

海思科 (002653.sz)

稳健成长的专科化学首仿药企业

贺菊颖 首席分析师

电话: 010-59136691

eMail: hjy@gf.com.cn

执业编号: S0260511050002

专科化学首仿药企业, 保持稳健增长态势

海思科主要从事部分专科化药制剂及原料药的研发、生产和销售。公司五大主导产品分别为肝胆疾病用药多烯磷脂酰胆碱注射液, 特色抗感染用药注射用夫西地酸钠, 肠外营养用药转化糖注射液及注射用脂溶性维生素系列, 在其相应的三个细分领域中处于国内领先地位。08 年-10 年, 五大核心产品的销售额分别占公司总收入的 76%、80%和 87%。公司实际控制人为董事长王俊民、副总范秀莲及郑伟, 三人共同控制公司的运营。

主要产品分析: 在三个细分市场均有优势

(1) 多烯磷脂酰胆碱属于肝胆类药品中辅助治疗用药, 市场份额最高; 目前生产厂家只有原研的赛诺菲-安万特和公司合作方天台山制药。由于该产品生产工艺较为复杂、仿制难度较大, 具备较高的进入壁垒。(2) 凭借对特定菌群的高敏感度, 注射用夫西地酸钠在 2006-2009 年实现了较快增长。目前该产品国内生产厂家仅有三家, 公司产品在市场中处于领先地位。(3) 肠外营养药物方面, 公司的转化糖注射液和注射用脂溶性维生素系列也都有相对较好的市场地位。

公司优势与特色: 生产外包, 研发首仿

公司立足于市场导向下的处方药新产品创新仿制, 在主导产品研发成功后与天台山制药和中美大康药业合作, 合作方在公司技术支持下取得药品生产注册批件并进行生产, 公司负责产品的全国独家总经销。但公司仍自主生产多烯磷脂酰胆碱原料药、夫西地酸钠原料药和其他化药制剂产品。在合作期内, 公司对合作产品享有完整的知识产权, 在合作期限内授权合作方无偿使用。

募投项目夯实自身优势

公司本次 IPO 的募投项目主要投向夯实自身竞争优势的研发、生产及销售三个环节, 包括: 多烯磷脂酰胆碱原料药、夫西地酸钠原料药及新产品生产基地建设, 研发中心建设, 新产品及营销网络拓展项目建设。

建议询价区间: 20-25 元

根据盈利预测假设, 我们预计公司 2011-2013 年摊薄后的 EPS 分别为 0.79/1.00/1.28 元, 净利润增速分别为 2.88%/27.08%/27.99%。根据已有化学制剂主要要上市公司的估值情况及相对估值法, 我们以 2012 年 20-25 倍给公司估值, 建议的询价区间为 20-25 元。

风险提示

主导产品被进一步仿制的风险; 药品价格调整的市场风险; 业务合作风险。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	484.57	581.59	585.41	716.83	863.38
增长率	35.07%	20.02%	0.66%	22.45%	20.45%
EBITDA(百万元)	275.40	299.65	298.78	365.11	439.29
净利润(百万元)	283.72	305.75	314.55	399.72	511.60
增长率	45.43%	7.77%	2.88%	27.08%	27.99%
每股收益(元)	0.71	0.76	0.79	1.00	1.28

数据来源: 西藏海思科药业集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格

上市价格

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

360/0

主要股东:

王俊民

主要股东持股比例

44.82%

流通 A 股比例

0.00%

财务比率

ROE 67.48%

ROA 62.44%

资产负债率 28.07%

2010 年报数据

发行消息

发行价格(元)

主承销商:

中信证券股份有限公司

发行市盈率

一、建议询价区间：20-25元

根据盈利预测假设，我们预计公司2011-2013年摊薄后的EPS分别为0.79/1.00/ 1.28元，净利润增速分别为2.88%/27.08%/27.99%。根据已有化学制剂主要上市公司的估值情况及相对估值法，我们以2012年20-25倍给公司估值，建议的询价区间为20-25元。

