

## 贵州百灵 002424.SZ

# 民族特色，苗药龙头

◇ 报告起因: 新股上市

### ◆ 特色苗药, 收入和净利润稳定增长

公司主要产品为咳速停糖浆(及胶囊)、维C银翘片、银丹心脑通软胶囊、金感胶囊等, 其中拥有自主知识产权的苗药产品销售额占药品工业收入的比例为 50%左右。公司 2009 年实现营业收入 7.34 亿元, 较 2008 增长 20.9%, 净利润 1.11 亿元, 较 2008 年增长 39.07%, 营业收入与净利润均实现稳定增长。

### ◆ 咳速停和维C银翘片市场份额靠前, 银丹心脑通软胶囊增长潜力大

咳速停糖浆(及胶囊)是目前本公司最大的生产品种, 销售额为 1.87 亿元, 占公司药品工业收入的 26%, 终端市场规模为 2.82 亿元, 居于第四位, 市场规模稳定。维C银翘片的零售价格非常低, 日均最大服用单价最低, 本公司生产的维C银翘片以其质优价廉加上有效的营销措施, 成为维C银翘片市场的最大品牌。银丹心脑通软胶囊针对发病的内因从整体着手治疗心脑血管病, 对心脑血管疾病的多种症状具有全面治疗作用, 具有很大成长潜力

### ◆ 公司具有独特的苗药优势和品牌优势

苗药以其源于天然、副作用小的特点和优势, 越来越受到人们的关注。2007 年 1 月公司使用的“百灵鸟及图”的商标, 被认定为“中国驰名商标”。使用“百灵鸟及图”商标的产品咳速停糖浆(及胶囊)、维C银翘片等已在全国形成较强的市场影响力和较高的品牌认同度。“百灵鸟”品牌和“百灵鸟及图”商标良好的形象, 为本公司产品推广和销售打下了坚实的基础。

### ◆ 盈利预测与估值:

预计公司 2010-2012 年实现营业收入 8.81 亿元、10.67 亿元、12.80 亿元, 同比增长 20%、21%与 20%。实现净利润为 1.47 亿元、1.95 亿元、2.40 亿元, 同比增长 32.07%、32.15%、23.11%。EPS 分别为 1.00 元、1.33 元、1.63 元。我们按照公司 2010 年业绩 40-45 倍的市盈率估值, 贵州百灵上市合理定价在每股 40-45 元之间。

### 业绩预测和估值指标

| 指标             | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 607    | 735    | 881    | 1,067  | 1,280  |
| 净利润(百万元)       | 80     | 112    | 147    | 195    | 240    |
| 每股收益           | 0.55   | 0.76   | 1.00   | 1.33   | 1.63   |
| 每股自由现金流(FCFF)  | 0.25   | 1.36   | -0.42  | 0.21   | 0.34   |
| 经营性 ROIC       | 15.78% | 18.76% | 16.98% | 17.84% | 18.88% |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 30.56% | 29.82% | 7.37%  | 9.05%  | 10.28% |

预计上市合理价 40-45 元

分析师: 姚杰

(执业证书编号: S0930210030003)

021-22169153

yaoj@ebscn.com

### 发行数据

|              |            |
|--------------|------------|
| 发行价格(元)      | 40.00      |
| 发行规模(百万股)    | 37         |
| 发行后总股本(百万股)  | 147        |
| 发行方式         | 网下询价, 上网定价 |
| 发行日期         | 2010-05-24 |
| 主承销商         | 宏源证券股份有限公司 |
| 主要股东         | 姜伟         |
| 第一大股东持有比例(%) | 70.46%     |

