

产品线优秀的高端专科药企

—华东医药调研简报

民生精品---简评报告/医药行业

2011年05月30日

一、事件概述

我们于5月13日对公司进行了调研,就我们关注的问题与公司高管进行了交流。

二、分析与判断

➤ 优秀的产品线决定医药工业的长远发展前景

我们认为产品对于制药企业的重要性将与日俱增,公司的优秀产品线决定公司的长远发展前景。公司免疫抑制剂产品线丰富,覆盖了市场的主要品种。这些品种中他克莫司潜力最大,公司产品有望实现进口替代。此外,百令胶囊作为辅助性用药,与其他品种可以联合用药,这一独特的品种也为公司不断赢得了免疫抑制剂的市场份额。公司2010年进行了营销改革,百令胶囊从去年下半年开始快速增长。公司的糖尿病用药系列产品丰富。公司下一步计划开发胰岛素,以实现成为国内糖尿病产品最全的厂家之一。此外,公司将进一步拓展超级抗生素、肿瘤领域和心血管领域。

➤ 医药商业发展前景略有不明朗

一方面,商业的发展需要资金的支持,而公司由于股改遗留问题暂时不能够再融资,其医药商业规模受到资金约束。另一方面,浙江省基药很可能需要重新招标,考虑上省级增补品种,基药占到公司销售收入的40%左右,因此如果重新招标降价,公司的销售额和毛利率都会受到较大的影响。最后,当前市场关注的抗菌药使用管理办法对医药商业也会造成一定的负面影响。

➤ 财务费用及人力成本压力加大

由于贷款的增加和利率的提高,公司今年的财务费用会明显增加,预计全年超过7000万元。同时,公司今年进行了人力资源改革,预计下半年开始实施,人工成本增幅会大于往年8%左右的增速。

➤ 股改遗留问题争取今年解决

该遗留事项导致上市公司不能够二级市场再融资,大股东股份不能够流通。大股东代表表示,争取今年年底前解决。大股东与公司利益一致,该事项不解决,其持有的股份也不能够流通。力争在年底前拿出一个能够让管理层和其他股东认可的方案。

三、盈利预测与投资建议

我们预计公司2011-2013年分别实现每股收益0.90元、1.14元和1.40元,以27日收盘价计算,对应动态市盈率分别为26倍、21倍和17倍,我们看好公司的优秀产品线,看好公司的长远发展潜力,暂时给以公司“谨慎推荐”的投资评级。

四、风险提示:

股改遗留问题解决进度低于预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	8,972	10,724	12,792	15,144
增长率(%)	14.7%	19.5%	19.3%	18.4%
归属母公司股东净利润(百万元)	317	389	497	608
增长率(%)	-16.1%	22.5%	27.8%	22.4%
每股收益(元)	0.73	0.90	1.14	1.40
PE	32	26	21	17
PB	8.88	7.19	5.79	4.67

资料来源:民生证券研究所

谨慎推荐

首次评级

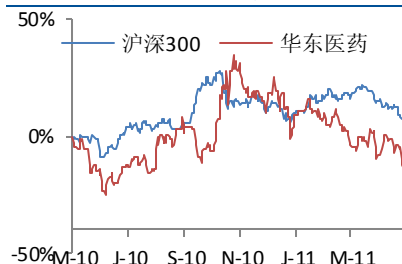
合理估值:

27—31元

交易数据(2011-05-27)

收盘价(元)	23.69
近12个月最高/最低	30.20/20.74
总股本(百万股)	434.06
流通股本(百万股)	279.94
流通股比例%	64.49
总市值(亿元)	102.83
流通市值(亿元)	66.32

