

立足对比剂，开拓精神用药新领域

报告要点

■ 管理层持股的细分行业领先者

公司主营业务涵盖医药工业和医药商业两个板块，医药工业包括对比剂系列产品、降糖类药物和抗焦虑类中药等产品的生产及销售。其中，对比剂是公司收入和利润的主要来源。董事长王代雪持有公司 21.16% 的股权，是公司的实际控制人，管理层多数持有公司股权。

■ 对比剂地位稳固，后续品种丰富产品线

公司的钆喷酸葡胺和碘海醇市场份额分别是第一位和第三位，后续对比剂产品丰富，碘克沙醇有望于近期获批，碘帕醇已申报批文。公司是专注于对比剂领域的领先者，募投项目营销网络建设进展顺利，销售队伍迅速扩大，加强营销稳固行业地位。

■ 九味镇心颗粒，开拓精神用药市场

九味镇心颗粒是 SFDA 批准的首个抗焦虑纯中药制剂，具有疗效显著、毒副作用小、长期用药安全等优点。公司计划扩大适应症和剂型，包括抗抑郁等，未来纳入医保和转为 OTC。公司已经开始搭建营销团队，今年队伍将扩充到 100 人左右。九味镇心颗粒或将成为公司新的业绩爆发点，阿戈美拉汀有望首仿上市。

■ 给予公司“推荐”评级

预计公司 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.42 元、0.63 元、0.92 元。公司是对比剂细分领域的领先者，成长性较好，考虑到九味镇心颗粒的市场开拓可能超预期，产品储备比较丰富，首次给予公司“推荐”评级。按 2012 年 30-35 倍估值，公司股价在 32.2-36.8 元。

当前股价: 18.43
 医疗保健行业评级 看好

公司基本数据 2011. 2. 15

总股本(万股)	10183
流通 A 股/B 股(万股)	5380/0
资产负债率	0.00%
每股净资产(元)	0.00
市盈率(当前)	
市净率(当前)	
12 个月内最高/最低价	38.10/16.25

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源: Wind 资讯

相关研究

《1 月原料药行业月报》2011/1/9

《透过国外看国内-血液制品行业研究》2011/1/6

《口服降糖药行业研究——甜蜜的烦恼》
 2011/1/5

分析师:

严鹏
 (8621)68751070
 liusc@cjsc.com.cn
 执业证书编号: S0490510120009
 联系人:
 刘舒畅
 (8621) 68751070
 liusc@cjsc.com.cn

主要财务指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	217	274	358	482
增长率(%)	-100%	26%	31%	35%
归属母公司所有者净利润(百万元)	34.9	42.3	64.1	93.7
增长率(%)	-100%	21%	52%	46%
每股收益(元)	0.342	0.415	0.630	0.920
净资产收益率(%)	8.0%	9.0%	12.2%	15.5%

正文目录

投资主题	4
立足对比剂，开拓精神用药新领域	4
业绩预测及估值	4
风险提示	4
公司背景	4
管理层持股的民营企业	4
对比剂是主要利润来源	5
对比剂市场成长迅速，竞争强度有限	6
对比剂市场快速膨胀	7
国内竞争格局	8
对比剂产品实力雄厚，营销加强	9
营销队伍扩容，新产品年内或将获批	10
九味镇心颗粒，开拓精神用药新领域	10
抗焦虑市场潜力大	10
九味镇心颗粒——首个抗焦虑的中药制剂	12
盈利预测	12
核心假设	12
股价催化因素	13

图表目录

图 1: 公司股权结构图	5
图 2: 2009 年公司收入构成	5
图 3: 2009 年公司毛利构成	5
图 4: 全球对比剂市场规模	7
图 5: 1994-2008 年国内 CT 装机保有量	7
图 6: 国内 MRI 装机保有量	7
图 7: 国内对比剂市场快速膨胀	8
图 8: 2008 年主要对比剂企业市场占有率	9
图 9: 2006-2009 公司对比剂销售额	9
图 10: 2002-2007 全球抗焦虑市场规模	11
图 11: 中国焦虑病人就诊率低	11
表 1: 盈利预测（单位：百万元）	4
表 2: 公司主要产品及适应症	5
表 3: 主要对比剂分类	6
表 4: 《对比剂使用指南（第一版）》部分内容	8
表 5: 部分对比剂产品国家最高零售价	10
表 6: 后续产品及竞争对手情况	10
表 7: 目前治疗焦虑症的药物	12
表 8: 分产品销售假设	13
公司财务报表及指标预测	14

投资主题

立足对比剂，开拓精神用药新领域

- 1、对比剂产品营销力度加大，期待放量；
- 2、九味镇心颗粒市场开拓是公司的重点，或超预期；
- 3、入选北京生物医药产业跨越发展工程（G20 工程），获政府优惠政策支持；
- 4、碘克沙醇等后续产品获批，将是股价催化剂。