### 募股资金投向

|      |         |
|------|---------|
| 项目名称 | 金额(百万元) |
| 总金额  | 1480    |

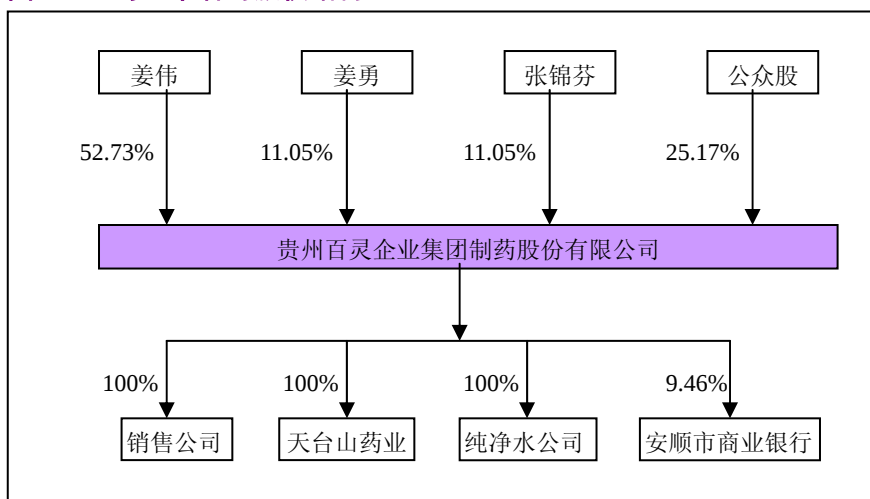
### 相关报告:

## 1.0 公司概况

公司地处贵州省安顺市，是我国最大的苗药研发、生产企业之一。公司主营业务是以苗药为主的中成药的生产、销售，主要产品为咳速停糖浆（及胶囊）、维 C 银翘片、银丹心脑通软胶囊、金感胶囊等。公司及全资子公司天台山药业现拥有药品批准文号 107 个，涉及片剂、胶囊剂、软胶囊剂等 12 种剂型，其中入选《国家基本药物目录（基层 2009 年版）》的品种 48 个，入选《医保目录（2009 年版）》的品种 44 个。本公司在苗药领域的综合实力较强，已具备整合苗药行业及相关资源的能力。

公司前身为 1970 年成立的贵州省安顺制药厂，2007 年 12 月整体变更设立贵州百灵企业集团制药股份有限公司。本次发行前发行人股本总额 11,000 万股，本次拟公开发行人 3,700 万股，占发行后发行人总股本的 25.17%。董事长姜伟先生是公司的控股股东，发行前持有贵州百灵 70.46% 的股份，是公司的实际控制人。此外，公司下属有三个全资子公司和一个参股公司。

图 1：公司上市后的股权结构

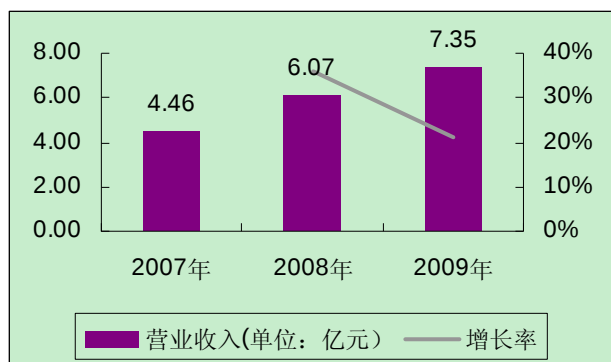


资料来源：公司招股说明书 光大证券研究所

目前公司主要从事止咳化痰用药、感冒用药及心脑血管用药系列中成药等产品的生产与销售，以及其他天然药物和化学药物的研究开发。主要产品为咳速停糖浆（及胶囊）、维 C 银翘片、银丹心脑通软胶囊、金感胶囊等，其中拥有自主知识产权的苗药产品销售额占药品工业收入的比例为 50% 左右。公司 2009 年实现营业收入 7.34 亿元，较 2008 增长 20.9%，净利润 1.11 亿元，较 2008 年增长 39.07%，营业收入与净利润均实现稳定增长。

