

产品结构优化，国际合作或超预期

报告要点

■ 区位优势明显的特色原料药新秀

公司地处拥有众多优秀医药化工企业的台州，主要从事原料药及医药中间体的生产和销售。罗煜竑是公司的第二代接班人，2009年4月接替父亲担任董事长，逐步重组了管理层。

■ 传统业务产品结构优化，毛利率不断提升

传统业务 4-AA、氟苯尼考、克林霉素等产品下游需求比较旺盛，公司产品竞争力强，市场占有率高。公司产品结构调整基本完成，高毛利率品种占比上升，低毛利的精细化工产品占比下降，凝练了培南类（4-AA 中间体等）、降糖类（瑞格列奈、伏格列波糖、西他列汀等）、心血管类药物（阿利克伦等）三大未来发展方向，提供较高的安全边际。

■ 国际合作或超预期，模式有望得到复制

2008 年，公司与德国勃林格殷格翰（BII）达成了战略生产合作协议，2009 年下半年，BII 已经开始商业化采购采购合同产品，采购金额约 3500 万元。今年与 BII 合作有超预期的可能。公司正在寻求与包括辉瑞在内的其他大型跨国药企的合作机会，与 BII 的合作模式有望得到复制。

■ 预计 2010-2011 年 EPS 为 0.61 元、0.89 元，给予“推荐”评级

公司正处在转型升级的关键时期，成长性较好，具有较高的投资价值。预计 2010-2011 年 EPS 分别为 0.61 元、0.89 元，根据中期业绩预告乐观判断，全年业绩甚至有再超预期的可能，按 2011 年 30 倍 PE，公司合理价位在 26.7 元，给予“推荐”评级。

主要财务指标

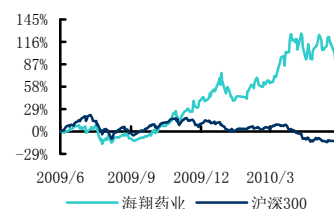
	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	893	1033	1240	1507
增长率（%）	-16%	16%	20%	22%
归属母公司所有者净利润（百万元）	30.3	97.6	142.3	175.8
增长率（%）	18%	222%	46%	24%
每股收益（元）	0.189	0.608	0.886	1.095
净资产收益率（%）	5.4%	15.2%	18.7%	19.3%

当前股价：17.54
 医疗保健行业评级：看好

公司基本数据 2010. 6. 25

总股本(万股)	16050
流通 A 股/B 股(万股)	12193/0
资产负债率	43.61%
每股净资产(元)	3.50
市盈率(当前)	92.90
市净率(当前)	5.01
12 个月内最高/最低价	19.69/7.06

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《医药行业：把握重点子行业发展趋势》
 2010-6-23
 《两种情形，不同应对---2010 年医药中期策略》
 2010-6-22
 《医药行业：2010 年 6 月份投资策略》2010-6-3

分析师：

严鹏
 (8621) 68751065
 yanpeng@cjsc.com.cn
 执业证书编号：S0490209040220
 联系人：
 刘舒畅
 (8621) 68751070
 liusc@cjsc.com.cn

正文目录

投资主题	4
产品结构优化，国际合作或超预期	4
业绩预测及估值	4
风险提示	4
区域优势明显的原料药新秀	4
管理层顺利交接	5
产品线丰富，抗生素类突出	5
传统业务提供安全边际	6
4-AA 龙头企业，受益于未来行业膨胀	6
氟苯尼考产量全国第一，价格回暖	8
海外认证取得突破，川南基地扭亏为盈	9
产品结构调整奠定未来成长基础	10
转型升级具有想象空间	11
与 BII 合作进展顺利，继续寻求其他合作机会	11
股权激励，加速企业转型升级	12
盈利预测	13
核心假设	13
股价催化因素	14

图表目录

图 1: 公司股权结构	5
图 2: 2009 年公司收入结构	6
图 3: 2009 年全球培南类规模达到 30 亿美元	7
图 4: 2005-2009 年国内美罗培南医院终端销售快速增长	7
图 5: 2006-2009 年 AA 出口量年复合增长率达 170%（单位：公斤）	8
图 6: 2006-2009 年 4-AA 出口金额增长迅速（单位：万美元）	8
图 7: 2004-2010 年氟苯尼考价格（单位：元/kg）	9
图 8: 2009 年氟苯尼考主要厂商出口份额	9
图 9: 2004-2009 年公司主营业务收入结构变化	10
图 10: 公司主要产品毛利率情况	11
图 11: 全球抗血栓市场规模不断扩大（单位：亿美元）	12
表 1: 盈利预测（单位：百万元）	4
表 2: 位于台州的医药及精细化工企业	5
表 3: 公司的主要产品	6
表 4: 主要的培南类药物	7
表 5: 国内 4-AA 主要厂家	7
表 6: 公司的产品国际认证情况	10
表 7: 2007-2009 年公司研发费用	10
表 8: 主要抗凝药物	11
表 9: 公司激励对象	12
表 10: 股权激励行权条件	13
表 11: 公司主营业务收入分产品销售假设	13
公司财务报表及指标预测	15

