

增长动力充足，后续亮点不断

——股东大会纪要与研究报告

民生精品——调研报告/医药行业

2011 年 3 月 21 日

报告摘要:

● 培南类业务——市场地位巩固，产业链不断延伸

公司 4-AA 中间体产能将扩大到 400 吨，和国内同行的优势进一步拉大。日本地震导致日本主要 4-AA 厂商停产，加强了公司在海外市场的话语权。公司已储备了美罗培南、厄他培南等 4-AA 下游产品原料药和制剂的工艺，由于公司在关键中间体上占据了制高点，我们认为海翔在 4-AA 上的优势将进一步转变为培南类原料药乃至制剂上的优势。

● 克林霉素系列——原料平稳增长，制剂或有突破

海翔药业是国内克林霉素的龙头企业，相比培南类药物，克林霉素原料药的需求相对较平稳。公司和辉瑞的合作很顺利，除了克林霉素，今年还将提供克林霉素磷酸酯。我们预计公司克林霉素原料药业务的收入和毛利率都将稳步提高，而克林霉素制剂方面可能给市场带来惊喜。

● API 合同定制——需求增长无虞，项目储备丰富

相比现有临床用药达比加群的优势十分明显，具有重磅产品的潜力，因而海翔未来承接订单面临大幅增长。除了和 BII 的合作不断深化外，公司还与 GSK、默沙东等跨国药企洽谈了系列的合作项目，后续品种储备丰富，API 的前景十分广阔。

● 合理估值 35 元

预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.87 元、1.19 元和 1.65 元。公司既有安全边际，又有充分的业绩弹性，作为成功转型的原料药企业，在估值水平上可享有一定的溢价。今年是较好的投资时点，4-AA 和达比加群中间体都将在今年实现产能扩张，增发项目以及与跨国药企合作构成股价催化剂，公司合理价值为 35 元，对应 2011-2013 年 EPS 的预测 PE 分别为 40 倍、29 倍、21 倍。

● 风险提示

增发项目进度低预期，原料药价格和海外订单的不确定性。

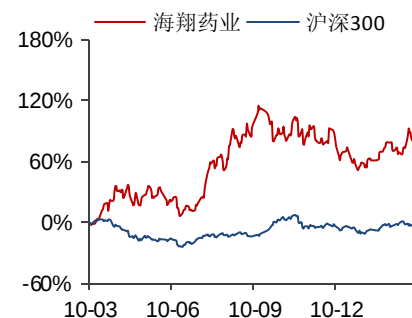
推 荐 首次评级

合 理 估 值: 35 元

交易数据 (2011-3-21)

收盘价 (元)	25.06
近 12 个月最高/最低	13.57/30.26
总股本 (百万股)	160.5
流通股本 (百万股)	116.2
流通股比例%	72.4
总市值 (亿元)	41.22
流通市值 (亿元)	29.84

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师: 练乐尧
 执业证书编号: S0100108110693
 电话: (8610)8512 7656
 Email: lianyueyao@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	1,075	1,354	1,693	2,109
增长率 (%)	20.3%	26.0%	25.0%	24.6%
归属母公司股东净利润 (百万元)	86	139	191	265
增长率 (%)	183.5%	62.2%	37.6%	38.7%
每股收益 (元)	0.53	0.87	1.19	1.65
PE	47.28	28.93	21.02	15.16
PB	6.33	5.30	4.36	3.51

资料来源: 民生证券研究所

目录

一、股东大会交流纪要.....	3
二、对主营业务盈利前景的判断：成功转型，继续向上.....	4
（一）4-AA 中间体及培南类药物——市场空间仍将不断延伸.....	5
（二）克林霉素系列——平稳之中亦有突破.....	6
（三）API 合同订制——需求增长无虞，项目储备丰富.....	7
三、盈利预测及假设.....	7
（一）关键假设.....	7
（二）盈利预测.....	8
四、估值与投资建议.....	8
（一）市盈率法估值.....	8
（二）投资建议.....	8
（三）风险提示.....	9
插图目录.....	11
表格目录.....	11

一、股东大会交流纪要

2011 年 3 月 17 日, 我们参加了海翔药业的 2010 年股东大会, 公司董事长罗煜竑先生、副总经理潘庆华先生和董秘罗颜斌先生等高管就公司的经营发展状况作了简单的介绍, 我们把投资者普遍关心的问题总结如下。

