

## 强烈推荐-A (维持)

贵州百灵 002424.SZ

目标估值: 46.00 元

当前股价: 35.90 元

2011年4月13日

## 收购世禧制药, 拉开苗药整合的序幕

### 基础数据

|            |        |
|------------|--------|
| 上证综指       | 3050   |
| 总股本(万股)    | 23520  |
| 已上市流通股(万股) | 5920   |
| 总市值(亿元)    | 84     |
| 流通市值(亿元)   | 21     |
| 每股净资产(MRQ) | 7.8    |
| ROE(TTM)   | 10.5   |
| 资产负债率      | 25.0%  |
| 主要股东       | 姜伟     |
| 主要股东持股比例   | 52.73% |

### 股价表现

| %    | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 1  | 22 | 45  |
| 相对表现 | -1 | 17 | 46  |



### 相关报告

- 1、贵州百灵(002424)——业绩快报公布, 高成长符合预期 2011/2/28
- 2、贵州百灵(002424)——太子参+山银花, 吹响进军中药材种植的号角 2011/2/17
- 3、贵州百灵(002424)——苗药龙头, 下半年增速更快 2010/8/26
- 4、贵州百灵(002424)——与“金子”共同成长 2010/6/10

### 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

公司昨日公告虎耳草种植项目、收购世禧制药和增加技术中心建设投入, 不仅完全符合我们之前的判断“太子参、山银花只是开始, 未来百灵有可能将涉足更多的贵州道地中药材种植”, 而且收购世禧制药标志着公司正式开始整合当地优秀的苗药资源。预计经带宁胶囊将为公司增厚 2011~2012 年净利润 1200 万元和 2000 万元, 上调 2011~2012 年 EPS 为 1.37 元、1.94 元, 我们维持“强烈推荐-A”的投资评级, 目标价 46 元。

- 公司昨日公告: (1) 拟使用超募资金 6064.26 万元用于贵州镇宁县及赫章县虎耳草 GAP 种植基地的建设; (2) 以 5970 万元的价格收购世禧制药 100% 的股权并增资; (3) 拟变更募集资金投资项目中“技术中心建设项目的实施地点、方式、投资总额及超募资金使用”, 新增投资 3511.12 万元。
- 继续推进中药材种植, 完全符合我们的判断。虎耳草 GAP 种植项目占地面积 281 亩, 建设周期一年, 主要自用, 用于生产咳速停和经带宁。公司此次公告进军虎耳草种植, 完全符合我们之前的判断: 太子参、山银花只是开始, 公司未来将涉足更多的贵州道地中药材种植。百灵不会停止中药材种植的步伐, 将来会有更多品种的中药材种植项目。
- 收购世禧制药, 并购苗药品种的开端。世禧制药拥有两个市场前景较好的 OTC 产品: 妇科用药经带宁胶囊(独家苗药品种)和肠道疾病用药鞣酸苦参碱胶囊, 2010 年经带宁胶囊的收入为 2623 万元。收购世禧制药不仅为公司带来新的妇科用药品种, 而且公司可利用品牌优势和现有的销售渠道做大做强经带宁胶囊。
- 经带宁胶囊增厚 2011 年 EPS 0.05 元。预计 2011 年经带宁胶囊将为公司新增销售收入 6000 万元(按 8 个月计算), 新增净利润 1200 万元, 折合 EPS 0.051 元。经带宁胶囊是公司未来重点发展的苗药品种, 2012 年销售有望过亿元, 可新增净利润 2000 万元, 折合 EPS 0.09 元。
- 上调盈利预测, 维持“强烈推荐-A”的投资评级: 由于经带宁胶囊带来的业绩增厚, 我们保守上调 2011~2012 年 EPS 至 1.37 元、1.94 元, 对应动态 PE 为 26 倍、19 倍。鉴于公司优秀的高成长性、药品业务稳定高成长、中药材种植可复制性强、苗药整合带来的想象空间巨大, 公司目前股价被低估。我们维持 6 个月 46 元目标价, 维持“强烈推荐-A”的投资评级。
- 风险提示: 处方药销售低于预期和中药材价格大幅波动。

### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2008  | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|-------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 607   | 735  | 867   | 1414  | 1860  |
| 同比增长      | 36%   | 21%  | 18%   | 63%   | 32%   |
| 营业利润(百万元) | 99    | 131  | 186   | 373   | 532   |
| 同比增长      | 15%   | 32%  | 42%   | 100%  | 43%   |
| 净利润(百万元)  | 80    | 112  | 160   | 321   | 456   |
| 同比增长      | 12%   | 39%  | 43%   | 101%  | 42%   |
| 每股收益(元)   | 0.34  | 0.48 | 0.68  | 1.37  | 1.94  |
| PE        | 105.1 | 75.6 | 52.8  | 26.3  | 18.5  |
| PB        | 32.1  | 22.5 | 5.2   | 4.5   | 3.7   |

资料来源: 招商证券

## 一、公告虎耳草种植项目，完全符合我们之前的判断：太子参、山银花只是开始，公司未来将涉足更多的贵州道地中药材种植

公司昨日公告，拟使用超募资金 6064.26 万元用于贵州镇宁布依族苗族自治县及赫章县虎耳草 GAP 种植基地的建设。

2010 年 12 月 17 日至今四个月的时间里，百灵连续公告了四次种植计划，全面进军贵州道地药材的种植领域：

表 1：百灵中药材种植公告

| 公告时间             | 合作对象                      | 合作内容         |
|------------------|---------------------------|--------------|
| 2010 年 12 月 17 日 | 贵州省施秉县人民政府、贵州三元太宝实业股份有限公司 | 1 万亩太子参种植    |
| 2011 年 1 月 12 日  | 六枝特区道地种植农民专业合作社           | 1 万亩太子参种植    |
| 2011 年 2 月 17 日  | 紫云县惠农种植养殖农民专业合作社          | 1 万亩山银花种植    |
| 2011 年 4 月 12 日  | 无                         | 281 亩虎耳草温室种植 |

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

此次公告的虎耳草 GAP 种植项目占地面积 281 亩，其中贵州镇宁 221 亩、贵州赫章 60 亩，项目建设周期为 1 年（2011 年 4 月~2012 年 3 月）。温室栽培的优点在于：（1）占地面积小。温室中可分四层栽培虎耳草；（2）温室栽培易于控制温度、湿度、光照等影响农作物生长的重要条件，植株不易感染病菌，田间管理也较为方便。在温室中种植虎耳草，可以达到一年两收（普通田地种植仅一年一收）。据此推算，281 亩的温室种植面积相当于  $281 \times 4 \times 2 = 2248$  亩普通田地种植面积，可年产 712 吨虎耳草干品，预计实现年均销售收入为 1762.20 万元，年均总成本费用 664.41 万元，年均所得税后利润 668.64 万元，财务内部收益率 15.21%（全投资所得税后），投资回收期为 7.14 年（含建设期 1 年），投资利润率 14.33%，投资利税率 17.65%。经济效益较好，盈亏平衡点较低（达产年为 53.56%）。

公司种植的虎耳草主要自用，并不对外销售，用于生产咳速停和经带宁，能降低公司的生产成本。公司此次公告进军虎耳草种植，完全符合我们之前的判断：太子参、山银花只是开始，公司未来将涉足更多的贵州道地中药材种植。百灵不会停止中药材种植的步伐，将来会有更多品种的中药材种植项目。

简单介绍一下虎耳草：虎耳草（学名：*Saxifraga stolonifera* Curt.）为虎耳草科植物，生于海拔 400~4500 米的林下、灌丛、草甸和荫湿岩隙。原产地为中国，朝鲜、日本也有分布。虎耳草是一种多年生蔓生植物，高 20~40cm，全株被白色柔毛。茎赤紫色，匍匐状，花期 5~8 月，果期 7~11 月，可广泛栽种作为观赏植物。植株富含生物碱、硝酸钾、氯化钾、熊果酚苷，全草入药；微苦、辛，寒，有小毒；祛风清热，凉血解毒。

图 1: 虎耳草植株



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 虎耳草的花



资料来源: 招商证券研发中心

## 二、收购世禧制药，并购苗药品种的开端

公司昨日公告：公司于 2011 年 4 月 9 日与贵州世禧制药有限公司（世禧制药）签署了《增资扩股协议书》、《股权转让协议》，以 5970 万元的价格收购世禧制药 100% 的股权并增资。具体情况如下：