表 1：化学制剂主要上市公司盈利预测及估值情况

公司代码	公司名称	收盘价	EPS（元/股）			PE（倍）			投资评级	总市值	总股本
		（元/股）	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E		（亿元）	（万股）
化学制剂											
600276	恒瑞医药	29.44	0.80	1.01	1.24	37	29	24	持有	331	112415
600079	人福医药	19.27	0.61	0.85	1.16	32	23	17	买入	95	49344
000963	华东医药	26.62	0.95	1.18	1.45	28	23	18	买入	116	43406
002422	科伦药业	43.40	2.10	2.76	3.24	21	16	13	买入	208	48000
300146	汤臣倍健	77.90	1.84	3.10	5.28	42	25	15	买入	85	10936
000522	白云山	12.16	0.59	0.78	1.01	21	16	12	买入	57	46905
002262	恩华药业	18.96	0.45	0.64	0.87	42	30	22	持有	44	23400
600062	双鹤药业	15.60	0.92	1.15	1.39	17	14	11	买入	89	57170
002294	信立泰	24.23	1.12	1.50	1.89	22	16	13	持有	88	36320

数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

二、稳健成长的专科化学首仿药企业

（一）专科化学首仿药企业，保持稳健增长态势

海思科的前身为成立于2005年8月26日的西藏康欣药业有限公司，2010年3月更名为西藏海思科药业集团有限公司，2010年8月海思科有限整体变更设立为西藏海思科药业集团股份有限公司。

公司主要从事部分专科化药制剂及原料药的研发、生产和销售。公司的五大主导产品分别为肝胆疾病用药多烯磷脂酰胆碱注射液，特色抗感染用药注射用夫西地酸钠，肠外营养用药转化糖注射液、注射用脂溶性维生素系列（包括I型和II型）。这五大产品在相应的三个细分领域中均处于国内领先地位。08年-10年，五大核心产品的销售额分别占公司总收入的76%、80%和87%。除主导产品外，公司还自主生产多烯磷脂酰胆碱原料药、夫西地酸钠原料药和其他一些化药制剂产品。

表 2：公司主导产品及相关适应症一览

种类	产品名	适应症
肝胆疾病	多烯磷脂酰胆碱注射液	对肝细胞膜结构及细胞代谢的修复，主要用于肝炎、肝硬化、脂肪肝、胆汁阻塞等肝胆疾病的治疗。
肠外营养用药	转化糖注射液	通过非口服途径补充水分或能量
	注射用脂溶性维生素（I、II型）	用以满足人体对脂溶性维生素A、维生素D2、维生素E、维生素K1的生理需要
抗感染用药	注射用夫西地酸钠	用于治疗由敏感细菌，尤其是葡萄球菌引起的感染

数据来源：招股说明书，广发证券研发中心

公司近三年营业收入和净利润保持稳健增长态势。2010年实现营业收入5.82亿，2008年至2010年年均复合增长率27%；2010年实现净利润3.06亿，2008年至2010年年均复合增长率25%。公司采取生产外包及招商销售的模式，因此期间费用率也都维持在较低水平；由于2010年终止与沈阳欣博瑞公司的合作，综合毛利率有所下降。

表 3：2008-2010 年盈利分析

单位：百万元	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入	358.76	484.57	581.59
净利润	195.09	283.72	305.75
毛利率	69.5%	70.9%	65.7%
净利率	54.4%	58.6%	52.6%
期间费用率	10.2%	15.1%	14.8%

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 1：08-10 年营业收入及增长百分比

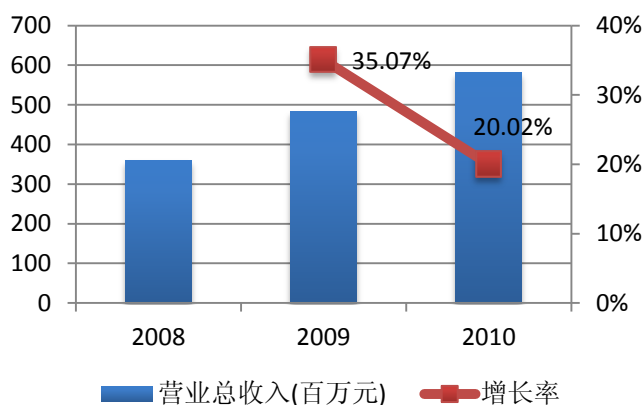
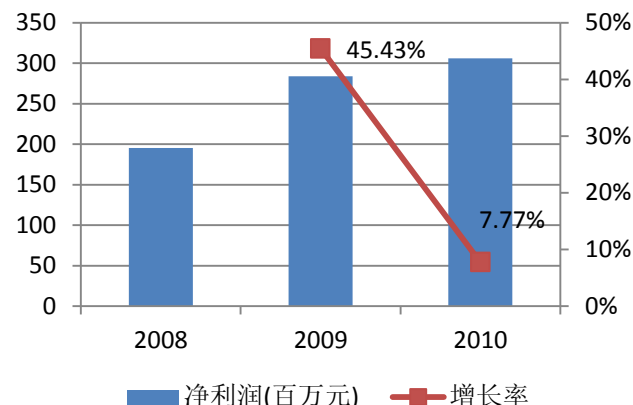