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师:李平祝

执业证书编号: S0260511020019

电话: (8610)85127808

Email: lipingzhu@mszq.com

分析师:练乐尧

执业证书编号: S0100108110693

电话: (8610)85127656

Email: lianyueyao@mszq.com

联系人:吴晓雯

电话: (8610)85127808

Email: wuxiaowen@mszq.com

相关研究

一、优秀的产品线决定医药工业的长远发展前景

(一) 免疫抑制剂有发展潜力

按照作用机制,免疫抑制剂主要分为 DNA 合成抑制剂(麦考酚酸酯)、抗淋巴细胞抗体、烷化剂、细胞因子抑制剂(环孢素 A、他克莫司/FK506、西罗莫司)、中药(雷公藤、百令胶囊)和皮质类固醇(强的松)。从品种来看,免疫抑制剂的市场集中度是比较高的。IMS 数据显示,2009 年霉酚酸酯、他克莫司/FK506 和环孢素占据了中国免疫抑制剂市场 87% 的份额,市场品种处于高度集中状态。公司的主要品种为环孢素、吗替麦考酚酯、百令胶囊、西罗莫司和他克莫司,覆盖了这三大主要品种。这些品种中他克莫司潜力最大,公司产品有望实现进口替代。此外,百令胶囊作为辅助性用药,与其他品种可以联合用药,这一独特的品种也为公司不断赢得了免疫抑制剂的市场份额。公司 2010 年进行了营销改革,对各大区进行分拆,组建新的省区,百令胶囊从去年下半年开始快速增长。该产品的目标是超越济民可信的“金水宝”(销售收入 15 亿元)。

在国内,免疫抑制剂的生产企业众多,有百余家,竞争比较激烈,但是市场集中度也比较高,80% 以上的市场份额集中在上海罗氏制药、瑞士山道士制药、浙江康莱特药业、浙江正大青春宝药业、四川雅安制药、诺华、日本藤泽药品、金蟾药业、华北制药和公司这十家企业上,50% 以上的市场份额集中在前 5 家,而公司就是前 5 名之一。相比外资企业的产品,公司的产品具有较强的价格优势,公司或可藉此优势逐步夺取更多的市场份额。

综上所述,无论从品种覆盖还是从企业市场份额上来看,公司都具有有一些优势的。

IMS 数据显示,2009 年中国免疫抑制剂市场规模为 23 亿元,而从 2006 年到 2009 年,中国免疫抑制剂市场 4 年的复合增长率为 15%,其中 2007 年增长 8.3%,2008 年增长 14.56%,2009 年增长 22%,市场增长呈加速态势。不过,由于目前可移植器官的量基本持平,增长幅度较小,短期内免疫抑制剂市场的增速会有所放缓,例如,公司 2010 年免疫抑制剂的销售收入同比增长了 12.44%,远低于 2008、2009 年 25.69% 和 24.33% 的增速,且 2008-2010 年的增速呈递减趋势。

未来,一方面,随着政府在器官移植管理方面采取的相关措施逐步生效,例如“领驾照照器官移植协议”会带来潜在的器官捐赠者的增加;另一方面,接受器官移植的个体需要终身服用免疫抑制剂,随着医疗技术的日益成熟,器官移植者的成活率会有所增加,相应地免疫抑制剂的服用量也会增加。在这两个因素的综合作用下,免疫抑制剂未来的增长还是值得期待的。

