



发展战略清晰，低钙增长可期

增持 维持

投资要点:

- 公司管理层战略清晰，低分子肝素钙注射液是核心竞争力
- 肝素原料药未来增长有限，低分子肝素系列是发展方向
- 13年8月募项目逐步完成贡献产能

报告摘要:

- 管理层战略定位清晰，注重产业链导向。**公司属于产业链导向型，注重产业的上下游联动，纵向一体化，即生产原料药用于出口，同时也生产制剂，上下游兼顾，协调发展。以产业链为基础，短期做强，做大低分子肝素钙制剂，中长期发展低分子肝素原料药，长期开拓糖尿病、抗肿瘤领域的新品种是公司目前的整体规划。
- 低分子肝素钙制剂助推短期业绩增长。**由于年初开始采用高开政策，1~9月份低分子肝素钙制剂实现营业收入19,424.56万元，较上年同期增长274.17%。销量方面，11年为630万支左右，今年预计在860万支左右，全年增速在35~40%左右。随着现有医院用量增加和新医院的开拓，低分子肝素钙制剂有望继续保持高增长。
- 低分子肝素原料药值得期待。**由于低分子肝素制剂与普通肝素相比疗效确切，副作用少。目前欧美国家临床上已经基本替代了普通肝素。公司拥有依诺肝素、那曲肝素等多种低分子肝素的专利并已申请注册批件。公司也在积极开拓欧美市场，未来有望成为公司新的增长点。
- 盈利预测与投资建议。**预计肝素原料药出口价格呈下行趋势，出口量不会显著增加，出口整体保持相对稳定。低分子肝素钙注射液放量增加是公司短期业绩主要增长点。预计2012-2014年EPS分别为EPS0.46、0.53、0.72元，对应PE25、22、16倍。给予“增持”评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	466.72	423.48	544.72	696.59	875.54
增长率(%)	83.93%	-9.26%	28.63%	27.88%	25.69%
归母净利润(百万)	60.19	70.80	85.97	99.21	134.99
增长率(%)	65.52%	17.63%	21.43%	15.39%	36.07%
每股收益	31.95%	37.58%	45.63%	52.65%	71.65%
市盈率	35.84	30.47	25.09	21.75	15.98

医药行业研究组

分析师:

卫雯清 (S1180512080003)

电话: 010-88085985

Email: weiwending@hysec.com

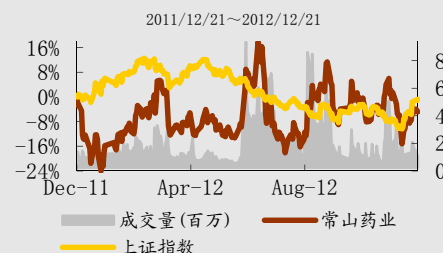
研究助理:

王晓锋

电话: 010-88013569

Email: wangxiaofeng@hysec.com

市场表现



相关研究

《天士力：持续强健增长的中药国际化龙头》

2012/12/16

《昆明制药：血塞通粉针长期增长趋势不变》

2012/12/11

《医药行业周报 121210》

2012/12/10

《医药行业周报 121203》

2012/12/3

《中新药业：三季报点评》

2012/10/31

调研收获和主要看点

管理层战略定位清晰，注重产业链导向。通过与公司管理层交流及肝素行业研究，我们认为国内肝素行业发展重要有两种策略：一种是出口导向型，通过做大，做强原料药，掌控出口话语权，这类企业以海普瑞为代表，产品出口占比在 90%以上。另一种是产业链导向型，注重产业的上下游联动，纵向一体化，这类企业以常山药业为代表，即生产原料药用于出口，同时也生产制剂，上下游兼顾，协调发展。以产业链为基础，短期做强，做大低分子肝素钙制剂，中长期发展低分子肝素原料药，长期开拓糖尿病、抗肿瘤领域的新品种是公司目前的整体规划。

公司低分子肝素品种储备丰富。降解方法不同得到的低分子肝素不尽相同。目前欧洲药典收录 5 种低分子肝素、美国和日本药典各收录 1 种。公司拥有依诺肝素钠、达肝素钠和那曲肝素等低分子肝素专利，相应的原料药和制剂已向药监部门提交注册申请。

