

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

崔文亮 010-88088557
cuiwl@cmschina.com.cn

2009年9月23日

天坛生物(600161.SH)/28.33元

国资委同意天坛生物更名为中国生物，资产整合步伐加快

日用消费·医药

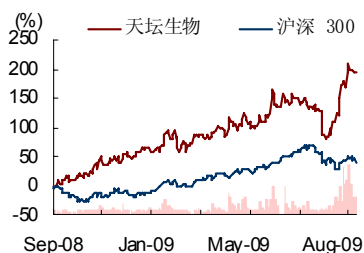
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2898
总股本(万股)	48825
已上市流通股(万股)	48825
总市值(亿元)	138
流通市值(亿元)	138
每股净资产(MRQ)	1.5
ROE(TTM)	20.6
资产负债率	40.3%
主要股东	中国生物技术集团公司
主要股东持股比例	56.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	61	58	223
相对表现	60	24	169



相关报告

- 1、天坛生物——代表中国生物，受三大利好推动，是整合我国生物制药行业的最大受益者 2009/9/21
- 2、医药行业跟踪——国药集团与中国生物联合重组获国务院批准，符合我们近两日报告判断 2009/9/17
- 3、天坛生物——甲流疫苗获 150 万剂订单，重申中国生物与国药集团联合重组将较快完成 2009/9/16
- 4、天坛生物——甲流疫苗获批，预计中国生物与国药集团联合重组将较快完成 2009/9/15
- 5、天坛生物——两大独有优势将消化发改委调整 EPI 疫苗出厂价 2009/8/18
- 6、天坛生物——政府采购疫苗占主导，盈利质量创历史新高 2009/3/2
- 7、医药行业 09 年 2 月月报——疫苗品种冷热不均，疫苗行业进入计划免疫主流时代 2009/2/6

公司今日公告，国资委批准国药集团与中生集团实行联合重组后新公司名称仍为国药集团，中国生物依法注销，同意天坛生物更名为中国生物技术股份有限公司。此次更名，战略意义重大，我们维持 9 月 21 日报告判断：新国药集团将积极推进以中国生物（天坛生物）为平台的资产整合、整体上市进程将显著加快。

- 国资委同意天坛生物更名为中国生物，资产整合步伐加快。公司今日公告，国资委批准中国医药集团总公司（国药集团）与中国生物技术集团公司（中生集团）实行联合重组后新公司名称仍为国药集团，中生集团依法注销，同意天坛生物更名为中国生物技术股份有限公司（中国生物）。国药集团是外部董事试点央企之一，具有很强的资本运营能力，天坛生物更名中国生物凸显其在新国药集团中的战略地位，我们维持判断新国药集团将积极推进以中国生物（天坛生物）为平台的资产整合、整体上市进程将显著加快。
- 我们分析认为：3 大利好推动中国生物（天坛生物）代表原中生集团成为整合我国生物制药行业的最大受益者。利好之一：新国药集团将利用其强大的资本运营能力，较快的完成原中生集团内部资源整合，形成强大的“中国生物”融资平台。原中生集团 06 年曾经对旗下 6 大生研所改制，试图推动整体上市，终因“先有儿子后有老子”推行不力而搁浅。利好之二：两者产业强强联合，原中生集团利用自身的计划内计划外疫苗一体化优势，借助国药集团全国分销网络，实施对外收购扩张，进一步提升疫苗和血液制品市场份额，加强垄断经营优势。国药集团旗下的国药股份和一致药业两公司借此机遇、增加疫苗分销业务，培育新的利润增长点。我国疫苗行业集中度不高，原中生集团一家独大，许多研发能力较强、拥有 1 个或几个较好疫苗产品的民营企业，将成为其收购目标。利好之三：借助国药集团医院终端的强势，原中生集团将做大治疗性生物制品，最终成为整合我国生物制药的最大赢家。我国治疗性生物制药行业分散度高，缺乏销售过亿产品，与跨国巨头先灵葆雅和罗氏极为悬殊。原中生集团目前盈利增长主要来自预防性生物制品和血液制品，治疗性生物制品虽然研发强大、拥有 SFDA 生产批文 57 类，在研品种较多，但有史以来医院终端销售一直薄弱。我们预计未来 5 年内，原中生集团将寡头垄断我国疫苗、血液制品和生物制药，并代表中国出口。
- 中国生物（天坛生物）代表了中国生物制药的战略投资价值，原中生集团旗下的兰州生研所、成都生研所、武汉所和上海所对盈利和盈利增长贡献较大。我们看好中国生物代表原中生集团整合我国生物制药行业的前景，其合理市值应超过 400 亿元，站在这一角度，中国生物未来股价上行空间巨大，我们维持对中国生物（天坛生物）“强烈推荐—A”评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	531	683	1174	1354	1642
同比增长	27%	29%	72%	15%	21%
营业利润(百万元)	183	227	436	453	551
同比增长	43%	24%	92%	4%	22%
净利润(百万元)	105	133	253	263	320
同比增长	3%	27%	90%	4%	22%
每股收益(元)	0.21	0.27	0.52	0.54	0.66
PE	198.2	103.7	54.6	52.6	43.2
PB	14.2	20.8	7.5	6.9	6.2

