

分析师： 乔洋 (8621) 68751070 liusc@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120007

联系人： 崔伟 (8621) 68751070 liusc@cjsc.com.cn

以络病理论为核心的特色中药企业

报告要点

■ 专注于创新型中药的民营药企

公司是主要从事中成药的研发、生产和销售的民营企业。以岭医药集团是公司的控股股东，发行后持有公司 33.88% 的股权，吴以岭院士、吴相君和吴瑞是公司的实际控制人。

■ 以络病理论为核心，专利产品覆盖高需求领域

目前，公司以络病理论创新研发国家专利新药 9 个，主要分布在发病率高、市场用药量大的心脑血管病、肿瘤、感冒呼吸系统疾病、糖尿病及其并发症等领域，专利药物通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊、养正消积胶囊、连花清瘟胶囊、津力达颗粒列入国家医保目录，其中通心络胶囊同时列入国家基本药物目录，为市场快速发展奠定了基础。

■ 特色营销，高素质研发团队完善产品梯队

公司建立了以络病理论学术推广为中心的营销模式，专利新药已在全国约 15000 家医院和 24000 家药店销售，并通过商业网络覆盖了 10 余万家基层医疗终端和药店。目前，公司在研项目 31 项，大多将于未来三年获得新药证书和生产批件，形成了良好的产品梯队，支持公司的可持续发展。

■ 募投项目扩大特色专利中药产能

此次募集资金将用于专利中药生产基地建设、科技创新平台建设、专利中药网络建设以及企业信息化平台建设。项目建设完成后产能规模将新增年产胶囊 50 亿粒、颗粒剂 0.9 亿袋、口服液 1 亿支的生产能力，为公司未来发展和市场扩张打下基础。

■ 给予 30-32 倍估值，建议询价区间在 30.6 元至 32.6 元

预计公司 2011-2013 年 EPS（摊薄后）分别 1.02 元、1.29 元和 1.70 元，按照 2011 年 30-32 倍市盈率，建议询价区间在 30.6 元至 32.6 元。

投资主题

院士领导的创新型中药企业

公司主要从事创新专利中药的研发、生产和销售业务，以心脑血管类、感冒类创新中药为主导，同时不断加大肿瘤、糖尿病及其并发症等领域创新中药的投入。6 个专利新药列入国家医保目录，其中通心络胶囊同时列入国家基本药物目录，为市场快速发展奠定了基础。

业绩预测及估值

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.02 元、1.29 元和 1.71 元，按照 2011 年 30-32 倍市盈率，建议询价区间在 30.6 元至 32.6 元。

表 1: 盈利预测 (单位: 百万元)

	2010	2011E	2012E	2013E
业务收入	1649	2038	2584	3378
净利润	315.6	432.3	548.6	724.5
EPS (元/股)	0.742	1.017	1.291	1.705

资料来源: 长江证券研究部

风险提示

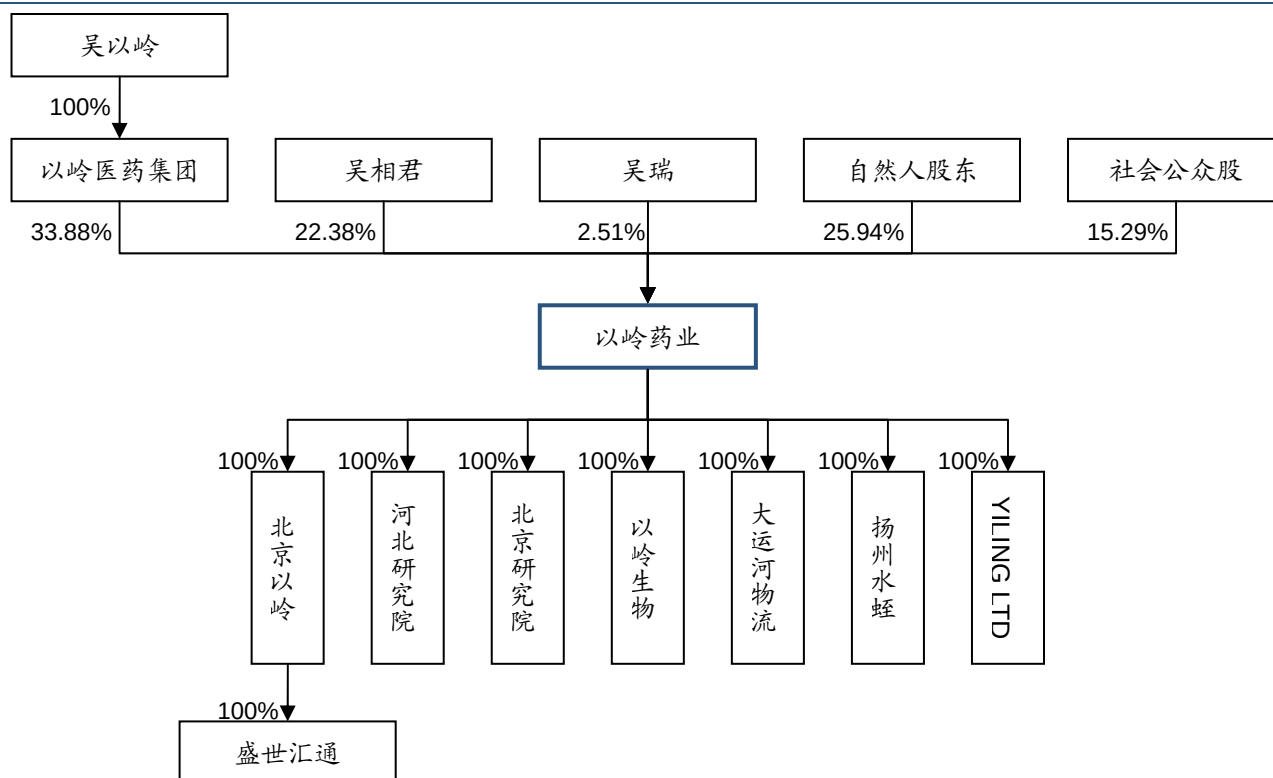
- 药品降价的风险:** 公司多种特色专利中药列入医保目录，通心络胶囊同时列入国家基药目录，随着国家推行药品降价措施的力度不断加强，上述品种存在降价风险；
- 原材料提价的风险:** 公司产品的原材料主要为中药材，有大幅提价的风险；
- 新产品开发和审批风险:** 公司多种在研产品处于研制、临床试验阶段，存在新产品开发和审批风险。