1、培南类药物的产业链: 产品延伸, 产能扩大

公司观点: 从 4-AA 中间体向下延伸, 产品线中一般规模大的产品利润率较低, 规模小的产品利润率较高, 从上游到下游各个环节的产品利润率主要和产量有关系。4-AA 就属于利润总额比较大的产品。现在公司 4-AA 产能有 200-300 吨的规模, 2010 年对外销售了 100 多吨, 其余内部供应生产下游产品。2010 年, 公司整个培南类产品的收入占同期抗生素类收入的比例达 30%, 今年有望将 4-AA 产能扩大到 400 吨。

评论: 4-AA (4-乙酰氧基氮杂环丁酮) 是培南类药物共同的关键中间体, 在培南类药物的产业链中拥有较大的需求量。公司计划把 4-AA 产能扩大到 400 吨, 意味着和国内同行的优势将进一步拉大, 目前国内培南类药物主要企业海滨制药 (生产美罗培南、亚胺培南原料和制剂) 4-AA 中间体 80% 依靠外购, 而浙江九洲和新东港等 4-AA 产能仅有数十吨的规模。此外公司也已储备了美罗培南、厄他培南等 4-AA 下游产品原料药和制剂的工艺, 由于公司在关键中间体上占据了制高点, 我们认为海翔在 4-AA 上的优势将一步步转变为培南类原料药乃至制剂上的优势。

2、日本地震的影响: 刺激 4-AA 价格, 但公司不会立刻提价

公司观点: 在国际医药市场上, 日本制药企业和中国药企的市场不太一样, 冲突比较小。日本地震对日本的 4-AA 生产企业如高砂、曹达等有不影响, 但是日本 4-AA 企业主要供货给原研药厂, 因此目前公司和日本企业的市场没有太大的重合。海翔药业的 4-AA 产品报价是和各个不同的企业进行谈判, 公司还不会因为日本地震的关系而立刻调整 4-AA 的价格。

评论: 国内企业在 2008 年以前尚需从日本进口 4-AA 中间体, 08 年以后国产 4-AA 已基本替代日本产品。我们认为中国企业在国际上不断侵蚀日本企业份额是一种趋势, 但日本企业在海外高端市场仍有较强的竞争力。尽管公司在产品定价上比较稳健, 但今年 4-AA 提价预期仍然比较强烈。毕竟 4-AA 一直处于供货紧张的状态, 加上此次日本地震导致高砂、曹达、KANEKA 等均有工厂停产, 无疑将进一步刺激 4-AA 中间体的市场价格。

3、关于 API 定制: 具有成本优势, 达比加群还将放量

公司观点: BII (德国勃林格殷格翰) 在其他国家包括印度、以色列等, 也有一些委托生产的企业, 海翔药业在成本控制上有一定的优势, 这种成本优势是综合性的, 包括人员、生产、管理、原材料等等。中国的原料药企业和欧美相比成本优势明显, 但是和印度相比优势不大。公司和 BII 双方的合作在今年还将进一步深化。

评论: 达比加群制剂具有重磅产品的潜力, 近 2-3 年正是销售大幅放量的时期, 相

应的将给海翔带来大量订单。在 BII 的要求下公司达比加群中间体的产能已经进行了大幅扩张，我们认为今后 2-3 年 API 定制业务的快速增长是大概率事件。

4、关于克林霉素系列产品：平稳之中亦有突破

公司观点：克林霉素原料药方面，总体上比较平稳，超预期或者低预期的可能性都不大。克林霉素制剂项目正在进行之中，将和国外大企业洽谈合作。

评论：海翔药业是国内克林霉素的龙头企业，相比培南类药物，克林霉素的成长性稍逊，对原料药的需求相对较平稳。公司和辉瑞的合作很顺利，除了克林霉素，今年还将提供克林霉素磷酸酯。我们预计公司克林霉素原料药业务的收入和毛利率都将稳步提高，而克林霉素制剂方面可能给市场带来惊喜。

5、制剂产品的营销建设方面：扬长避短，练好内功

公司观点：关于制剂在国内市场的销售，公司现在还没有考虑太多营销网络的问题，董事长认为今后渠道在医药市场中的地位将下降，产品的定位、技术含量、上市的时点等是决定市场表现的主要因素。