业绩预测及估值

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.42 元、0.63 元和 0.92 元，按照 2012 年 35-40 倍市盈率，公司合理股价区间在 32.2 元至 36.8 元。

表 1: 盈利预测（单位：百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
业务收入	217	274	358	482
净利润	34.9	42.3	64.1	93.7
EPS（元/股）	0.34	0.42	0.63	0.92

资料来源：长江证券研究部

风险提示

- 1、主导产品较为集中的风险：公司主导产品主要集中于对比剂领域，如果未来对比剂市场出现大的波动，将严重影响公司的盈利能力及成长性；
- 2、主导产品降价的风险：主导产品列入了国家医保目录，由政府统一制定最高零售价格，未来存在降价的风险；
- 3、新产品开拓进度低于预期：九味镇心颗粒是 SFDA 批准的首个抗焦虑的中药制剂，产品开拓进度可能低于市场预期。

公司背景

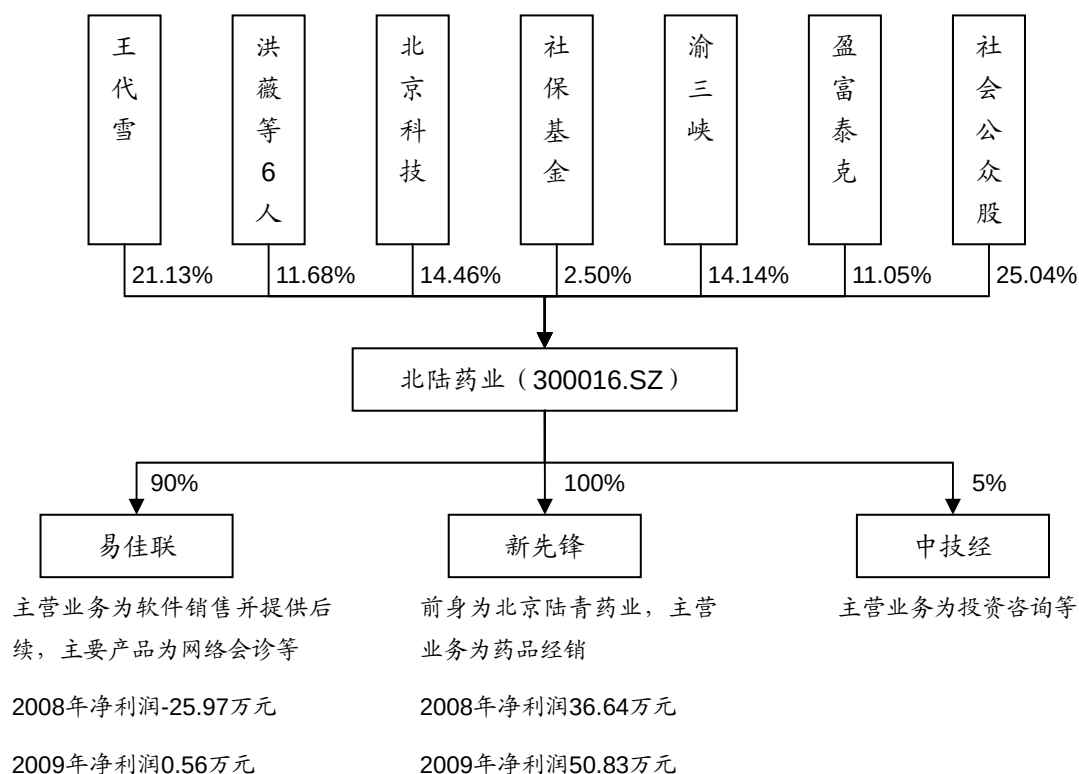
管理层持股的民营企业

公司前身是成立于 1992 年的北京市海淀区北陆医药化工有限公司。2000 年，北陆药业有限公司整体变更为股份有限公司。

公司的主营业务分为医药工业和医药商业两个板块，其中医药工业包括对比剂系列产品、降糖类药物和抗焦虑类中药等产品的生产及销售。

公司 2009 年 10 月首次公开发行 1700 万股，IPO 后，董事长王代雪持有 21.13% 股权，是公司的实际控制人。公司管理层多数持有公司股权，体制灵活。副总经理洪薇持有 5.13%，总经理段贤柱持有 1.40%，副总经理武杰持有 0.37%，财务总监李弘持有 0.29%，董事会秘书刘宁持有 0.29%。