投资主题

产品结构优化，国际合作或超预期

- 1、公司传统业务领域为抗生素系列等，主要产品有克林霉素系列、甲磺霉素系列和培南类药物中间体 4-AA 等。公司占盐酸克林霉素和氟苯尼考出口份额分别达 48% 和 26%，均居国内首位，是该细分产品的龙头；公司 4-AA 产能全球最大，产销两旺。董事长罗煜竑亲自负责的募投项目川南基地已经建成，川南分公司 2009 年已扭亏为盈。公司的传统业务具有较高的安全边际。
- 2、公司与 BII 达成了战略合作协议，2009 年下半年，BII 已采购达比加群中间体等合同产品金额达 3500 万元。近年来，公司加大了 EHS 体系建设及研发投入，旨在抓住原料药及制剂产业转移的历史机遇。除了 BII 合作不断取得突破之外，公司正在寻求与其他跨国药企如辉瑞等的合作机会，具有丰富的想象空间。
- 3、股价催化因素：（1）股权激励计划进展顺利；（2）国际合作或超预期；（3）全年业绩可能再超市场预期。

业绩预测及估值

预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.61 元、0.89 元、1.10 元，考虑到公司发展存在超预期的可能，按 2011 年 30 倍 PE，公司合理价位在 26.7 元，给予“推荐”评级。

表 1：盈利预测（单位：百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
业务收入	893	1033	1240	1507
净利润	30.3	97.6	142.3	175.8
EPS（元/股）	0.19	0.61	0.89	1.10

资料来源：长江证券研究部

风险提示

- 1、**大股东减持风险**：公司 2010 年 2 月 2 日公告，未来 5 个月内月内控股股东罗邦鹏及其一致行动人郑志国将继续减持股份，减持总量将不超过总股本的 0.77%。
- 2、**国际合作进展低于预期的风险**：公司已开始向 BII 提供达比加群酯等中间体，存在合同进展低于预期的风险；另外，公司正在寻求与其他跨国企业合作，能否达成最终合作协议存在变数。
- 3、**市场竞争加剧的风险**：4-AA 中间体前景好，未来会吸引新厂家进入，现有厂家也有扩产的冲动，未来市场竞争将加剧。

区域优势明显的原料药新秀

海翔药业是于 2004 年 5 月由浙江海翔医药化工有限公司整体变更设立，从事原料药及医药中间体的生产和销售。公司地处浙江台州，毗邻承接海外原料药产业转移第一梯队的华海、海正。台州聚集了一大批医药化工企业，集聚优势明显。

表 2: 位于台州的医药及精细化工企业

上市公司	涉及领域	国际合作伙伴	2009 年 主营收入（万元）
华海药业	化学原料药及中间体的生产和销售	默克等	92796
海正药业	化学原料药的生产和销售	礼来、拜耳先灵等	400347
永太科技	氟精细化学品、医药中间体	默克等	49281
海翔药业	化学原料药及医药中间体	BII、辉瑞等	89337

