

建议申购

合理估值: 36.1~41.2 元

2010 年 12 月 22 日

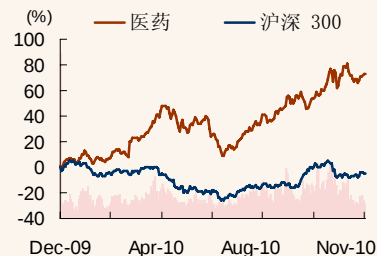
发行数据

发行前总股本(万)	10800
本次发行股数(万)	3600
发行后总股本(万)	14400
发行价(元)	
发行市盈率(倍)	
发行日期	
上市日期	

发行后主要股东

	持股比例
振东集团	59.08%
金安祥	5.47%
韩庆志	3.68%
李 静	1.88%
严 力	1.46%

行业指数



资料来源: 招商证券

李珊珊, CPA

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090210040001

研究助理:

徐列海

0755-83271609
xuliehai@cmschina.com.cn

廖星昊, CIIA

0755-83271617
liaoxh@cmschina.com.cn

振东制药 300158.SZ

主力品种成长空间较大, 产品梯队丰富

- **以抗肿瘤中成药为核心产品的国家高新技术企业:** 公司主要从事中药、化药制剂的研发、生产和销售, 产品线覆盖抗肿瘤、心脑血管及抗感染用药等, 以“岩舒注射液”为核心产品, 是山西省长治市首家获批的高新技术企业。目前公司拥有三大生产基地, 41 条生产线, 11 大剂型, 359 个品种。实际控制人为董事长李安平, 发行后持股 57.8%。部分高管持有公司股权。
- **主导产品岩舒注射液成长空间较大:** 岩舒注射液为纯中药抗癌制剂, 主要用于治疗癌症疼痛和止血, 为国家中药二级保护品种, 医保乙类。09 年收入 3.7 亿元, 毛利率达 95.5%, 收入、毛利占比 71%和 87%, 母公司销售费率约 62%。岩舒适用于大部分实体瘤, 应用范围广, 日使用金额低于竞争品种; 公司 08 年开始技术升级研究项目, 是唯一通过卫生部、科技部“重大新药创制”科技重大专项“十一五”计划第一批课题立项审查的抗肿瘤类物。
- **未来 3 年主要增长点:** 1、岩舒二级以上医院覆盖率约 60%, 仍有较大提升空间、技术升级研究利于开拓一线大医院, 预计增速约 25%; 2、阿莫西林钠氟氯西林钠进入 17 个省医保, 全国仅 2 家企业生产, 2011 年起将快速增长; 3、芪蛭通络由王永炎院士主持临床再研究工作, 未来有望成为公司另一重磅品种; 4、二线品种舒血宁、冠心宁也有望保持较快增长。
- **在研品种较多, 看好心脑血管用药黄芪总皂苷注射剂:** 进入注册阶段品种 13 个, 临床前品种 15 个。与第二军医大联合开发的黄芪总皂苷已进入 III 期临床, 为黄芪注射剂的升级品种, 2011 年有望完成 III 期临床。
- **募集资金主要用于产业链整合和扩建产能:** 拟发行 3600 万股, 占发行后总股本 25%, 拟募集资金 3.056 亿元投于: 苦参 GAP 种植和中药饮片加工、小容量注射剂扩建、冻干粉针及无菌粉针新建、颗粒剂工程等 4 个项目。
- **预计 2010~2012 年净利润复合增长 42%, 合理估值 36.1~41.2 元, 建议积极申购:** 预计 2010~2012 年医药工业收入同比增长 26%、37%和 28%, 净利润增长 37%、60%和 32%, 实现摊薄后 EPS 0.65 元、1.03 元和 1.36 元。考虑到公司的高速成长和营销体系日趋完善, 给予 2011 年 35~40 倍预测 PE, 我们认为公司合理估值 36.1~41.2 元, 建议积极申购。主要风险为研究进展低于预期和岩舒占比较高。

主要财务数据

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	461	529	936	1261	1605
同比增长	46%	15%	77%	35%	27%
营业利润(百万元)	74	82	113	181	239
同比增长	30%	12%	38%	60%	32%
净利润(百万元)	59	68	93	149	196
同比增长	51%	15%	37%	60%	32%
每股收益(元)	0.41	0.47	0.65	1.03	1.36
ROE	22%	19%	5%	8%	9%

资料来源: 招商证券研究 (EPS为摊薄后数据)