图 1：公司股权结构图

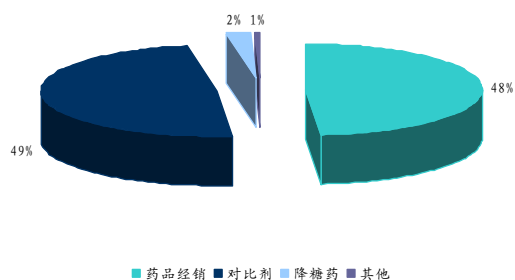


资料来源：公司公告，长江证券研究部

对比剂是主要利润来源

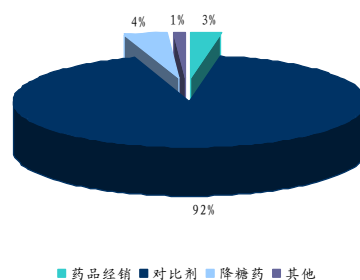
公司产品主要包括对比剂、抗焦虑用药和降糖药等，利润的主要来源是对比剂的生产和销售，2009 年，对比剂主营收入占比约 49%，毛利占比达到 92%。

图 2：2009 年公司收入构成



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 3：2009 年公司毛利构成



资料来源：Wind，长江证券研究部

表 2：公司主要产品及适应症

适应症	产品名称（商品名）
对比剂	钆喷酸葡胺注射液 碘海醇注射液（双北） 枸橼酸铁铵泡腾颗粒（复锐明）
抗焦虑	九味镇心颗粒

降糖药

格列苯脲片（迪北）

资料来源：公司资料，长江证券研究部

对比剂市场成长迅速，竞争强度有限

对比剂又称造影剂，是介入放射学操作中最常使用的药物之一，一般在大医院的放射科或影像科使用。主要用于血管、体腔等部位的显影，以提高病变的检出率和诊断的准确率，在临床上得到了越来越多的应用。

根据影像诊断手段的不同，对比剂产品主要分为三种：X 线（主要是 CT）对比剂、磁共振对比剂和超声对比剂。

磁共振对比剂以钆类化合物为主，代表品种有钆双胺、钆喷酸葡胺、钆布醇等。其中钆喷酸葡胺是磁共振对比剂最主要的品种，2008 年占国内磁共振对比剂销量的 87% 以上。

表 3：主要对比剂分类

类别	产品	是否进入国家医保	国内主要供应商
磁共振对比剂	钆双胺	甲类	GE 医疗（安盛）
	钆贝葡胺	乙类	博莱科信谊
	钆喷酸葡胺	乙类	北陆、广州康臣、拜耳
	钆特酸葡胺	乙类	Guerbet（进口）
	钆布醇	否	拜耳，2010 年 5 月获 SFDA 批准
	钆特醇（商品名：Prohance）	否	Bracco，国内暂未批准进口
	铁类		
	铁羧葡胺	乙类	Schering Deutschland GmbH（进口）
	枸橼酸铁铵泡腾颗粒	否	北陆
CT 对比剂	第一代		
	泛影葡胺	甲类	博莱科信谊、拜耳
	第二代		
	碘帕醇	甲类	博莱科信谊
	碘海醇	甲类	北陆、GE 医疗、扬子江
	碘葡胺	甲类	Schering AG（进口）
	碘佛醇	甲类	恒瑞、Tyco（已获批准）
	碘美普尔	乙类	博莱科信谊
	第三代		
	碘曲仑	乙类	Schering Deutschland GmbH（进口）
	碘克沙醇	乙类	GE 医疗（安盛）、北陆（在审评）
超声对比剂	六氟化硫微泡	乙类	Bracco

资料来源：长江证券研究部 注：MRI 铁类对比剂一般在胃肠道内使用

美国 FDA 于 2007 年 5 月发出通告，要求企业对所有钆类磁共振对比剂加入一个新的黑框警告，警告有严重肾功能不全的患者使用含钆造影剂有发生肾源性系统纤维化（Nephrogenic Systemic Fibrosis, NSF）的风险。截止目前，我国尚未大规模发生钆类对比剂的严重不良反应。

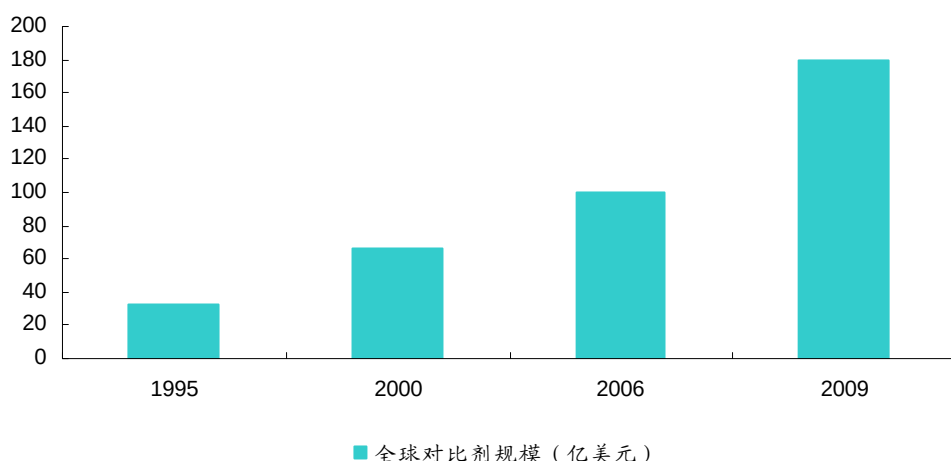
CT 对比剂大多是含碘化合物，20 世纪 50 年代，三碘苯——泛影酸（Amidotrezoic Acid）被发现，由此产生的各类对比剂至今仍在广泛使用。目前仍在使用的离子型造影剂的碘成分几乎全是由它衍生出来的。