因此,虽然,短期内免疫抑制剂的增长会遇到瓶颈,但是未来还是会放量增长的,值得看好。

目前,公司计划在现有品种的基础上继续推出新品种,为未来创造一新的利润增长点。

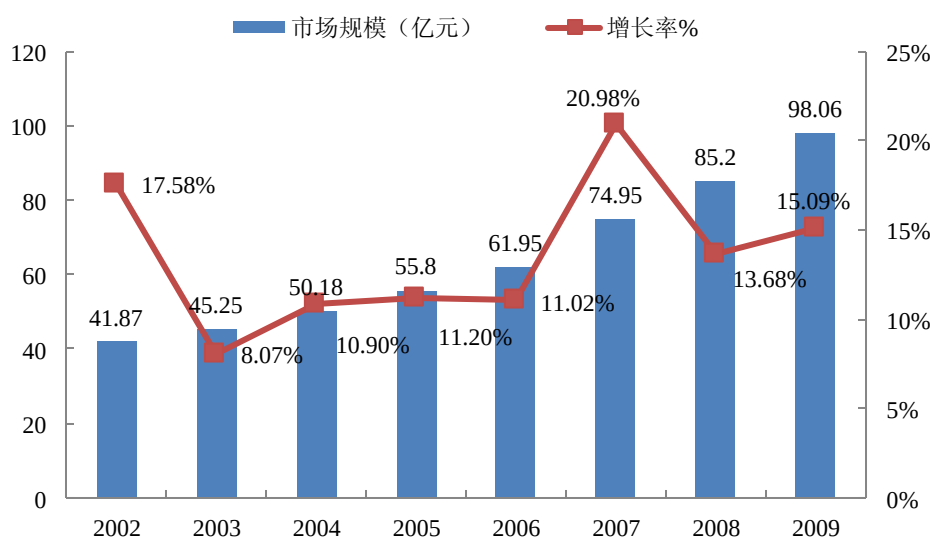
(二) 公司糖尿病用药产品线将进一步丰富

目前，公司产的糖尿病用药有阿卡波糖（卡博平）、吡格列酮（卡司平）、伏格列波糖和吡格列酮二甲双胍片，其中阿卡波糖是公司糖尿病用药的主要产品，2009 年销售额达到 3.01 亿元。公司下一步计划开发胰岛素，以实现成为国内糖尿病产品最全的厂家之一。

2002-2009 年，我国糖尿病用药市场实现了较为平稳的增长，除了 2003 年用药规模增速只有 8.07%，低于 10% 以外，其余年份的增速均在 10% 以上，2007 年更实现突发性增长，增速高达 20.98%。截止 2009 年，糖尿病用药市场规模达到 98.06 亿元，同比增长 15.09%。

随着生活水平的提高和老龄化人口比例的增加，糖尿病患者会逐年增加，此外，糖尿病患者还需终身服用治疗糖尿病的药物。综合这两个因素，未来糖尿病用药市场还是会保持较为稳定的增长的。

图 1：2002-2009 年中国糖尿病用药市场规模及增速



资料来源：民生证券研究所

目前，糖尿病用药市场上的主要品种有 20 多种，其中以胰岛素制剂和阿卡波糖的市场份额最大。2005-2009 年，胰岛素制剂、阿卡波糖和二甲双胍分别蝉联糖尿病用药市场的第一、第二、和第三位，市场份额分别高达 30% 以上、22% 以上、8% 以上。2009 年，胰岛素制剂的市场份额为 35.46%，阿卡波糖的市场份额为 22.55%，二甲双胍的市场份额为 8.25%，三者合计市场份额达 66.26%，市场的品种集中度比较高。

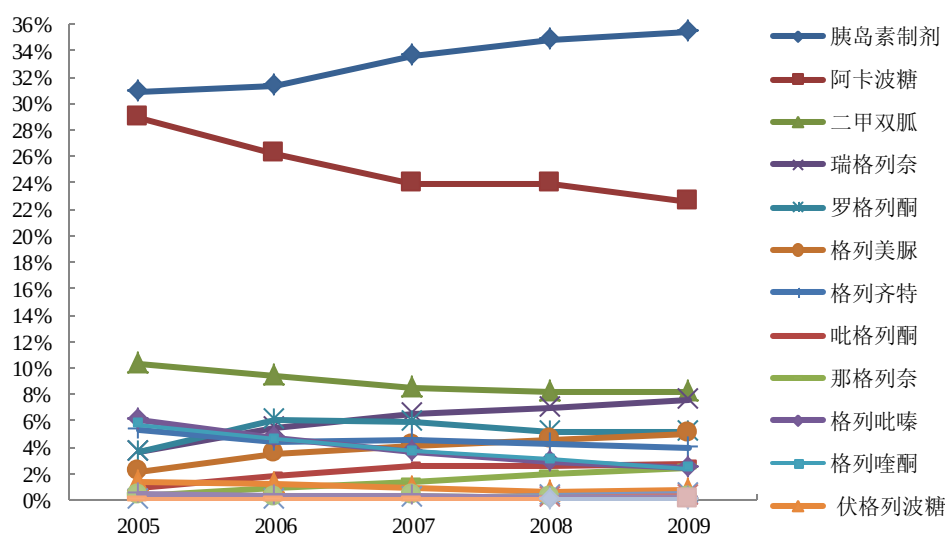
根据样本医院数据统计结果，2006-2009 年，阿卡波糖年增长率分别为 12.10%、33.04%、19.49%、15.20%，年复合增速为 22.34%，增长较快，已成为糖尿病治疗药物中的主力品种。2009 年，阿卡波糖的全国销售额达 2.6 亿元，主要厂家为德国拜耳公司（拜唐苹）、中美华东制药（卡博平）和四川宝光药业（贝唐欣），其市场份额依次为 84.10%、14.79% 和 1.12%，市场比较集中。阿卡波糖的市场格局比较稳定，公司进一步夺取更多的市场份额的空间有限，因此公司产的阿卡波糖的增长主要看未来该产品的整体增速。考虑到 2005-2009 年，阿卡波糖在整个糖尿病用药市场的份额在逐年下降（表 1），以及该产品的