资料来源：招商证券

一、国资委同意天坛生物更名为中国生物，资产整合步伐加快

公司今日公告，国资委批准中国医药集团总公司（国药集团）与中国生物技术集团公司（中生集团）实行联合重组后新公司名称仍为国药集团，中生集团依法注销，同意天坛生物更名为中国生物技术股份有限公司（中国生物）。

国药集团是外部董事试点央企之一，具有很强的资本运营能力，天坛生物更名中国生物凸显其在新国药集团中的战略地位，我们维持判断新国药集团将积极推进以中国生物（天坛生物）为平台的资产整合、整体上市进程将显著加快。

1、原中生集团内部资源整合和融资需求强烈

原中生集团 03 年 8 月组建而成，06 年开始致力于消除集团内部同业竞争，旗下 6 大生研所的疫苗在各省进行统一招标，一致对外，但，6 大所分散在 6 个省市，生产不集中，生产成本无法体现规模优势。

为适应出口认证需要和环保，6 大生研所普遍面临产能扩建、生产厂区搬迁、生产装备更新换代，资金需求很大。以上海生研所为例，60 年的疫苗生产历史，其裂解型流感疫苗质量一直在业内领先。华兰生物利用上市融资、新建流感疫苗的产能和装备一举超越了上海所。

2、新国药集团利用其强大资本运营能力，将较快完成原中生集团内部资源整合，形成强大的中国生物（天坛生物）融资平台

原中生集团 06 年曾经对旗下 6 大生研所改制，试图推动整体上市，终因“先有儿子后有老子”推行不力而搁浅。

我们认为，国药集团和中生集团重组为新国药集团，新国药集团将借助其强大的资本运营能力，较快推动原中生集团完成内部资源整合。

以中国生物（天坛生物）为平台的原中生集团内部资产整合、整体上市进程将显著加快，自此，投资中国生物（天坛生物）也即投资原中生集团。

国药集团和中生集团虽然销售规模悬殊，08 年分别实现销售收入 430 亿元和 49 亿元，但，医药分销和生物制药行业的盈利能力也很悬殊，中生集团 08 年已经实现净利润 9.5 亿元，我们预计其 09 年将实现净利润 11 亿，盈利规模还略超过国药集团 10 亿元的预测值。

3、联合重组对双方都是重大利好，也与全球并购热点一致

我们判断：国药集团与中生集团联合重组对双方都是重大利好，中生集团借助国药集团全国分销网络，实施对外收购扩张，进一步提升疫苗和血液制品市场份额，加强垄断经营优势。国药集团旗下的国药股份和一致药业两公司借此机遇、增加疫苗分销业务，培育新的利润增长点。

我们分析：双方联合重组也与全球并购热点一致。09 年 1 季度发生的 3 起跨国药企大并购（辉瑞收购惠氏，默克收购先灵葆雅，罗氏收购基因泰克），3 个被收购目标都是代表全球新药研发和增长新势力的生物制药企业。