正文目录

一、公司概况	3
二、募集资金投向	5
三、岩舒注射液是公司的主导产品	7
四、抗肿瘤中成药大有可为	8
五、业绩预测与估值	10
六、主要风险提示	11

图表目录

图 1: 公司经营业绩快速增长	3
图 2: 公司股权结构	4
图 3: 岩舒注射液是公司的主导产品	7
图 4: 2010 年上半年公司主营收入构成	7
图 5: 2010 年上半年公司毛利构成	7
图 6: 岩舒注射液的毛利率远高于公司平均水平	8
图 7: 全球抗肿瘤药市场规模	9
图 8: 中国抗肿瘤药市场规模	9
图 9: 2009 年我国各类别抗肿瘤药的市场份额	10
表 1: 发行前后股本结构的变化情况	5
表 2: 募集资金投向	6
表 3: 岩舒注射液及同类产品情况	8
表 4: 2009 年我国城乡居民前十位疾病死亡率及死亡原因构成	9
表 5: 振东制药分产品销售收入预测	11

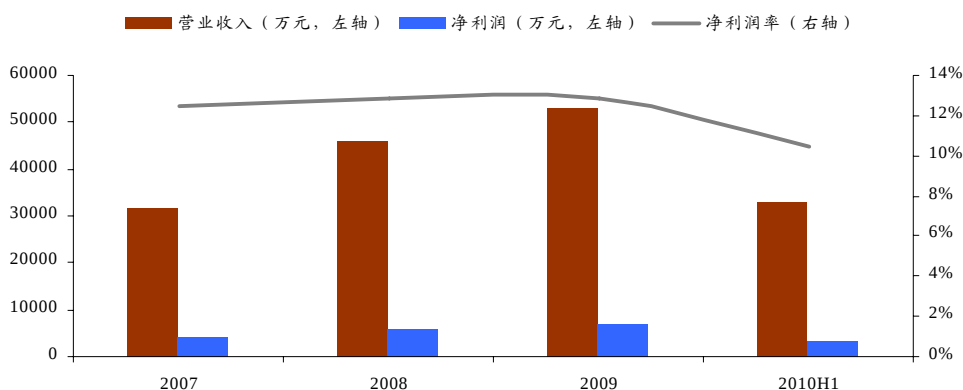
一、公司概况

公司前身为山西金晶药业有限公司，成立于 1995 年。2001 年 6 月，振东集团对金晶药业进行了收购重组，金晶药业原有股东全部退出，相关业务资产转让给振东集团及三个自然人，并进行了工商变更登记。2008 年 12 月 31 日振东有限整体变更为股份有限公司。目前公司注册资本 10800 万元，法定代表人为李安平先生。

目前公司主要从事中药制剂、化药制剂的研发、生产和销售，以“岩舒注射液”为核心产品，致力于中药抗肿瘤系列用药的研发、生产和销售，是山西省长治市首家获批的高新技术企业。目前公司拥有三大生产基地，41 条生产线，11 大剂型，359 个品种。据公司通过国家药监局数据库检索，公司拥有的药品品种数量在全国排名第 18 位。

受益于整个医药行业的高度景气，公司主导产品销售增长迅速，再加上历次收购带来的规模效应，公司的经营业绩快速增长，2007 年至 2010 年上半年营业收入同比增长分别达到 71.38%、46.25%、14.67%、47.93%，显著高于行业平均水平。