（1）公司作为世禧制药的新股东将以超募资金 3400 万元对其进行增资扩股，增资后公司持有世禧制药 70.83% 的股权（本次增资的 3400 万元全部用于增加注册资本，该款项中的 3389 万元只能用于清偿世禧制药债务）；

（2）在世禧制药完成增资扩股后，公司以超募资金 2570 万元的价格收购世禧制药剩余的全部股权（合计为 29.17%）。

本次收购完成后，公司将持有世禧制药 100% 的股权，世禧制药将成为公司的全资子公司。

表 2: 世禧制药的主要财务数据

| 项目（单位：万元）     | 2010 年 10 月 31 日 | 2009 年 12 月 31 日 |
|---------------|------------------|------------------|
| 资产总额          | 4916.2           | 6338.3           |
| 负债总额          | 7901.4           | 7388.0           |
| 应收款项总额        | 659.5            | 44.3             |
| <b>净资产</b>    | <b>-2985.1</b>   | <b>-1049.7</b>   |
| <b>营业收入</b>   | <b>2622.8</b>    | <b>2430.5</b>    |
| 营业利润          | 321.3            | 270.0            |
| <b>净利润</b>    | <b>-1935.4</b>   | <b>284.4</b>     |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 672.7            | -1703.4          |

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

世禧制药拥有两个市场前景较好的 OTC 产品：妇科用药经带宁胶囊（独家苗药品种）和肠道疾病用药鞣酸苦参碱胶囊。我们认为，百灵以 5970 万元的价格收购世禧制药的理由如下：

（1）经带宁胶囊属于妇科用药，在妇科用药市场拥有一定的市场知名度，市场竞争力



较强。公司通过收购世禧制药而拥有有一定知名度和较强市场竞争力的妇科用药品种，可以补充公司的产品线；

(2) 由于世禧制药的市场营销和管理较为薄弱，所以几年来经营情况不佳。而百灵具备品牌优势、管理优势和营销优势，销售团队（特别是 OTC 团队）非常精干，战斗力强，团队稳定，对渠道的渗透力强。从公司过去的发展来看，百灵产品的铺货率很高，公司的品种能够渗透下去，行业增长时能取得高于行业平均的增速。公司接手世禧制药后，有将两个品种做大做强能力；

我们从经销商处得知，世禧制药虽然拥有两个品种，但鞣酸苦参碱胶囊在过去并未有生产销售，2000 多万的营业收入均来自于经带宁胶囊；并且由于自身营销能力薄弱，产品均采用“底价代理”的模式销售。我们认为，即使公司收购世禧制药后，经带宁胶囊没有终端放量，且公司仍不销售鞣酸苦参碱胶囊，世禧制药的销售额也至少可以达到原来的 3 倍（因为过去是底价代理模式，而如今公司是自有队伍销售）。因此，预计 2011 年经带宁胶囊将为公司新增销售收入 6000 万元（按 8 个月计算），按公司整体 20% 的净利润率计算，可新增净利润 1200 万元，折合 EPS 0.051 元。经带宁胶囊是公司未来重点发展的苗药品种，2012 年销售有望过亿元，可新增净利润 2000 万元，折合 EPS 0.09 元。

贵州有 180 多家苗药企业，苗药品种 150 多个，但很多苗药企业只有数千万的销售额，处在分散竞争的状态。大多数中小企业受困于资金、销售渠道，虽握有良方、文号，但却严重开发不足。在此背景下，贵州政府正在积极扶持苗药企业整合发展，将给予一系列优惠政策帮助组建苗药航母级企业，给予相关企业充分的政策倾斜和资金支持。按照政府规划，今后几年贵州将积极引导企业重组整合，支持医药企业按照市场规范，鼓励支持组建贵州苗药集团等二至三家大型制药企业集团，培育年产值超 5 亿元以上的制药企业 15 家；力争到 2015 年，全省民族医药产业实现工业总产值 500 亿元，投资 200 亿元以上。

百灵 IPO 上市后，超募资金 10 亿元，截止 2011 年 4 月 12 日，仍剩余超募资金 8 亿元。百灵是贵州省的龙头苗药企业，我们相信公司将借力政府支持，利用超募资金加快整合当地优秀的苗药资源，此次收购世禧制药才刚刚是一个开始。