表 1：09 年 1 季度三大国际医药巨头重大并购

单位：亿美元

收购方	被收购公司	收购比例	收购金额	收购 PE (08 年)	08 年合并收入
辉瑞	惠氏	100%	680	15	711
默克	先灵葆雅	100%	411	23	424
罗氏	基因泰克	收购剩余 44%，全资控股	468	31	431

资料来源：招商证券研究，各公司年报，雅虎财经

惠氏业务主要集中在生物制药和疫苗领域，重磅产品有：治疗银屑病的生物药 Enbrel 08 年实现销售收入 26 亿美元、全球销量最大的肺炎疫苗 Prevnar 08 年销售收入 27 亿美元。先灵葆雅长效重组人干扰素 08 年销售收入 9.1 亿美元、基因重组人干扰素 08 年销售收入 2.3 亿美元。基因泰克在针对肿瘤的靶向治疗生物药领域全球领先。

二、受 3 大利好推动，原中生集团是整合我国生物制药行业的最大受益者

我们分析：借助国药集团强大的资本运营能力、全国分销网络 and 医院终端的强势，中国生物将实现集团整体上市、向外收购扩张、做大治疗性生物制品，这 3 大利好推动原中生集团成为整合我国生物制药行业的最大受益者。未来 5 年内，原中生集团将寡头垄断我国国内疫苗、血液制品和生物制药，并代表中国出口。

1、利好之一：原中生集团完成内部资源整合以后，其研发生产销售更能发挥规模优势，费用率下降，盈利能力提升

原中生集团 08 年全年产销疫苗 6.2 亿剂次，实现收入 49 亿元，净利润 9.5 亿元，净资产 38 亿元，ROE 高达 26.2%。

表 2：兰州武汉上海所 08 年盈利在原中生集团内领先

(亿元)	收入	利润	利润率
长春所		0.4	
成都所	6.7	1.2	18.4%
兰州所	7.6	3.3	43.5%
上海所	6.7	1.6	23.9%
武汉所	5.5	2.2	40.0%
天坛生物	6.8	2.3	34.0%
原中生集团	49.0	9.5	19.4%

资料来源：招商证券研究（原中生集团为净利润、净利率）

目前，兰州生研所是原中生集团旗下 6 大所中盈利能力最强的公司，08 年利润率高达 43.5%。从这一角度来看，即使撇开原中生集团每年 10 亿元左右的科学器材进出口销售额，其 08 年利润率为 19.4%，未来在完成内部资源整合以后，其研发生产销售更能发挥规模优势和产品系列化优势，费用率有较大下降空间，其盈利能力将获得重大提升。

因此，市场不必过分担忧前期发改委下调了 14 种计划内疫苗出厂价对原中生集团 09 年盈利的负面影响。我们暂时保守预测原中生集团 09 年实现净利润 8 亿元。

2、利好之二：对外收购扩张，整合我国疫苗和血液制品行业

我们一直在研究报告中提示市场：原中生集团是我国唯一 1 家拥有全部计划免疫疫苗的企业集团，各省 CDC 依赖中国生物来完成其计划免疫任务。而计划内疫苗是为计划外疫苗铺路的，计划免疫疫苗能促进计划外疫苗的销售。

国药集团和中生集团两者产业强强联合，原中生集团利用自身的计划内计划外疫苗一体化优势，并借助国药集团全国分销网络，将实施对外收购扩张，进一步提升疫苗和血液制品市场份额，加强垄断经营优势。