从 CT 对比剂的开发历史来看，可划分为三代，第一代以泛影葡胺为代表，第二代包括碘帕醇、碘海醇、碘佛醇等非离子型单体，第三代包括碘曲仑、碘克沙醇等非离子型二聚体。

对比剂市场快速膨胀

随着 CT、螺旋 CT、PET、MRI 等新诊断成像技术在世界各地的普及与推广，全球对比剂市场规模不断膨胀。1995 年，全球销售额为 32 亿美元，2009 年，已达到了约 180 亿美元。

图 4：全球对比剂市场规模

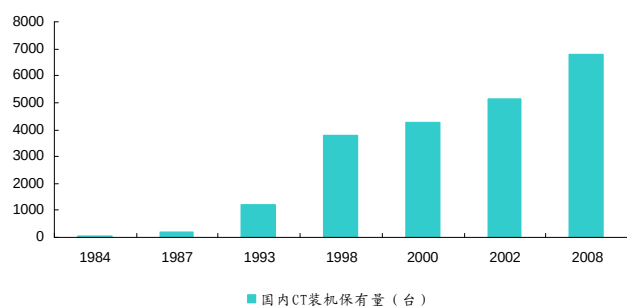


资料来源：Frost & Sullivan，长江证券研究部

影像诊断仪器设备的快速发展、增强扫描使用量的提高和患者群体的扩大，是国内对比剂市场快速成长的主要驱动因素。新医改的推行，患者支付能力提高，也在客观上提升了增强扫描使用比例。

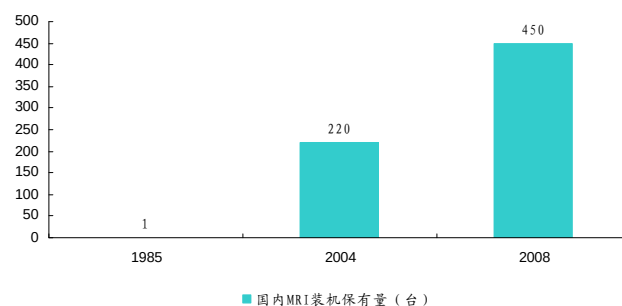
1984 年，国内 CT 装机量仅有 34 台，而 2008 年则达到了 6800 台；1985 年，国内第一台 MRI 开始使用，2008 年装机量达到了 450 台以上。

图 5：1994-2008 年国内 CT 装机保有量



资料来源：中国医药网，长江证券研究部

图 6：国内 MRI 装机保有量



资料来源：中国医药报，长江证券研究部

学术研究的深入和医生使用习惯的形成，对比剂在 CT、MRI 检测中的使用比例在不断上升，目前已达到 30% 以上。2008 年，中华医学会放射学分会、中国医师协会放射医师分会发布了第一版《对比剂使用指南》，澄清了临床实践中的一些模糊认识，推动对比剂的规范使用。