公司背景

公司前身系 1994 年 5 月 6 日设立的医药研究所下属单位——黄帝制药厂，1996 年改制设立为石家庄以岭药业有限公司，并于 2001 年 8 月 28 日整体变更为石家庄以岭药业股份有限公司。自设立以来，公司始终致力于中成药的研发、生产和销售，专利产品覆盖心脑血管疾病、感冒呼吸疾病、恶性肿瘤疾病、糖尿病等大病种领域。

本次发行前，公司总股本为 36000 万股。本次拟发行不超过 6500 万股，占总股本比例不超过 15.29%。以岭医药集团持有 40.00% 股权，是公司的控股股东。吴以岭教授持有以岭医药集团 100% 股权，吴相君先生和吴瑞女士分持以岭药业 26.42% 和 2.97% 股权，是公司的实际控制人。

图 1: 发行后股权结构图



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司主要从事创新专利中药的研发、生产和销售业务，以心脑血管类、感冒类创新中药为主导，同时不断加大肿瘤、糖尿病及其并发症等领域创新中药的投入。现主要产品包括通心络胶囊、参松养心胶囊、连花清瘟胶囊、芪苈强心胶囊等。截至目前，公司有 8 个品种的中成药、19 个品种的化学药列入国家基药目录；9 个独家中成药品种、1 个化学新药列入医保目录；另有中药仿制品种 14 个、化药仿制品种 25 个列入医保目录，为企业产品获得大量、稳定的订单奠定了基础。

表 2: 公司主要产品及其用途

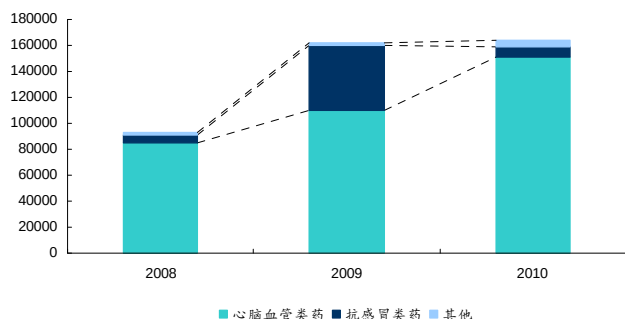
药品类别	药品名称	适应症	进医保目录情况	进基药目录情况	是否为处方药	是否为专利产品
心脑血管用药	通心络胶囊	冠心病、脑梗塞	医保甲类		处方药	专利产品
	参松养心胶囊	心律失常	医保甲类		处方药	专利产品
	芪苈强心胶囊	慢性心衰	医保乙类		处方药	专利产品
感冒类用药	连花清瘟胶囊	感冒	医保乙类		OTC	专利产品
	连花清瘟颗粒	感冒	医保乙类		处方药	专利产品
抗肿瘤药	养正消积胶囊	肿瘤辅助用药	医保乙类		处方药	专利产品
糖尿病用药	津力达颗粒	II 型糖尿病	医保乙类		处方药	专利产品
补肾药	八子补肾胶囊	肾阳不足	无		OTC	专利产品
安神药	枣椹安神口服液	失眠	无		OTC	专利产品

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

近三年，公司的主营业务收入处于持续增长阶段，2010 年主营业务收入达到 16.41 亿元。心脑血管用药占据了 92.26% 的份额；感冒类用药占比较小，但在 2009 年达到了 31.16% 的份额，这主要是由于 2009 年甲流疫情爆发所致；其他产品如养正消积胶囊、津力达颗粒等，虽然比重较低，但随着产品进入医保目录以及营销力度的提升，营业收入已由

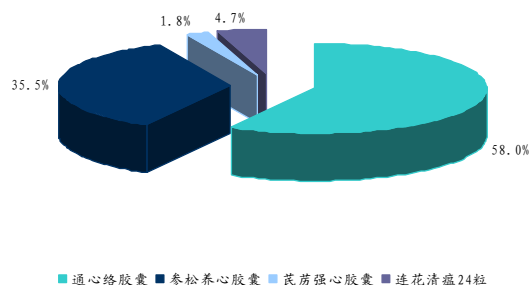
2008 年的 1746.19 万元提高至 2010 年的 5183.88 万元，年复合增长率达到 43.72%。

图 2：公司主营业务收入持续增长



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

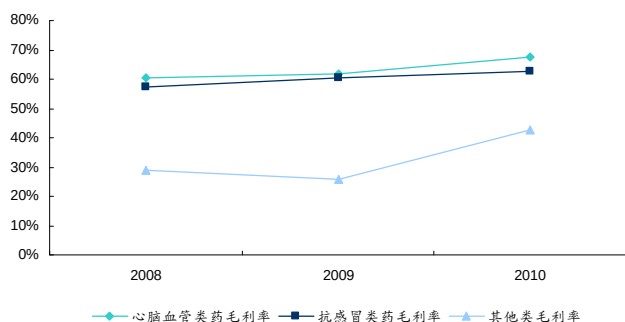
图 3：2010 年公司主要产品收入构成



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

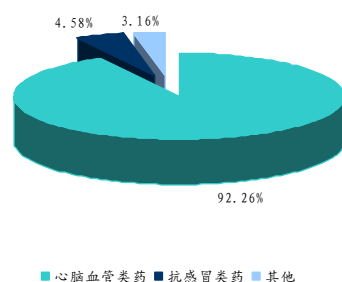
近三年，公司心脑血管类药物销售毛利率均处在 60% 以上的高水平，推动了公司主营业务综合毛利率的快速上升。同时，公司近三年的毛利率接近同行业可比上市公司的平均水平，具备一定的竞争实力。