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

增速在逐年放缓，我们预计未来该产品应该会保持 10%-15%左右的增速。

同样，根据样本医院数据统计结果，2006-2009 年，胰岛素制剂的年增长率为 25.77%、55.81%、23.89%、24.25%，年复合增长率为 33.86%，增速较为可观。国内市场上，胰岛素制剂的主要厂家有丹麦诺和诺德、美国礼来、法国赛诺菲-安万特、通化东宝、甘李药业和万邦生化医药。2009 年，这 6 家企业的市场份额分别为 60.68%、19.85%、14.84%、1.69%、1.43%、1.12%。胰岛素制剂的市场集中度比较高，前 3 家市场份额为 95.37%，且全部是外资企业。未来，公司产的胰岛素制剂或许可以依托现有的营销网络，凭借价格上的优势夺取一些市场份额。

图 2：2005-2009 年主要糖尿病用药品种的市场份额情况



资料来源：民生证券研究所

表 1：2005-2009 年主要糖尿病用药品种的市场份额相关数据

排名	药品名称	2005	2006	2007	2008	2009
1	胰岛素制剂	30.91%	31.37%	33.61%	34.78%	35.46%
2	阿卡波糖	28.87%	26.12%	23.90%	23.85%	22.55%
3	二甲双胍	10.36%	9.35%	8.48%	8.23%	8.25%
4	瑞格列奈	3.70%	5.43%	6.50%	7.01%	7.52%
5	罗格列酮	3.58%	6.06%	5.93%	5.23%	5.21%
6	格列美脲	2.14%	3.51%	4.02%	4.53%	4.93%
7	格列齐特	5.38%	4.33%	4.61%	4.31%	3.90%
8	吡格列酮	0.90%	1.84%	2.58%	2.64%	2.75%
9	那格列奈	0.38%	0.89%	1.39%	1.99%	2.47%
10	格列吡嗪	6.06%	4.76%	3.67%	2.84%	2.44%
11	格列喹酮	5.70%	4.60%	3.70%	3.06%	2.38%
12	伏格列波糖	1.30%	1.16%	0.87%	0.67%	0.83%
13	依帕司他	0.00%	0.04%	0.19%	0.30%	0.51%
14	二甲双胍/罗格列酮	-	-	-	0.13%	0.36%
15	消渴丸	0.25%	0.17%	0.25%	0.20%	0.20%
16	金芪降糖	0.40%	0.33%	0.29%	0.19%	0.16%
17	米格列醇	-	-	-	0.00%	0.03%

18	降糖舒	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
19	二甲双胍/格列齐特	-	-	-	0.00%	0.01%
20	艾塞那肽	-	-	-	-	0.00%

(注 1: 按样本医院数据统计; 注 2: 以 2009 年市场份额为排名顺序)

资料来源: 广州标点医药信息有限公司、民生证券研究所

(三) 消化类产品-泮立苏竞争激烈, 招标降价影响销售

公司还涉足消化系统用药领域, 其主要产品为泮立苏(泮托拉唑), 奥美拉唑的替代产品。2009 年, 泮立苏销售额首次实现 2 亿元, 2010 年, 销售额达到 2.44 亿元, 同比增长 22%。

目前, 泮立苏的生产厂家众多, 其中公司和扬子江均占到 20% 以上的市场份额, 竞争优势比较明显。不过, 去年因为招标降价较为明显, 泮立苏的销售还是受到一定影响, 销售收入的增速会放缓。