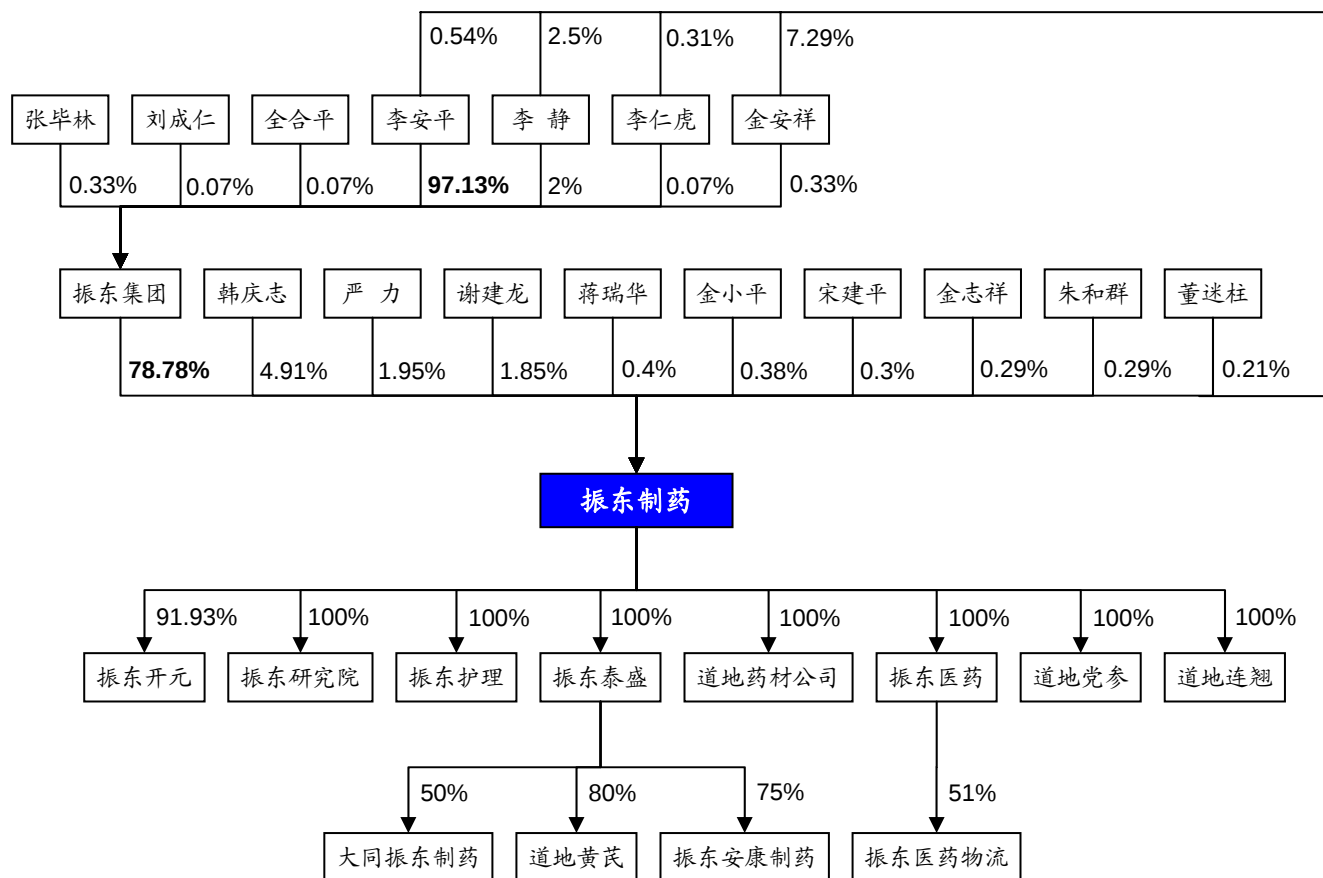
图 1：公司经营业绩快速增长



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

发行前，公司共有 14 名股东，公司实际控制人为李安平先生，其直接持有公司 0.54% 股份，并通过振东集团间接持有公司 78.78% 股份。

图 2：公司股权结构



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

此次公开发行 3600 万股，发行后总股本为 14400 万股。发行后公司原始股东的持股比例将发生变化：

表 1: 发行前后股本结构的变化情况

序号	股东名称	任职情况	本次发行前		本次发行后	
			持股数 (万股)	持股比例	持股数 (万股)	持股比例
1	振东集团		8507.96	78.78%	8507.96	59.08%
2	金安祥		787.82	7.29%	787.82	5.47%
3	韩庆志		530	4.91%	530	3.68%
4	李 静		270	2.50%	270	1.88%
5	严 力		210.94	1.95%	210.94	1.46%
6	谢建龙		200	1.85%	200	1.39%
7	李安平	董事长	57.91	0.54%	57.91	0.40%
8	蒋瑞华	董事、副总经理	43.43	0.40%	43.43	0.30%
9	金小平		40.53	0.38%	40.53	0.28%
10	李仁虎	监事会主席	33.30	0.31%	33.30	0.23%
11	宋建平	副总经理	32.57	0.30%	32.57	0.23%
12	金志祥	物料部经理	31.85	0.29%	31.85	0.22%
13	朱和群		31.25	0.29%	31.25	0.22%
14	董迷柱	副总经理	22.44	0.21%	22.44	0.16%
15	本次拟发行股份		-	-	3600	25%
合 计			10800	100%	14400	100%

资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

二、募集资金投向

为进一步扩大公司现有主导产品岩舒注射液的生产规模，保证公司的药材原材料供应，同时增加公司其他产品的生产销售规模，进一步提升公司产品的市场份额和盈利能力，培育公司新的业务增长点，不断增强公司整体竞争实力，经第一届董事会第三次会议以及 2009 年第一次临时股东大会的批准，公司拟公开发行 3,600 万股 A 股并在深圳证券交易所创业板上市。扣除发行费用后，本次 A 股发行的募集资金将按轻重缓急顺序投资于下述项目，由董事会负责实施本次募集资金投资项目，具体情况如下：