**图 2. 公司 2009 年实现收入 7.34 亿元**

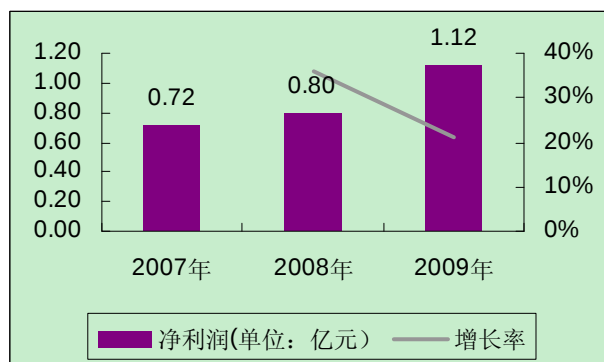
公司 2007-2009 年营业收入情况



资料来源: 公司招股说明书 光大证券研究所

**图 3. 公司 2009 年净利润为 1.11 亿元**

公司 2007-2009 年净利润情况



资料来源: 公司招股说明书 光大证券研究所

## 2.0 主营业务分析

**表 1 公司主要产品的用途**

| 产品名称       | 所属细分行业  | 用途                                                                          |
|------------|---------|-----------------------------------------------------------------------------|
| 咳速停糖浆（及胶囊） | 止咳化痰类用药 | 补气养阴，润肺止咳，益胃生津。用于感冒及慢性支气管炎引起的咳嗽，咽干，咯痰，气喘。                                   |
| 维 C 银翘片    | 感冒类用药   | 辛凉解表，清热解毒。用于流行性感冒引起的发热头痛、咳嗽、口干、咽喉疼痛。                                        |
| 银丹心脑血管软胶囊  | 心脑血管类用药 | 活血化瘀、行气止痛，消食化滞。用于气滞血瘀引起的胸痹，症见胸痛，胸闷，气短，心悸等；冠心病心绞痛，高脂血症、脑动脉硬化，中风、中风后遗症见上述症状者。 |

资料来源: 公司招股说明书

### 2.1 咳速停糖浆（及胶囊）：止咳化痰类市场份额第四

咳速停糖浆（及胶囊）是目前本公司最大的生产品种，也是国内销售额最大的苗药产品之一，属于止咳化痰类中成药。其处方来源于贵州苗族地区民间验方，组分独特，全部由天然植物药组成，不含任何化学药物成分。经临床验证证明，咳速停糖浆（及胶囊）既止咳化痰，又润肺养阴，既补气生津，又止痛消炎。对由感冒及急、慢性支气管炎引起的咳嗽、咽干、咳痰、气喘等症状的临床疗效非常显著。

2009 年咳速停糖浆（及胶囊）的销售额为 1.87 亿元，占公司药品工业收入的 26%，终端市场规模为 2.82 亿元，位于念慈庵蜜炼川贝枇杷膏、太极急支糖浆、潘高寿止咳系列之后，居于第四位，且市场规模稳定。

| 序号 | 产品         | 生产商       | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 |
|----|------------|-----------|--------|--------|--------|
| 1  | 念慈庵蜜炼川贝枇杷膏 | 香港京都念慈庵   | 26.78% | 23.36% | 23.09% |
| 2  | 太极急支糖浆     | 太极集团      | 9.01%  | 7.80%  | 7.27%  |
| 3  | 潘高寿止咳系列    | 广州潘高寿药业   | 7.32%  | 6.13%  | 5.87%  |
| 4  | 咳速停糖浆（及胶囊） | 本公司       | 5.55%  | 5.52%  | 5.07%  |
| 5  | 一力咳特灵      | 广州白云山制药总厂 | 5.06%  | 4.98%  | 4.98%  |
| 6  | 神奇止咳露      | 贵州神奇药业    | 5.13%  | 4.71%  | 4.15%  |
| 7  | 百令胶囊       | 杭州中美华东医药  | 4.12%  | 4.24%  | 4.79%  |
| 8  | 克咳系列       | 贵州益佰制药    | 2.96%  | 2.38%  | 2.27%  |
| 合计 |            |           | 65.95% | 59.12% | 57.49% |

资料来源：公司招股说明书

随着中药现代化步伐的加快，中成药产品的疗效和优势日益凸显，止咳化痰中成药市场也将水涨船高。2009 年止咳化痰药总体市场规模已达到 72.06 亿元，其中中成药市场规模达到了 55.59 亿元，2005-2009 年止咳化痰中成药市场规模复合平均增长率为 10.25%，预计到 2011 年我国止咳化痰中成药市场总规模将达到 70 亿元以上。

## 2.2 维 C 银翘片：感冒药市场份额第四

维 C 银翘片是本公司的主导产品之一，是在清代名医吴瑭《温病条辨》所载“银翘散”方的基础上，加入可缓解感冒症状的西药与之协同作用，中西药结合，标本兼治。维 C 银翘片的零售价格非常低，日均最大服用单价最低，以其较低价格、较好的疗效和深入人心的品牌，在感冒药市场上具有一定的竞争优势。