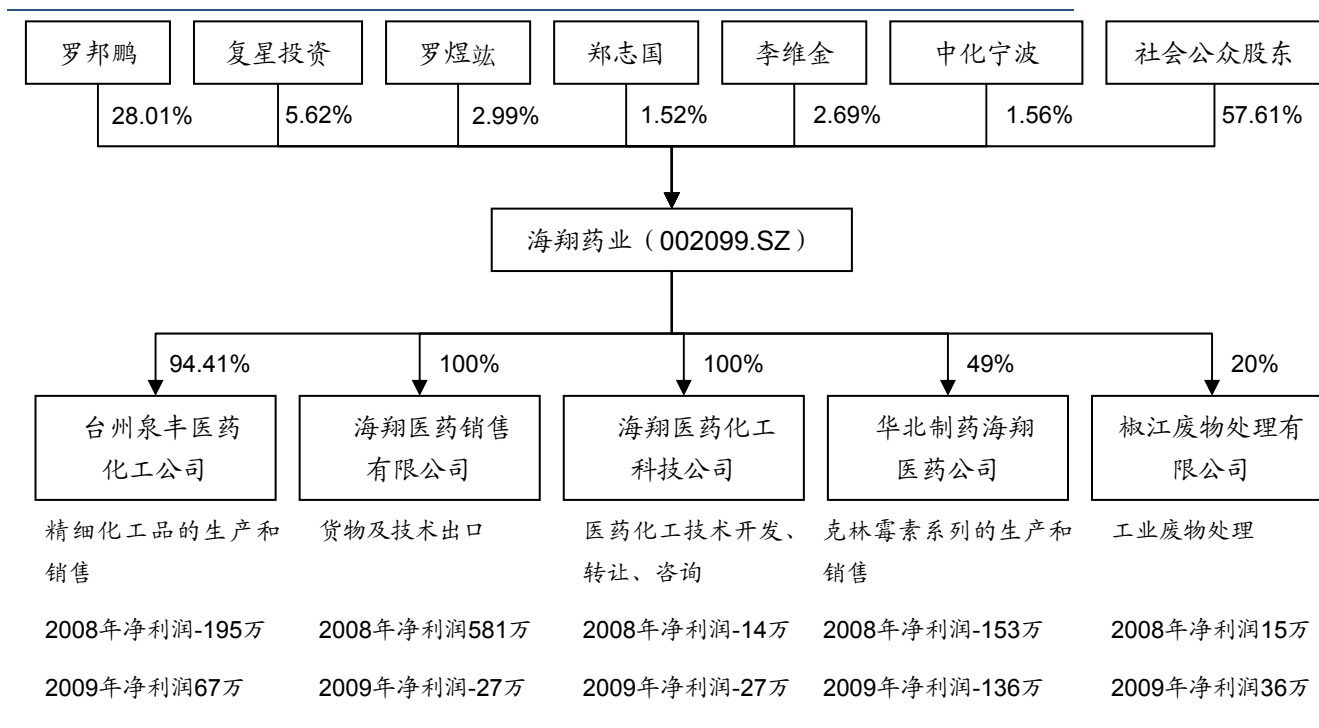
资料来源：长江证券研究部

管理层顺利交接

目前，大股东罗邦鹏持有 28.01% 的股权，其子罗煜竑持有 2.99% 的股权，担任公司董事长。其女婿郑志国经过减持后持有 1.52% 的股权，郑志国已于 2008 年 5 月辞去了公司副总等一切职务。

罗煜竑是海翔药业的第二代接班人，2008 年 9 月、2009 年 4 月分别接替父亲担任总经理、董事长，并逐步重组了管理层。

图 1: 公司股权结构

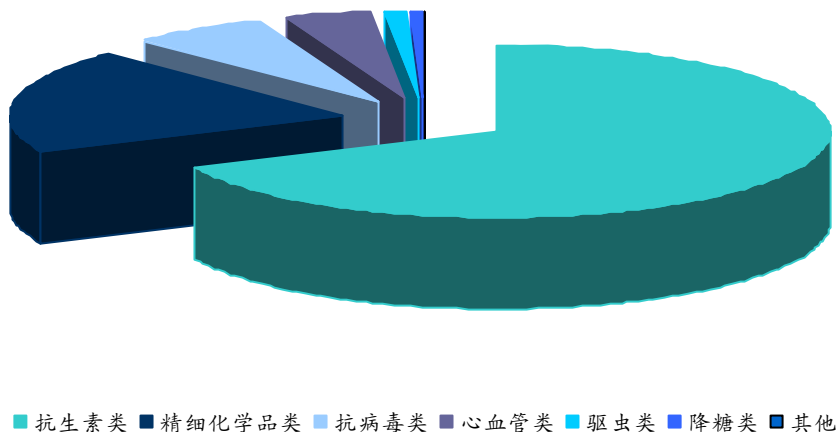


资料来源：Wind，长江证券研究部

产品线丰富，抗生素类突出

从产品结构上看，主要涉及抗生素、抗病毒、心血管、驱虫和降糖类原料药和化工中间体等领域。抗生素仍然是主要收入的来源，占比达 65.6%。克林霉素系列产量居国内第一，年出口量约占全国出口总量的 70%；甲砒霉素、氟苯尼考的国内产量第一，60%以上出口；2-氯代烟酸的出口量占全国出口总量 50%以上；环丙乙炔、伏格列波糖、布帕伐醌在国内均具有技术和产量领先的优势。

图 2: 2009 年公司收入结构



资料来源: Wind, 长江证券研究部

表 3: 公司的主要产品

类别	产品
抗生素	克林霉素等
	培南类药物中间体 4-BMA、AOSA (4-AA)
抗生素类中间体	1 β -甲基碳青霉烯双环母核(MAP)
	厄他培南侧链、美罗培南侧链、比阿培南侧链等
心血管类中间体	非诺贝特中间体、达比加群中间体等
降糖类原料药	西他列汀、瑞格列奈、维格列汀、伏格列波糖、那格列奈、米格列奈等
抗寄生虫药	布帕伐醌、阿托伐醌等
其他	吡咯他尼

资料来源: 长江证券研究部

传统业务提供安全边际

4-AA 龙头企业，受益于未来行业膨胀

培南类（碳青霉烯类）抗生素虽然上市不到 20 年时间，但在临床上发挥了极其出色的对付耐甲氧西林金葡菌（MRSA）的效果，因此被国外医学界称为 21 世纪对付 MRSA 的“最后一道防线”，市场前景好。

目前，临床应用的培南类药物主要包括亚胺培南、美罗培南、厄他培南、法罗培南等。

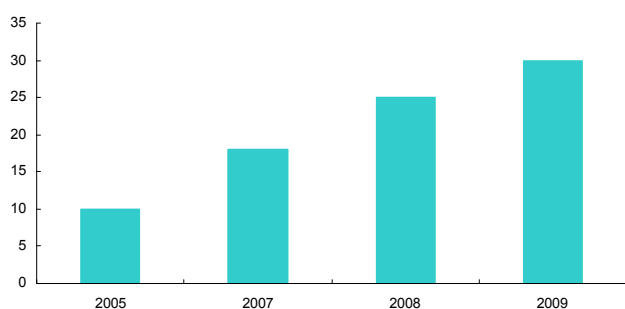
表 4: 主要的培南类药物

产品	原研厂商	剂型	备注
亚胺培南	默沙东	注射	1985 年上市
美罗培南	住友制药与 ICI 制药	注射	2002 年上市
厄他培南	默沙东	注射	2005 年中国上市
法罗培南	Suntory 公司	注射、口服	1990 年上市，口服剂型 2010 年上市
多利培南	盐野义制药	注射	2007 年日本上市
帕尼培南	日本三共	注射	2002 年上市
比阿培南	Lederle 公司和美国 氰胺公司	注射	2002 年上市

