原因

1、06~08 年，消化历史坏帐，管理费用率高企，生产成本高企制约毛利率上升

06~08 年，公司消化历史坏帐，管理费用率分别高达 11.6%、9%和 9.8%，远高于历史平均水平 7%。同时，消化生产成本的历史包袱，导致生产成本异常上升，07 年和 08 年毛利率回升缓慢。

因为整体搬迁，公司需要流动资金较多，导致 06~08 年财务费用率高达 6.6%、6%和 4.6%。整体期间费用率上升明显。

图5：06~08年消化历史包袱，费用率上升、毛利率下降



数据来源：公司年报，招商证券研究

2、06~08 年，消化应收帐款，资产质量改善明显

05 年皂素价格较低，公司采购量较大，导致原料中存货占比较高，07 年公司在皂素价格波动中再次囤积了一些，08 年存货周转率也明显回升。07 年和 08 年应收帐款绝对额下降，应收帐款周转率显著加快，恢复到 02 年历史最好水平。5 年以上长期应收帐款 100%计提完毕。

07 和 08 年公司经营现金流强劲，由于消化历史包袱，导致每股经营现金流远高于每股收益。

表1: 长期应收帐款消化完毕, 应收帐款周转率显著上升

指标名称	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	简述
销售毛利率%	24.42	26.29	19.69	27.71	28.92	22.42	22.77	
营业费用率%	1.04	1.5	0.86	1.43	1.77	2.01	1.95	
管理费用率%	6.95	7.87	5.44	7.89	11.94	8.95	9.75	
财务费用率%	2.47	2.74	1.63	3.85	6.63	5.97	4.62	
期间费用率%	10.46	12.11	7.93	13.17	20.34	16.93	16.32	
存货周转率	2.15	2	2.61	1.06	0.68	0.87	1.07	05 年皂素价格较低, 公司采购量较大, 导致原料存货较高; 07 年公司在皂素价格波动中再次囤积了一些。
其中: 原材料/存货%	20.5	13.8	16.9	32.4	30.2	25.6	29.1	
EPS	0.47	0.36	0.40	0.32	0.10	0.05	0.09	07 和 08 年公司经营现金流强劲, 由于消化历史包袱, 导致每股经营现金流远高于每股收益
每股经营性现金流(元)	0.23	0.18	0.44	-0.43	0.11	0.30	0.40	
流动比率	2.51	1.42	3.12	1.13	1.51	1.31	1.02	
速动比率	1.81	1.02	1.74	0.51	0.84	0.6	0.4	
资产负债率	44.71	41.7	35.4	47.19	55.57	36.91	41.52	
ROE(全面摊薄)	11.97	10.14	10.73	8.11	4.28	1.83	3.42	
应收账款周转率	8.6	5.28	6.27	3.5	2.61	4.11	8.63	07 年和 08 年应收帐款绝对额下降, 应收帐款周转率显著加快。长期应收帐款计提完毕。
应收账款(万元)	10089	15237	15540	22232	22695	11328	8985	
5 年以上应收账款(万元)				0.93	0.93	0.93	122	
坏帐准备(万元)				0.93	0.93	0.93	122	

数据来源: 公司年报, 招商证券

综上, 06~08 年消化历史包袱成为制约公司业绩增长和估值水平的根本原因。

六、掌舵人 09 年中期入主, 长线慢牛确立

皮质激素专业性强, 掌舵人卢彦昌先生积累了丰富的皮质激素研发经验, 是 2001 年“十大杰出青年”, 带领着药业研究院 100 多人的研发队伍, 同时, 对皮质激素行业理解深刻, 对全球市场把握准确, 其 09 年中期上任, 管理体制理顺后, 直接关系到公司未来新技术新产品投产和国内外市场整合。