表 2: 募集资金投向

序号	项目名称	募集资金 投资 (万元)	实施主体	建设周 期	项目概况
1	3.2 万亩苦参 GAP 中药材 种植基地及 中药饮片加 工项目	4,844	道地药材公司	4 年	● 本项目建设投资 3813 万元, 流动资金 1031 万元。其中, 3.2 万亩苦参 GAP 种植基地建设期为 4 年(每年 8000 亩), 中药饮片加工厂及技术站建设期为 1 年, 生产期 11 年。 ● 苦参种植周期为四年, 当年种植的苦参将在第四年采挖, 3.2 万亩苦参基地实际每年可采挖的苦参为 8000 亩。项目全部建成后, 年产苦参饮片 2400 吨, 50% 供公司生产所用, 50% 外销。 ● 本项目将采用“公司+农户”合作模式, 由公司负责基地规划, 提供种子、化肥, 技术指导, 药材回购。公司在苦参的前两年种植期内向农户发放一定比例的预付款。
2	小容量注射 剂扩能改造 项目	9,666	振东制药	11 个月	● 本项目建设投资 7544 万元, 流动资金 2122 万元, 总建设期为 11 月。第二年投产, 达产率 25%; 第三年达产率 60%, 第四年达产 100%。 ● 小容量注射剂产能和中药原药提取能力的限制已成为制约公司业务进一步发展的瓶颈。本项目主要包括新建水针二车间和改造提取一车间两部分其中, 新建水针二车间主要用于扩大复方苦参注射液生产能力, 设计规模为年产小容量注射剂 4000 万支, 包括复方苦参注射液生产能力增加 1400 万支, 其余生产能力用于新品种的开发生产及其他子公司品种; 改造提取一车间主要用于提高苦参等中药材的提取能力, 苦参碱中药提取能力扩大 85%, 即由目前的年提取中药材 400 吨增加至 740 吨。
3	泰盛制药新 建冻干粉针 和无菌粉针 综合制剂工 程项目	8,026	泰盛制药	1 年	● 本项目建设投资 5829 万元, 流动资金 2197 万元, 总建设期为 12 个月。次年投产, 达产率 50%; 第三年达产率 75%, 第四年达产 100%。 ● 本项目涉及产品主要为抗生素类药物, 主要包括年产 2000 万支冻干粉针注射剂生产线(其中注射用泮托拉唑钠 500 万支、注射用核黄素磷酸钠 500 万支、注射用细辛脑 500 万支及其它冻干剂 500 万支)和年产 7000 万支无菌注射剂生产线(其中注射用阿莫西林钠氟氯西林钠 2000 万支、注射用头孢硫脒 2000 万支及其它无菌粉针注射剂 3000 万支)
4	开元制药年 产 1.5 亿袋 颗粒剂工程 项目	8,024	开元制药	1 年	● 本项目建设投资 6710 万元, 流动资金 1314 万元, 总建设期为 12 个月。次年投产, 达产率 50%; 第三年达产率 75%, 第四年达产 100%。 ● 本项目主要包括新建颗粒剂生产车间、新建中药提取车间、改造综合制剂车间和前处理提取车间。全部达产后, 年生产能力将达到颗粒剂 1.5 亿袋(年产 800 万袋扶正固本颗粒、5000 万袋感冒清热颗粒、3000 万袋板兰根无糖颗粒、3200 万袋小儿复方磺胺甲噁唑颗粒、3000 万袋小儿酚氨咖敏颗粒), 提取中药材 943 吨。
6	其他与主营 业务相关的 营运资金项 目	【 】			● 报告期内公司业务规模实现了较大增长, 主导产品销售收入增长明显, 公司及子公司泰盛制药均存在一定程度的产能瓶颈。为保障公司的可持续发展, 公司在未来 2~3 年仍需维持一定的资本性支出; 同时, 募集资金投资项目的顺利实施也需要借助于较大规模的营运资金投入。

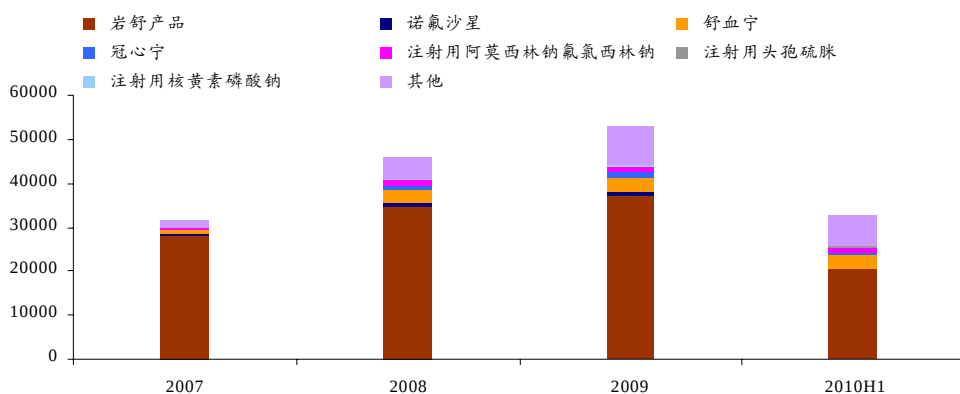
资料来源: 招股说明书, 招商证券研发中心

三、岩舒注射液是公司的主导产品

公司通过收购泰盛制药和开元制药，整合其拥有的药品生产资质，形成了丰富的药品品种储备。基本形成了以“以肿瘤产品为核心，医院临床用药为基础，普药、OTC 为补充”的产品结构，并已初具规模。