图 2：08-10 年净利润及增长百分比



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 3：2008-2010 年主营产品营业收入占比

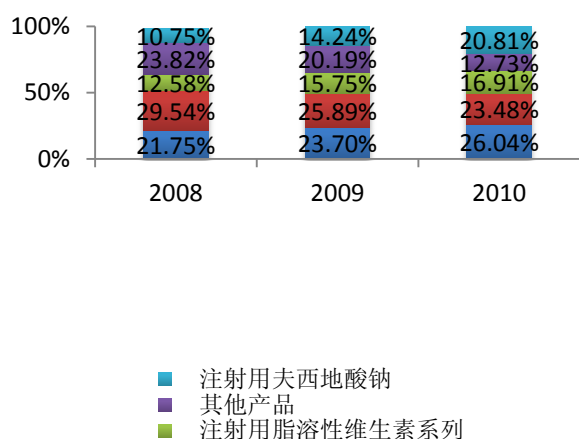
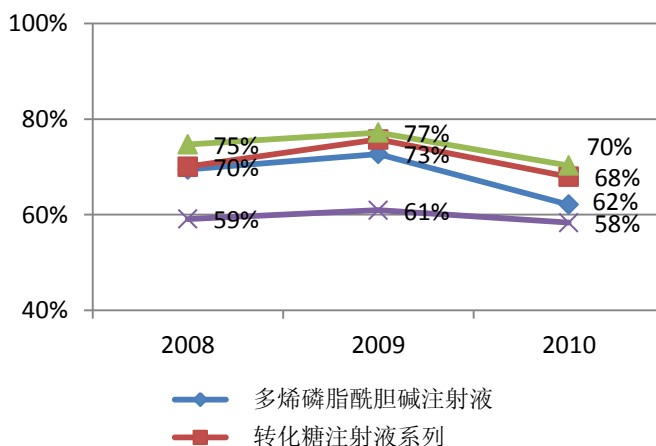
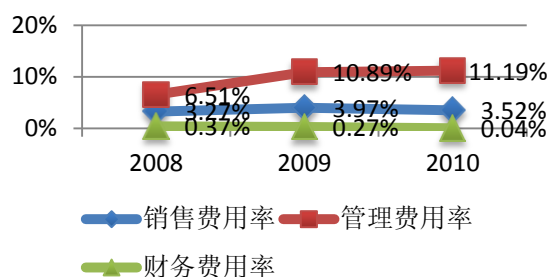


图 4：2008-2010 年三类产品毛利率变化分析



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 5：2008-2010 年主营产品营业收入占比



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）民营企业，股权结构相对透明

海思科为高管团队控股的民营企业。公司的实际控制人为董事长王俊民、副总范秀莲及郑伟，三人共同控制公司的运营。

公司下属五个全资子公司。2009 年3-12 月，公司进行了同一控制下的重组，收购了成都康信、四川海思科、辽宁海思科、沈阳信天翁、四川康德利5 家公司100%的股权。其中：成都康信为公司的研发平台；四川海思科主要从事原料药的药品的生产及提供药品中试支持；沈阳信天翁和四川康德利主要负责药品销售；辽宁海思科负责公司部分制备技术要求较高的新产品生产，但其大部分产品仍处于新产品试生产和市场导入期阶段。

图 6：公司发行后股权结构



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

表 4：公司下属企业情况

下属企业	经营范围	主要产品
成都康信	药品研究和技术服务	果糖注射液、转化糖注射液和夫西地酸钠原料药等
四川海思科	药品生产	多烯磷脂酰胆碱、夫西地酸钠等原料药
辽宁海思科	药品生产	产品仍处于市场导入期
沈阳信天翁	药品销售	承担公司各类产品销售
四川康德利	药品销售	承担公司各类产品销售