我们看好卢总上任后, 带领公司实现业绩快速增长的确定性趋势。

1、对于 09 年业绩, 我们作了 3 种情景预测

1、乐观情况下, 销售收入和净利润分别增长 51%、367%, 毛利率上升 11.9 个百分点, EPS0.44 元。

2、中性情况下, 销售收入和净利润分别增长 25%、180%, 毛利率上升 7.2 个百分点, EPS0.26 元。

3、悲观情况下, 销售收入和净利润分别增长 2%、38%, 毛利率上升 2.1 个百分点, EPS0.13 元。我们取中值 EPS0.31 元, 增长 239%。

表2: 09年分产品销售预测和业绩情景预测

产品	08 年	09 年乐观预测	09 年中性预测	09 年悲观预测
地塞米松				
售价(元/公斤)	11000	14300	13200	12100
提价幅度	提价 29%	提价 30%	提价 20%	提价 10%
毛利率	38%	45%	40%	35%
销量(吨)	28	35	32	29
销售收入(万元)	30800	50050	42240	35090
毛利(万元)	11704	22523	17072	12282
倍他米松				
售价(元/公斤)	11900	13328	11900	11900
提价幅度	45%	12%	0%	0%
毛利率	33%	40%	40%	40%
销量(吨)	10	12	10	8
销售收入	11900	15994	11900	9520
毛利(万元)	3927	6397	4760	3808
螺内酯				
售价(元/公斤)	1960	2450	2300	2000
提价幅度		25%	17%	2%
毛利率	20%	45%	41%	33%
销量(吨)	20	60	50	40
销售收入	3920	14700	11500	8000
毛利(万元)	784	6600	4760	2608
泼尼松系列				
销量(吨)	60	70	60	50
销售收入(万元)	25860	32900	27000	21550
平均售价(元/公斤)	4310	4700	4500	4310
毛利(万元)	7241	10857	7560	5603
卡利酮				
销量(吨)	12	12	12	12
售价	300 美元或 2100 元/公斤	320 美元或 2240 元/公斤	2241 元/公斤	2242 元/公斤
销售收入	2520	2688	2688	2688
毛利(万元)	504	538	538	538
制剂销售收入(万元)	8700	10000	9000	8700
毛利(万元)	319	1300	870	700
销售收入合计(万元)	83700	126332	104328	85548
销售同比增长率	25%	51%	25%	2%
折旧(万元)	5160	4000	4000	4000
毛利合计(万元)	19319	44215	31560	21538
销售毛利率	23.1%	35.0%	30.3%	25.2%
期间费用率	16%	14%	15%	16%
税前利润	5676	26528	15910	7850
所得税(按所得税率 15%预测, 08 年 10%)	568	2653	1591	785
净利润	5108	23876	14319	7065
净利润增长率	92%	367%	180%	38%
EPS (元)	0.09	0.44	0.26	0.13

预测说明:

1、08 年历史坏帐、资产减值报废等基本计提完毕, 09 年管理费用率将下降。为搬迁需要, 08 年手持现金较多, 考虑降息, 财务费用率也将下降。2、老制剂车间 08 年设备报废增加成本 1000 多万元, 营业成本中含处理坏帐 3000 多万元, 因此 08 年实际毛利率应为 26.2%。3、09 这 3 项影响因素都不再存在, 09 年 3116、3117 和 3029 工艺全面投产, 降低生产成本, 提高毛利率, 09 年将收到历史出口退税 2000 多万元。4、我们盈利预测中尚未考虑下半年投产新产品和新技术的贡献。