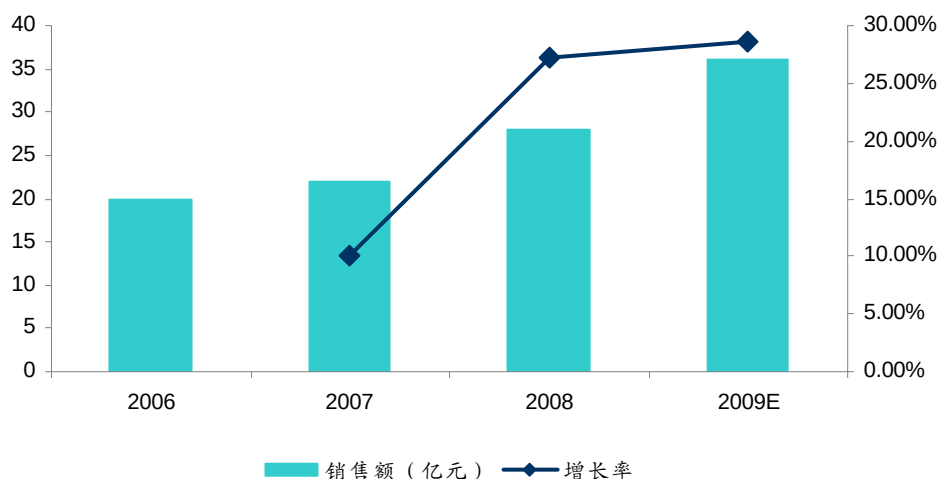
表 4: 《对比剂使用指南（第一版）》部分内容

问题	《指南》建议
关于碘过敏试验	明确指出：除非产品说明书注明特别要求，一般无需碘过敏试验
对比剂临床使用	建议使用碘对比剂和钆对比剂之前签署知情同意书，并给出了推荐版本
不良反应	给出主要对比剂不良反应的预防和处理措施

资料来源：《对比剂使用指南（第一版）》，长江证券研究部

2006-2009 年，国内对比剂市场增速明显加快，2009 年预计销售额达到了 36 亿元。

图 7: 国内对比剂市场快速膨胀

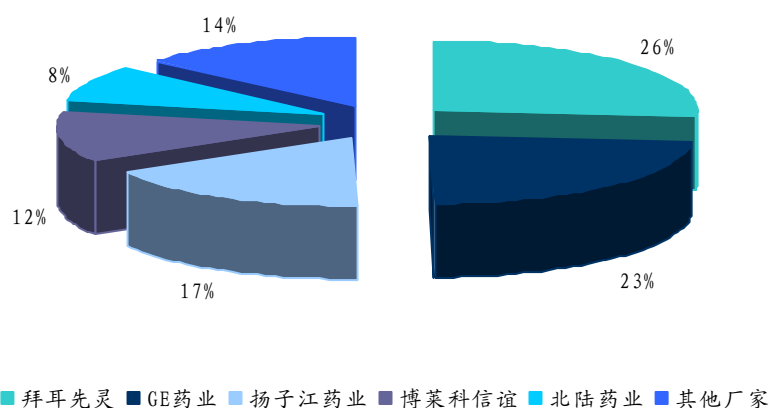


资料来源：健康网，公司公告，长江证券研究部

国内竞争格局

对比剂市场存在技术、产品品牌、企业信誉等壁垒，目前，这一细分领域属于垄断市场，国内市场的供应商主要包括拜耳先灵、GE 医疗（安盛）、博莱科信谊等外资品牌，和扬子江药业、北陆药业等国内企业。2008 年，前五位厂商的合计市场占有率达 86% 以上。