图 4：公司各业务毛利率维持在较高水平



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 5：2010 年分业务毛利率占比



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

表 3：公司毛利率接近可比上市公司平均水平

证券代码	公司名称	2010 年	2009 年	2008 年
600594.SH	益佰制药	77.14%	72.30%	75.68%
600557.SH	康缘药业	72.70%	74.78%	61.92%
000999.SZ	华润三九	61.37%	50.62%	45.49%
600329.SH	中新药业（中成药）	42.40%	44.18%	43.75%
600535.SH	天士力（医药工业）	74.73%	72.78%	71.71%
可比上市公司平均		65.67%	62.93%	59.71%
以岭药业		66.39%	60.97%	59.49%

资料来源：Wind，长江证券研究部

公司经营分析

中药行业快速发展，国家产业政策提供支持

我国政府对中药行业发展一直十分重视，《国家基本药物目录（2009 年版）》、《非处方药物目录》、《医保目录（2009 年版）》中，中药均占有相当的比例。在推动中药现代化工作的进展中，我国中药产业一直保持着快速增长。

表 3：我国中药行业相关政策

相关政策	颁布时间	主要内容
《中药现代化发展纲要（2002~2010 年）》	2002.10	将中医药列为国家战略产业
《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020）》	2006.2	重点开展中医基础理论创新及中医经验传承与挖掘，研究中医药诊疗、评价技术与标准，发展中成药研究开发和生产制造技术，有效保护和合理利用中药资源，加强中医药知识产权保护研究和国际合作平台建设。
《中医药创新发展规划纲要（2006~2020 年）》	2007.3	将中医药现代化作为科技发展的优先领域列入了国家中长期科技发展规划
《关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》	2009.4	1、国家加大投入，鼓励中医药使用，促进中医药发展； 2、是给原来不规范的行业带来全面的整顿，从而促进中医药行业长期健康的发展。

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

表 4：2009 年中药行业发展情况（单位：亿元）

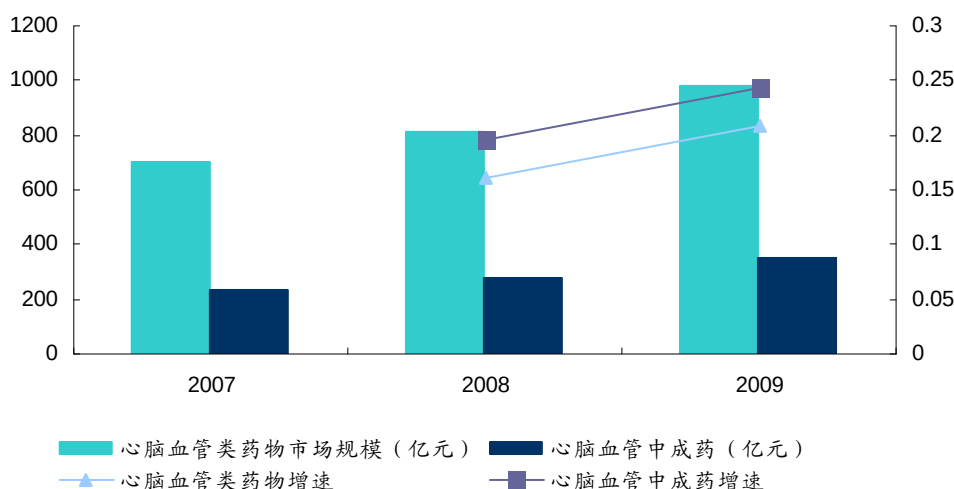
	工业总产值	同比增长	工业销售产值	同比增长	1-11 月利润总额	同比增长
中成药制造业	1871.5	22.4%	1998.0	24.0%	181.0	25.4%
中药饮片加工业	476.0	29.3%	511.7	28.3%	29.2	39.4%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

心脑血管：主打领域，市场扩容促增长

心脑血管药物在全球范围内是第一大类药物，约占药品总规模的 20%；在我国，心脑血管药属于第二大类药物，超过全国药品销售总额的 20%。据我国 2008 年第四次《国家卫生服务研究》统计调查结果显示我国经医生明确诊断的心脑血管疾病例数由 1993 年的 0.37 亿人增加到 2008 年的 1.14 亿人，年均增长率达到了 8.37%。

目前我国心脑血管药物在总体药品市场规模中仅次于抗感染药物，市场规模由 2007 年的 700 亿元增至 2009 年的 983 亿元，年均复合增长率达到 18.55%；同时，我国心脑血管中成药的市场规模由 2007 年的 234 亿元增长至 2009 年的 348 亿元，年均复合增长率为 21.94%，高于心脑血管总体用药市场的年均复合增长率。

图 6：国内心脑血管中成药市场规模快速增长


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

目前我国心脑血管中成药的市场集中度偏低，前十大品牌 2009 年的市场销售额虽然都超过了 3 亿元，但市场份额之和不足 21%，竞争比较激烈。

据统计，在北京、哈尔滨、沈阳、南京、西安、广州、成都、重庆、郑州等 9 个一线城市二、三级医院的心脑血管口服中成药市场中，公司的通心络胶囊的销售金额位居市场前列，参松养心胶囊的市场占有率也升至第六；但在心脑血管中成药整体市场占有率的统计情况下，通心络胶囊的占有率为 2.44%，仅位居第三。