常州泰康投产可有效补充公司的产品盲区。公司生产的低分子肝素钙注射液产品质量高，享受发改委单独定价且招标价格一直比较稳定。公司收购的常州泰康主要品种是低分子肝素原料药和制剂，产品主要覆盖县级等基层医院市场，与目前公司高端产品的高端覆盖形成互补。

低分子肝素钙注射液放量助推短期业绩增长。肝素钠原料药和低分子肝素制剂是公司目前的主要收入来源且制剂收入占比不断提高。未来随着肝素钠原料药行业产能的进一步扩充，下游需求增速有限情况下，供过于求导致价格下行是大概率事件。而公司的低分子肝素钙制剂一方面质优，享受发改委单独定价，同时市场份额不断增加，未来随着产能的扩充和品类完善，制剂业务会成为助推公司业绩发展的主要方面。

低分子肝素原料药为长期发展注入动力。低分子肝素原料药是肝素钠原料药通过化学法或酶法降解得到的低分子量肝素。出口到欧美国家的肝素钠原料药多数被制成低分子肝素制剂，随着肝素钠毛利率的不断降低，未来低分子肝素原料药有可能会经历低分子肝素制剂替代肝素制剂的过程，成为未来出口的主要品种。公司目前拥有 3 项低分子肝素的制备专利并且已向药监局提交注册审批。低分子肝素原料药产能的扩大及制剂的获批将会成为公司新的增长点。

盈利预测：未来肝素原料药出口价降量增，整体保持相对稳定。低分子肝素钙注射液放量增加是公司短期业绩主要增长点。预计 2012-2014 年 EPS 分别为 EPS0.46、0.53、0.72 元，对应 PE25、22、16 倍。给予“增持”评级。

风险提示：肝素钠原料药价格下降，新建产能不能按期顺利投产的风险。

目录

调研收获和主要看点	1
一、肝素行业仍会保持快速增长.....	5
（一）肝素系列产品外需依然强劲	5
（二）抗血栓药物国内市场空间大，低分子份额逐年增加	5
（三）低分子量肝素替代肝素系列是发展趋势	6
（四）低分子肝素钙是肝素治疗首选药物	7
（五）出口价格震荡下行，倒逼行业集中度提升	7
二、公司产业链优势明显	8
（一）管理层具有丰富的行业经验	8
（二）产业链完整，出口依赖度低	8
（三）发改委单独定价盈利能力强，占有率逐年提高	10
（四）低分子肝素原料药和制剂是未来主要看点	11
三、风险因素	11
四、盈利预测与假设	11

插图

图 1: GSK 依诺肝素销售额(亿美元)和增速	5
图 2: 山德士依诺肝素销售收入(亿美元)和增速	5
图 3: 抗血栓药物医院市场规模(亿元)和增速	6
图 4: 不同类抗血栓药物市场份额变化	6
图 5: 国内主要抗血栓药物市场份额变化	6
图 6: 肝素系列制剂市场份额变化	7
图 7: 肝素系列制剂厂商医院市场份额变化	7
图 8: 我国肝素钠出口价格走势(美元/千克)	7
图 9: 肝素钠出口量(吨)及出口金额(千万美元)变化	7
图 10: 公司主要股东持股比例	8
图 11: 肝素产业链示意图（黄色示意常山药业所生产品种）	9
图 12: 营业收入(万元)及增速	10
图 13: 净利润(万元)及增速	10
图 14: 公司营收构成	10
图 15: 公司产品毛利变化（%）	10
图 16: 10、11 年低钙主要厂家市场占有率变化	10
图 17: 10、11 年低钙主要厂家市场份额变化	10