我国疫苗行业集中度不高，原中生集团一家独大，许多研发能力较强、拥有 1 个或几个较好疫苗产品获得较好盈利增长的民营企业，将是中国生物的收购目标。

表 3：原中生集团已获批疫苗种类

计划内	计划外
百日咳菌苗	I 型肾综合征出血热灭活疫苗
冻干甲型肝炎减毒活疫苗	23 价肺炎球菌多糖疫苗
冻干精制流行性乙型脑炎灭活疫苗	II 型肾综合征出血热灭活疫苗
冻干麻疹、腮腺炎二联活疫苗	A+C 群脑膜炎球菌多糖疫苗
冻干人用狂犬病疫苗	A 群脑膜炎球菌多糖疫苗
风疹减毒活疫苗	b 型流感嗜血杆菌结合疫苗
风疹减毒活疫苗人二倍体细胞	I 型肾综合征出血热纯化疫苗
钩端螺旋体外膜疫苗	冻干口服福氏、宋内氏痢疾双价活疫苗
钩端螺旋体疫苗	冻干水痘减毒活疫苗
脊髓灰质炎减毒活疫苗糖丸人二倍体细胞	黄热减毒活疫苗
甲型肝炎减毒活疫苗	甲型 H1N1 流感病毒裂解疫苗
麻腮风联合减毒活疫苗	疟疾疫苗
麻疹、腮腺炎二联减毒活疫苗	口服轮状病毒活疫苗
麻疹风疹联合减毒活疫苗	流感病毒裂解疫苗
麻疹减毒活疫苗	流感全病毒灭活疫苗
麻疹腮腺炎风疹联合减毒活疫苗	流行性感病毒裂解疫苗
皮内注射用卡介苗	流行性感裂解疫苗
皮上划痕人用炭疽活疫苗	流行性感灭活疫苗
腮腺炎减毒活疫苗	皮上划痕人用布氏菌活疫苗
双价肾综合征出血热纯化疫苗	皮上划痕用鼠疫活疫苗
双价肾综合征出血热灭活疫苗	气管炎溶菌疫苗
吸附白喉、破伤风联合疫苗	气管炎疫苗
吸附白喉疫苗	人用狂犬病疫苗
吸附百日咳、白喉、破伤风联合疫苗	森林脑炎纯化疫苗
吸附破伤风疫苗	森林脑炎灭活疫苗
吸附无细胞百白破联合疫苗	伤寒、副伤寒甲、乙联合疫苗
吸附无细胞百日咳、白喉、破伤风联合疫苗	伤寒、副伤寒甲联合疫苗
吸附无细胞百日咳疫苗	伤寒 Vi 多糖疫苗
乙型脑炎纯化疫苗	伤寒疫苗
乙型脑炎减毒活疫苗	水痘减毒活疫苗
乙型脑炎灭活疫苗	吸附百日咳、白喉、破伤风、乙型肝炎联合疫苗
重组(CHO 细胞)乙型肝炎疫苗	吸附霍乱类毒素、全菌体疫苗
重组乙型肝炎疫苗(酵母)	

资料来源：SFDA、招商证券研究

3、利好之三：做大治疗性生物制品，整合我国生物制药行业

我国治疗性生物制药子行业分散度高，缺乏销售过亿产品，与跨国巨头先灵葆雅和罗氏极为悬殊。中国生物目前盈利增长主要来自预防性生物制品和血液制品，治疗性生物制品虽然研发强大、拥有 SFDA 生产批文 57 类，在研品种较多，但有史以来，其医院终端销售一直薄弱，销售和利润规模不大。