这种情况反映了通心络胶囊独特的竞争优势：即凭借其高科技含量，以学术营销的方式重点覆盖一线城市二、三级医院市场，并保持了在该市场的持续领先地位。随着通心络胶囊作为唯一“化瘀通脉”类药物入选《2009 年版基本药物目录》，并且公司在逐步加大中低端的覆盖和营销力度，通心络胶囊有望进一步扩大基层的市场份额，推动产品的持续增长。

表 5：通心络胶囊高端市场占优

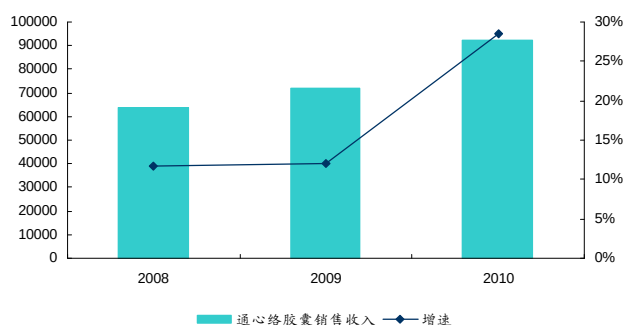
一线城市二、三级医院市场			心脑血管中成药市场占有率情况			
序号	心脑血管口服中成药	2010 年 1-11 月	序号	产品	生产商	2009 年
1	通心络胶囊	8.7%	1	复方丹参滴丸	天津天士力制药	4.52%
2	银杏叶片	8.3%	2	步长脑心通胶囊	陕西咸阳步长制药	2.77%
3	复方丹参滴丸	7.4%	3	通心络胶囊	以岭药业	2.44%
4	脑心通胶囊	7.3%	4	脉络宁注射液	南京金陵药业	2.11%
5	复方血栓通胶囊	5.1%	5	银杏叶片	扬子江药业集团	1.75%
6	参松养心胶囊	4.6%	6	地奥心血康胶囊	成都地奥集团	1.57%
7	稳心颗粒	4.1%	7	参麦注射液	石家庄神威药业	1.55%
8	三七通舒胶囊	3.6%	8	速效救心丸	天津中新药业	1.49%
	总计	49.1%		总计		18.20%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

2010 年，公司产品通心络胶囊、参松养心胶囊分别占公司主营业务收入的 58.0%和 33.5%，是公司的主打产品。通心络胶囊治疗动脉硬化，稳定易损斑块，防治急性心梗、脑梗，是心脑血管病中成药市场的主导品牌产品；参松养心

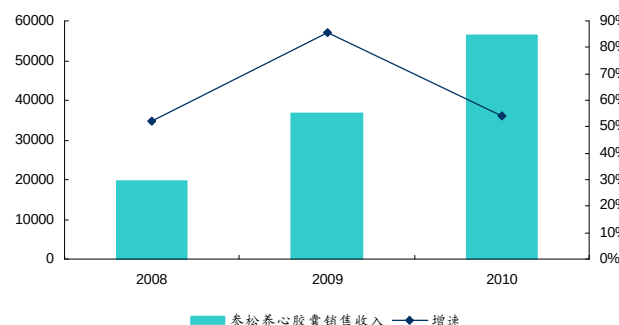
胶囊主治心律失常，同时具有多离子通道阻滞与非离子通道干预的整合调节作用，用药安全性高，2009 年进入国家医保目录，近年来增速飞快；芪苈强心胶囊主治慢性心衰，已列入国家医保目录，市场前景广阔。三者近三年的年复合增长率分别达到 12.91%、41.88%和 44.80%，2010 年度销售收入比之 2009 年分别增加了 0.28 倍、0.54 倍和 1 倍，具有广阔的发展前景。

图 7：通心络胶囊销售收入稳定增长（单位：万元）



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 8：参松养心胶囊增速较快（单位：万元）

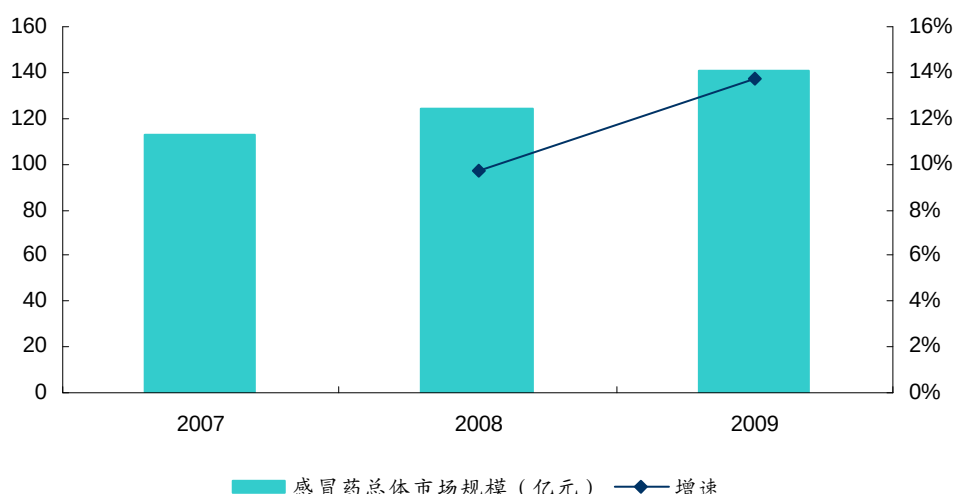


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

抗感冒：中药认可度提升，特色抗病毒功效推动发展

2007 年我国感冒药总体市场总规模已达到 113 亿元，2008 年为 124 亿元，2009 年受甲流影响，市场增长 13.38%，达到 141 亿元，近五年的年复合增长率为 10.06%。随着近年来气候多变、流感频发等外围因素，以及国家新医改、医保政策、新农合和社区医疗投入等内在因素的刺激，预计我国感冒药市场规模在未来三年仍将保持 13% 以上的增长，2012 年将达到 210.1 亿元。