目前在市场上销售的维 C 银翘片的厂家共有 40 多个，本公司生产的维 C 银翘片以其质优价廉加上有效的营销措施，成为维 C 银翘片市场的最大品牌，2009 年按零售销售额统计，在整个维 C 银翘片市场的占有率达到 48.40%，市场地位稳固，品牌优势明显。

从 2009 年市场零售销售额排名前十位品牌的增长率来看，感冒类用药中的中成药和中西结合药的增长势头明显好于西药，其中中西结合类的 999 感冒灵系列和维 C 银翘片近两年均保持年均 10%以上的增速。2009 年本公司的维 C 银翘片市场零售销售额排名第四位，达到 6.06 亿元，增长率达到 37.19%，在中西结合类感冒药中，其销售额仅次于 999 感冒灵系列，保持较好的市场前景。

## 2.3 银丹心脑血管软胶囊：苗药特色，增长潜力大

银丹心脑血管软胶囊是公司自主开发的苗药制剂，公司拥有发明专利。与传统治疗心脑血管病的药品不同，银丹心脑血管软胶囊提出了“四位一体”的理念，即从心、脑、血管和血液等四方面出发，针对发病的内因从整体着手治疗心脑血管病，对心脑血管疾病的多种症状具有全面治疗作用，避免了普通药物的组方缺陷，心脑血管同治，疗效全面。银丹心脑血管软胶囊放弃全蝎、蜈蚣等易产生燥热和肠胃刺激的动物类成份，选取绿色、无副作用的纯天然植物为主要成份，服用安全、副作用小。

公司银丹心脑血管软胶囊上市时间较短，2009 年市场零售销售额为 2.25 亿元，目前市场份额较小，但近三年年均增长率达到 109.32%，呈现明显的快速增长的势头，远远超过了其他心脑血管用药的增长速度及整个心脑血管药市场的增长速度，是市场上具有很大成长潜力的产品，随着公司医院销售渠道的开发，该产品的品牌影响力将不断得到提升，预计在未来几年仍将保持高速增长的势头。

## 3.0 公司竞争优势分析

### 3.1 独特的苗药优势

苗药多用鲜药，主要以植物药为主，很少使用动物药和矿物药，在重金属和微生物数量方面更易于控制，药物的安全性较高。随着化学药品毒副作用的不断出现，医源性、药源性疾病的日益增加，天然药物以其源于天然、副作用小的特点和优势，越来越受到人们的关注。2007 年科技部等 16 个部委发布了《中医药创新发展规划纲要（2006-2020 年）》，要求优先发展的领域包括民族医药、民间疗法的系统整理和评价研究。2006 年国家发改委发布的《医药行业“十一五”发展指导意见》要求要继续推进藏、蒙、维、傣、彝、苗药等特色民族药物现代化。

### 3.2 品牌优势

公司在经营活动中注重信誉和产品品质，积极承担社会责任，树立了良好的品牌形象，多年以来，公司品牌获得消费者的广泛认同，赢得了较高的知名度。2007 年 1 月公司使用的“百灵鸟及图”的商标，被认定为“中国驰名商标”。使用“百灵鸟及图”商标的产品咳速停糖浆（及胶囊）、维 C 银翘片等已在全国形成较强的市场影响力和较高的品牌认同度。“百灵鸟”品牌和“百灵鸟及图”商标良好的形象，为本公司产品推广和销售打下了坚实的基础。

### 3.3 营销优势

经过十年的发展，公司已形成了体系完善、结构合理、多元并存的营销模式。公司自建销售网络遍布全国各地城市、乡镇的零售终端，具备了多层次整合营销的能力。

公司 OTC 销售采取销售总部、省级销售经理、地市级销售代表、县乡业务员四级管理体系。截止 2009 年末，在全国已设立 31 个省级办事处，300 多个地级联络点。与全国销售额上亿元的大型医药物流公司均建立了良好的合作关系。公司处方药销售网络也加快了建设的步伐，截止 2009 年末，已开发二甲以上医院 900 多家。随着公司医院销售队伍的壮大和医院销售网络的不断完善，药品销售的两条主干线已基本形成，将进一步提升公司的市场份额和品牌影响力。