未来，原中生集团将借助国药集团医院终端的强势，做大治疗性生物制品，最终成为整合我国生物制药的最大赢家。此外，原中生集团的诊断试剂也有望通过国药集团扩大市场份额。

表 4：原中生集团拥有 57 类治疗性生物制品批文

血液制品	免疫调节试剂	抗毒素
冻干静脉注射用人免疫球蛋白	人胎盘片	白喉抗毒素
人血白蛋白	人胎盘血白蛋白	冻干白喉抗毒素
人乙型肝炎免疫球蛋白	人胎盘组织液	冻干多价气性坏疽抗毒素
冻干人免疫球蛋白	溶血素	冻干破伤风抗毒素
冻干人凝血酶原复合物	重组人干扰素 $\alpha 1b$	多价气性坏疽抗毒素
冻干人凝血因子 VIII	重组人干扰素 $\alpha 1b$ 滴眼液	抗狂犬病血清
冻干人纤维蛋白原	重组人干扰素 $\alpha 2a$ 栓剂	抗免疫球蛋白 G 血清-兔抗马 IgG 血清
冻干人血白蛋白	重组人干扰素 γ	抗免疫球蛋白 G 血清-兔抗豚鼠 IgG 血清
冻干人乙型肝炎免疫球蛋白	重组人粒细胞集落刺激因子注射液	抗免疫球蛋白 G 血清-羊抗鼠
冻干组织胺人免疫球蛋白	注射用 A 群链球菌	抗免疫球蛋白 G 血清-羊抗兔 IgG 血清
组织胺人免疫球蛋白	注射用核糖核酸	破伤风抗毒素
结核菌素纯蛋白衍化物	注射用鼠抗人 T 淋巴细胞 CD3 抗原单克隆抗体	肉毒抗毒素
静脉注射用人免疫球蛋白	注射用胸腺肽	
人狂犬病免疫球蛋白	注射用重组人白细胞介素-2	
静注人免疫球蛋白 pH4	注射用重组人干扰素 $\alpha 2a$	
人免疫球蛋白	注射用重组人干扰素 $\alpha 2b$	
卡介苗纯蛋白衍化物	注射用重组人粒细胞巨噬细胞集落刺激因子	
抗人 T 淋巴细胞免疫球蛋白	注射用转移因子	
抗人淋巴细胞免疫球蛋白	总补体	
凝血酶	口服蜡样芽孢杆菌活菌制剂	
人破伤风免疫球蛋白	麻疹病毒血凝素	
	霍乱、伤寒、副伤寒甲、乙菌苗、破伤风类毒素混合制剂	
	卡介苗多糖、核酸制剂	
	短棒状杆菌制剂	

资料来源：SFDA、招商证券研究

表 5：原中生集团已获批诊断试剂种类

A、B、C 群脑膜炎奈瑟氏菌分群试剂	辣根过氧化物酶标记免疫球蛋白结合物-兔抗鼠 IgG 结合物	鼠抗广谱角蛋白单克隆抗体
A 群脑膜炎奈瑟氏菌诊断试剂	辣根过氧化物酶标记免疫球蛋白结合物-羊抗人 IgG 结合物	鼠疫苗 F1 抗体诊断试剂
B 群脑膜炎奈瑟氏菌诊断试剂	辣根过氧化物酶标记免疫球蛋白结合物-羊抗人 IgM 结合物	鼠疫苗 F1 抗体诊断试剂
C 群脑膜炎奈瑟氏菌诊断试剂	辣根过氧化物酶标记免疫球蛋白结合物-羊抗鼠 IgG 结合物	鼠疫苗 F1 抗原
O1 群霍乱弧菌诊断血清	辣根过氧化物酶标记免疫球蛋白结合物-羊抗兔 IgG 结合物	鼠疫苗诊断血清
癌胚抗原诊断试剂盒	辣根过氧化物酶标记免疫球蛋白结合物-冻干兔抗鼠 IgG 结合物	鼠疫苗诊断用噬菌体
白喉抗体诊断试剂	辣根过氧化物酶标记免疫球蛋白结合物-冻干羊抗人 IgG 结合物	宋内氏志贺氏菌多价诊断血清