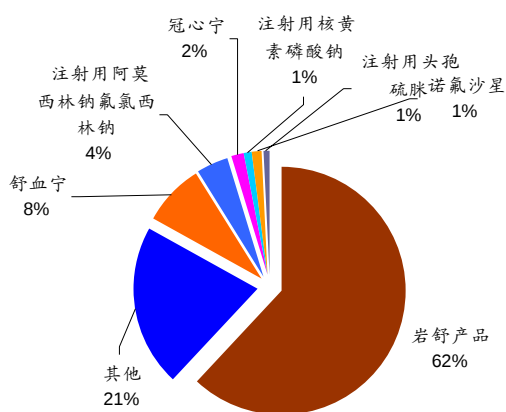
目前，岩舒注射液仍是公司收入和利润的主要来源，2006~2009 年销售收入年复合增长率达到 26.7%，在中药抗肿瘤药市场份额中位居三甲。2009 年岩舒产品收入 3.73 亿元，占公司收入和毛利比重的 70.53%和 86.53%。

图 3：岩舒注射液是公司的主导产品



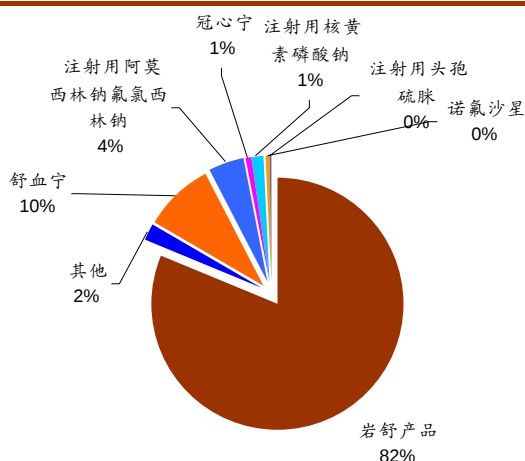
资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

图 4：2010 年上半年公司主营收入构成

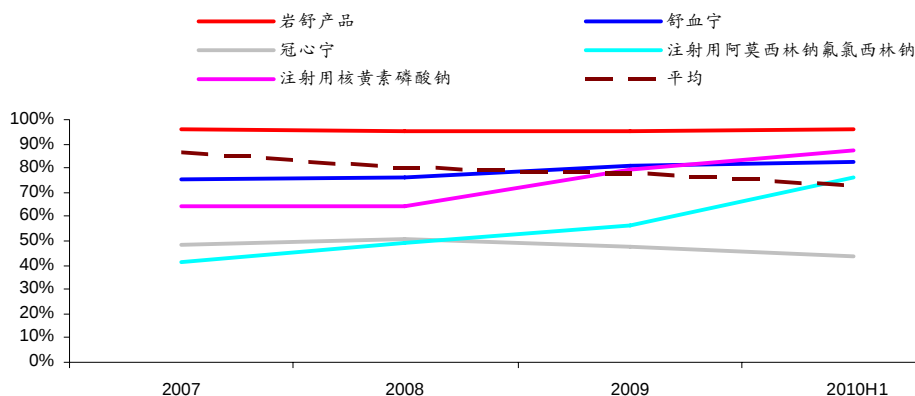


资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

图 5：2010 年上半年公司毛利构成



资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

图 6：岩舒注射液的毛利率远高于公司平均水平


资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

岩舒注射液是公司研制开发出的纯中药抗癌制剂，具有抑制肿瘤、联合放化疗增效减毒、止痛止血等功效，1998 年被列入国家二级中药保护品种。该产品临床应用广泛，2003 年 5 月被国家科技部确定为治疗非典 8 种专业用药之一，并被列入国家级 863 火炬计划。根据《中国药业》2008 年第 11 期公布的研究成果，岩舒注射液在缓解癌性出血、癌症疼痛有突出效果，日均花费较低，临床应用较多。

表 3：岩舒注射液及同类产品情况

产品	生产企业	日均费用 (元)	临床应用起始时间	临床应用市场占有率	2008 年销售额 (亿元)
参芪扶正注射液	丽珠集团利民制药厂	182	1999 年	25.46%	4.3
康艾注射液	长白山制药	376	2002 年	23.32%	4.2
艾迪注射液	贵州益佰制药	276	1996 年	22.27%	4
岩舒注射液	振东制药	78	1998 年	15%	3.6
康莱特注射液	浙江康莱特药业	770	2002 年	11.38%	2.1
华蟾素注射液	安徽金蟾生化	156	2001 年	2.57%	1.3