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

三、主要产品分析：在三个细分市场均有优势

（一）肝胆类用药：多烯磷脂酰胆碱市场份额最高

我国是全球肝脏疾病发病最高的国家。2010 年，病毒性肝炎为全国甲、乙类传染病报告发病数之首，报告发病人数超过132 万。目前市场上，肝胆疾病治疗用药中市场集中度较高，2010年前5大品种占有接近50%的市场份额。占有市场份额最高的多烯磷脂酰胆碱属于肝胆类药品中肝胆疾病辅助治疗用药系统，其他系列还有抗肝炎病毒药、治疗肝昏迷药物和利胆类药物。肝胆疾病辅助治疗用药用量最大，增长较快，年均增长速度可达40%。多烯磷脂酰胆碱注射液由于对肝细胞膜结构及细胞代谢有着较好的稳定作用，能抵抗肝细胞的坏死，减轻脂肪肝变性，临床疗效优于其他同类产品。2010 年，该产品占我国肝胆疾病辅助治疗用药的12.9%，居该细分市场第一位。

多烯磷脂酰胆碱注射液由赛诺菲-安万特公司原研，1996 年进入我国医药市场，其疗效和安全性已经得到了临床肯定。除原研公司外，该产品为公司合作方天台山制药国内独家生产。由于该产品生产工艺较为复杂，仿制难度较大，具备了较高的进入壁垒。

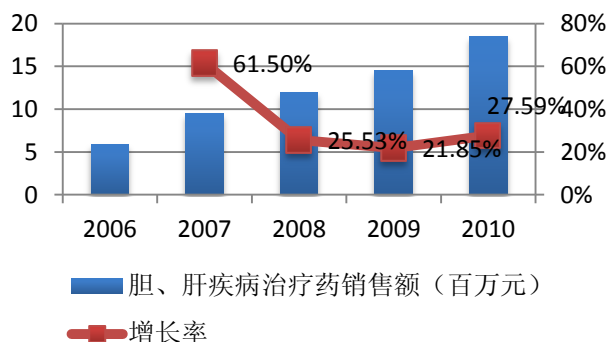
公司还对多烯磷脂酰胆碱注射液组方和制备工艺进行了创新，成功开发了国际先进的胆碱-磷脂复合物助溶技术，克服了多烯磷脂酰胆碱水溶性差、成品澄明度差的缺点；同时，增加了抗氧化剂、维生素，提高了产品稳定性及用药安全性，使得公司在该产品的制备技术和组方工艺等方面具有较为明显的技术优势。08-10年海思科多烯磷脂酰胆碱注射液的销售额实现了快速增长，年复合增长率为38%。

表 5：2009-2010 年临床用胆、肝疾病治疗药市场排名

药品名	2010 年市场占有率	2009 年市场占有率
多烯磷脂酰胆碱	13.62%	14.28%
复方甘草甜素	13.30%	10.76%
L-鸟氨酸/L-门冬氨酸	8.70%	9.52%
异甘草酸镁	7.14%	6.28%
二氯醋酸二异丙胺/葡萄糖酸钙	6.22%	6.41%
核糖核酸	5.89%	5.38%
甲硫氨酸 维 B1	5.89%	6.28%
熊去氧胆酸	5.46%	5.72%
腺苷蛋氨酸	5.30%	4.90%
硫普罗宁	3.57%	4.41%

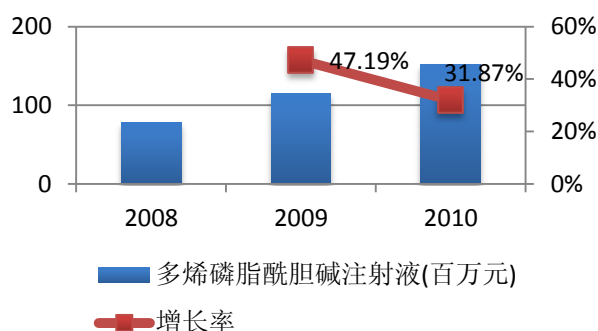
数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 7：06-10 年临床用胆、肝疾病治疗药竞争格局



数据来源：南方所，广发证券发展研究中心

图 8：海思科多烯磷脂酰胆碱注射液销售趋势



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）抗感染用药领域：夫西地酸钠竞品不多

2009 年，我国全身用抗感染药物以 23.71% 的份额排在各大类药品销售的第一位，近四年年均增长率为 25.44%。公司抗感染用药主要是夫西地酸钠，2011 年该产品在公司营业总收入中的占比 15% 左右，对整体业绩贡献不大。