图 8：2008 年主要对比剂企业市场占有率



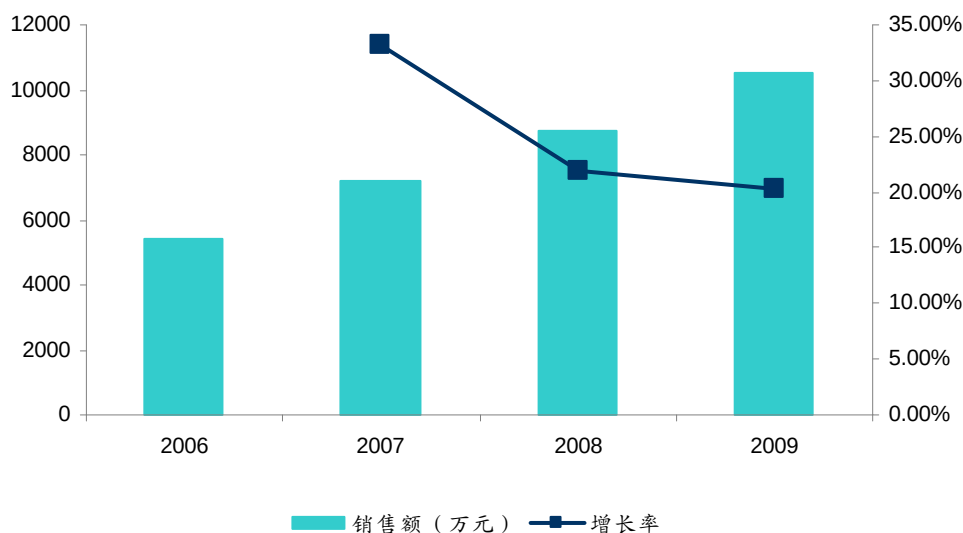
资料来源：SFDA 南方医药经济研究所，长江证券研究部

由于对比剂细分领域总体规模不大，而进入技术壁垒、药政注册壁垒较高，竞争强度比较有限。

对比剂产品实力雄厚，营销加强

2006-2009 年公司对比剂销售额保持了较快的增长速度，年复合增长率达到 25%。2009 年公司对比剂销售额达到 1.05 亿元，成为公司首个过亿品种。

图 9：2006-2009 公司对比剂销售额



资料来源：Wind，长江证券研究部

钆喷酸葡胺、碘海醇进入国家医保目录，国家发改委设定最高零售价。尽管未来存在降价风险，但公司相关产品价格低于同类品种，具有一定的竞争力。

表 5：部分对比剂产品国家最高零售价

产品名称	剂型	规格	最高零售价	执行日期	备注
钆喷酸葡胺	注射剂	10ml(469mg/ml)	162.00 元/瓶	2007-05-15	拜耳先灵（广州） 药业
钆喷酸葡胺	注射剂	4.69g:10ml	117.00 元/支	2007-05-15	
钆喷酸葡胺	注射剂	4.69g:10ml*10	1077.00 元/盒	2007-05-15	
碘海醇	注射剂	3g(I):10ml	63.70 元/瓶	2007-05-15	GE 药业(上海) 扬子江药业
碘海醇	注射剂	15g(I):50ml	196.00 元/瓶	2007-05-15	
碘海醇	注射剂	6g:20ml	81.00 元/支	2007-05-15	
碘海醇	注射剂	6g:20ml*10	744.00 元/盒	2007-05-15	

资料来源：国家发改委，长江证券研究部；注：钆喷酸葡胺 先灵单独定价，碘海醇 GE、扬子江单独定价。

营销队伍扩容，新产品年内或将获批

营销队伍建设方面，2010 年对比剂营销队伍将扩充到 130 多人，加强北京、天津、上海、浙江等重点地区，开拓广东、广西、云南等地区。

后续对比剂品种碘克沙醇注射液年内有可能获批，碘帕醇注射液正在进行申报前试验研究。后续品种的获批，将大大丰富公司对比剂产品线。

在精神用药方面，盐酸文拉法辛缓释胶囊已经上报，处于 SFDA 审评阶段，该品种是九味镇心颗粒的重要补充，有助于发挥协同作用。降糖药方面，瑞格列奈片也处在 SFDA 审评阶段。

表 6：后续产品及竞争对手情况

产品名称	领域	进展情况	竞争对手	潜在竞争对手
碘帕醇注射液	CT 对比剂	在审评（SFDA2011 年 1 月 17 日承办）	博莱科信谊	依格斯医疗（在审评，SFDA 2009 年 12 月 4 日承办，进口）
碘克沙醇注射液	CT 对比剂	在审评（SFDA 2010 年 1 月 19 日承办）	GE 医疗（安盛）	恒瑞（在审评，SFDA 2009 年 5 月 19 日承办）
盐酸文拉法辛缓释胶囊	精神用药	在审评（SFDA 2010 年 4 月 9 日承办）	北京万生、桂林华信、山西云鹏、Dr. Reddy's Laboratories（进口）	-
瑞格列奈片	降糖药	在审评（SFDA 2009 年 12 月 28 日承办）	江苏豪森、诺和诺德等	成都恒瑞、中诺药业、天津康瑞

资料来源：SFDA，长江证券研究部 注：只列出拥有同一剂型品种的竞争对手，瑞格列奈只列出主要竞争对手

九味镇心颗粒，开拓精神用药新领域

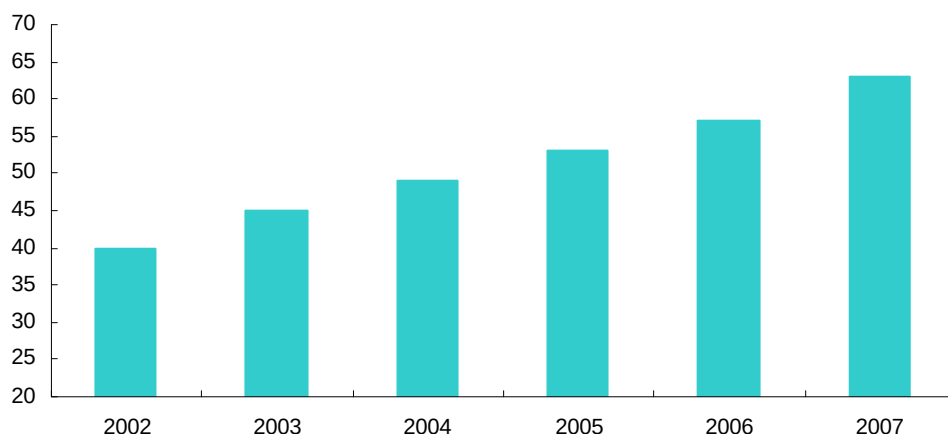
九味镇心颗粒为 SFDA 批准的第一个用于治疗广泛性焦虑症的中药制剂，来源于具有 900 多年历史的宋代中医经典医书《太平惠民和剂局方》，主要原料是人参（去芦）、酸枣仁（炒）、五味子、茯苓、远志、延胡索、天冬、熟地黄和肉桂等九味中药材。