### 3.4 研发优势

公司药物技术中心现有专兼职科研人员 201 人，高级技术职称 41 人，中级技术职称 33 人。技术中心拥有较强的人才力量，在技术创新上拥有丰富的经验和较强的开发能力。

公司技术中心坚持走苗药现代化道路，结合贵州丰富的植物资源，大力开发苗药，获得多项科技成果。技术中心积极采用纳米膜分离技术、超临界 CO<sub>2</sub> 萃取技术、色谱纯化技术等先进技术改造传统产业，完成了苗药地方标准上升国家标准等一批重大技术创新项目。

公司目前已经拥有 16 项发明专利，其中 7 个苗药产品咳速停胶囊、咳速停糖浆、泻停封胶囊、感清糖浆、复方一枝黄花喷雾剂、胆炎康胶囊、银丹心脑血管软胶囊全部获发明专利，拥有自主知识产权，公司目前还在继续申请的发明专利共 18 项。目前公司正在进行研究开发的包括抗乙型肝炎病毒肝炎化药一类新药 Y101、治疗阿尔茨海默病中药一类新药 X002 等 13 个药品研究项目。

## 4.0 募集资金项目分析

本次上市预计共能募集资金 148,000 万元，募集资金将按照轻重缓急顺序投入以下项目：

| 序号 | 项目名称              | 投资额（单位：万元） |
|----|-------------------|------------|
| 1  | 天台山药业 GMP 生产线建设项目 | 22,000.00  |
| 2  | GAP 种植基地建设项目      | 4,859.78   |
| 3  | 技术中心建设项目          | 4,984.63   |
| 4  | 营销网络建设项目          | 3,230.70   |

## 5.0 盈利预测和估值

预计公司 2010-2012 年实现营业收入 8.81 亿元、10.67 亿元、12.80 亿元，同比增长 20%、21%与 20%。实现净利润为 1.47 亿元、1.95 亿元、2.40 亿元，同比增长 32.07%、32.15%、23.11%。EPS 分别为 1.00 元、1.33 元、1.63 元。我们按照公司 2010 年业绩 40-45 倍的市盈率估值，贵州百灵上市合理定价在每股 40-45 元之间。

## 6.0 风险提示

### 6.1 市场开发风险

2009 年公司两大主导产品咳速停糖浆（及胶囊）和维 C 银翘片在同类市场中的排名均为第 4 位，已经是我国同类市场的主要产品，市场占有率要继续快速上升存在一定难度。

### 6.2 主要原材料供应风险

公司的苗药专利产品咳速停糖浆（及胶囊）是公司主导产品，其主要原材料为吉祥草、虎耳草、百尾参等，这些药材目前均为野生药材，目前由公司安排专业人员专职采购。但由于中药材多为自然生长、季节采集，其生长受到气候、土壤、日照等自然因素的影响，上述因素的变化可能影响药材正常生长或导致其中有效药用成分含量不足，自然灾害、市场供求关系等因素变化也会影响原材料的供应，导致本公司产品成本发生变化，从而一定程度上影响公司正常盈利水平。

维 C 银翘片的主要原材料为金银花、连翘、甘草、芦根、维生素 C、对乙酰氨基酚等，其中金银花、连翘等中药材虽然已经实现大面积家种种植，但由于受自然条件的影响大，在供应量上和价格上都可能产生较大的波动；维生素 C、对乙酰氨基酚属于工业品，易受到国内、国际行情及环保政策的影响，在价格上可能产生较大的波动，存在影响公司经营业绩的风险。