评论：作为以原料药、中间体业务和核心的企业，海翔药业的优势在于工艺技术、生产能力以及承接海外订单的能力上，在制剂销售方面基础薄弱。我们认为随着制剂产品的逐渐丰富，公司在营销上将倾向于借助合作伙伴、经销商的力量，把精力集中在产业链的完善与海外合作的深化上。

6、去年四季度净利润增速放缓的问题：费用分摊较多

公司观点：去年四季度净利润增速放缓主要是因为四季度分摊的费用较多。由于研发项目多在年底结算，四季度分摊的管理费用较多，此外年底销售费用的分摊也有所增加。

评论：公司 2010 年四季度营业收入占全年收入的比例为 25%，但四季度销售费用和管理费用占比分别为 35%和 31%。

7、公司未来存在多方面增长点

公司观点：今年的增长主要还是依靠现有产品，今后公司争取每年都有新产品上市。不考虑增发项目，公司现有业务足可以支撑近几年的增长，现在做增发主要是着眼于 5 年后公司的发展。在外延式扩张方面，对企业意义不大，公司不会考虑太多。

评论：通过此次股东大会，公司管理层给我们的印象是既能够脚踏实地，又志存高远。海翔现有的培南类药物、克林霉素系列、与 BII 的合同定制等均有较好成长性，且存在超预期的可能。增发项目的实施将突破 4-AA 中间体的产能瓶颈，并实现培南类药物和克林霉素系列产业链的向下延伸，进一步推动产业升级，我们建议投资者对海翔药业给予积极关注。

二、对主营业务盈利前景的判断：成功转型，继续向上

我们对公司的 4-AA 中间体及培南类药物、克林霉素系列、API 定制这三大业务的盈利前景进行了分析。

(一) 4-AA 中间体及培南类药物——市场空间仍将不断延伸

碳青霉烯（培南类）药物是一类含碳青霉烯环的新型广谱的 β -内酰胺类抗生素，而且是迄今为止抗菌谱最广、抗菌活性甚强的抗生素，因此扮演着抗临床重症感染最后一道防线的重要角色。近几年临床上耐药菌问题日益严峻，使得培南类药物在全球及国内的使用量迅速增长。全球碳青霉烯类药物现已上市产品有 6 种：亚胺培南-西司他丁、帕尼培南-倍他米隆、美罗培南、比阿培南、厄他培南和多尼培南，其中默克公司的亚胺培南/西司他丁（泰能，Tienam）是世界上第一个上市，同时一直是最畅销的碳青霉烯类药物（表 1）。

表 1：已上市培南类药物品种

通用名	英文名	商品名	开发公司	上市年代
亚胺培南-西司他丁	Imipenem-Cilastatin Sodium	泰能，Tienam	默克公司	1985 年
帕尼培南-倍他米隆	panipenem-betamipron	克倍宁，Carbenin	日本三共	1993 年
美罗培南	meropenem	美平，Merrem	住友制药受让 阿斯利康	1994 年
厄他培南	ertapenem	怡万之，INVANZTM	默克公司	2001 年
比阿培南	biapenem	Omegacin	日本 Lederle	2002 年
多尼培南	Doripenem		日本盐野义	临床研究

资料来源：民生证券研究所

中国的培南原料药产业的成长经历了三个阶段：第一阶段是学习期，自泰能进入中国开始中国企业就没有间断过对培南类药物的学习和研究；第二阶段是起步期，典型标志是美罗培南成功上市，并已能生产原料药，但是这个阶段中国的中间体 4-AA 和高级中间体（4BMA、MAP）以及重要侧链则来自于日本进口；第三阶段是成长期，表现为“百花齐放。百家争鸣”，仿制研发、中间体技术突破并出口，原料药开始出口，涉足该产品的企业超过 60 家企业和化工以及新药研究机构。2008 年是第二阶段和第三阶段的分水岭，在 2008 年以后国内企业摆脱了对培南类药物关键中间体 4-AA 日本进口的依赖。