表格

表 1: 低分子量肝素的质量标准及活性比较	6
表 2: 肝素行业主要企业竞争格局	9
表 3: 产品收入及成本预测	12

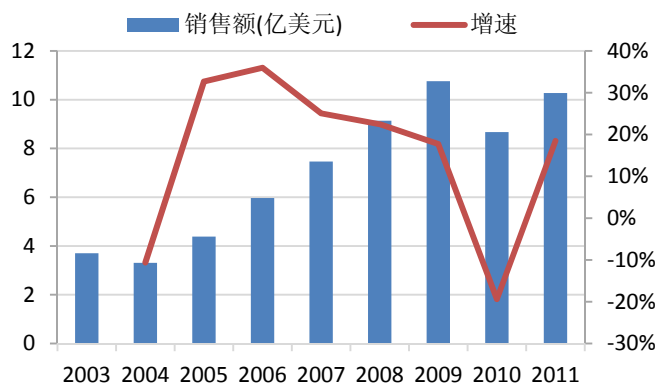
一、肝素行业仍会保持快速增长

血栓的形成是心肌梗死、卒中、深静脉血栓、肺栓塞等心血管疾病的重要致病因素。抗血栓药用于血栓栓塞性疾病的预防与治疗，且以预防为主。临床主要用于急性心肌梗塞和中风栓塞的治疗及预防，可降低再梗塞率及死亡率；可用于防止心脏瓣膜置换术后血栓形成、外周闭塞性血管疾病、间歇性跛行、不稳定型心绞痛等的治疗。抗血栓药分为抗凝血药、抗血小板聚集药和溶栓药三类。肝素属于抗凝血药，它是一种糖胺聚糖，目前主要从猪小肠中提取，1935 年正式用于临床。

（一）肝素系列产品外需依然强劲

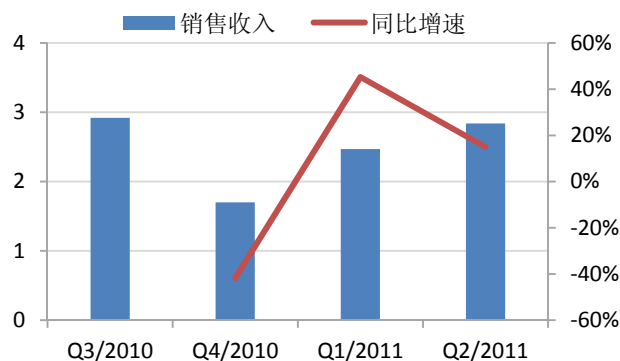
过去 5 年中，全球肝素原料药销售额年复合增长率约为 9.35%。葛兰素史克的依诺肝素自上市以来销售额增速保持在 20% 以上，10 年受专利到期影响增速有所下降，销量大幅增加，11 年销售收入超过 10 亿美元。山德士依诺肝素于 2010 年 7 月上市，2011 年销售额也超过 10 亿美元，成为首只“重磅炸弹”级仿制药。受专利到期影响，依诺肝素销售额呈下降趋势，但用量依然维持高位，季度销售额仍占据美国处方药的前 40 位。

图 1: GSK 依诺肝素销售额(亿美元)和增速



资料来源: IMS、宏源证券

图 2: 山德士依诺肝素销售收入(亿美元)和增速



资料来源: 中商情报网、宏源证券

（二）抗血栓药物国内市场空间大，低分子份额逐年增加

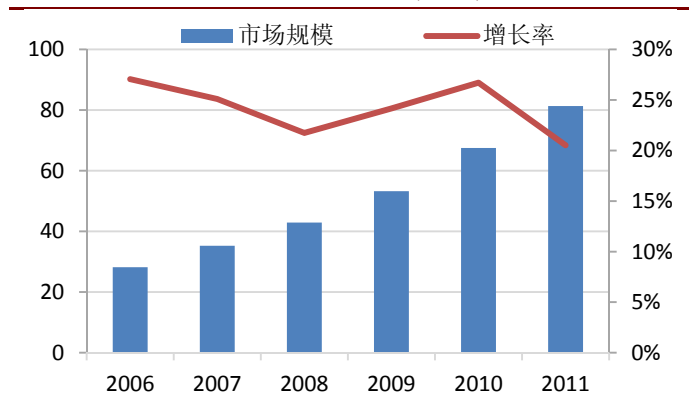
受人口老龄化和心血管疾病发病率不断升高影响，06 年以来，我国抗血栓市场增速保持在 20% 以上，11 年市场规模为 81 亿。根据市场占有率前 20 名药物的分类统计，抗血小板聚集药所占份额最大，占比在 65% 左右，抗凝药物的市场占有率呈缓慢上升趋势，11 年占有率为 27%。溶栓药物的市场占有率呈下降趋势，由 07 年的 12% 下降到 11 年的 6% 左右。