抗焦虑市场潜力大

焦虑症是一种以急性焦虑反复发作作为特征的神经官能症，并伴有植物神经功能紊乱。发作时，患者多自觉恐惧、紧张、忧虑、心悸、出冷汗、震颤及睡眠障碍等症状。

2002-2007 年全球抗焦虑市场保持了 8% 左右的年复合增长率, 2007 年市场规模达到了 62.3 亿美元左右。随着经济和社会的快速发展, 工作、生活等各种压力不断增大, 患焦虑症的人群日益扩大, 抗焦虑市场规模将加速扩大。

图 10: 2002-2007 全球抗焦虑市场规模

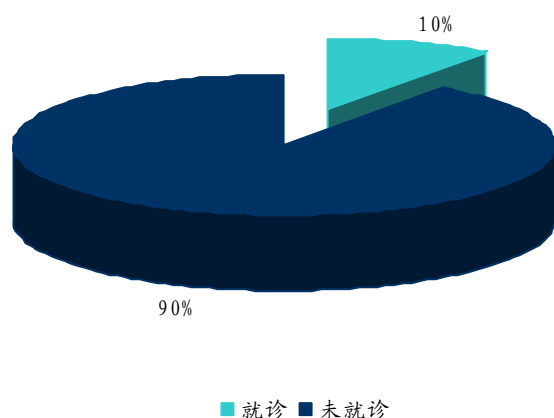


资料来源: FrontLineStrategicConsulting, 长江证券研究部

目前, 国内焦虑症人群诊疗率较低, 而焦虑症若长期得不到治疗, 将会有 40~50% 左右的患者会发展成抑郁症, 甚至严重的精神疾患。

国内抗焦虑药物患者人群大, 市场具有很大的潜力。中国疾病预防控制中心精神卫生中心 2009 年初公布的数据显示, 我国各类精神疾病患者人数在 1 亿人以上, 但公众对精神疾病的知晓率不足五成。目前焦虑症人群就诊率非常低, 仅有 10% 左右。2010 年 6 月, 卫生部表示将提高重性精神病人治疗率。随着国家和社会对精神疾病问题的重视, 可以预见就诊率会有明显的提高。

图 11: 中国焦虑病人就诊率低



资料来源: 上海精神卫生中心, 长江证券研究部

九味镇心颗粒——首个抗焦虑的中药制剂

目前，治疗焦虑症的药物一般可分为苯二氮卓类、非苯二氮卓类和中药制剂等。

表 7：目前治疗焦虑症的药物

类别	代表品种	类别	特点	是否进入国家医保	治疗费用（元/月）	主要生产厂家
苯二氮卓类	安定	西药	起效快，但具有遗忘、嗜睡等副作用，长期用药产生依赖性、耐受性及戒断症状	甲类	5	常州四药等
	丁螺环酮	西药	起效慢，剂量大，成瘾性小	乙类	140	恩华
非苯二氮卓类	氟哌噻吨/美利曲辛	西药	病人耐受性好	乙类	210	丹麦 H.Lundbeck（灵北）
	唑吡坦	西药	易产生耐药、依赖性	乙类	138	赛诺菲-安万特
	佐匹克隆	西药	有镇静作用	乙类	75	吉林制药
中药制剂	九味镇心颗粒	中药	疗效显著、毒副作用轻微、长期用药比较安全	暂未进入	600 以上	北陆（独家）

资料来源：长江证券研究部；注：治疗费用根据剂量及药品价格估算

九味镇心颗粒是国内第一个、也是目前唯一一个通过 SFDA 批准用于治疗广泛性焦虑症的纯中药制剂。与目前抗焦虑市场上主流的西药相比，该品种具有疗效显著、毒副作用轻微、无依赖性、无戒断性、可以长期用药等特点。

公司目前在包括北京大学第六医院和四川大学华西医院在内的 17 家医院进行九味镇心颗粒的四期临床试验，希望能够扩大适应症范围和剂型。

九味镇心颗粒销售队伍目前已经有 60 多人，已聘任九味镇心颗粒的营销总监，今年计划把队伍扩充到 100 人左右。九味镇心颗粒未来有望纳入医保目录和成为 OTC，将对销量产生巨大刺激，促使成为精神治疗领域的“重磅炸弹”。九味镇心颗粒虽然在短期难以对公司业绩产生大的影响，但中长期或将成为重要的利润增长点。