图 9：我国感冒药总体市场规模不断扩张



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

治疗流感病毒的化学药物受制于病毒快速产生的耐药性以及明显的副作用，而传统中医药则在病毒变异而频繁发生的公共卫生事件中发挥了独特的作用，且副作用较小，价格相对低廉，具有广阔的应用前景。

2009 年国内感冒药前十大品牌中包含西药 6 个，中成药 2 个，中西结合药 2 个。其销售额均超过 1.5 亿元，但市场份额总和不足 40%，单一品牌市场占有率不超过 10%，市场集中度低，竞争激烈。

19 所城市抗感冒药零售市场监测数据显示，公司主要产品连花清瘟胶囊，在抗感冒中成药零售市场的占有率从 2009 年上半年的 0.06% 上升至 2010 年上半年的 1.59%，增速迅猛，市场排名也跃居第 5 位。

表 6：2009-2010 年抗感冒中成药零售市场排名

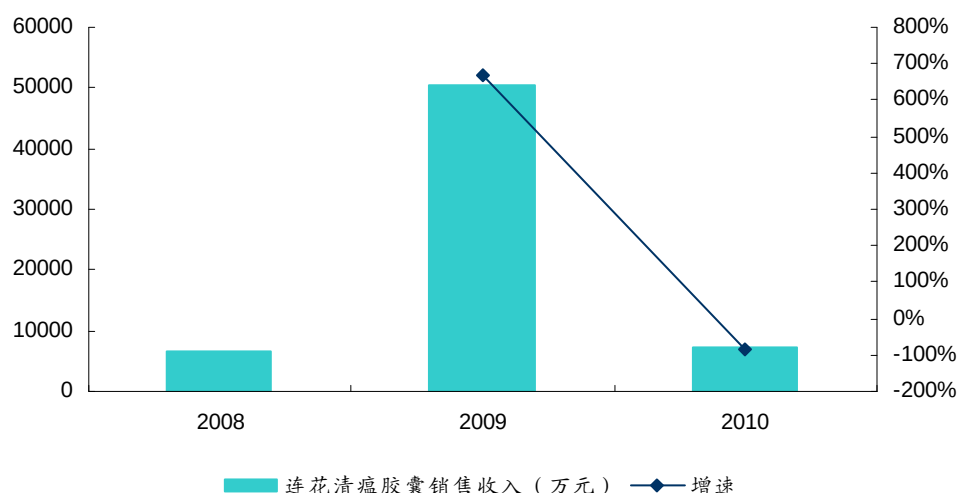
抗感冒中成药	生产厂家	2009 H1	2009 H2	2010H1
999	三九制药	3.34%	2.91%	2.86%
双黄连口服液	哈药集团三精制药	3.50%	3.50%	2.56%
抗病毒口服液	广州香雪制药	2.41%	4.01%	2.26%
清开灵软胶囊	石家庄神威药业	1.81%	2.48%	2.02%
连花清瘟胶囊	以岭药业	0.06%	0.22%	1.59%
藿香正气口服液	太极集团涪陵制药厂	1.11%	2.27%	1.58%
双黄连口服液	—	2.40%	2.17%	1.54%
牛黄解毒片	北京同仁堂集团	0.07%	0.05%	1.42%
板蓝根颗粒	广州白云山制药	2.08%	2.04%	1.22%
感冒清热颗粒	北京同仁堂集团	1.97%	1.21%	1.14%
总计		18.48%	20.86%	18.19%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

连花清瘟胶囊是公司专利中药产品。经一系列抗病毒研究表明，它不仅对甲型流感 H1N1、H3N2 病毒具有灭杀作用，同时对其他流感病毒、副流感病毒、SARS 病毒、禽流感病毒、手足口病毒、疱疹病毒等均有明显抑制作用。连花清瘟胶囊 2005 年被卫生部列入《人禽流感诊疗方案（2005 版修订版）》，2009 年被卫生部列入《人感染甲型 H1N1 流感诊疗方案》，目前已被列入国家医保目录，未来市场前景良好。

公司现有的抗感冒类药品包括连花清瘟胶囊 24 粒、连花清瘟胶囊 12 粒及连花清瘟颗粒。2009 年甲流疫情爆发，连花清瘟胶囊销售大幅增长，表现出市场对其抗病毒表现的认可；随着甲流疫情得到有效控制，2010 年市场处于优先消化商业渠道库存阶段，销售收入有所下降。但较之 2008 年 6551.59 万元的销售额，2010 年连花清瘟胶囊销售额增加了 11.35%，达到了 7294.97 万元。