资料来源：长江证券研究部

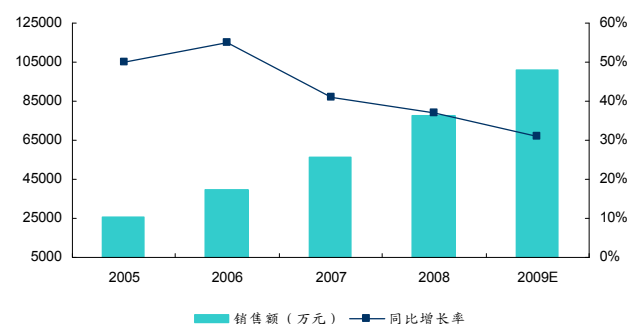
2006-2009 年全球培南类药物销售额年复合增长率为 44%，2009 年销售额达到了 30 亿美元，占抗生素药物销售额的 10% 左右。其中，美罗培南一直处于培南类药物市场的领先地位，近几年国内医院终端销售额的增长率更是在 33% 以上。

图 3: 2009 年全球培南类规模达到 30 亿美元



资料来源：DataMonitor，长江证券研究部

图 4: 2005-2009 年国内美罗培南医院终端销售快速增长



资料来源：健康网，长江证券研究部

4-乙酰氧基氮杂环丁酮（4-AA，AOSA）是培南类药物的关键中间体。2007 年以前，全球只有日本具有生产 4-AA 产品的能力，进口产品价格高居不下。2007 年后，以海翔为代表的中国企业掌握了核心工艺技术，大幅降低了 4-AA 的成本，逐渐进入了市场。目前，公司拥有全球最大的 4-AA 产能，约 180 吨/年，原材料和人力资源成本较低，产品竞争力强。国内其他厂家 4-AA 产能规模小，海滨制药的 40 吨/年 4-AA 自产自用。

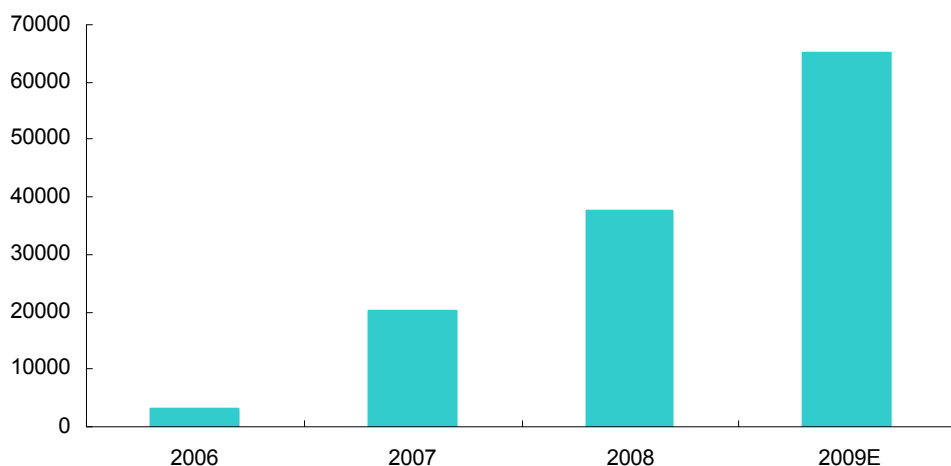
表 5: 国内 4-AA 主要厂家

厂家	产能
海滨制药	40 吨/年
海翔药业	180 吨/年
浙江九洲	约 30 吨/年
新东港	约 30 吨/年

资料来源：长江证券研究部

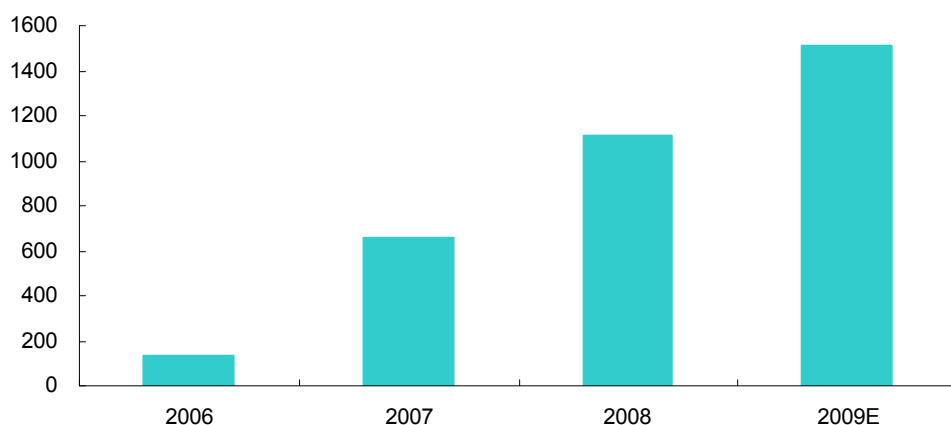
2006 年以来，中国 4-AA 出口量年复合增长率达到 170%，出口金额年复合增长率达到 127%。2009 年出口金额达到 1500 万美元左右。