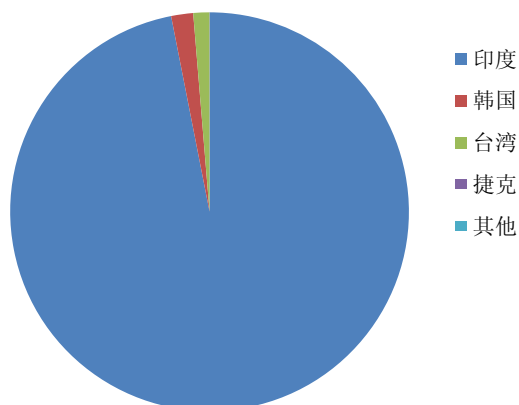
尽管从 2008 年以来随着国内企业产能纷纷扩张，4-AA 价格不断下行，但我们认为对于国内培南原料药企业而言，市场空间仍有机会不断延伸放大。

（1）无论是培南原料药还是中间体，中国企业在海外出口中欧美等高端市场占比较小，国内企业如能进一步提高产品质量，在高端市场大有可为（图 1、图 2）。

（2）碳青霉烯类原料及中间体的合成步骤较多，工艺难度较大，技术完善的原料药企业在向下延伸产业链方面具有优势，可以开发制剂产品，也可以开发如 MAP、keto 等延伸中间体。

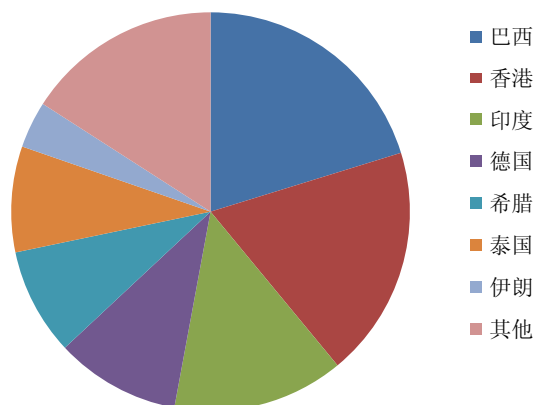
（3）承接海外订单和原料产业转移，单纯的 4-AA 中间体以及原料药出口前景不如 API 定制。

图 1: 2008 年我国 4-AA 出口区域分析



资料来源: 民生证券研究所

图 2: 2008 年我国美罗培南原料药出口区域分析



资料来源: 民生证券研究所

海翔药业已经在上述三个方向上取得了突破, 此次日本海啸地震加剧了 4-AA 中间体市场供应的紧张, 也增强了公司在国际市场的话语权, 未来公司培南类业务仍将延续较快的增长势头。

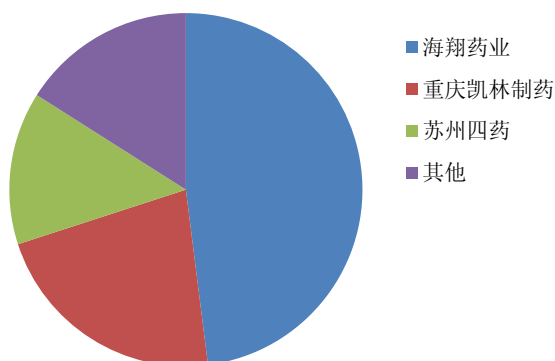
(二) 克林霉素系列——平稳之中亦有突破

克林霉素属于林可胺类的抗生素, 这一品类的制剂主要有克林霉素、克林霉素磷酸酯、克林霉素棕榈酸酯以及林可霉素等。在临床上, 克林霉素由于更好的抗菌效果, 已经取代了林可霉素。因此尽管林可胺类药物整体增长有限, 但克林霉素依然保持了稳定的需求。从出口情况看, 2010 年我国盐酸克林霉素原料药出口约 320 吨, 出口数量与去年同比增长 15.11%, 而出口金额也相应增长 15.49%; 同期克林霉素磷酸酯原料药出口 115.85 吨, 出口量与去年同比增长 27.68%, 出口金额增长率达 21.92%。

海翔药业是我国克林霉素的龙头企业, 克林霉素与克林霉素磷酸酯出口份额均排名第一 (图 3)。虽然克林霉素系列并非抗生素市场的主流品种, 但克林霉素抗菌谱广, 对厌氧菌疗效较好, 临床应用上仍有稳定的需求。价格方面, 克林霉素与上游林可霉素保持了密切的联动, 林可霉素生产企业南阳普康由于环保问题停产, 进而传导到克林霉素的价格 (图 4)。我们认为南阳普康的林可霉素产能短期还难以恢复, 因此克林霉素市场价格下调动力不大。