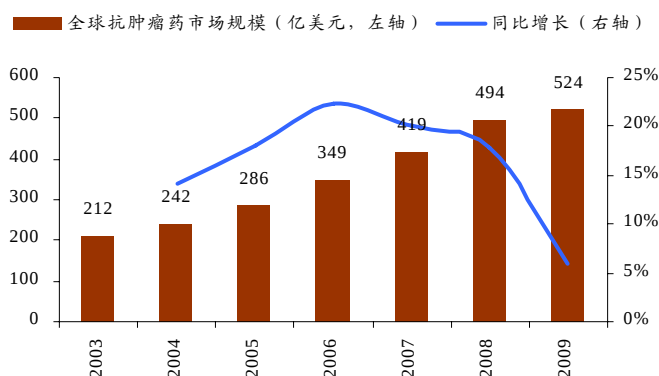
资料来源：招股说明书，招商证券研发中心

四、抗肿瘤中成药大有可为

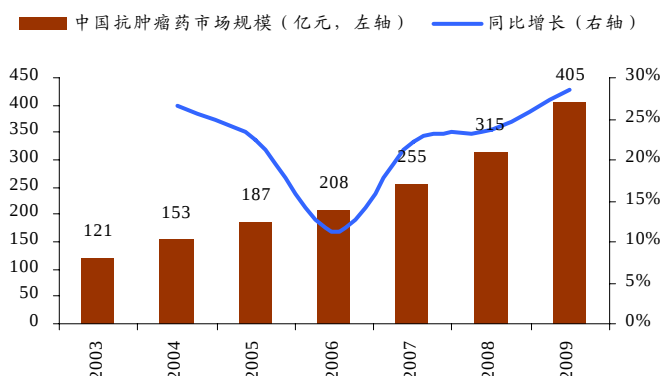
肿瘤是机体在各种致癌因素作用下，局部组织的某一个细胞在基因水平上失去对其生长的正常调控，导致其克隆性异常增生而形成的新生物。新生物一旦形成，不受正常机体生理调节，也不会因病因消除而停止；而表现为生长失控，破坏所在器官或其周围正常组织。一般将肿瘤分为良性和恶性两大类，所有的恶性肿瘤总称为癌症。

由于肿瘤的发病率正在逐年上升，肿瘤治疗市场正在飞速扩张：根据 IMS 公司的统计，2009 年全球抗癌治疗市场估计为 523.7 亿美元，2003~2009 年的 CAGR 达 16.3%。全球范围内每年受癌症影响的人数超过 1000 万，是工业化国家第二大常见的死亡因素。预计今后十年间，癌症的新发病例将以年均 2.4% 的速度增长，至 2020 年达到 1400 万人。

随着社会进步和医学发展,人口老龄化、乡镇工业化、居住城市化的加速,社会竞争压力的加大,环境污染的有害影响,我国的恶性肿瘤发病率呈不断上升趋势。近二十年来,我国肿瘤死亡率上升了 29.42%。我国肿瘤发病率约为 200/10 万人,每年新发病例约 220 万人以上,在治患者约 600 万人以上。全世界 20%的新发癌症病人在中国,24%的癌症死亡病人在中国,而目前中国的癌症生存患者和治愈患者仅为 13%。

图 7: 全球抗肿瘤药市场规模


资料来源: IMS, 招商证券研发中心

图 8: 中国抗肿瘤药市场规模


资料来源: SFDA 南方所, 招商证券研发中心

我国卫生部门最近公布的数据显示,无论是在城市或农村,恶性肿瘤已超过了心血管疾病,成为我国居民第一大死因,占总死因的比重已从 70 年代的 12.6%上升至 2007 年的 25.64%。

表 4: 2009 年我国城乡居民前十位疾病死亡率及死亡原因构成

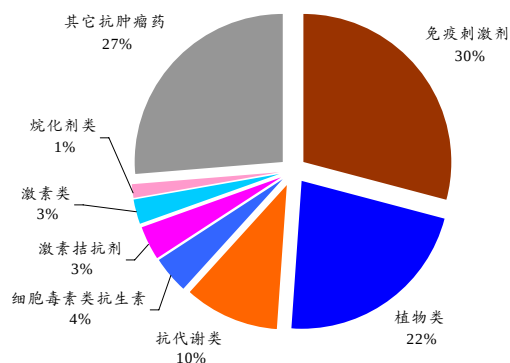
城市				农村			
	死亡原因	死亡率 (1/10 万)	占比		死亡原因	死亡率 (1/10 万)	占比
1	恶性肿瘤	158.67	27.01%	1	恶性肿瘤	187.05	24.26%
2	心脏病	128.19	20.77%	2	脑血管病	197.03	23.19%
3	脑血管病	123.04	20.36%	3	心脏病	150.16	17.21%
4	呼吸系统疾病	66.48	10.54%	4	呼吸系统疾病	134.21	14.96%
5	损伤和中毒 外部原因	33.68	5.59%	5	损伤和中毒 外部原因	59.97	8.25%
6	内分泌、营养 和代谢疾病	19.56	3.28%	6	消化系统疾病	17.77	2.22%
7	消化系统疾病	16.14	2.67%	7	内分泌、营养和 代谢疾病	13.55	1.72%
8	泌尿生殖系统 疾病	7.11	1.18%	8	泌尿生殖系统 疾病	8.49	1.10%
9	神经系统疾病	7.04	1.11%	9	神经系统疾病	6.55	0.77%
10	传染病 (不含 呼吸道结核)	4.24	0.71%	10	传染病 (不含 呼吸道结核)	5.82	0.76%