图 5：2006-2009 年 AA 出口量年复合增长率达 170%（单位：公斤）



资料来源：健康网，长江证券研究部

图 6：2006-2009 年 4-AA 出口金额增长迅速（单位：万美元）



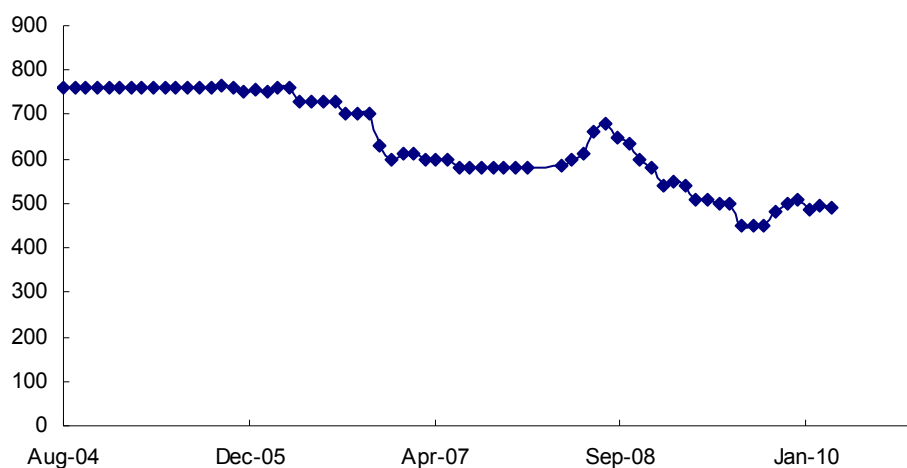
资料来源：健康网，长江证券研究部

公司目前的开工率达到 80%以上，产销两旺，仍有扩产空间。下游培南类药物的需求旺盛，将带动 4-AA 的销量进一步增长，公司作为行业龙头，将从中受益。

氟苯尼考产量全国第一，价格回暖

氟苯尼考（Florfenicol）又称氟甲砜霉素，是在 20 世纪 80 年代后期成功研制的一种新的兽医专用氯霉素类的广谱抗菌药。公司氟苯尼考的国内产量第一，60%以上产品出口。2004 年 8 月以来，氟苯尼考国内销售价格开始下滑。2009 年底，价格探到谷底。2010 年以来，氟苯尼考价格开始小幅上涨，目前维持在 490 元/公斤左右。

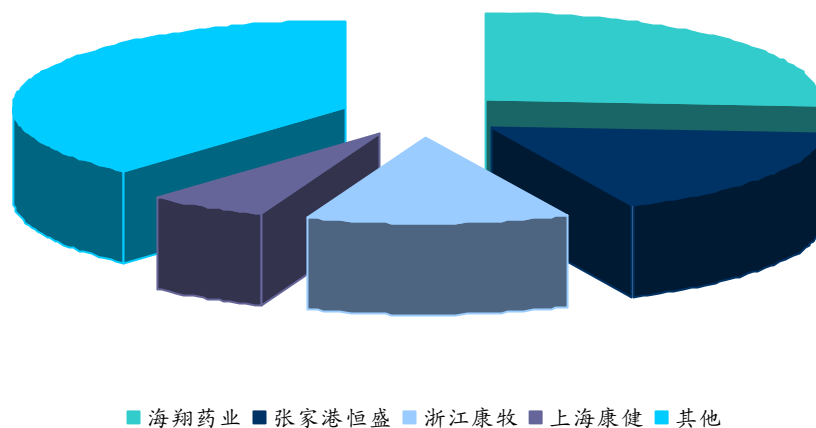
图 7：2004-2010 年氟苯尼考价格（单位：元/kg）



资料来源：健康网，长江证券研究部

2009 年 12 月以前，氟苯尼考价格长期处于周期底部，很多中小厂家经不起长期亏损，纷纷停产。目前主要的生产厂家包括海翔、张家港恒盛、浙江康牧等，海翔的出口份额占比约 25%。

图 8：2009 年氟苯尼考主要厂商出口份额



资料来源：健康网，长江证券研究部

氟苯尼考的行业集中度提高，格局出现了变化，未来价格有较强的上涨预期。

海外认证取得突破，川南基地扭亏为盈

2009 年，公司全年共投入 EHS 费用 2000 余万元，接待和通过官方和客户 EHS 审计共计 14 次，尤其是在 BII 和 PFIZER 两大客户的指导和帮助下，EHS 水平进一步提高。公司海外认证取得突破，2009 年，兽药氟尼辛葡甲胺、降糖药瑞格列奈原料药通过了欧盟 EDQM 的 COS 认证。