低分子肝素钙增长势头良好。低分子肝素钙市场份额逐年增加，08-11 年复合增长率均在 34% 左右。由于肝素系列制剂在抗血栓市场的份额相对稳定，保持在 21% 左右，其他肝素制剂的市场份额呈逐年下降趋势，说明低分子肝素钙凭借品种优势，通过品种替代促使市场份额的不断增加。其他品种方面，氯吡格雷通过替代奥扎格雷使市场份额不断增加，08-11 年的符合增长率也在 34% 左右。

低分子肝素和氯吡格雷不能相互替代。尽管两者都属于抗血栓药物，但发挥抗血栓的机制存在本质差异，前者主要发挥抗凝作用，后者主要发挥抗血小板作用，临床使用中用

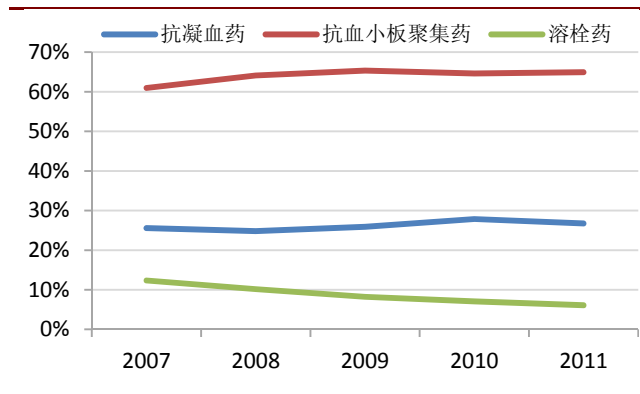
途不同,某些疾病中还需要联合使用,如急性冠脉综合征的抗栓治疗等。

图 3: 抗血栓药物医院市场规模(亿元)和增速



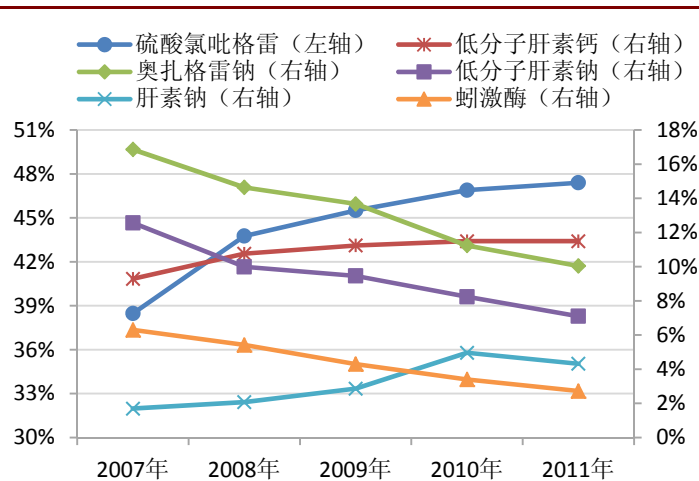
资料来源: SFDA 南方所、宏源证券

图 4: 不同类抗血栓药物市场份额变化



资料来源: SFDA 南方所、宏源证券

图 5: 国内主要抗血栓药物市场份额变化



资料来源: SFDA 南方所、宏源证券

(三) 低分子量肝素替代肝素系列是发展趋势

表 1: 低分子量肝素的质量标准及活性比较

中文通用名	达肝素钠	依诺肝素钠	那肝素钙	瑞肝素钠	帕肝素钠	汀肝素钠
标准来源	EP6.0	EP6.0/UPS32	EP6.0	JP	EP6.0	EP6.0
生产工艺	亚硝酸降解	β -消除降解	亚硝酸降解后 出去分子量 2000 以下组分	亚硝酸降解	过氧化物降解, 二价铜催化	酶降解
重均分子量	5600~6400	3500~5500	3600~5000	3000~5000	4000~6000	5500~7500
抗 Xa 因子活性	110~210IU/mg	90~125IU/mg	95~130IU/mg	80~127 IU/mg	75~110IU/mg	70~120IU/mg
抗 IIa 因子活性	35~100IU/mg	20~35 IU/mg		12~34IU/mg		20~35IU/mg
抗 Xa/抗 II 活性比	1.9~3.2	3.3~5.3	2.5~4.0	3.8~6.4	1.5~3.0	1.5~2.5