数据来源: 招商证券研究

2、维持“强烈推荐”评级

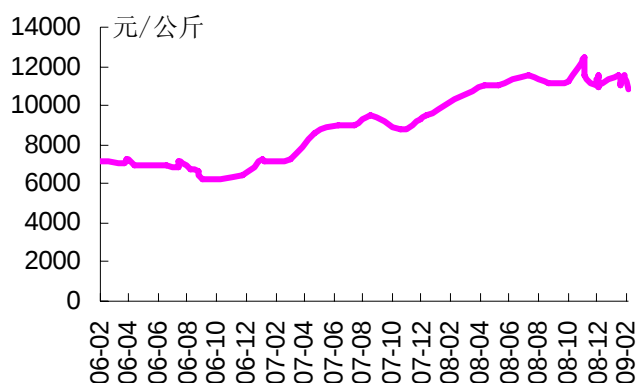
09 年是天药股份业绩增长的拐点，完成整体搬迁，新董事长上任、管理体制理顺，新产品新技术迭出，未来快速增长明确，公司已具备值得长线投资的白马股素质。06~08 年是公司消化历史包袱时期，其业绩增长低于市场预期，制约了公司估值水平上升。但我们不能忽视公司正在发生的根本转变。专业技术和市场整合的长期积累，在掌舵人入主后，将驱动公司进入全新快速增长时期。2010 年公司 ROE 超过 10% 的确定性较强，当前 PB 仅 2.6 倍，远低于行业平均水平，按照 2010 年预测 EPS0.57 元、20 倍 PE 估值，12 个月目标价 11 元，维持“强烈推荐-A”投资评级。

每年 3 月到 9 月是天药股份销售旺季，受经济危机短期冲击，08 年 10 月到今年 2 月，中间商消化库存，公司出口订单有所下降，但出口价格保持，目前订单量在恢复中。由于皮质激素下游需求是治疗性用药，因此，其需求量必定稳步恢复。我们分析：09 年第一季度业绩增长可能受到短期影响。