(四) 产业升级与营销改革正在进行

生产方面, 公司将新建原料基地和制剂基地。目前, 公司已经在杭州江东萧山开发区征了 500 亩的地, 计划建立生产园区, 作为发酵产品、胰岛素和出口制剂的基地。该项目的建设将于今年下半年启动。此外, 原料药生产将会外迁, 今年上半年会完成新厂址的选择。同时, 新的基地将瞄准制剂出口, 以提升公司在招标中的议价能力。

销售方面, 公司进行了销售模式的改革。此次改革于 2009 年启动, 并开始分拆大区, 例如北京大区拆分出了北京、天津和河北, 2010 年在沿海五大区全面启动。公司计划在两年内新组建 6 个省区, 并新提拔一批年轻的大区经理。未来销售的重点将会主要集中在地区医院覆盖和单个医院的产量。

二、医药商业前景不明朗

公司之前投资下沙建设的物流中心将于今年年底完成一期工程, 投资规模为 1.2 亿元, 后续公司还可能追加 6000 万元投资, 最终实现支持 130-150 亿元的销售规模。

公司对于扩大其医药商业规模的决心是坚定的, 但是目前在政策的不断调控下, 公司医药商业业务的前景有些不太明朗。

首先, 今年的招标形式不太明朗。2010 年 10 月, 药品的招标已经全部完成, 今年是否全面召开新一轮的招标还不是很确定, 但是浙江基本药物的招标是肯定要按照安徽模式重新再来一次的。不过此次基本药物的招标对于公司的影响则需要看目录的范围和降价的力度。浙江省基药增补品种共有 150 种, 如果也纳入重新招标, 对公司的医药工业这块业务的影响会很大。307 种基药占公司销售额不超过 20%, 增补的 150 个品种占比为 20%, 二者合计占 40% 左右。如果重新招标降价, 公司的销售额和毛利率都会受到较大的影响。

其次, 抗生素使用的限制政策也对公司的医药商业造成了一定的影响。按照相关规定, 浙江省大型医药需要每半个月就向卫生厅上报一次抗生素使用情况, 目前医院已经切实感

受到了该规定的存在,但是厂家对此的体会还不像医院那么明显,但部分厂家已经在开始作积极准备。对于大多数医药商业企业来说,此规定就意味着其需要降低抗生素的库存,进而减少其销售。

三、费用和成本压力加大

由于公司股改遗留问题尚未解决,公司股权融资方案可行性比较差,因而更多地借助于债务融资。与去年相比,由于贷款的增加和利率的提高,公司今年的财务费用会明显增加,预计会达到 7000 万元左右。我们预计公司的财务费用率不会明显提高。

公司今年进行了人力资源改革,预计下半年开始实施,人工成本会大于往年 8%左右的增速。不过,公司表示会加强成本控制,并会在考核中消化正在上涨的成本。

四、股改遗留问题

2006 年公司股改方案中大股东的承诺:

公司非流通股股东远大集团承诺:自股权分置改革方案实施之日起两年内,将择机采取定向增发、资产收购、资产置换或法律法规允许的其他方式,把承诺人所拥有的(包括但不限于)雷允上药业有限公司 70%的股权、武汉远大制药集团有限公司 70.98%的股权、四川远大蜀阳药业有限公司 40%的股权等优质资产以公允价格注入上市公司。

2007 年大股东提出的方案:

标的为: 雷允上药业有限公司 70%的股权、武汉远大制药集团有限公司 70.98%的股权、四川远大蜀阳药业有限公司 40%的股权。

转让价格: 截止 2007 年 6 月 30 日,上述三家企业的评估价值合计为 136838.36 万元,对应转让标的的评估价值合计为 76278.25 万元。上述三家企业净资产总额合计为 52962.15 万元,对应转让标的的净资产总额合计为 30074.20 万元;上述三家企业的净利润总额为 4163.92 万元。**转让 PB 为 2.54, PE 为 33 倍。**

交易方式: 现金收购。

董事会否决该议案的理由:

(1)尽管拟收购资产的总体质量尚可,但公司如收购上述资产,投资回报率远低于公司目前的净资产收益率水平,投资回收期长,股权转让的溢价会大大摊薄公司的股东权益,最终降低公司的每股收益。公司收购上述资产的经济效益较差。

(2)上述三家标的公司与公司产品关联度低,收购后跨地域经营管理和资源整合难度大,未来整合的预期不高。

(3)此项重大关联交易涉及的资产收购事项标的额巨大,若用现金收购上述标的资产,对公司的支付压力很大。

综上所述,华东医药不收购上述资产而获得较好发展的可能性更大。

改遗留事项的解决:

该遗留事项导致，上市公司不能够二级市场再融资，大股东股份不能够流通。

大股东代表表示，争取今年年底前解决。大股东与公司利益一致，该事项不解决，其持有的股份也不能够流通。力争在年底前拿出一个能够让管理层和其他股东认可的方案。对原来的方案进行优化，寻找业绩和发展方向符合公司标准的方案。

七、盈利预测与投资评级

单位（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
【医药工业】				
收入	1,477	1,811	2,195	2,649
YoY	12.44%	22.63%	21.21%	20.67%
毛利率	83.37%	84.40%	84.64%	84.89%
其中：1、制剂				
收入	1,409	1,734	2,110	2,557
YoY	12.51%	23.06%	21.71%	21.18%
毛利率	86.20%	87.00%	87.00%	87.00%
★ 免疫抑制剂				
收入	809	1,004	1,232	1,485
YoY	21.43%	24.14%	22.68%	20.51%
其中：环孢素	237	244	251	259
YoY	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
百令胶囊	374	486	608	741
YoY	28.00%	30.00%	25.00%	22.00%
吗替麦考酚酯	134	157	180	204
YoY	17.40%	17.00%	15.00%	13.00%
西罗莫司	36	61	92	119
YoY	80.00%	70.00%	50.00%	30.00%
他克莫司	28	56	101	161
YoY	182.00%	100.00%	80.00%	60.00%
★ 糖尿病和消化系统用药				
收入	594	713	841	991
YoY	19.69%	19.97%	18.05%	17.74%
其中：阿卡波糖	301	346	398	458
YoY	15.80%	15.00%	15.00%	15.00%
吡格列酮	49	64	83	108
YoY	35.00%	30.00%	30.00%	30.00%
吡格列酮二甲双胍	-	5	6	7
YoY	-	-	20.00%	16.67%
伏格列波糖	-	5	6	7
YoY	-	-	20.00%	16.67%
泮托拉唑	244	293	348	411
YoY	22.00%	20.00%	19.00%	18.00%
★ 抗肿瘤药物				
来曲唑	-	5	15	37.5
YoY	-	-	200.00%	150.00%

阿那曲唑	-	5	15	37.5
YoY	-	-	200.00%	150.00%
★ 其他制剂				
收入	7	7	7	7
YoY	-92.31%	-	-	-
2、原料药				
收入	69	77	85	92
YoY	12.63%	12.00%	10.00%	8.00%
毛利率	25.70%	26.00%	26.00%	26.00%
【医药商业】				
收入	7385	8862	10545.78	12444.02
YoY	21.62%	20.00%	19.00%	18.00%
毛利率	5.49%	5.30%	5.30%	5.30%
【房地产】				
收入	58	0	0	0
毛利率	41.21%	-	-	-
【其他】				
收入	51	51	51	51
毛利率	43.48%	45.00%	45.00%	45.00%
合计				
收入	8,972	10,724	12,792	15,144
YoY	14.66%	19.53%	19.28%	18.39%
毛利率	18.76%	18.85%	19.07%	19.36%

数据来源：民生证券

基于上述假设，我们预计公司 2011-2013 年分别实现每股收益 0.90 元、1.14 元和 1.40 元，以 27 日收盘价计算，对应动态市盈率分别为 26 倍、21 倍和 17 倍，我们看好公司的优秀产品线，看好公司的长远发展潜力，暂时给以公司“谨慎推荐”的投资评级。