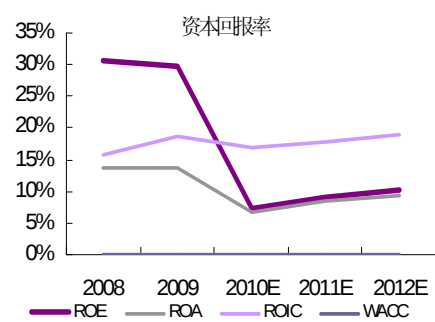
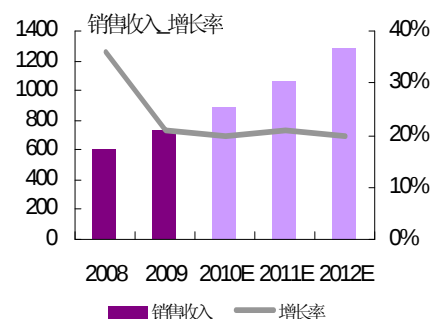
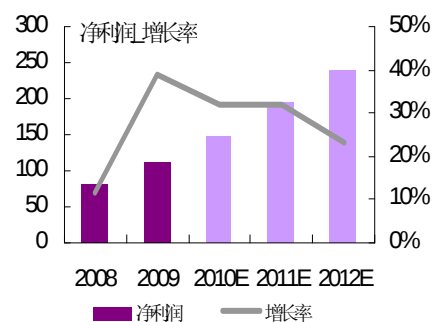
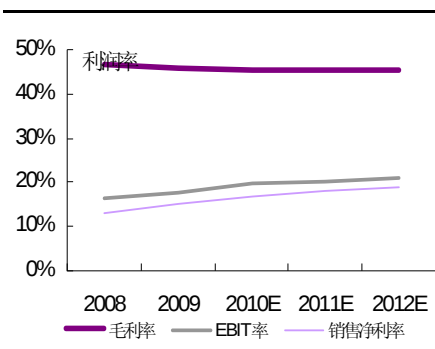
### 6.3 新产品开发和审批风险

由于医药产品具有高科技、高风险、高附加值的特点，新药开发的前期研发以及产品从研制、临床试验报批到投产的周期长、环节多，容易受到一些不可预测因素的影响，公司存在新产品开发和审批风险。

2009 年 3 月，公司与贵州省中国科学院天然产物化学重点实验室、天

津药物研究所、解放军 302 医院签定关于“化药一类新药 Y101(暂定名)开发”的《技术合作开发合同》Y101 是在苗药药材马蹄金提取物马蹄金素的药物原理上合成的新型化学药，医学用途是治疗乙肝。根据合同的约定：公司负责 Y101 项目的临床研究工作并申报《新药证书》和《生产批件》；公司需要承担 Y101 项目的临床前研究及相关专利技术转让费用共 3,000 万元，其中在获得《新药证书》和《生产批件》之前需要承担 2,000 万元的研发费用。用于治疗乙肝的“化药一类新药 Y101”研究项目的学术带头人为天津药物研究院刘昌孝院士（中国工程院）、贵阳医学院梁光义院长、解放军 302 医院黄正明教授，目前 Y101 已经完成合成工艺路线、质量标准草案、药理药效学、急性毒理学等的临床前研究，在获取临床批件前尚需要完成合成优化、长期毒理性实验。目前 Y101 研发进展顺利，但是将来仍然存在不能获得《新药证书》和《药品生产批件》的可能性。

## 财务报表及预测



| 利润表 (百万元) | 2008  | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 607   | 735    | 881    | 1,067  | 1,280  |
| 营业成本      | 324   | 398    | 480    | 581    | 698    |
| 折旧和摊销     | 0     | 76     | 12     | 14     | 15     |
| 营业税费      | 6     | 7      | 9      | 11     | 13     |
| 销售费用      | 123   | 144    | 172    | 203    | 237    |
| 管理费用      | 39    | 41     | 47     | 53     | 61     |
| 财务费用      | 15    | 13     | 1      | -11    | -12    |
| 公允价值变动损益  | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益      | 0     | 0      | 1      | 1      | 1      |
| 营业利润      | 99    | 131    | 174    | 229    | 282    |
| 利润总额      | 97    | 131    | 174    | 229    | 282    |
| 少数股东损益    | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 归属母公司净利润  | 80.30 | 111.67 | 147.48 | 194.90 | 239.95 |