风险提示：具体产品销售价格和销量可能低于预期。

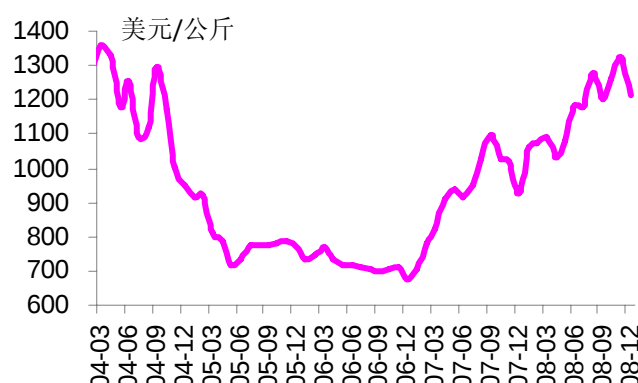
七、附录：各种皮质激素原料药价格走势

图 6：地塞米松内销价格走势



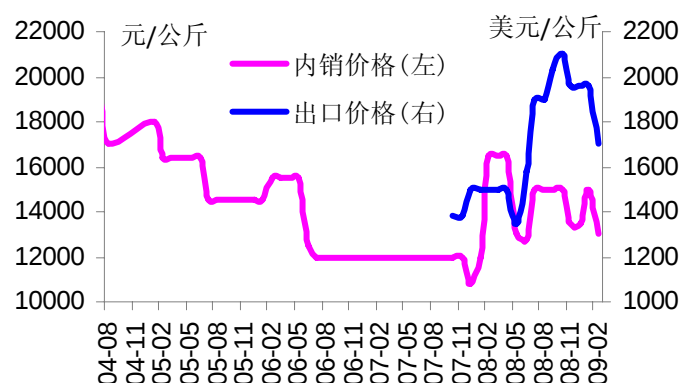
资料来源：健康网，招商证券研究

图 7：地塞米松出口价格走势



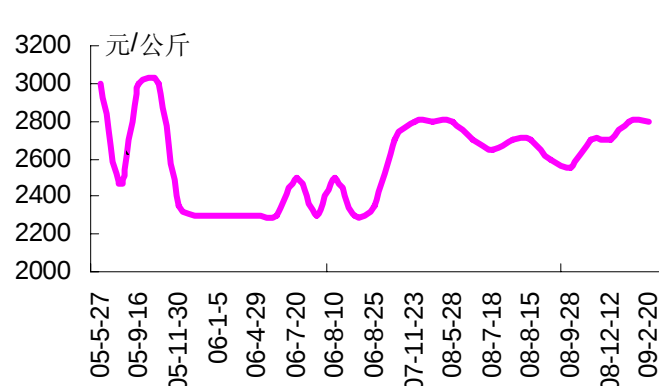
资料来源：海关，招商证券研究

图 8：倍他米松内销和出口价格走势



资料来源：健康网，招商证券研究

图 9：螺内酯内销价格走势



资料来源：健康网，招商证券研究

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1119	1093	1475	1778	2280
现金	259	163	444	606	947
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	28	44	47	63	84
应收款项	113	90	117	157	209
其它应收款	58	23	31	41	55
存货	605	665	772	830	884
其他	55	108	64	80	101
非流动资产	1196	1479	1264	1228	1192
长期股权投资	98	94	98	98	98
固定资产	648	640	1015	989	963
无形资产	117	116	104	94	84
其他	333	629	48	47	47
资产总计	2315	2572	2740	3006	3473
流动负债	855	1068	1072	1032	1018
短期借款	738	824	824	720	620
应付账款	89	102	123	154	195
预收账款	17	10	12	15	19
其他	11	132	112	143	184
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	855	1068	1072	1032	1018
股本	543	543	543	543	543
资本公积金	509	509	509	509	509
留存收益	378	418	577	875	1341
少数股东权益	30	34	39	48	62
母公司所有者权益	1430	1470	1629	1926	2393
负债及权益合计	2315	2572	2740	3006	3473

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	162	219	166	326	494
净利润			170	308	477
折旧摊销			57	56	55
财务费用			32	29	23
投资收益			(1)	(1)	(1)
营运资金变动			(99)	(77)	(76)
其它			6	10	15
投资活动现金流	(313)	(362)	158	(20)	(20)
资本支出			(20)	(20)	(20)
其他投资			178	0	0
筹资活动现金流	(130)	32	(43)	(143)	(133)
借款变动			(0)	(104)	(100)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(11)	(11)	(11)
其他			(32)	(28)	(22)
现金净增加额	(280)	(111)	281	163	340

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	699	877	1184	1586	2110
营业成本	542	677	822	1025	1300
营业税金及附加	4	3	5	6	8
营业费用	14	17	22	30	40
管理费用	63	86	104	136	181
财务费用	42	40	32	29	23
资产减值损失	2	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	1	1	1	1
营业利润	31	55	199	360	558
营业外收入	1	3	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	32	58	199	360	558
所得税	4	6	24	43	67
净利润	28	52	175	317	491
少数股东损益	2	1	5	9	14
母公司所有者净利润	26	50	170	308	477
EPS (元)	0.05	0.09	0.31	0.57	0.88

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	15%	25%	35%	34%	33%
营业利润	-33%	78%	261%	81%	55%
净利润	-42%	92%	239%	81%	55%
获利能力					
毛利率	22.4%	22.8%	30.6%	35.4%	38.4%
净利率	3.7%	5.7%	14.4%	19.4%	22.6%
ROE	1.8%	3.4%	10.4%	16.0%	19.9%
ROIC	2.9%	3.7%	8.2%	12.7%	16.6%
偿债能力					
资产负债率	36.9%	41.5%	39.1%	34.3%	29.3%
净负债比率	31.9%	32.0%	30.1%	24.0%	17.9%
流动比率	1.3	1.0	1.4	1.7	2.2
速动比率	0.6	0.4	0.7	0.9	1.4
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
存货周转率	0.9	1.1	1.1	1.3	1.5
应收帐款周转率	4.1	8.6	11.4	11.6	11.5
应付帐款周转率	6.6	7.1	7.3	7.4	7.5
每股资料(元)					
每股收益	0.05	0.09	0.31	0.57	0.88
每股经营现金	0.30	0.40	0.31	0.60	0.91
每股净资产	2.63	2.71	3.00	3.55	4.41
每股股利	0.02	0.03	0.02	0.02	0.02
估值比率					
PE	163.2	85.0	25.1	13.8	8.9
PB	3.0	2.9	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	93.0	72.4	37.0	23.9	16.8

分析师简介

张明芳，武汉大学生物化学专业硕士，曾在国家食品药品监督管理局直属的中国药品生物制品检定所（NICBP）工作了6年，6年证券从业经验，目前为招商证券医药行业首席分析师。

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，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。