### 三、加大技术中心建设投入，加强新药研发

公司昨日公告，拟变更募集资金投资项目中“技术中心建设项目的实施地点、方式、投资总额及超募资金使用”。具体情况如下：

表 3: 公司变更“技术中心建设项目”

| 序号   | 原计划                                                                                                                      | 变更为                                                                                                                        |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 实施地点 | 贵州省安顺经济技术开发区西航大道贵州百灵厂区内                                                                                                  | 技术中心本部位于贵州百灵厂区内<br>口服药物制造技术工程研究中心位于贵州大学校内<br>民族药（中药）新药发现及评价工程技术研究中心位于贵阳中医学院校内<br>药物安全评价中心位于遵义医学院校内                         |
| 实施方式 | 通过新建技术中心大楼并购进先进设备，建成具有国内先进水平的苗药工程技术中心。                                                                                   | 围绕完善企业创新能力建设为核心，广泛利用外部资源，引进国内外智力和技术成果，与国内或国际高水品的科研单位或个人进行项目合作，解决在实际科研活动中遇到的问题，实现国家级技术中心的科学化、实体化、实用化。                       |
| 投资金额 | 建筑工程费 817.29 万元<br>设备及工具器购置费 3,368.53 万元<br>安装工程费 64.16 万元<br>工程建设其他费用 268.48 万元<br>预备费 466.17 万元<br>项目投入总资金 4,984.63 万元 | 建筑工程费 3,143.81 万元<br>设备及工具器购置费 4,194.12 万元<br>安装工程费 83.88 万元<br>工程建设其他费用 444.63 万元<br>预备费 629.31 万元<br>项目投入总资金 8,495.75 万元 |

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

项目资金来源由原募投项目的 4984.63 万元和超募资金 3511.12 万元组成。技术中心是隶属于贵州百灵制药的技术研究和开发机构，其经济效益体现在研发的新药对企业经营收入的贡献。技术中心成立以来，先后开发上市了“咳速停糖浆”、“银丹心脑通软胶囊”、“泻停封胶囊”等 10 余个市场前景好的产品，这些产品为贵州百灵制药带来了巨大的经济效益。要使公司在今后的发展中提供越来越多的产品来源，还需要在现在的基础上进一步提升技术中心的能力和实力，以确保公司技术中心可以成为公司做大做强的信心保证和长远发展的动力源。我们认为，公司加大对技术中心的投入，不仅可以增强公司的创新能力，而且可充分借助外部科研单位及个人的力量，解决在实际科研活动中遇到的问题。

## 四、投资建议

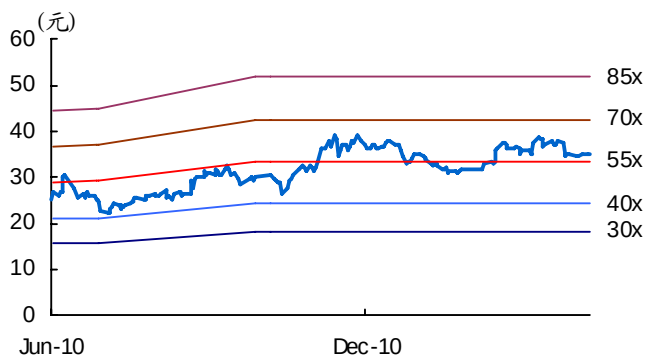
贵州百灵，上市 10 个月，我们出了 9 份报告，始终在强推。在深度报告《高成长股，在市场恐慌下“捡漏”》（2010 年 7 月 7 日）中，我们对百灵的药品主业增长做了详细的分析，药品主业每年净利润增速 40%，成长性不可谓不优异；在深度点评报告《太子参+山银花，吹响进军中药材种植的号角》（2011 年 2 月 17 日）中，我们详细分析了太子参和山银花项目对公司业绩的提升效果，并判断太子参、山银花只是开始，未来百灵有可能将涉足更多的贵州道地中药材种植，这也将是一块持续且不断增大的利润来源。

从现在公司的发展来看，一方面仍在继续推进贵州道地药材的种植；另一方面，借力政府支持和资金优势，开始整合当地优秀的苗药资源，此次收购世禧制药才刚刚是一个开始。后续如果有新的种植计划或收购项目，我们将根据情况调整我们的盈利预测。