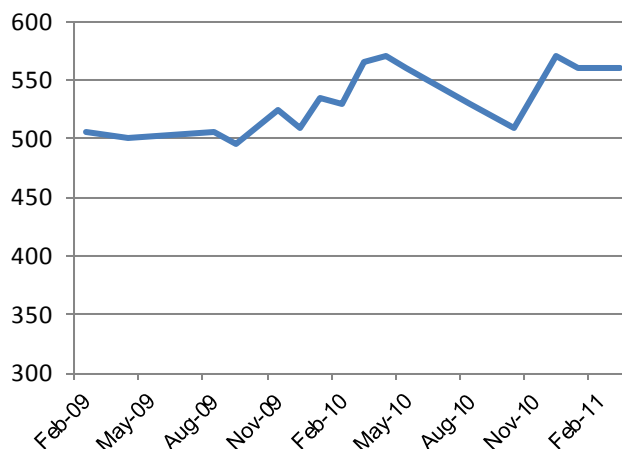
我们预计公司克林霉素原料药的销售将保持平稳, 制剂项目仍在推进之中。克林霉素制剂的开发仍将寻求与海外企业合作的形式, 有可能给市场带来惊喜。我们认为和培南类制剂一样, 公司的克林霉素制剂从开发成功到市场导入需要 1-2 年的时间, 虽然短期难以对业绩有实质性贡献, 但制剂项目的进展意味着公司从原料药向原料制剂一体化转型的进一步突破, 将提升公司的估值水平。

图 3: 2010 年全年我国克林霉素出口情况



资料来源: 健康网, 民生证券研究所

图 4: 2009 年至今国内克林霉素原料药价格 (元/kg)



资料来源: 健康网, 民生证券研究所

(三) API 合同订制——需求增长无虞, 项目储备丰富

2008 年公司与德国勃林格殷格翰公司签订战略生产联盟协议, 公司从 2009 年开始为 BII 公司生产达比加群酯中间体, BII 为公司提供知识和技术支持。BII 开发的达比加群酯 (商品名为 Pradaxa) 于 2008 年 4 月在德国和英国率先上市, 2010 年美国、加拿大、日本等国陆续批准了相关适应症, 这是继华法林之后 50 年来上市的首个新类别口服抗凝血药物。我们认为达比加群酯具有重磅产品的潜力, 因而海翔未来承接订单面临爆发式增长, 这是因为相比现有临床用药达比加群的优势十分明显。

目前临床上常用药物以肝素类和华法林为主。肝素类药物口服无效, 需经皮下、静脉和肌肉注射, 仅限于院内使用。华法林可以口服, 但需要严格掌握适应症, 需要进行凝血酶原测定。华法林的个体差异较大, 治疗期间需要密切观察病情, 根据凝血酶原时间调整用量。华法林的半衰期较长, 需要 5-7 天临床方可达到稳态, 另外华法林和其他药物的相互作用较普遍, 已发现数十种药物能够与之发生相互作用。因此临床迫切需要能够方便口服, 无需临床严密监测的抗凝血药物, 达比加群正是这样一种具有里程碑意义的新药。

我们预计 2010 年公司销售达比加群中间体近 100 吨, 今年产能又有大幅扩张。除了和 BII 的合作不断深化外, 公司还与 GSK、默沙东等跨国药企洽谈了系列的合作项目, 后续品种储备丰富, API 的前景十分广阔。

三、盈利预测及假设

(一) 关键假设

在上述分析的基础上, 我们对公司今后 3 年的盈利情况进行预测, 关键假设如下:

(1) 克林霉素原料药保持 15% 的稳步增长, 4-AA 随着产能释放, 2011-2013 年期间收入增长率分别为 45%、35% 和 30%; 达比加群酯中间体大幅放量, 带动精细化学品