图 10：连花清瘟类药品在甲流时期出现爆发式增长



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

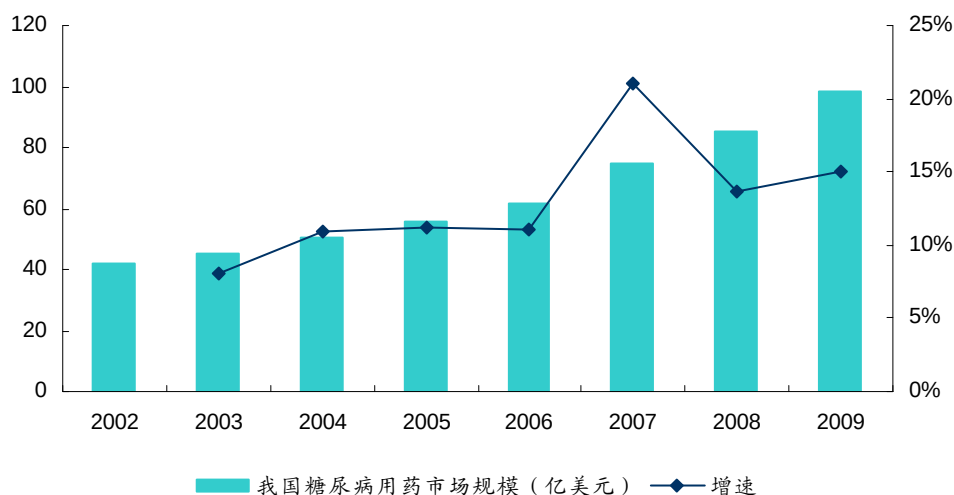
其他业务：专利新药销量增长可盼

公司其他业务所处行业正处于迅速扩容进程中。

糖尿病用药领域：我国糖尿病发病人数已达 9200 万，另有 1.48 亿糖尿病前期患者，已成为全球糖尿病人最多的国家。我国糖尿病用药市场规模也在逐年扩容，由 2002 年的 41.87 亿元上升到 2008 年的 85.2 亿元，年复合增长率在 13% 左右，2009 年进一步增长到 98.06 亿元，同比增长了 15.09%。

糖尿病的治疗药物口服用药占 74.4% 的市场份额，其中中成药占比 15.3%。截至 2009 年，整个中药糖尿病市场容量约为 20 亿元，年增长率在 14% 左右。主要产品包括消渴丸、金芪降糖片、参芪降糖片等，其中广州中一药业的消渴丸在口服降糖中成药中占有主导地位。

图 11：我国糖尿病用药市场规模逐年增加

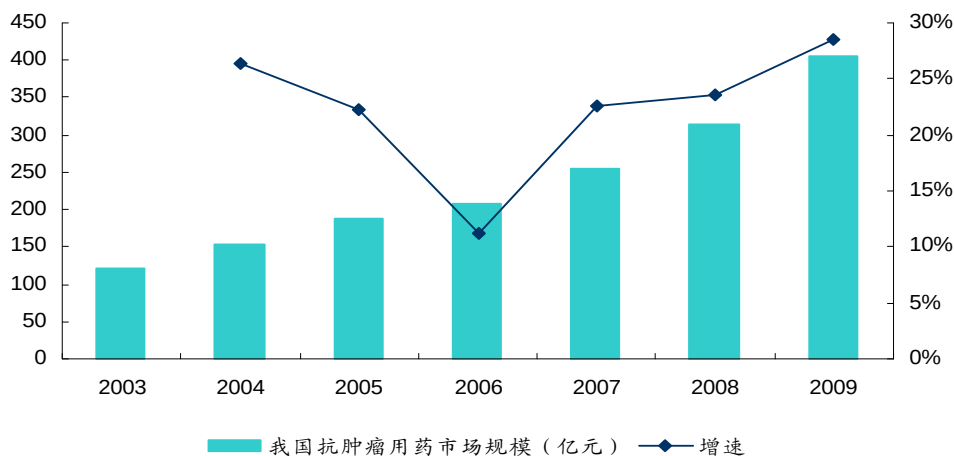


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

肿瘤类用药领域：卫生部统计资料表明，目前中国每年新生肿瘤患者总数约为 212.7 万人，其中，恶性肿瘤新生患者约 106 万人；同时，全国现有肿瘤患者月 288.5 万人，其中，恶性肿瘤患者约 148.5 万人。中国抗肿瘤药市场规模由 2003 年的 121 亿元上升至 2009 年的 405 亿元，年复合增长率 18.84%。

在国内抗肿瘤药物市场，近 4 年国产抗肿瘤药物各类别的市场份额较为稳定。植物药所占份额最大，约为 25%；其次是中成药，占 23%。

图 12：我国抗肿瘤用药市场规模迅速增加

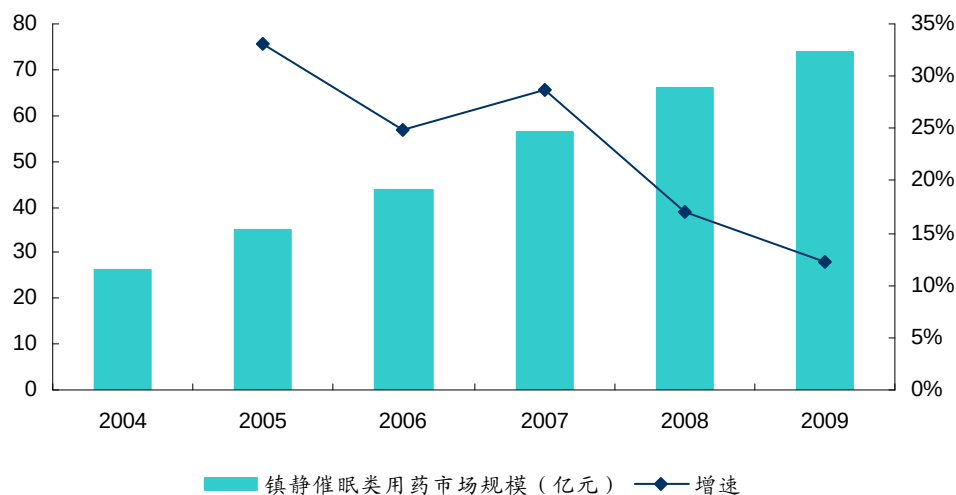


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

镇静催眠类用药领域：我国镇静催眠市场销售额从 2004 年的 26.3 亿元增长至 2009 年的 73.91 亿元，年复合增长率 18.79%。未来随着老龄化加剧、社会压力的加大以及就诊率的提高，我国镇静催眠用药市场仍将保持较快速度增长。