资料来源: 卫生部, 招商证券研发中心

根据 SFDA 南方所的统计,2009 年植物类抗肿瘤药占比达到 22%,仅次于免疫刺激剂。从重点市场情况来看,中药注射剂已成为抗肿瘤中成药市场的主要使用药品,市场占有

率超过 50%。各地区剂型前 3 类别的排序都是注射剂领先于胶囊剂和片剂，竞争格局已趋于稳定。中药注射剂具有巨大的市场吸引力，是众多抗肿瘤中成药生产厂家的支柱产品和核心竞争力所在。

图 9：2009 年我国各类别抗肿瘤药的市场份额



资料来源：SFDA 南方所，招商证券研发中心

公司主导产品岩舒注射液为国家中药二级保护品种，国家医保目录乙类品种，被科技部列为国家级火炬计划。2008 年 9 月，岩舒注射液大品种技术升级项目通过卫生部、科技部“重大新药创制”科技重大专项“十一五”计划第一批课题立项审查，是唯一入选的抗肿瘤类药物。专业期刊的资料显示，作为癌症治疗的辅助用药，岩舒注射液不仅可以明显抑制癌性疼痛，而且能够显著减轻化疗的不良反应，提高患者免疫力，改善患者生活质量。同时，其毒副作用显著低于疗效类似的化药。我们认为，岩舒注射液疗效显著并具有价格优势，在大品种技术升级完成之后，临床用量将显著增长；此外，募投项目也为产品放量提供充足产能。岩舒销量在未来几年将呈加速增长趋势，市占率也将明显上升。

五、业绩预测与估值

➤ 主要增长点：

- 1、公司现在覆盖二级以上医院 1400 余家，覆盖率约 60%，仍有较大空间；
- 2、公司已于 2008 年 10 月启动《岩舒（复方苦参注射液）大品种技术升级项目》，并通过卫生部、科技部“重大新药创制”科技重大专项“十一五”计划第一批课题立项审查，是唯一入选的抗肿瘤类药物。升级项目的完成将有助于提升岩舒在一线大医院的份额；
- 3、阿莫西林钠氟氯西林钠进入 17 个省医保，全国仅 2 家企业生产，2011 年起将快速增长；
- 4、芪蛭通络 2010 年收入不足千万，目前由王永炎院士主持临床再研究工作，并已进入多省医保，同类品种通心络、脑心通规模已分别达 8 亿元、5 亿元，芪蛭通络未来有望成为公司另一重磅品种。

我们预计公司 2010~2012 年收入同比分别增长 77%、35%和 27%，其中医药工业增长 26%、37%和 28%，净利润同比增长 37%、60%和 32%，复合增长 42%，实现摊薄后 EPS 0.65 元、1.03 元和 1.36 元。考虑到公司的高速成长和营销体系日趋完善，给予 2011 年 35~40 倍预测 PE，我们认为公司合理估值 36.1~41.2 元：

表 5：振东制药分产品销售收入预测

			07A	08A	09A	10E	11E	12E
抗肿瘤类	岩舒	收入	279.0	348.0	372.9	454.9	577.7	710.6
		同比增长 (%)		24.8%	7.1%	22%	27%	23%
		毛利率 (%)	95.7%	95.6%	95.5%	95%	95%	95%
心脑血管类	舒血宁	收入	6.7	27.9	32.5	58.5	73.1	86.3
		同比增长 (%)		314.3%	16.6%	80%	25%	18%
		毛利率 (%)	75.3%	76.5%	81.2%	82%	82%	82%
	冠心宁	收入	2.6	9.2	10.6	10.3	12.4	14.8
		同比增长 (%)		255.4%	15.0%	-3%	20%	20%
		毛利率 (%)	48.2%	50.6%	47.8%	46%	46%	46%
	芪蛭通络	收入	5.0	5.5	11.1	5.6	10.0	50.0
		同比增长 (%)		11.9%	100.4%	-50%	80%	400%
		毛利率 (%)	80%	80%	80%	80%	80%	80%
抗感染类	阿莫西林 钠氟氯西 林钠	收入	1.6	13.0	13.2	25.7	82.2	106.9
		同比增长 (%)		688.9%	1.5%	95%	220%	30%
		毛利率 (%)	41.5%	49.5%	56.2%	55%	55%	55%
	注射用头 孢硫眯	收入	0.6	2.2	3.3	4.3	10.7	13.3
		同比增长 (%)		290.1%	47.9%	30%	150%	25%
		毛利率 (%)	21.1%	26.5%	32.2%	32%	32%	32%
其他工业		收入	20	55	85	106.4	143.7	183.9
		同比增长 (%)		178.9%	54.2%	25%	35%	28%
		毛利率 (%)	-22.2%	-2.9%	7.8%	23%	23%	26%
工业合计		收入	315.3	461.1	528.7	665.6	909.8	1165.8
		同比增长 (%)		46.2%	14.7%	25.9%	36.7%	28.1%
		毛利率 (%)	86.8%	79.9%	77.9%	79.5%	77.4%	77.5%
批发		收入				270	351.0	438.8
		同比增长 (%)					30%	25%
		毛利率 (%)				1.6%	6%	7%
合计		收入	315.3	461.1	528.7	935.6	1260.8	1604.6
		同比增长 (%)		46.2%	14.7%	77.0%	34.8%	27.3%
		毛利率 (%)	86.8%	79.9%	77.9%	57.0%	57.5%	58.2%