表 6: 公司的产品国际认证情况

产品	获批时间	认证	类别
氟尼辛葡甲胺	2009-04	COS	兽用药
瑞格列奈	2009-11	COS	降糖药
克林霉素磷酸酯	2008-12	COS	抗生素
克林霉素盐酸盐	2009-03	COS、FDA	抗生素

资料来源: EDQM, 长江证券研究部

公司研发投入占比逐年上升, 2009 年, 达到 3400 万元, 占母公司销售收入的占比为 4.41%。

表 7: 2007-2009 年公司研发费用

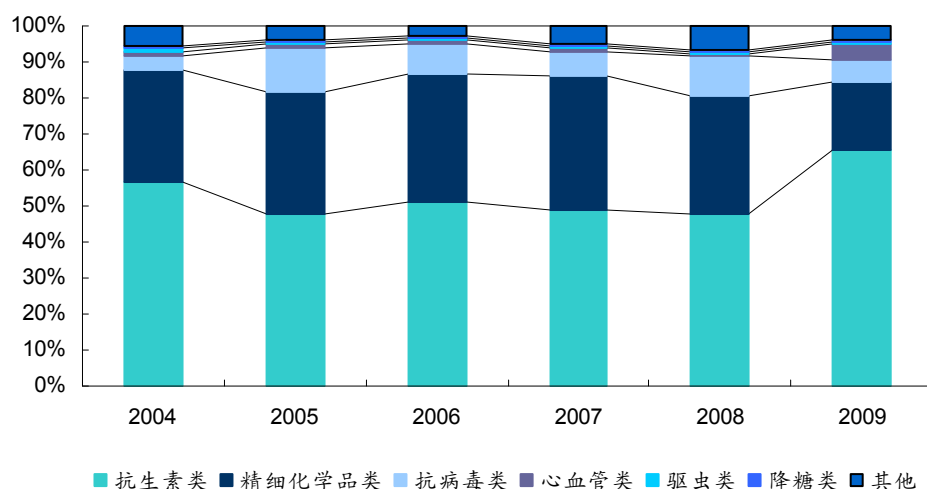
	2007	2008	2009
研发费用 (万元)	2000	3186.50	3400
母公司销售收入占比	2.13%	3.72%	4.41%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

董事长罗煜皑亲自负责的募投项目川南基地已经建成, 川南分公司 2009 年已扭亏为盈, 结束了两年业绩下滑的局面。

产品结构调整奠定未来成长基础

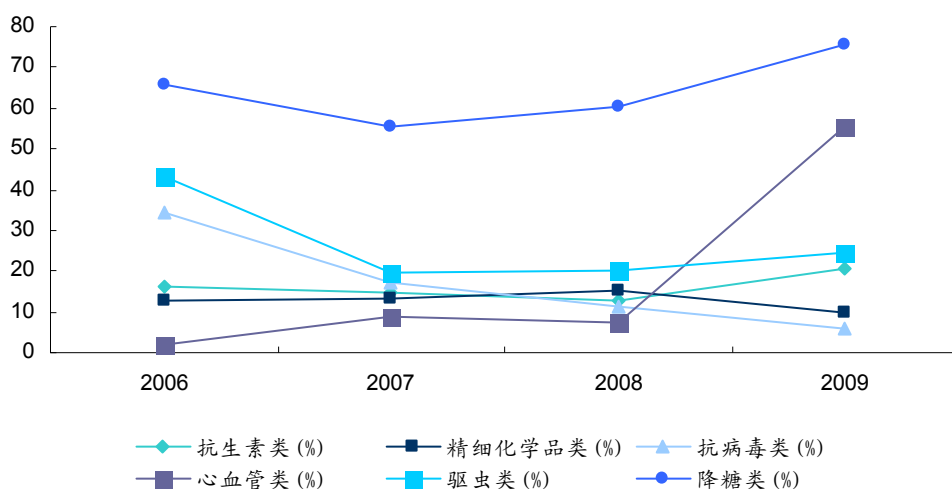
2009 年, 低毛利的精细化学品在主营收入的占比下降, 高毛利率的心血管类中间的收入占比明显上升。

图 9: 2004-2009 年公司主营业务收入结构变化


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

2006-2009 年, 公司主要产品毛利率稳定。2008 年以来, 心血管类产品毛利率上升明显, 抗生素产品毛利率稳中有升。

图 10：公司主要产品毛利率情况



资料来源：Wind，长江证券研究部

转型升级具有想象空间

与 BII 合作进展顺利，继续寻求其他合作机会

2008 年 8 月，公司与勃林格殷格翰（BII）签订了《战略生产联盟协议》，根据该协议，公司在川南新厂区投资建设专用车间生产合同产品，BII 为公司提供专用知识和技术支持。2009 年下半年，BII 已经开始商业化采购采购专利药达比加群酯中间体等合同产品，采购金额约 3500 万元。乐观预计，今年在此基础上会有大的增长。

达比加群酯(商品名为 Pradaxa)由德国勃林格殷格翰公司开发，于 2008 年 4 月在德国和英国率先上市，是继华法林之后 50 年来上市的首个新类别口服抗凝血药物，是直接凝血酶抑制剂（Direct Thrombin Inhibitors, DTI），具有可以口服、强效、无需特殊检测、药物相互作用少等有点。