夫西地酸钠通过抑制细菌的蛋白质合成而产生杀菌作用，葡萄球菌，包括对青霉素、甲氧西林和其它抗菌素耐药的菌株，均对本品高度敏感。凭借对特定菌群的高敏感度，注射用夫西地酸钠在 2006-2009 年实现了较快增长。目前，该产品国内生产厂家仅有三家，公司产品在市场中处于领先地位。

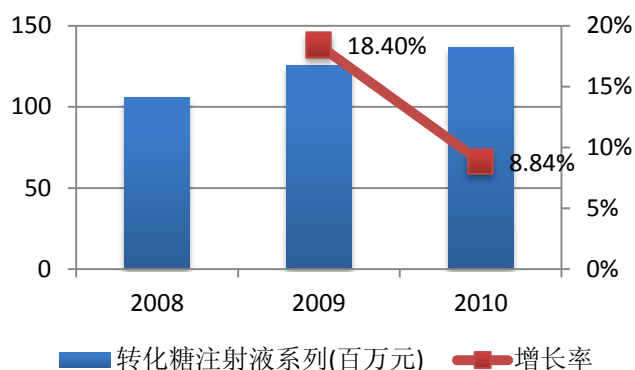
（三）肠外营养药领域：处于领先地位

肠外营养药指从静脉内供给营养，作为手术前后、大面积烧伤、严重复合伤、感染及危重患者的营养支持，国内医院临床使用最多的肠外营养类输液有糖类、脂肪乳、氨基酸、维生素和微量元素等四大类型。公司主导产品中转化糖注射液、注射用脂溶性维生素系列均属于肠外营养药。

转化糖注射液是为手术、创伤所导致的胰岛素抵抗应激状态下的临床首选能量补充药物，为医保乙类用药。在糖类输液剂中以葡萄糖注射液为主，长期以来，葡萄糖输液一直占糖类营养输液的 90% 以上。但葡萄糖无论作为供能剂或稀释剂均会引起患者血糖水平的升高，同时它的代谢又必须依赖胰岛素。在提供与葡萄糖相当能量的情况下，转化糖对病人血糖水平的波动影响小于葡萄糖，有利于患者的恢复。转化糖注射液系列产品即可在一定程度上替代目前临床占主要地位的葡萄糖类输液。

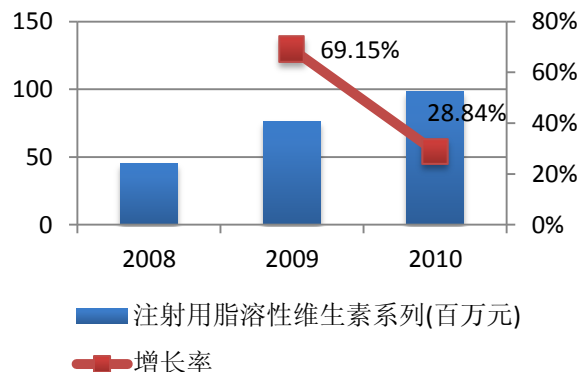
注射用脂溶性维生素为静脉补充维生素用药，主要用以满足患者每日对脂溶性维生素 A、维生素 D2、维生素 E、维生素 K1 的生理需要，为医保乙类用药。2006 年到 2008 年全国维生素零售规模的平均增长率达到 17.14%。常见的维生素制剂多为单一成分，该产品能同时静脉补充 4 种脂溶性维生素，广泛适用于术后、烧创伤、严重感染、肿瘤、严重肠胃疾病等患者或不能通过食物补充维生素的患者。从细分市场来看，多种维生素市场规模远大于单一维生素，且静脉输液类维生素的复方制剂增长较快。2009 年脂溶性维生素市场规模达 12.5 亿元。目前，国内注射用脂溶性维生素（I）型共有三家公司生产；注射用脂溶性维生素（II）型共有七家公司生产。市场格局较为稳定，公司凭借首家创新仿制优势处于市场领先地位。

图 9：海思科转化糖注射液销售趋势



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

图 10：海思科脂溶性维生素销售趋势



数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

四、公司优势与特色：生产外包，研发首仿

（一）生产外包模式

公司立足于市场导向下的处方药新产品创新仿制，坚持研发驱动、技术领先的经营理念。公司在主导产品研发成功后，与业务合作方天台山制药和美德康药业合作，合作方在公司技术支持下取得药品生产注册批件并进行生产，公司负责产品的全国独家总经销。但公司仍自主生产多烯磷脂酰胆碱原料药、夫西地酸钠原料药和其他化药制剂产品。在合作期内，公司对合作产品享有完整的知识产权，在合作期限内授权合作方无偿使用。