目前，治疗失眠的市场西药占据绝对统治地位，赛诺菲-安万特公司的专利产品唑吡坦年销售额高达 20 多亿美元，占全球失眠治疗用药市场的 64%。中药类镇静催眠药以夜舒宁、脑乐静、解郁安神颗粒和安神补脑液等为主，副作用相对较小，市场需求上升趋势明显。

图 13：我国镇静催眠类用药用药市场规模稳定增加



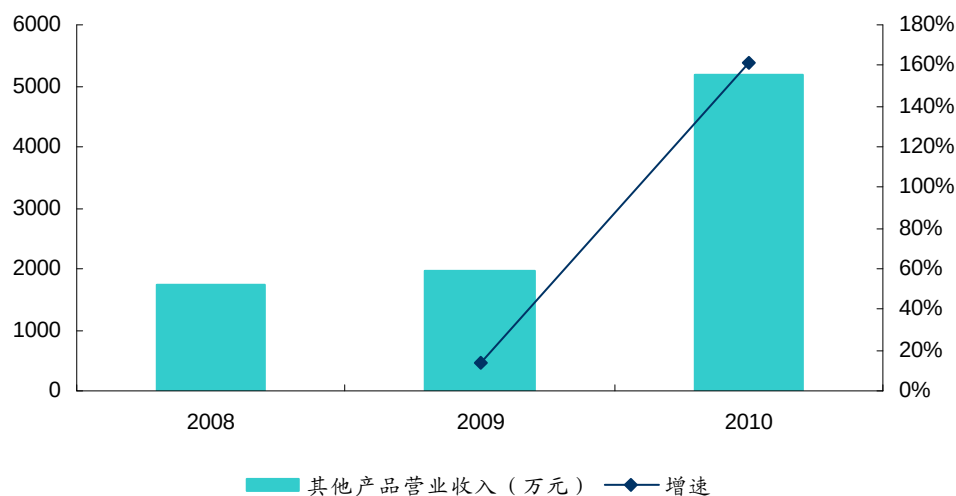
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

补肾类用药领域：补肾药物市场潜力巨大。2008 年，全国补肾药零售市场总规模为 37 亿元，占当年药店营业收入的 2.53%；2009 年上半年，全国补肾药零售规模达到 28 亿元，同比增长 5%。从发展趋势看，补肾药市场基本保持稳定增长。

汇仁肾宝、补肾益寿胶囊以及六味地黄丸是补肾产品市场的主导品牌，均属温补型药品，占据了大部分市场份额；各种小品牌以速效产品居多，没有固定消费人群。2009 年前三季度，前 10 名补肾药品牌的合计份额接近 55%，市场趋于集中。

公司在这些领域的专利新药，如养正消积胶囊、津力达颗粒等，各年度的销售收入占主营业务收入比重较低，2010 年仅为 3.16%。但随着这些产品进入国家医保目录并逐步实施，以及公司对其市场营销力度的加强，产品的销量将大幅提升。2008-2010 年度，公司其他产品的营业收入由 1746.19 万元增加至 5183.88 万元，年复合增长率 43.72%。

图 14: 公司其他业务产品进入高速成长期



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

专注创新，专利新药引领发展

目前，公司以络病理论创新研发国家专利新药 9 个，主要分布在发病率高、市场用药量大的心脑血管病、肿瘤、感冒呼吸系统疾病、糖尿病及其并发症等领域，专利药物通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊、养正消积胶囊、连花清瘟胶囊、津力达颗粒列入国家医保目录，其中通心络胶囊同时列入国家基本药物目录，为市场快速发展奠定了基础。

同时，公司建立了以络病理论学术推广为中心的独特营销模式，形成了遍布全国的营销网络，专利新药已在全国约 15000 家医院和 24000 家药店销售，并通过商业网络覆盖了 10 余万家基层医疗终端和药店。工业和信息化部的数据显示，2009 年度公司主营业务收入位居医药行业工业企业第 47 位，利润总额位居第 28 位。

公司下设河北研究院、北京研究院从事药品研发，建立了以院士为学术带头人的高素质研发和管理团队，其中：中国工程院院士 1 人，博士 15 人，高级职称 65 人。在研发支出方面，公司保持了持续增长态势，2010 年研发支出达到 6725.46 万元，占营业总收入的 4.08%。

表 7: 研发费用支出情况 (单位: 万元)

项目	2010 年	2009 年	2008 年
研发支出	6725.46	6891.20	3605.33
当其营业收入	164932.00	163233.10	93855.60
研发支出占营业总收入的比例	4.08%	4.22%	3.84%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

目前，公司在研项目 31 项，大多将于未来三年获得新药证书和生产批件，形成了良好的产品梯队，支持公司的可持续发展。

表 8: 部分在研新药

药品类别	产品名称	临床适应症	当前状态	拟达到目标
感冒呼吸疾病	连花急支片	急性支气管炎	二期临床	2014 年获得新药证书和生产批件
	连花定喘片	慢性支气管炎	二期临床	2014 年获得新药证书和生产批件

糖尿病及其并发症	周络通胶囊	糖尿病周围神经病变	完成三期临床	2012 年获得新药证书和生产批件
	芪黄明目胶囊	糖尿病眼底病变	完成三期临床	2012 年获得新药证书和生产批件
精神神经系统	百灵安神片	失眠	二期临床	2014 年获得新药证书和生产批件
	解郁除烦胶囊	抑郁症	二期临床	2013 年获得新药证书和生产批件
泌尿系统	前列疏胶囊	前列腺增生	申请生产文号	2011 年获得新药证书和生产批件
	柴岑通淋片	泌尿系统感染	三期临床	2013 年获得新药证书和生产批件
	复方蝉花片	间质性肾炎	完成临床前研究	获得新药证书和生产批件