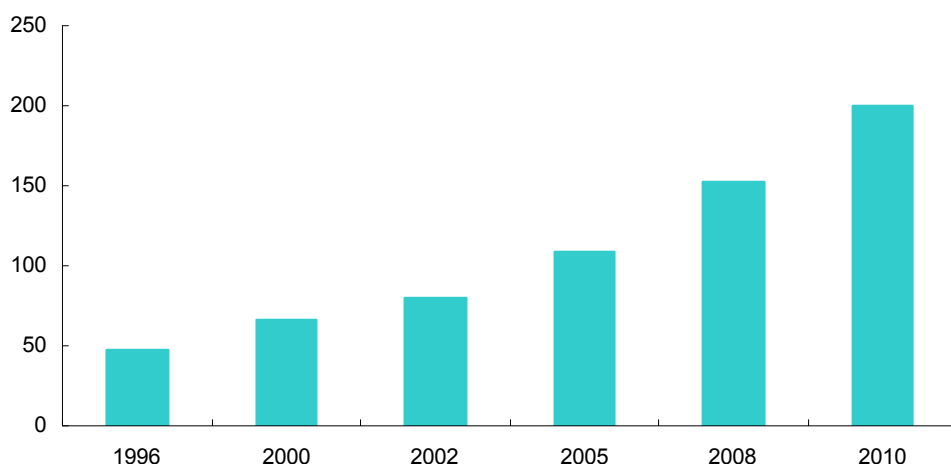
表 8：主要抗凝药物

产品	上市时间	开发公司	2009 年销售额
依诺肝素	1993 年	赛诺菲-安万特	45 亿美元
氯吡格雷	1998 年	赛诺菲-安万特	91 亿美元
利伐沙班	2008 年	拜耳	N/A
达比加群	2008 年	勃林格-殷格翰	N/A

资料来源：IMS，长江证券研究部

全球抗血栓市场规模不断扩大，预计 2010 年将达到 200 亿美元。可以预见达比加群酯是潜力较大的专利药，销售收入将快速增长。达比加群酯销量快速增长必然带动原料药及中间体的巨大需求，我们预计公司与勃林格的合作金额将在未来几年大幅增长。

图 11: 全球抗血栓市场规模不断扩大 (单位: 亿美元)



资料来源: IMS, 长江证券研究部

公司正在寻求与包括辉瑞在内的其他大型跨国药企的合作机会, 与 BII 的合作模式有望得到复制。

与大型跨国药企的合作, 能提升公司的技术水平, 使公司走“加工定制——仿制——仿创”的升级之路。公司目前正处于承接大型跨国药企原料药战略的第二梯队领头羊的位置, 具有广阔的成长空间。

股权激励, 加速企业转型升级

公司拟对董事及高级管理人员、核心管理、技术人员与业务骨干等 97 人进行股权激励, 首期授予激励对象 500 万份股票期权, 每份股票期权拥有在计划有效期内的可行权日以行权价格和行权条件购买一股海翔药业股票的权利。

表 9: 公司激励对象

姓名	职务	获授的股票期权数量 (万股)	股票期权占授予股票期权总量的比例	标的股票占授予公司总股本的比例 (%)
罗煜斌	董事长	65	13	0.40
李维金	总经理	45	9	0.28
潘庆华	副总经理	25	5	0.16
罗颜斌	财务总监兼董事会秘书	25	5	0.16
贾强	副总经理	25	5	0.16
核心管理、技术人员与业务骨干及董事会认为应当激励的其他员工 (合计 97 人)		315	63	1.96
总计		500	100	3.12

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 10：股权激励行权条件

	行权的业绩条件	行权期	可行权数量
第一个行权期	2010 年度相比 2009 年度，净利润增长率不低于 30%，且净资产收益率不低于 9%	自授权日起满一年后的下一交易日起至授权日起满两年的交易日当日止	获授期权总量的 25%
第二个行权期	2011 年度相比 2009 年度，净利润增长率不低于 60%，且净资产收益率不低于 9.5%	自授权日起满两年后的下一交易日起至授权日起满三年的交易日当日止	获授期权总量的 25%
第三个行权期	2012 年度相比 2009 年度，净利润增长率不低于 90%，且净资产收益率不低于 10%	自授权日起满三年后的下一交易日起至授权日起满四年的交易日当日止	获授期权总量的 25%
第四个行权期	2013 年度相比 2009 年度，净利润增长率不低于 120%，且净资产收益率不低于 11%	自授权日起满四年后的下一交易日起至授权日起满五年的交易日当日止	获授期权总量的 25%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