盈利预测

核心假设

- 1、暂不考虑政府补贴等非常经常性收益；
- 2、九味镇心颗粒市场推广符合预期；
- 3、对比剂后续品种顺利获批。

表 8: 分产品销售假设

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
对比剂	5385.43	7172.47	8742.91	10519.28	13149.1	17093.83	23076.67
增长率		33.18%	21.90%	20.32%	25.00%	30.00%	35.00%
毛利率	73.16%	75.84%	77.71%	76.66%	77.00%	77.00%	77.00%
药品经销	6704.38	15542.09	8453.18	10548.41	13185.51	16481.89	20602.36
增长率		131.82%	-45.61%	24.79%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	2.44%	2.56%	2.76%	2.38%	2.60%	2.65%	2.65%
降糖药	402.42	423.47	476.81	491.69	565.44	678.53	814.24
增长率		5.23%	12.60%	3.12%	15.00%	20.00%	20.00%
毛利率	61.40%	58.55%	70.70%	71.03%	72.00%	72.00%	72.00%
其它	80.62	67.83	49.31	121.71	219.08	394.34	709.81
增长率		-15.86%	-27.30%	146.83%	80.00%	80.00%	80.00%
毛利率	90.35%	99.90%	99.95%	81.46%	90.00%	90.00%	90.00%
九味镇心颗粒				150	300	1200	3000
增长率					100.00%	300.00%	150.00%
毛利率				80.00%	80.00%	78.00%	78.00%
总计	12572.85	23205.86	17722.21	21681.09	27419.13	35848.59	48203.08
增长率		84.57%	-23.63%	22.34%	26.47%	30.74%	34.46%
综合毛利率	35.18%	26.52%	41.83%	40.97%	41.26%	42.90%	45.39%

资料来源：长江证券研究部

根据上述假设，预计 2010-2012 年，公司主营业务收入增速分别为 26.47%、30.74%和 34.46%，综合毛利率分别为 41.26%、42.90 和 45.39%。

预计公司 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.42 元、0.63 元、0.92 元。公司是对比剂细分领域的领先者，成长性较好，考虑到九味镇心颗粒的市场开拓可能超预期，产品储备比较丰富，首次给予公司“推荐”评级。按 2012 年 30-35 倍估值，公司股价在 32.2-36.8 元。

股价催化因素

- 1、碘克沙醇等新品种将获批;
- 2、九味镇心颗粒进入医保，销售超预期。

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	217	274	358	482	货币资金	334	363	396	464
营业成本	129	161	205	263	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	88	113	154	219	应收账款	45	54	71	95
% 营业收入	40.4%	41.3%	42.9%	45.4%	存货	22	27	34	44
营业税金及附加	1	1	2	3	预付账款	4	5	6	8
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	35	44	54	72	流动资产合计	408	452	512	616
% 营业收入	16.4%	16.0%	15.0%	15.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	13	16	20	29	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.1%	6.0%	5.5%	6.0%	长期股权投资	3	3	3	3
财务费用	0	-1	-1	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.1%	-0.5%	-0.4%	-0.3%	固定资产合计	35	45	52	43
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	4	4	4	3
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	1	0	0	0
营业利润	38	53	80	117	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	17.5%	19.2%	22.2%	24.2%	资产总计	451	504	570	666
营业外收支	4	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	42	53	80	117	应付款项	14	17	22	29
% 营业收入	19.2%	19.2%	22.2%	24.2%	预收账款	0	1	1	1
所得税费用	7	8	13	19	应付职工薪酬	0	0	0	0
净利润	35	44	67	98	应交税费	2	1	2	2
归属于母公司所有者					其他流动负债	1	13	17	22
的净利润	34.9	42.3	64.1	93.7	流动负债合计	18	33	41	54
少数股东损益	0	2	3	4	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.34	0.42	0.63	0.92	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	0	0	0	0
经营活动现金流净额	58	52	60	85	负债合计	18	33	41	54
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	434	470	524	604
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	0	2	5	9
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	434	471	529	613
固定资产投资	-5	-19	-18	-5	负债及股东权益	451	504	570	666
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-6	-19	-18	-5		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.342	0.415	0.630	0.920
股权融资	281	0	0	0	BVPS	6.39	6.92	7.72	8.89
银行贷款增加 (减少)	-5	0	0	0	PE	54.56	44.99	29.67	20.30
筹资成本	6	-5	-8	-13	PEG	1.40	1.15	0.76	0.52
其他	-21	0	0	0	PB	2.92	2.70	2.42	2.10
筹资活动现金流净额	261	-5	-8	-13	EV/EBITDA	37.68	25.41	16.76	11.21
现金净流量	313	28	34	67	ROE	8.0%	9.0%	12.2%	15.5%

资料来源：长江证券研究所

分析师介绍

刘舒畅，上海交通大学生物化学硕士/应用化学学士，从事化学制剂、原料药行业研究；
严鹏，华中科技大学财务管理硕士/生物技术学士，研究领域为医药行业。

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
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@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 shenfww@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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。