资料来源: CNKI、宏源证券

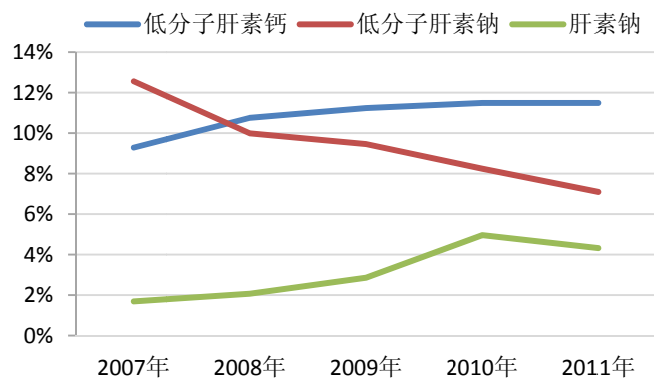
低分子量肝素(LMWH)是采用适当方法将肝素分级或降解得到的具有较低分子量(3000~8000)的肝素组分或片段,上世纪 70 年代末用于临床。与普通肝素比较,低分子量

肝素抗血栓作用强, 抗凝血作用弱于肝素, 且具有皮下注射吸收良好、生物利用度高、体内半衰期长、出血倾向小, 按体重给药, 抗凝效果可以预测等优点, 目前已逐步取代肝素应用于临床。此外, 超低分子肝素目前也处于研究中。

(四) 低分子肝素钙是肝素治疗首选药物

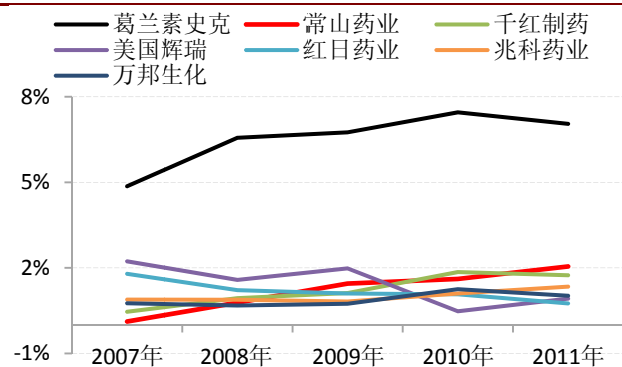
根据南方所数据, 硫酸氯吡格雷、低分子肝素钙、奥扎格雷钠、低分子肝素钠和肝素钠 5 种药物占据国内抗血栓市场 80% 的份额。其中硫酸氯吡格雷的市场份额领先优势明显, 11 年的市场份额为 47.40%。低分子肝素钙的市场份额呈缓慢上升趋势, 由 07 年的 9% 上升到 11 年的 11.5%。其他 3 种药物份额呈下降趋势。增速方面, 虽然肝素钠 4 年复合增长率达 60%, 但增速变动较大, 11 年的增速仅为 5.2%。氯吡格雷和低分子肝素钙的增速相近, 4 年的复合增长率为 34%。奥扎格雷和低分子肝素钠 4 年复合增长率在 10% 左右。