收入年复合增长率达 38%。

(2) 其他产品方面,除了降糖药会有不错表现外,驱虫类、心血管、抗病毒等低毛利业务不是公司重点,收入占比持续下降。

(3) 销售费用率稳定在 1.7% 左右,管理费用率稳定在 12% 左右。

(二) 盈利预测

基于上述假设,我们预计 2011 - 2013 年期间公司营业收入分别增长 26%、25% 和 25%, 净利润分别增长 62%、38% 和 39%, 对应的 EPS 分别为 0.87 元、1.19 元和 1.65 元。

表 2: 公司今后 3 年盈利预测

		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
抗生素类	收入 (万元)	58569.9	68156.3	83832.3	101437.1	121724.5
	增长率	15.3%	16.4%	23.0%	21.0%	20.0%
精细化学品	收入 (万元)	20356.9	28804.1	40325.8	55649.6	75683.4
	增长率	-41.3%	41.5%	40.0%	38.0%	36.0%
抗病毒类	收入 (万元)	5637.1	4553.0	4553.0	4553.0	4553.0
	增长率	-51.7%	-19.2%	0.0%	0.0%	0.0%
降糖类	收入 (万元)	70.6	1906.8	2669.5	3603.9	4865.2
	增长率	-89.3%	2599.9%	40.0%	35.0%	35.0%
驱虫类	收入 (万元)	873.0	530.0	530.0	530.0	530.0
	增长率	-15.8%	-39.3%	0.0%	0.0%	0.0%
心脑血管类	收入 (万元)	541.0	5.6	5.6	5.6	5.6
	增长率	32.4%	-99.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	收入 (万元)	30.7	2.0	2.0	2.0	2.0
	增长率	-96.1%	-93.6%	0.0%	0.0%	0.0%
其他业务	收入 (万元)	3257.6	3501.0	3501.0	3501.0	3501.0
	增长率	-47.9%	7.5%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	收入 (万元)	89336.9	107458.9	135419.3	169282.2	210864.8
	增长率	-16.0%	20.3%	26.0%	25.0%	24.6%

资料来源: 民生证券研究所

四、估值与投资建议

(一) 市盈率法估值

公司基本面亮点较多,既有安全边际,又有充分的业绩弹性。我们认为作为成功转型的原料药企业,将得益于国际原料药产业向中国转移的大好机遇,在估值水平上可享有一定的溢价。对比 A 股的化学药上市公司,公司财务结构稳健,市值仅有 40 亿元,具有较高的投资价值。参照原料药可比公司,如按照 2011 年 40 倍 PE、2012 年 29 倍 PE 估值,则公司合理价值为 35 元。

(二) 投资建议

我们认为 2011 年是海翔药业较好的投资时点, 4-AA 和达比加群酯中间体都将在今年实现产能扩张。从价格上看, 4-AA 和克林霉素系列都处在景气度较高的阶段。此外还存在增发项目以及与跨国药企合作等系列股价催化剂, 给予公司推荐的投资评级, 合理估值 35 元。

表 3: 可比化学原料药公司估值指标

证券代码	证券简称	PE-TTM	PE-2010E	PE-2011E	PS-TTM
000739.SZ	普洛股份	103.6	33.8	25.5	1.64
000756.SZ	新华制药	29.2	27.8	23.2	1.47
000788.SZ	西南合成	25.2	40.3	30.9	5.24
002001.SZ	新和成	20.0	16.4	14.0	6.99
002019.SZ	鑫富药业	-286.5	57.9	31.7	9.51
002020.SZ	京新药业	163.9	100.6	51.5	3.35
002099.SZ	海翔药业	47.28	28.93	21.02	3.84
600216.SH	浙江医药	12.9	12.4	10.8	3.64
600253.SH	天方药业	139.5	79.8	59.4	1.60
600267.SH	海正药业	60.5	39.7	29.1	4.46
600488.SH	天药股份	60.0	45.3	34.8	4.83
600521.SH	华海药业	49.1	33.8	24.5	7.64
600664.SH	哈药股份	24.8	19.8	17.1	2.08
600789.SH	鲁抗医药	40.7	31.4	24.5	2.40
600812.SH	华北制药	40.7	23.2	14.9	1.84
002332.SZ	仙琚制药	50.9	35.4	26.8	3.98
002365.SZ	永安药业	52.5	27.3	13.7	9.48