| 资产负债表 (百万元) | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 总资产         | 583  | 820  | 2,159 | 2,342 | 2,560 |
| 流动资产        | 465  | 693  | 1,995 | 2,142 | 2,346 |
| 货币资金        | 35   | 205  | 1,388 | 1,442 | 1,507 |
| 交易型金融资产     | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应收帐款        | 110  | 99   | 133   | 160   | 192   |
| 应收票据        | 150  | 185  | 220   | 267   | 320   |
| 其他应收款       | 18   | 17   | 52    | 29    | 33    |
| 存货          | 99   | 90   | 106   | 128   | 153   |
| 可供出售投资      | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 持有到期金融资产    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资        | 9    | 9    | 9     | 9     | 9     |
| 固定资产        | 75   | 75   | 107   | 139   | 153   |
| 无形资产        | 29   | 31   | 29    | 28    | 26    |
| 总负债         | 321  | 445  | 157   | 189   | 226   |
| 无息负债        | 104  | 165  | 157   | 189   | 226   |
| 有息负债        | 217  | 281  | 0     | 0     | 0     |
| 股东权益        | 263  | 374  | 2,002 | 2,153 | 2,334 |
| 股本          | 110  | 110  | 147   | 147   | 147   |
| 公积金         | 51   | 61   | 1,526 | 1,555 | 1,591 |
| 未分配利润       | 102  | 204  | 329   | 451   | 596   |
| 少数股东权益      | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |

| 现金流量表 (百万元) | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流     | -40  | 125  | 35    | 136   | 142   |
| 净利润         | 80   | 112  | 147   | 195   | 240   |
| 折旧摊销        | 0    | 76   | 12    | 14    | 15    |
| 净营运资金增加     | 91   | 33   | 171   | 117   | 165   |
| 其他          | -212 | -96  | -296  | -190  | -278  |
| 投资活动产生现金流   | 88   | -26  | -50   | -50   | -30   |
| 净资本支出       | -29  | -31  | 50    | 50    | 30    |
| 长期投资变化      | 9    | 9    | 0     | 0     | 0     |
| 其他资产变化      | 109  | -4   | -100  | -100  | -60   |
| 融资活动现金流     | -25  | 54   | 1,198 | -33   | -46   |
| 股本变化        | 0    | 0    | 37    | 0     | 0     |
| 债务净变化       | -15  | 63   | -281  | 0     | 0     |
| 无息负债变化      | 20   | 61   | -8    | 32    | 37    |
| 净现金流        | 23   | 153  | 1,183 | 53    | 66    |

资料来源：光大证券、上市公司

| 关键指标                    | 2008    | 2009    | 2010E    | 2011E    | 2012E   |
|-------------------------|---------|---------|----------|----------|---------|
| <b>成长能力 (%YoY)</b>      |         |         |          |          |         |
| 收入增长率                   | 36.12%  | 20.94%  | 20.00%   | 21.00%   | 20.00%  |
| 净利润增长率                  | 11.67%  | 39.07%  | 32.07%   | 32.15%   | 23.11%  |
| EBITDA 增长率              | 14.52%  | 108.32% | -15.49%  | 24.16%   | 23.36%  |
| EBIT 增长率                | 14.52%  | 31.48%  | 20.86%   | 24.83%   | 24.17%  |
| <b>估值指标</b>             |         |         |          |          |         |
| PE                      | 0       | 0       | 0        | 0        | 0       |
| PB                      | 0       | 0       | 0        | 0        | 0       |
| EV/EBITDA               | 3       | 1       | -6       | -5       | -4      |
| EV/EBIT                 | 3       | 2       | -6       | -5       | -4      |
| EV/NOPLAT               | 4       | 2       | -8       | -6       | -5      |
| EV/Sales                | 1       | 0       | -1       | -1       | -1      |
| EV/IC                   | 1       | 0       | -1       | -1       | -1      |
| <b>盈利能力 (%)</b>         |         |         |          |          |         |
| 毛利率                     | 46.69%  | 45.83%  | 45.50%   | 45.50%   | 45.50%  |
| EBITDA 率                | 16.33%  | 28.13%  | 21.09%   | 21.64%   | 22.25%  |
| EBIT 率                  | 16.33%  | 17.75%  | 19.71%   | 20.33%   | 21.04%  |
| 税前净利润率                  | 15.94%  | 17.90%  | 19.68%   | 21.50%   | 22.06%  |
| 税后净利润率 (归属母公司)          | 13.22%  | 15.20%  | 16.73%   | 18.27%   | 18.75%  |
| ROA                     | 13.76%  | 13.62%  | 6.83%    | 8.32%    | 9.37%   |
| ROE (归属母公司) (摊薄)        | 30.56%  | 29.82%  | 7.37%    | 9.05%    | 10.28%  |
| 经营性 ROIC                | 15.78%  | 18.76%  | 16.98%   | 17.84%   | 18.88%  |
| <b>偿债能力</b>             |         |         |          |          |         |
| 流动比率                    | 1.46    | 1.56    | 12.79    | 11.38    | 10.42   |
| 速动比率                    | 115.11% | 135.63% | 1210.81% | 1070.23% | 973.46% |
| 归属母公司权益/有息债务            | 1.21    | 1.33    | -        | -        | -       |
| 有形资产/有息债务               | 2.54    | 2.80    | -        | -        | -       |
| <b>每股指标(按最新预测年度股本计)</b> |         |         |          |          |         |
| EPS                     | 0.55    | 0.76    | 1.00     | 1.33     | 1.63    |
| 每股红利                    | 0.00    | 0.00    | 0.30     | 0.40     | 0.49    |
| 每股经营现金流                 | -0.27   | 0.85    | 0.24     | 0.93     | 0.97    |
| 每股自由现金流(FCFF)           | 0.25    | 1.36    | -0.42    | 0.21     | 0.34    |
| 每股净资产                   | 1.79    | 2.55    | 13.62    | 14.64    | 15.88   |
| 每股销售收入                  | 4.13    | 5.00    | 6.00     | 7.26     | 8.71    |