由于经带宁胶囊带来的业绩增厚，我们保守上调 2011~2012 年的营业收入 6000 万元和

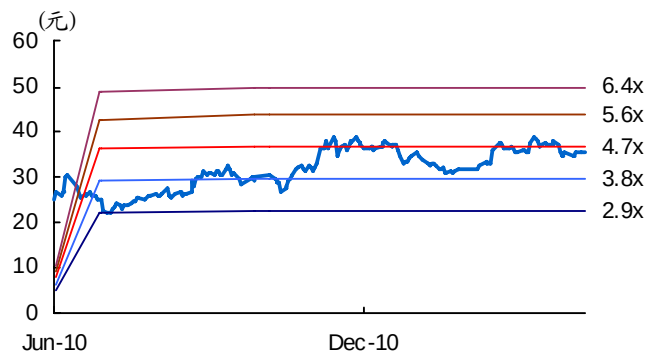
1 亿元，新增利润 1200 万元和 2000 万元，折合 EPS 为 0.05 元、0.09 元。调整后，2011~2012 年的营业收入达到 14.14 亿元和 18.6 亿元，实现净利润 3.21 亿元、4.56 亿元，EPS 1.37 元、1.94 元。对应动态 PE 为 26 倍、19 倍，鉴于公司优秀的高成长性、药品业务稳定高成长、中药材种植可复制性强、苗药整合带来的想象空间巨大，公司目前股价被低估。我们维持 6 个月 46 元目标价，维持“强烈推荐-A”的投资评级。

图 3：贵州百灵历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 4：贵州百灵历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元         | 2008       | 2009       | 2010E       | 2011E       | 2012E       |
|----------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 465        | 693        | 1707        | 1925        | 2242        |
| 现金             | 35         | 205        | 1133        | 1011        | 1046        |
| 交易性投资          | 0          | 0          | 0           | 1           | 2           |
| 应收票据           | 150        | 185        | 217         | 354         | 465         |
| 应收款项           | 110        | 99         | 120         | 197         | 259         |
| 其它应收款          | 18         | 17         | 26          | 42          | 56          |
| 存货             | 99         | 90         | 103         | 157         | 203         |
| 其他             | 53         | 96         | 108         | 164         | 212         |
| <b>非流动资产</b>   | 118        | 127        | 204         | 292         | 345         |
| 长期股权投资         | 9          | 9          | 9           | 8           | 8           |
| 固定资产           | 75         | 75         | 144         | 245         | 336         |
| 无形资产           | 29         | 31         | 28          | 25          | 22          |
| 其他             | 6          | 13         | 23          | 14          | (22)        |
| <b>资产总计</b>    | <b>583</b> | <b>820</b> | <b>1911</b> | <b>2217</b> | <b>2587</b> |
| <b>流动负债</b>    | 318        | 445        | 273         | 328         | 312         |
| 短期借款           | 217        | 281        | 100         | 80          | 0           |
| 应付账款           | 56         | 47         | 54          | 82          | 106         |
| 预收账款           | 8          | 36         | 40          | 61          | 79          |
| 其他             | 37         | 81         | 78          | 105         | 127         |
| <b>长期负债</b>    | 2          | 1          | 1           | 1           | 1           |
| 长期借款           | 0          | 0          | 0           | 0           | 0           |
| 其他             | 2          | 1          | 1           | 1           | 1           |
| <b>负债合计</b>    | <b>321</b> | <b>445</b> | <b>274</b>  | <b>329</b>  | <b>313</b>  |
| 股本             | 110        | 110        | 235         | 235         | 235         |
| 资本公积金          | 40         | 40         | 1091        | 1091        | 1091        |
| 留存收益           | 113        | 225        | 311         | 562         | 948         |
| 少数股东权益         | 0          | 0          | 0           | 0           | 0           |
| 母公司所有者权益       | 263        | 374        | 1637        | 1888        | 2274        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>583</b> | <b>820</b> | <b>1911</b> | <b>2217</b> | <b>2587</b> |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2008        | 2009       | 2010E      | 2011E        | 2012E     |
|----------------|-------------|------------|------------|--------------|-----------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>(40)</b> | 125        | 98         | 78           | 270       |
| 净利润            |             |            | 160        | 321          | 456       |
| 折旧摊销           |             |            | 14         | 22           | 32        |
| 财务费用           |             |            | 2          | (2)          | (1)       |
| 投资收益           |             |            | 0          | 0            | 0         |
| 营运资金变动         |             |            | (78)       | (264)        | (217)     |
| 其它             |             |            | 0          | 0            | 0         |
| <b>投资活动现金流</b> | 88          | (26)       | (91)       | (111)        | (85)      |
| 资本支出           |             |            | (90)       | (110)        | (85)      |
| 其他投资           |             |            | (1)        | (1)          | 0         |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(25)</b> | 54         | 921        | (89)         | (150)     |
| 借款变动           |             |            | (181)      | (20)         | (80)      |
| 普通股增加          |             |            | 125        | 0            | 0         |
| 资本公积增加         |             |            | 1051       | 0            | 0         |
| 股利分配           |             |            | (73)       | (71)         | (71)      |
| 其他             |             |            | (2)        | 2            | 1         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>23</b>   | <b>153</b> | <b>928</b> | <b>(122)</b> | <b>35</b> |