公司通过业务合作，在发展资金短缺的阶段，避免了大量的生产设施固定资产投资，促进了发展。合作方通过业务合作，既充分利用了过剩产能，又提高了盈利能力。

表 6：公司与天台山制药、美德康药业合作的主要药品品种

业务合作方	产品名称	批准文号及批准日期	公司新药证书及专利情况
天台山制药	多烯磷脂酰胆碱注射液	国药准字 H20057684	制剂工艺及配方专利
	注射用夫西地酸钠	国药准字 H20058151	制剂工艺及配方专利
	注射用脂溶性维生素系列	国药准字 H20052571	国药证字 H20051755
	注射用盐酸罗哌卡因	国药准字 H20052666	-
美德康药业	转化糖注射液	国药准字 H20040013	国药证字 H20040007
		国药准字 H20040014	
	转化糖电解质注射液	国药准字 H20050493	国药证字 H20050358
		国药准字 H20050494	
	甘油果糖注射液	国药准字 H20043180	-
		国药准字 H20043181	
	多种微量元素注射液(II)	国药准字 H20056254	-
	复方维生素注射液	国药准字 H20056647	-
	葡萄糖酸依诺沙星注射液	国药准字 H20041799	国药证字 H20041249
		国药准字 H20052158	

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）处方药新产品的创新仿制

公司自2000 年发展起始阶段，即以“处方药新产品的创新仿制”作为研发方向，坚持以市场为导向，以新产品研发作为企业发展核心驱动力。公司已累计开发22 个新药及10 余个处方药新产品，正在开发的重点处方药新产品达30 余个，在新型肠外营养系列药物、难溶性系列药物等复杂制剂的技术开发方面处于国内领先地位，并形成了自身独特的核心竞争优势。

表7：公司重点产品核心技术情况

产品名称	核 技术说明	技术水平	技术应用阶段
转化糖注射液	对制备工艺进行重点革新，开发出全新的制备工艺路线，大幅降低生产成本；采用先进的过度杀灭法灭菌工艺，显著提高了成品的无菌保障水平。	国内领先，国产首家开发上市	批量生产
多烯磷脂酰胆碱注射液	对制剂处方及制备工艺进行重点攻关，开发出国际先进的胆碱-磷脂复合物助溶技术，攻克了本液体制剂存在的可溶性、澄清度等处方、工艺难题，显著提高并确保了药品的稳定性。	国内领先，国产首家开发上市，制剂处方及工艺创新已获国家发明专利授权	批量生产
注射用脂溶性维生素(II)	对制剂处方及制备工艺路线进行重点攻关，开发出先进的吐温 80-吐温 20 助溶技术，攻克了本品存在的溶解性难题，制得的产品具有临床用药配伍方便、稳定性高、溶解性好的显著优势。	国内领先，国内首家上市	批量生产
注射用夫西地酸钠	开发出全新的制剂处方、制备工艺及 pH 缓冲剂助溶技术，攻克了本品存在的溶解性差且不稳定的难题，制得的产品具有临床复溶性好、稳定性高的显著优势	国内领先，国内首家开发上市，制剂处方及工艺已获国家发明专利授权。	批量生产
复方氨基酸注射液 18AA-VII	开发出国内领先的微量半胱氨酸控制检验技术，显著提高了复合氨基酸注射液的含量控制精度	国内领先	批量生产
中长链脂肪乳注射液（C8-24）	开发出国内领先的卵磷脂乳剂助溶技术，攻克了此类药品常见的漂油难题，制得的产品具有临床稳定性高的显著优势	国内领先	批量生产

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

（三）学术营销

公司把强化产品的学术营销视为重中之重。帮助经销商培养出学术推广专员500多人,覆盖全国各大中城市的学术推广工作,与全国3大医学学会和20个省级学会紧密合作,形成广泛认同的学术氛围,涵盖全国100多个城市的3万余名医师。

五、财务指标总体正常

从盈利能力、盈利增长以及运营能力、偿债能力四方面的指标来看，海思科的财务指标总体正常。

在盈利能力方面，公司的毛利率、净利率稳中有升，均处于行业内较高水平。

在成长能力方面，2008-2010年营业收入复合增长率27%，净利润年均复合增长率25%。我们预计公司将继续保持此增长速度。

在运营能力和偿债能力指标来看，各项指标基本正常；由于对代理商销售采用先款后货的付款方式，应收账款减少。公司资产负债水平稳健，资产负债率相对保持较低水平，整体偿债能力较强。