资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

(三) 风险提示

- 1、增发项目的进展存在不确定性。
- 2、和制剂相比, 公司的原料药价格和海外订单数量可预测性较低。

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	1,075	1,354	1,693	2,109
减：营业成本	792	980	1,210	1,486
营业税金及附加	5	7	8	11
销售费用	18	23	29	36
管理费用	134	163	203	253
财务费用	16	9	8	2
资产减值损失	9	10	10	10
加：投资收益	(1)	0	0	0
二、营业利润	100	163	224	311
加：营业外收支净额	1	0	0	0
三、利润总额	100	163	224	311
减：所得税费用	15	24	33	45
四、净利润	86	139	192	266
归属于母公司的利润	86	139	191	265
五、基本每股收益 (元)	0.53	0.87	1.19	1.65

主要财务指标

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	/	20.8	16.1	12.2
成长能力:				
营业收入同比	20.3%	26.0%	25.0%	24.6%
营业利润同比	193.5%	63.3%	37.6%	38.7%
净利润同比	183.5%	62.2%	37.6%	38.7%
营运能力:				
应收账款周转率	6.19	7.46	7.41	7.40
存货周转率	3.36	3.42	3.45	3.44
总资产周转率	1.01	1.10	1.20	1.29
盈利能力与收益质量:				
毛利率	26.3%	27.6%	28.5%	29.5%
净利率	8.0%	10.3%	11.3%	12.6%
总资产净利率 ROA	7.5%	10.5%	12.7%	15.2%
净资产收益率 ROE	13.4%	18.3%	20.7%	23.2%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.54	1.78	2.09	2.52
资产负债率	44.0%	42.4%	39.0%	34.5%
长期借款/总负债	15.5%	14.0%	13.3%	13.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.53	0.87	1.19	1.65
每股经营现金流量	1.13	0.79	1.00	1.31
每股净资产	3.96	4.73	5.75	7.14

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	129	203	254	316
应收票据	24	34	42	53
应收账款	160	203	254	316
预付账款	54	68	85	105
其他应收款	26	33	41	51
存货	260	314	387	475
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	653	854	1,063	1,317
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	389	378	365	350
在建工程	38	28	28	28
无形资产	47	45	42	40
其他非流动资产	11	11	11	11
非流动资产合计	488	464	449	432
资产总计	1,140	1,318	1,512	1,749
短期借款	147	151	117	54
应付票据	98	118	145	178
应付账款	127	157	194	238
预收账款	8	10	10	10
其他应付款	11	12	12	12
应交税费	2	2	2	2
其他流动负债	30	30	30	30
流动负债合计	423	479	509	523
长期借款	78	78	78	78
其他非流动负债	1	1	1	1
非流动负债合计	80	80	80	80
负债合计	502	559	589	603
股本	161	161	161	161
资本公积	234	234	234	234
留存收益	240	362	525	747
少数股东权益	3	3	4	4
所有者权益合计	638	759	923	1,146
负债和股东权益合计	1,140	1,318	1,512	1,749

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	181	127	161	211
投资活动现金流量	(145)	(20)	(30)	(30)
筹资活动现金流量	(32)	(33)	(80)	(119)
现金及等价物净增加	4	74	51	62

资料来源：民生证券研究所

插图目录

图 1: 2008 年我国 4-AA 出口区域分析.....	6
图 2: 2008 年我国美罗培南原料药出口区域分析.....	6
图 3: 2010 年全年我国克林霉素出口情况	7
图 4: 2009 年至今国内克林霉素原料药价格 (元/kg)	7

表格目录

表 1: 已上市培南类药物品种.....	5
表 2: 公司今后 3 年盈利预测.....	8
表 3: 可比化学原料药公司估值指标	9

分析师与行业专家简介

练乐尧，四川大学卫生经济学博士，具有证券投资咨询执业资格。4年医药行业从业经验，先后从事过临床医生、卫生经济与卫生政策研究等工作。2008年加盟民生证券研究所，从事医药行业与上市公司研究，对医药行业有较深入的见解和认识，熟悉上市公司盈利模式和核心竞争力的分析。研究范围覆盖中药、化学制药、原料药、生物药、医疗器材医疗服务和医药商业等。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璠	韦珂嘉	李北铎
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	18621639595
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	Libeiduo@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	18601357268	18601368846	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	
联系人	栾晓莎		
电话	010-85127892		
手机	13811313398		
E-mail	luanxiaosha@mszq.		

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层；

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。