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	8,972	10,724	12,792	15,144
减：营业成本	7,289	8,703	10,352	12,213
营业税金及附加	22.94	27.43	32.71	38.73
销售费用	871.91	1035.00	1,240	1,500
管理费用	250.63	272.00	305.00	350.00
财务费用	61.42	80.81	87.84	94.79
资产减值损失	22.60	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	461.70	605.98	774.43	947.69
加：营业外收支净额	33.78	0.00	0.00	0.00
三、利润总额	495.49	605.98	774.43	947.69
减：所得税费用	99.62	121.20	154.89	189.54
四、净利润	395.86	484.78	619.54	758.15
归属于母公司的利润	317.31	388.58	496.60	607.70
五、基本每股收益 (元)	0.731	0.895	1.144	1.400

主要财务指标

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	18.22	14.18	11.32	9.34
成长能力:				0
营业收入同比	14.7%	19.5%	19.3%	18.4%
营业利润同比	-13.99%	31.25%	27.80%	22.37%
净利润同比	-11.5%	22.5%	27.8%	22.4%
营运能力:				
应收账款周转率	4.80	4.66	5.12	5.05
存货周转率	7.34	66.94	64.70	61.06
总资产周转率	2.18	2.64	2.54	2.51
盈利能力与收益质量:				
毛利率	18.8%	18.8%	19.1%	19.4%
净利率	4.4%	4.5%	4.8%	5.0%
总资产净利率 ROA	13.2%	15.2%	14.9%	15.1%
净资产收益率 ROE	27.4%	27.2%	27.9%	27.6%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.19	1.40	1.51	1.63
资产负债率	67.3%	57.8%	56.7%	54.3%
长期借款/总负债	10.0%	4.7%	3.0%	5.4%
每股指标 (元)				
每股收益	0.731	0.895	1.144	1.400
每股经营现金流量	-0.033	3.096	2.231	1.534
每股净资产	2.669	3.295	4.095	5.073

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	416.58	218.76	614.46	1355.65
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	1434.39	1870.52	2300.00	2500.00
预付账款	136.17	180.05	210.00	250.00
其他应收款	23.68	18.67	31.95	28.43
存货	725.25	992.60	130.00	160.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	2736.07	3280.59	3286.40	4294.07
长期股权投资	30.12	0.00	30.74	0.00
固定资产	402.74	548.75	513.32	472.75
在建工程	23.63	59.15	60.00	100.00
无形资产	117.80	170.06	145.05	120.05
其他非流动资产	12.84	11.98	10.07	8.17
非流动资产合计	663.30	840.56	778.98	751.40
资产总计	3399.37	4121.15	4065.38	5045.47
短期借款	502.50	760.36	0.00	0.00
应付票据	1332.99	1797.14	2100.00	2600.00
应付账款	0.00	0.00	0.00	0.00
预收账款	84.14	16.12	50.00	60.00
其他应付款	128.09	162.41	162.41	162.41
应交税费	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	27.00	30.50	30.50	30.50
流动负债合计	2074.72	2766.53	2342.91	2852.91
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	27.25	8.30	8.30	8.30
非流动负债合计	30.95	8.80	8.80	8.80
负债合计	2105.67	2775.33	2351.71	2861.71
股本	434.06	434.06	434.06	434.06
资本公积	60.03	7.90	7.90	7.90
留存收益	258.20	636.62	716.59	988.23
少数股东权益	162.98	187.28	283.48	406.42
所有者权益合计	1293.70	1345.82	1713.67	2183.76
负债和股东权益合计	3399.37	4121.15	4065.38	5045.47

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	(14.32)	1343.81	968.48	665.81
投资活动现金流量	(40.97)	(60.00)	(100.00)	(100.00)
筹资活动现金流量	(183.00)	(888.11)	(127.29)	(147.68)
现金及等价物净增加	(238.29)	395.70	741.19	418.13

资料来源：民生证券研究所

分析师与联系人简介

李平祝，北京大学药理学硕士，具有证券投资咨询执业资格。3年证券从业经验，2011年3月加入民生证券。

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、原料药等。

吴晓雯，北京大学金融信息工程硕士，北京大学生物医学英语学士。2011年4月加盟民生证券。

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。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%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

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	Zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

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； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

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。