表 8：海思科主要财务指标（2008-2010）

	指标	2008	2009	2010
盈利能力	销售净利率(%)	54.4	58.6	52.6
	销售毛利率(%)	49.5	70.9	64.6
	净资产收益率-扣除/摊薄(%)	86.2	176.9	53.7
盈利增长	营业收入同比增长率(%)	-	35.1	20.0
	净利润-扣除非经常损益(%)	-	136.6	82.8
运营能力	应收账款周转天数(天)	58	23	2
	存货周转天数(天)	49	69	54
偿债能力	流动比率	1.91	1.07	3.49
	速动比率	1.79	0.89	3.32
	资产负债率(%)	39.23	61.31	28.07

数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

六、募投项目：夯实自身竞争优势

公司本次IPO的募投项目主要投向夯实自身竞争优势的研发、生产及销售三个环节，包括：多烯磷脂酰胆碱原料药、夫西地酸钠原料药及新产品生产基地建设，研发中心建设，新产品及营销网络拓展项目建设。

表 9：海思科募投资金使用规划（单位：万元）

项目名称	项目投资金额	募集资金投入金额	自有资金投入金额	实施主体
新产品生产基地建设项目	32,247.24	25,751.69	6,495.55	辽宁海思科
多烯磷脂酰胆碱原料药扩产	10,799.64	10,799.64		四川海思科
夫西地酸钠原料药扩产项目	9,100.80	9,100.80		四川海思科
研发中心建设项目	8,204	8,204		四川海思科
新产品开发项目	5,000	5,000		四川海思科
营销网络拓展项目	5,879	5,879		西藏海思科
总计	71,230.68	64,735.13	6,495.55	

数据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

七、盈利预测

我们的盈利预测的主要假设包括：

- （1） 业务收入预测见表11，预计2011-2013年整体收入增长分别为0.7%、22.4%及20.4%；
- （2） 销售费用率分别为5.39%/4.56%/4.79%，管理费用率分别为13.27%/13.07%/13.28%；
- （3） 营业外收支净额分别为6230万元/7063万元/7858万元，其中主要是政府补贴。

根据以上假设，我们预计公司2011-2013年摊薄后的EPS分别为0.79/1.00/ 1.28元。

表 10：海思科业务收入预测（2008-2013E）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
多烯磷脂酰胆碱注射液（百万元）	78.05	114.88	151.49	178.76	201.99	222.19
增长率		47.2%	31.9%	18.0%	13.0%	10.0%
毛利率	69.5%	72.7%	62.1%	62.0%	62.0%	62.0%
转化糖注射液系列（百万元）	106.00	125.50	136.59	139.32	167.19	192.27
增长率		18.4%	8.8%	2.0%	20.0%	15.0%
毛利率	70.1%	75.7%	67.9%	66.0%	65.0%	64.0%
注射用脂溶性维生素系列（百万元）	45.14	76.35	98.37	122.96	137.72	151.49
增长率		69.1%	28.8%	25.0%	12.0%	10.0%
毛利率	74.7%	77.2%	70.3%	67.0%	66.0%	65.0%
注射用夫西地酸钠（百万元）	38.58	69.02	121.05	66.58	69.91	73.40
增长率		78.9%	75.4%	-45.0%	5.0%	5.0%
毛利率	59.1%	60.9%	58.3%	53.0%	52.0%	51.0%
其它产品	85.49	97.87	74.08	77.79	140.02	224.03
增长率		14.5%	-24.3%	5.0%	80.0%	60.0%
毛利率	68.8%	64.6%	74.6%	83.0%	73.0%	73.0%
收入合计(百万元)	353.26	483.62	581.59	585.41	716.83	863.38
增长率		18.4%	8.8%	0.7%	22.4%	20.4%
毛利率	69.0%	70.9%	65.7%	65.8%	64.6%	64.9%

据来源：招股说明书，广发证券发展研究中心

八、风险提示

主导产品被进一步仿制的风险：主导产品存在被其他医药生产企业进一步仿制的可能。如果其他医药生产企业成功仿制并推向市场销售，可能会导致公司主导产品市场份额下降，从而影响公司经营业绩。