资料来源：光大证券、上市公司

## 分析师介绍

姚杰，澳大利亚 VICTORIA UNIVERSITY 金融学硕士。2005 年 9 月加盟光大证券研究所，医药行业研究员，曾在多家医药企业从事过市场营销方面的工作。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；  
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；  
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；  
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；  
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。  
市场基准指数为沪深 300 指数。

## 特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

## 光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040  
总机: 021-22169999

## 光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040  
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

| 销售小组        | 姓名       | 办公电话          | 手机          | 电子邮件              |
|-------------|----------|---------------|-------------|-------------------|
| <b>北京</b>   |          |               |             |                   |
|             | 李大志 (主管) | 010-68567189  | 13810794466 | lidz@ebscn.com    |
|             | 郝辉       | 010-68561722  | 13511017986 | haohui@ebscn.com  |
|             | 孙威       | 010-68567231  | 13701026120 | sunwei@ebscn.com  |
|             | 吴江       | 010-68561595  | 13718402651 | wujiang@ebscn.com |
|             | 黄怡       | 010-68567231  | 13699271001 | huangyi@ebscn.com |
|             | 吴朝阳      | 010-68561722  | 15811098222 | wuzy@ebscn.com    |
| <b>上海</b>   |          |               |             |                   |
|             | 杨日昕 (主管) | 021-22169082  | 13817003122 | yangrx@ebscn.com  |
|             | 平珂 (主管)  | 021-22169152  | 13818133101 | pingke@ebscn.com  |
|             | 王莉本      | 021-22169083  | 13641659577 | wanglb@ebscn.com  |
|             | 周薇薇      | 021-22169087  | 13671735383 | zhouww1@ebscn.com |
|             | 严非       | 021-22169086  | 13127948482 | yanfei@ebscn.com  |
|             | 王宇       | 021-22169131  | 13918264889 | wangyu1@ebscn.com |
| <b>深圳</b>   |          |               |             |                   |
|             | 王汗青 (主管) | 0755-83024403 | 13501136670 | wanghq@ebscn.com  |
|             | 黎晓宇      | 0755-83024434 | 13823771340 | lixyl@ebscn.com   |
|             | 黄鹂华      | 0755-83024396 | 13802266623 | huanglh@ebscn.com |
|             | 张晓峰      | 0755-83024431 | 13926576680 | zhangxf@ebscn.com |
| <b>专题</b>   |          |               |             |                   |
| <b>QFII</b> |          |               |             |                   |
|             | 濮维娜      | 021-62152373  | 13301619955 | puwn@ebscn.com    |
|             | 陶奕       | 021-62152393  | 13788947019 | taoyi@ebscn.com   |
|             | 满国强      | 021-62152393  | 15821755866 | mangq@ebscn.com   |

## 免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。