鲍氏志贺氏菌多价诊断血清	辣根过氧化物酶标记免疫球蛋白结合物-冻干羊抗人 IgM 结合物	炭疽菌抗原
变形菌 OX19 诊断菌液	辣根过氧化物酶标记免疫球蛋白结合物-冻干羊抗兔 IgG 结合物	链球菌溶血素-O-还原剂
变形菌 OX2 诊断菌液	荧光标记免疫球蛋白-兔抗鼠 IgG 荧光诊断血清	炭疽菌诊断血清
变形菌 OXK 诊断菌液	荧光标记免疫球蛋白-羊抗人 IgG 荧光诊断血清	炭疽菌诊断用噬菌体
丙型副伤寒菌诊断菌液	荧光标记免疫球蛋白-羊抗人 IgM 荧光诊断血清	稀释旧结核菌素
丙型肝炎病毒抗体诊断试剂盒	荧光标记免疫球蛋白-羊抗鼠 IgG 荧光诊断血清	锡克试验毒素
布氏菌诊断血清	荧光标记免疫球蛋白-羊抗兔 IgG 荧光诊断血清	小牛血清含量放射免疫分析试剂盒
肠道致病性大肠艾希氏菌诊断血清	人免疫缺陷病毒(HIV)1+2 型抗体酶联免疫法诊断试剂盒	血浆蛋白检测试剂
肠道致病性大肠艾希氏菌属诊断血清	轮状病毒酶标诊断试剂盒	血吸虫虫卵抗体诊断试剂盒
冻干布氏菌诊断血清	轮状病毒诊断试剂盒	乙肝表面抗体诊断血清
冻干抗鼠疫苗噬菌体血清	梅毒甲苯胺红不加热血清试验诊断试剂	乙型副伤寒菌诊断菌液
冻干马抗人 IgE 诊断红细胞	梅毒快速血浆反应素诊断试剂	乙型肝炎病毒 e 抗原诊断试剂盒
冻干人补体 C3 诊断血清	梅毒螺旋体抗体诊断试剂盒	乙型肝炎病毒表面抗原诊断试剂盒
福氏志贺氏菌多价诊断血清	绵羊抗兔血清	乙型肝炎病毒表面抗原诊断血清
钩端螺旋体诊断血清	脑膜炎奈瑟氏菌诊断血清	乙型肝炎病毒核心抗体诊断试剂盒
脊髓灰质炎病毒分型及抗体诊断试剂盒	破伤风抗体诊断试剂	乙型脑炎病毒抗体诊断试剂盒
甲型副伤寒菌诊断菌液	人 IgE 酶标诊断试剂盒	志贺氏菌属诊断血清
抗 A、抗 B 血型定型试剂	人 T 淋巴细胞亚群分群试剂	志贺氏菌属诊断血清
抗人免疫球蛋白轻链 k/λ 型诊断血清	人类免疫缺陷病毒抗体诊断试剂盒	治疗用 A 型肉毒毒素
抗鼠疫苗噬菌体血清	人免疫球蛋白 A 诊断血清	治疗用布氏菌制剂
抗炭疽血清	人免疫球蛋白 G、A、M、D、E 诊断血清	鼠抗 S-100 单克隆抗体
辣根过氧化物酶标记免疫球蛋白结合物	人免疫球蛋白 G 诊断血清	鼠抗大分子角蛋白单克隆抗体
辣根过氧化物酶标记免疫球蛋白结合物	人免疫球蛋白 M 诊断血清	伤寒菌 H901 诊断菌液
辣根过氧化物酶—兔抗辣根过氧化物酶	妊娠胶乳诊断试剂	伤寒菌 O901 诊断菌液
类风湿免疫诊断试剂	肉毒毒素诊断血清	绿脓杆菌诊断血清
流行性出血热诊断红细胞	沙门氏菌属诊断血清	伤寒、副伤寒诊断菌液
流行性乙型脑炎病毒诊断血清	伤寒、副伤寒及变形菌 OX19、OX2、OXK 诊断菌液	含钙凝血活酶

资料来源：SFDA、招商证券研究

三、中国生物（天坛生物）代表了中国生物制药的战略性投资价值，维持“强烈推荐—A”

中国生物（天坛生物）代表了中国生物制药的战略性投资价值，其自身经营业绩增长快慢已不重要。原中生集团旗下的兰州生研所、成都生研所、武汉所和上海所对盈利和盈利增长贡献较大。我们看好中国生物（天坛生物）代表原中生集团整合我国生物制药行业的前景，其合理市值应超过 400 亿元，站在这一角度，中国生物未来股价上行空间巨大，我们维持对中国生物（天坛生物）“强烈推荐—A”评级。国药控股和中国生物将是我国市值最大的两只个股。

附公告原文

北京天坛生物制品股份有限公司公告

我公司控股股东中国生物技术集团公司（以下简称“中国生物”）收到国务院国有资产监督管理委员会《关于中国医药集团总公司与中国生物技术集团公司重组的通知》（国资改革[2009]943号），现将相关内容披露如下：

中国医药集团总公司（以下简称“国药集团”）与中国生物重组事宜已报国务院批准，“国药集团与中国生物实行联合重组，新公司名称仍为‘中国医药集团总公司’，中国生物依法注销。同意将现中国生物控股的重要子企业北京天坛生物制品股份有限公司更名为中国生物技术股份有限公司。”公司将按上述通知要求及相关工商登记注册规定履行更名程序。