药品价格调整的市场风险：随着医药市场竞争的加剧以及医院药品招投标采购等系列药品价格调控政策的进一步推广，也可能导致公司产品价格下降

业务合作风险：公司采用生产外包的模式，但合作方一旦违约，将影响公司主导产品的市场供应，进而影响公司经营。

资产负债表简表						单位：百万元					
报表项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E						
货币资金	121	376	462	1410	1831						
应收账款	3	0	40	45	52						
预付款项	15	20	41	35	48						
应收利息	0	0	0	0	0						
应收股利	0	0	0	0	0						
其他应收款	50	15	48	59	63						
存货	39	21	33	38	46						
流动资产合计	227	431	624	1588	2041						
长期股权投资	0	0	0	0	0						
固定资产	76	136	186	243	232						
在建工程	28	21	78	157	187						
无形资产	10	27	35	43	101						
长期待摊费用	0	0									
递延所得税资产	2	6	0	0	0						
非流动资产合计	122	199	302	446	524						
资产总计	349	630	927	2034	2565						
短期借款	12	0	0	0	0						
应付票据	0	0	0	0	0						
应付账款	18	21	26	33	36						
预收款项	34	18	18	24	19						
应付职工薪酬	11	4	7	11	10						
应交税费	88	39	38	39	54						
应付利息	0	0									
应付股利	0	0	0	0	0						
其他应付款	43	0	0	0	41						
流动负债合计	211	124	138	163	183						
长期借款	0	21	21	21	21						
应付债券	0	0	0	0	0						
长期应付款	0	0									
预计负债	0	0									
递延所得税负债	0	0	0	0	0						
非流动负债合计	3	53	21	21	21						
负债合计	214	177	159	184	204						
股本	5	360	360	400	400						
资本公积	10	10	10	652	652						
盈余公积	3	21	68	128	205						
未分配利润	117	62	329	669	1104						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债股东权益总计	349	630	927	2034	2565						
每股净资产（元）	27.03	1.26	2.13	4.62	2.13						

利润简表						单位：百万元					
报表项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E						
营业收入	485	582	585	717	863						
营业成本	141	200	200	253	303						
营业税金及附加	5	8	7	8	10						
销售费用	19	20	32	33	41						
管理费用	53	65	78	94	115						
财务费用	1	0	-38	-71	-130						
资产减值损失	-4	-2	0	0	0						
公允价值变动收益	0	0	0	0	0						
投资收益	0	0	0	0	0						
营业利润	269	291	308	400	523						
营业外收入	62	0	69	79	86						
营业外支出	15	0	7	8	8						
利润总额	316	364	370	470	602						
所得税费用	32	58	56	71	90						
净利润	284	306	315	400	512						
归属于母公司净利润	284	306	315	400	512						
少数股东损益	0	0	0	0	0						
EPS（元）	0.71	0.76	0.79	1.00	1.28						

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表						单位：百万元					
报表项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E						
经营活动现金流量	368	367	196	376	467						
投资活动现金流量	-41	-80	-77	-110	-45						
筹资活动现金流量	-283	-32	-33	682	0						
现金及现金等价物净增加额	44	255	86	948	421						
期末现金余额	121	376	462	1410	1831						
每股经营活动现金流（元）	73.64	1.02	0.54	0.94	1.17						

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标						单位：百万元					
指标项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E						
营业收入增长率	35.1%	20.0%	0.7%	22.4%	20.4%						
营业利润增长率	29.9%	7.9%	5.9%	29.9%	30.9%						
毛利率	70.9%	65.7%	65.8%	64.6%	64.9%						
营业利润率	55.6%	50.0%	52.6%	55.7%	60.6%						
净利率	58.6%	52.6%	53.7%	55.8%	59.3%						
净资产收益率	209.9%	67.5%	41.0%	21.6%	21.7%						
总资产收益率	81.2%	48.5%	33.9%	19.7%	19.9%						
流动比率	1.1	3.5	4.5	9.7	11.2						
资产负债率	61.3%	28.1%	17.2%	9.1%	7.9%						
所得税税率	10.1%	16.0%	15.0%	15.0%	15.0%						

广发医药行业研究小组

贺菊颖，分析师，复旦大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。

葛峥，分析师，广州中医药大学方剂学硕士，2006 年进入广发证券发展研究中心。

杨挺，分析师，天津大学制药工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

吴雅春，研究助理，浙江大学内科学博士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wyc2@gf.com.cn，020-87555888-8404。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。