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 |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 607  | 735  | 867   | 1414  | 1860  |
| 营业成本             | 324  | 398  | 448   | 682   | 882   |
| 营业税金及附加          | 6    | 7    | 9     | 14    | 19    |
| 营业费用             | 123  | 144  | 175   | 276   | 335   |
| 管理费用             | 39   | 41   | 45    | 71    | 93    |
| 财务费用             | 15   | 13   | 2     | (2)   | (1)   |
| 资产减值损失           | 1    | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 公允价值变动收益         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益             | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>      | 99   | 131  | 186   | 373   | 532   |
| 营业外收入            | 0    | 1    | 5     | 5     | 5     |
| 营业外支出            | 3    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>      | 97   | 131  | 191   | 378   | 537   |
| 所得税              | 17   | 20   | 32    | 57    | 81    |
| <b>净利润</b>       | 80   | 112  | 160   | 321   | 456   |
| 少数股东损益           | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>母公司所有者净利润</b> | 80   | 112  | 160   | 321   | 456   |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.34 | 0.48 | 0.68  | 1.37  | 1.94  |

主要财务比率

|                | 2008  | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入           | 36%   | 21%   | 18%   | 63%   | 32%   |
| 营业利润           | 15%   | 32%   | 42%   | 100%  | 43%   |
| 净利润            | 12%   | 39%   | 43%   | 101%  | 42%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 46.7% | 45.8% | 48.3% | 51.8% | 52.6% |
| 净利率            | 13.2% | 15.2% | 18.4% | 22.7% | 24.5% |
| ROE            | 30.6% | 29.8% | 9.8%  | 17.0% | 20.1% |
| ROIC           | 19.8% | 18.7% | 9.0%  | 16.0% | 19.8% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 55.0% | 54.3% | 14.3% | 14.8% | 12.1% |
| 净负债比率          | 37.2% | 34.2% | 5.2%  | 3.6%  | 0.0%  |
| 流动比率           | 1.5   | 1.6   | 6.3   | 5.9   | 7.2   |
| 速动比率           | 1.2   | 1.4   | 5.9   | 5.4   | 6.5   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 1.0   | 0.9   | 0.5   | 0.6   | 0.7   |
| 存货周转率          | 3.1   | 4.2   | 4.7   | 5.2   | 4.9   |
| 应收帐款周转率        | 6.1   | 7.0   | 7.9   | 8.9   | 8.2   |
| 应付帐款周转率        | 8.2   | 7.7   | 8.9   | 10.1  | 9.4   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.34  | 0.48  | 0.68  | 1.37  | 1.94  |
| 每股经营现金         | -0.17 | 0.53  | 0.42  | 0.33  | 1.15  |
| 每股净资产          | 1.12  | 1.59  | 6.97  | 8.03  | 9.68  |
| 每股股利           | 0.00  | 0.00  | 0.31  | 0.30  | 0.30  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 105.1 | 75.6  | 52.8  | 26.3  | 18.5  |
| PB             | 32.1  | 22.5  | 5.2   | 4.5   | 3.7   |
| EV/EBITDA      | 71.7  | 56.3  | 43.4  | 22.4  | 15.6  |

## 分析师承诺

负责本研究报告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、未来也将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，注册会计师（CPA）。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，注册国际投资分析师（CIIA）。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

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。