目前，公司已上报股权激励方案，等待证监会的批复。

股权激励行权符合公司转型期的经营现状，将成为管理层积极经营的助推器，有助于公司的快速成长。

盈利预测

核心假设

1、4-AA 等产品价格变动较小；

2、BII 合作项目进展顺利。

基于以上两点，我们对公司 2010-2012 年销售假设如下。

表 11：公司主营业务收入分产品销售假设

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
抗生素类	50871.2	50794.6	58569.9	74969.4	89963.3	107956.0
增长率		-0.15%	15.31%	28.00%	20.00%	20.00%
毛利率	14.51%	12.88%	20.71%	22.00%	22.00%	20.00%
精细化学品类	37973.4	34675.3	16857.7	8428.8	7586.0	6827.4
增长率		-8.69%	-51.38%	-50.00%	-10.00%	-10.00%
毛利率	13.23%	15.03%	9.88%	18.00%	18.00%	18.00%
抗病毒类	7453.5	11678.4	5637.1	3946.0	3156.8	2841.1
增长率		56.68%	-51.73%	-30.00%	-20.00%	-10.00%
毛利率	17.17%	11.19%	5.75%	5.00%	5.00%	5.00%
心血管类	1045.4	659.2	3569.9	10709.6	17135.4	25703.1
增长率		-36.94%	441.59%	200.00%	60.00%	50.00%
毛利率	8.83%	7.33%	55.52%	60.00%	58.00%	58.00%
驱虫类	682.0	1036.3	873.0	785.7	746.4	709.1
增长率		51.95%	-15.76%	-10.00%	-5.00%	-5.00%

毛利率	19.59%	20.23%	24.69%	1.00%	1.00%	1.00%
降糖类	318.2	408.7	541.0	703.3	914.3	1188.6
增长率		28.46%	32.37%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	55.58%	60.23%	75.35%	70.00%	68.00%	65.00%
其他	244.6	790.0	30.7	15.4		
增长率		222.93%	-96.11%	-50.00%		
毛利率	34.10%	31.29%	10.15%	10.00%		
收入合计	98588.3	100042.4	86079.3	99558.3	119502.2	145225.2
收入增长率		1.47%	-13.96%	15.66%	20.03%	21.53%
综合毛利率	14.37%	13.81%	19.43%	25.25%	26.68%	26.61%

资料来源：长江证券研究部

根据上述假设，预计公司 2010-2012 年主营业务收入增速分别为 15.7%、20.0%和 21.5%，净利润增速分别为 222.1%、45.7%和 23.5%，EPS 分别为 0.61 元、0.89 元和 1.01 元。公司正处在转型升级的关键时期，与 BII 等公司的合作可能快速提升公司的收入和利润增速，按 2011 年 30 倍 PE，公司合理价位在 26.7 元，给予“推荐”评级。

股价催化因素

公司经营拐点得到确认，长期向上势头显现，短期存在催化因素。

- 1、证监会对股权激励的批复有所松动，或加速公司股权激励实施进程；
- 2、与 BII 合作或超市场预期；
- 3、根据 6 月 26 日公司公告，二季度产品结构得到显著改善，综合毛利率大幅提高。经测算，二季度 EPS 约 0.17-0.20 元，据此年化（一季度+二季度×3），全年 EPS 为 0.62-0.71 元，超过我们的盈利预测。

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	893	1033	1240	1507	货币资金	123	103	124	151
营业成本	726	772	909	1106	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	167	261	331	401	应收账款	189	321	385	468
% 营业收入	18.7%	25.2%	26.7%	26.6%	存货	211	221	260	316
营业税金及附加	4	4	5	6	预付账款	12	12	14	18
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	13	15	19	23	流动资产合计	567	695	828	1007
% 营业收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	96	111	133	161	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	长期股权投资	4	4	4	4
财务费用	15	10	9	6	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.7%	1.0%	0.7%	0.4%	固定资产合计	373	340	307	276
资产减值损失	5	10	5	6	无形资产	48	46	43	41
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	4	1	1	1
营业利润	34	111	161	199	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	3.8%	10.7%	13.0%	13.2%	资产总计	996	1085	1184	1329
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	210	193	131	72
利润总额	34	111	161	199	应付款项	176	188	221	269
% 营业收入	3.8%	10.7%	13.0%	13.2%	预收账款	1	1	1	2
所得税费用	4	13	19	23	应付职工薪酬	10	11	13	15
净利润	30	98	142	176	应交税费	-8	2	3	3
归属于母公司所有者					其他流动负债	13	14	17	21
的净利润	30.3	97.6	142.3	175.8	流动负债合计	402	408	386	382
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	30	30	30	30
EPS（元/股）	0.19	0.61	0.89	1.10	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	2	2	2	2
经营活动现金流净额	98	33	124	133	负债合计	434	440	418	414
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	559	642	763	912
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	3	3	3	3
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	562	645	766	916
固定资产投资	-53	-10	-12	-15	负债及股东权益	996	1085	1184	1329
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-53	-10	-12	-15		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.189	0.608	0.886	1.095
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.48	4.00	4.75	5.68
银行贷款增加（减少）	-16	-18	-61	-59	PE	92.69	28.78	19.74	15.98
筹资成本	29	-25	-30	-32	PEG	1.16	0.36	0.25	0.20
其他	-38	0	0	0	PB	5.03	4.38	3.68	3.08
筹资活动现金流净额	-24	-43	-91	-91	EV/EBITDA	31.60	17.55	13.12	10.91
现金净流量	21	-20	21	27	ROE	5.4%	15.2%	18.7%	19.3%

资料来源：长江证券研究所

分析师介绍

严鹏，华中科技大学财务管理硕士/生物技术学士，研究领域为生物制药、化学制剂和原料药。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。