资料来源：招股说明书、招商证券研究

六、主要风险提示

- 1、在研品种的研究进展低于预期；
- 2、短期内岩舒的利润占比仍较高。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	227	329	1626	1618	1715
现金	29	82	1144	963	901
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	9	17	30	41	52
应收款项	133	146	200	278	339
其它应收款	7	13	23	31	39
存货	38	56	179	239	300
其他	10	15	50	67	84
非流动资产	270	315	400	577	689
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	166	186	215	294	349
无形资产	26	29	26	24	21
其他	78	99	159	259	319
资产总计	497	643	2026	2195	2404
流动负债	221	278	232	266	301
短期借款	88	158	50	50	50
应付账款	29	27	93	124	155
预收账款	5	14	11	15	18
其他	99	79	78	78	78
长期负债	9	6	6	6	6
长期借款	5	0	0	0	0
其他	4	6	6	6	6
负债合计	230	284	238	273	307
股本	100	108	144	144	144
资本公积金	136	153	1453	1453	1453
留存收益	30	98	191	326	500
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	267	359	1788	1923	2096
负债及权益合计	497	643	2026	2195	2404

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	33	42	(51)	13	83
净利润			93	149	196
折旧摊销			19	23	28
财务费用			9	(20)	(18)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(176)	(139)	(145)
其它			5	0	21
投资活动现金流	(34)	(53)	(105)	(200)	(140)
资本支出			(105)	(200)	(140)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(7)	59	1218	6	(4)
借款变动			(110)	0	0
普通股增加			36	0	0
资本公积增加			1300	0	0
股利分配			0	(14)	(22)
其他			(9)	20	18
现金净增加额	(8)	48	1062	(181)	(61)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	461	529	936	1261	1605
营业成本	93	117	402	536	671
营业税金及附加	6	7	12	16	21
营业费用	229	259	317	439	555
管理费用	41	50	82	108	136
财务费用	12	9	9	(20)	(18)
资产减值损失	6	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	74	82	113	181	239
营业外收入	2	4	3	0	0
营业外支出	3	4	3	0	0
利润总额	73	83	113	181	239
所得税	13	15	20	33	43
净利润	59	68	93	149	196
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	59	68	93	149	196
EPS (元)	0.41	0.47	0.65	1.03	1.36

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	46%	15%	77%	35%	27%
营业利润	30%	12%	38%	60%	32%
净利润	51%	15%	37%	60%	32%
获利能力					
毛利率	79.9%	77.9%	57.0%	57.5%	58.2%
净利率	12.9%	12.9%	9.9%	11.8%	12.2%
ROE	22.3%	18.9%	5.2%	7.7%	9.3%
ROIC	19.5%	14.5%	5.4%	6.7%	8.4%
偿债能力					
资产负债率	46.3%	44.1%	11.7%	12.4%	12.8%
净负债比率	18.6%	24.8%	2.5%	2.3%	2.1%
流动比率	1.0	1.2	7.0	6.1	5.7
速动比率	0.9	1.0	6.2	5.2	4.7
营运能力					
资产周转率	0.9	0.8	0.5	0.6	0.7
存货周转率	2.7	2.5	3.4	2.6	2.5
应收帐款周转率	3.6	3.8	5.4	5.3	5.2
应付帐款周转率	3.8	4.1	6.7	4.9	4.8
每股资料(元)					
每股收益	0.41	0.47	0.65	1.03	1.36
每股经营现金	0.23	0.29	-0.35	0.09	0.58
每股净资产	1.85	2.49	12.42	13.35	14.56
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.10	0.15
估值比率					
PE	106.8	93.2	68.2	42.7	32.4
PB	23.8	17.7	3.5	3.3	3.0
EV/EBITDA	15.5	20.8	13.6	10.4	7.7

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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李珊珊 CPA，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5 年证券从业经验，2010 年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009 年加入招商证券，任医药行业分析师。

廖星昊 CIIA，上海财经大学金融数学与金融工程硕士，武汉大学生命科学与技术基地班学士，1 年股权投资经验，2010 年加入招商证券，任医药行业分析师。

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。