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

募投项目扩大产能，加强研发建设

公司本次公开发行不超过 6500 万股，募集资金将全部用于公司主营业务相关的项目。

表 9：募投项目情况

序号	项目名称	总投资（亿元）	建设期
1	专利中药生产基地建设项目	11.72	2 年
2	以岭医药研究院暨院士工作站（科技创新平台）建设项目	3.70	2 年
3	专利中药网络建设项目	0.97	3 年
4	企业信息化平台建设	0.51	3 年
	合计	16.90	

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司专利中药生产基地建设项目主要包括建设前处理车间、中药提取车间、颗粒制剂车间、胶囊制剂车间、口服液车间、中药材仓库、生产公用工程、污水处理以及其他配套设施。项目建设完成后产能规模将新增年产胶囊 50 亿粒、颗粒剂 0.9 亿袋、口服液 1 亿支的生产能力，为公司未来发展和市场扩张打下基础。

表 10：公司产能利用率已趋于饱和

期间	剂型	产能	产量	产能利用率
2010 年	胶囊剂（亿粒）	29	28.25	97.40%
	片剂（亿片）	2	2.36	117.93%
2009 年	胶囊剂（亿粒）	29	32.55	112.20%
	片剂（亿片）	2	1.53	76.50%
2008 年	胶囊剂（亿粒）	17	15.11	88.90%
	片剂（亿片）	2	1.82	91%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

盈利预测

核心假设

- 1、新产能释放符合预期，新产品顺利上市；
- 2、主要产品毛利率基本稳定。

表 11：分产品销售假设（单位：万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
心脑血管类药 营业收入	84707.27	109808.15	151434.61	178692.84	209070.62	242521.92
增长率		29.63%	37.91%	18.00%	17.00%	16.00%

	毛利率	60.28%	61.91%	67.39%	68.00%	68.00%	68.00%
抗感冒药	营业收入	6551.59	50600.36	7520.37	21057.04	31585.55	44219.78
	增长率		672.34%	-85.14%	180.00%	50.00%	40.00%
	毛利率	57.45%	60.30%	62.78%	64.00%	64.00%	64.00%
其他	营业收入	1746.19	1980.55	5183.88	3110.33	16484.74	49454.22
	增长率		13.42%	161.74%	-40.00%	430.00%	200.00%
	毛利率	28.67%	25.57%	42.61%	75.00%	75.00%	75.00%
总计	营业收入	93005.05	162389.06	164138.86	202860.20	257140.91	336195.91
	增长率		74.60%	1.08%	23.59%	26.76%	30.74%
	综合毛利率	59.49%	60.97%	66.40%	67.69%	67.96%	68.50%

资料来源：长江证券研究部

根据上述假设，预计 2011-2013 年，公司主营业务收入增速分别为 23.59%、26.76%和 30.74%，综合毛利率分别为 67.69%、67.96%和 68.50%。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1649	2038	2584	3378	货币资金	403	1502	1263	1959
营业成本	555	659	828	1064	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1095	1380	1756	2314	应收账款	169	401	508	665
% 营业收入	66.4%	67.7%	68.0%	68.5%	存货	210	242	304	390
营业税金及附加	22	28	35	46	预付账款	83	21	26	34
% 营业收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	571	673	853	1115	流动资产合计	893	2191	2133	3088
% 营业收入	34.6%	33.0%	33.0%	33.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	154	183	233	314	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	9.3%	9.0%	9.0%	9.3%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	6	3	-2	-3	投资性房地产	1	1	1	1
% 营业收入	0.4%	0.1%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	623	1309	1893	1633
资产减值损失	0	-9	0	0	无形资产	247	235	223	212
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	7	0	0	0
营业利润	341	503	638	842	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	20.7%	24.7%	24.7%	24.9%	资产总计	1771	3736	4250	4934
营业外收支	23	0	0	0	短期贷款	160	0	0	0
利润总额	369	503	638	842	应付款项	87	43	54	70
% 营业收入	22.4%	24.7%	24.7%	24.9%	预收账款	45	20	26	34
所得税费用	54	70	89	118	应付职工薪酬	21	19	24	31
净利润	315	432	549	724	应交税费	143	11	14	18
归属于母公司所有者					其他流动负债	78	89	113	147
的净利润	315.6	432.3	548.6	724.5	流动负债合计	534	183	231	299
少数股东损益	-1	0	0	0	长期借款	46	46	46	46
EPS (元/股)	0.74	1.02	1.29	1.70	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	1	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	99	99	99	99
经营活动现金流净额	300	217	686	884	负债合计	680	327	375	444
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1091	3408	3875	4491
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-26	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1091	3408	3875	4491
固定资产投资	-282	-840	-846	-83	负债及股东权益	1771	3736	4250	4934
其他	1	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-307	-840	-846	-83		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.742	1.017	1.291	1.705
股权融资	43	1950	0	0	BVPS	3.03	9.47	10.76	12.47
银行贷款增加 (减少)	206	-160	0	0	PE	43.10	31.46	24.79	18.77
筹资成本	5	-68	-80	-105	PEG	1.35	0.99	0.78	0.59
其他	-54	0	0	0	PB	10.56	3.38	2.97	2.57
筹资活动现金流净额	200	1722	-80	-105	EV/EBITDA	38.61	18.08	13.62	9.79
现金净流量	192	1099	-239	696	ROE	28.9%	12.7%	14.2%	16.1%

分析师介绍

乔洋，长江证券研究部分析师；
崔伟，中国人民大学MBA，从事中药及医药流通行业研究。

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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。