特此公告。

北京天坛生物制品股份有限公司董事会
2009年9月22日

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	543	610	1867	1897	1910
现金	157	165	1202	1081	922
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	2	0	0	0	0
应收款项	119	105	257	296	360
其它应收款	4	5	8	9	11
存货	249	267	380	484	585
其他	12	68	20	26	31
非流动资产	552	587	661	963	1346
长期股权投资	21	48	98	98	98
固定资产	334	329	434	738	1122
无形资产	18	16	15	13	12
其他	179	194	114	114	114
资产总计	1095	1196	2528	2860	3256
流动负债	232	283	327	361	394
短期借款	140	150	150	150	150
应付账款	4	6	10	13	16
预收账款	36	64	113	144	175
其他	52	64	54	54	54
长期负债	138	156	156	156	156
长期借款	0	60	60	60	60
其他	138	96	96	96	96
负债合计	369	439	484	518	551
股本	326	488	488	488	488
资本公积金	195	35	1035	1035	1035
留存收益	127	141	311	487	701
少数股东权益	78	93	210	332	481
母公司所有者权益	648	664	1834	2010	2225
负债及权益合计	1095	1196	2528	2860	3256

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	154	276	253	321	382
净利润			253	263	320
折旧摊销			47	47	47
财务费用			3	5	6
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(164)	(120)	(145)
其它			115	126	154
投资活动现金流	(77)	(176)	(120)	(350)	(430)
资本支出			(150)	(350)	(430)
其他投资			30	0	0
筹资活动现金流	(73)	(93)	904	(91)	(111)
借款变动			(10)	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			1001	0	0
股利分配			(84)	(87)	(106)
其他			(3)	(5)	(6)
现金净增加额	4	8	1037	(120)	(159)

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	531	683	1174	1354	1642
营业成本	200	240	405	516	624
营业税金及附加	3	5	8	9	11
营业费用	55	87	149	172	209
管理费用	77	100	173	199	241
财务费用	6	13	3	5	6
资产减值损失	6	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	(1)	0	0	0
营业利润	183	227	436	453	551
营业外收入	0	6	0	0	0
营业外支出	4	2	0	0	0
利润总额	180	232	436	453	551
所得税	30	37	65	68	83
净利润	149	195	371	385	468
少数股东损益	45	62	117	122	148
母公司所有者净利润	105	133	253	263	320
EPS (元)	0.21	0.27	0.52	0.54	0.66

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	27%	29%	72%	15%	21%
营业利润	43%	24%	92%	4%	22%
净利润	3%	27%	90%	4%	22%
获利能力					
毛利率	62.3%	64.8%	65.5%	61.9%	62.0%
净利率	19.7%	19.5%	21.6%	19.4%	19.5%
ROE	10.8%	20.1%	13.8%	13.1%	14.4%
ROIC	18.1%	20.7%	16.6%	15.2%	16.2%
偿债能力					
资产负债率	33.7%	36.7%	19.1%	18.1%	16.9%
净负债比率	12.8%	18.4%	8.3%	7.3%	6.4%
流动比率	2.3	2.2	5.7	5.3	4.8
速动比率	1.3	1.2	4.5	3.9	3.4
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
存货周转率	0.9	0.9	1.3	1.2	1.2
应收帐款周转率	4.3	6.1	6.5	4.9	5.0
应付帐款周转率	41.7	50.8	50.5	44.8	43.8
每股资料(元)					
每股收益	0.21	0.27	0.52	0.54	0.66
每股经营现金	0.47	0.57	0.52	0.66	0.78
每股净资产	1.99	1.36	3.76	4.12	4.56
每股股利	0.18	0.09	0.17	0.18	0.22
估值比率					
PE	132.1	103.7	54.6	52.6	43.2
PB	14.2	20.8	7.5	6.9	6.2
EV/EBITDA	36.1	29.3	16.8	16.2	13.5

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。

崔文亮，北京大学光华管理学院金融学硕士，北京大学化学与分子工程学院化学学士，曾在国内多家一流券商、基金研究部实习过，2009年加盟招商证券，目前为招商证券医药行业助理分析师。

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

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。