图 6: 肝素系列制剂市场份额变化



资料来源: SFDA 南方所、宏源证券

图 7: 肝素系列制剂厂商医院市场份额变化



资料来源: SFDA 南方所、宏源证券

(五) 出口价格震荡下行, 倒逼行业集中度提升

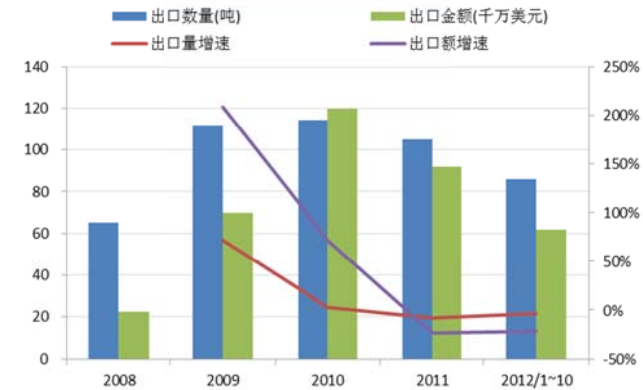
08 年, 美国百特医疗公司所产肝素钠抗凝血剂导致多名患者死亡及大量患者过敏反应, 随后调查发现原料中含有的多硫酸软骨素可能是导致病人死亡的直接原因。受此事件影响, 09 和 10 年我国肝素出口量价齐升, 出现井喷式增长。

图 8: 我国肝素钠出口价格走势(美元/千克)



资料来源: 健康网、宏源证券

图 9: 肝素钠出口量(吨)及出口金额(千万美元)变化



资料来源: 海关总署、宏源证券

过热的市场导致国内外新的竞争者不断进入, 根据医保商会数据, 目前我国有肝素相

关产品出口企业 57 家。受二线出口企业提高产能，扩大出口，龙头企业出口受到一定冲击，出口价格逐步回落。年初，美国 FDA 公布了《肝素钠粗品质量监控的工业指南》，国内有近 30 家企业进入美国进口警示名单。随着标准的提高，行业集中度会进一步提升。目前出口前五家出口企业所占比重已达 80% 左右。长期来看，由于行业主导企业均在扩产，出口价格整体会呈下降趋势。

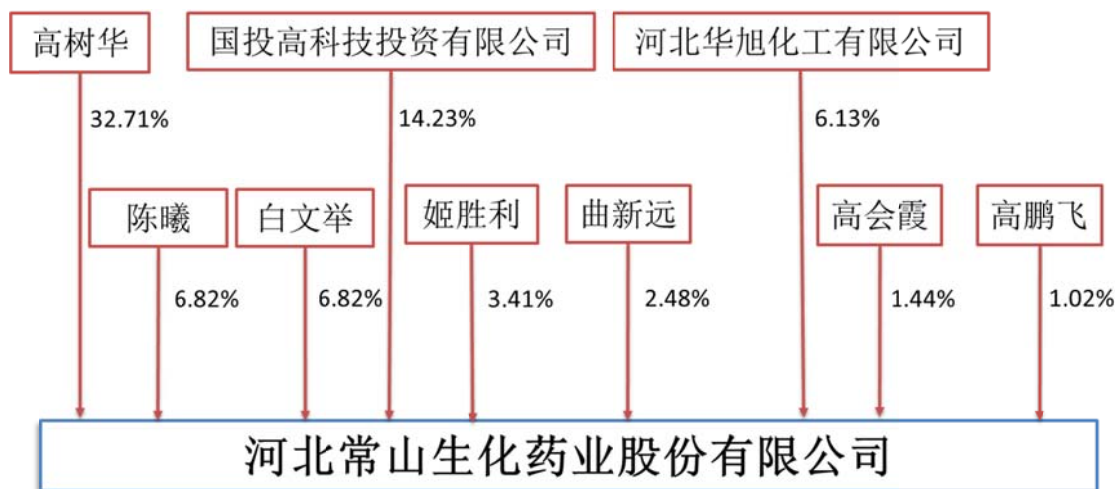
二、公司产业链优势明显

（一）管理层具有丰富的行业经验

高树华是公司第一大股东也是公司实际控制人，第二大股东国投高科是国家开发投资公司专司高科技业务投资与管理的全资子公司，河北华旭主要从事医药中间体研发和生产经营。公司董事长高树华自 1992 年起开始从事肝素产品的研究开发，是行业内的知名专家，目前拥有低分子量肝素钙、依诺肝素钠和达肝素钠三项国家专利。总经理姬胜利自 1992 年开始从事肝素生产工艺的研究，是国内肝素领域权威专家，更是药品生产 GMP 管理方面的专家。

公司现有销售人员 100 人左右，主要负责招标和学术推广。低分子肝素钙制剂目前主要采用代理销售方式。由于目前品种相对单一，随着制剂品种丰富，公司会考虑组建自己的销售团队。

图 10：公司主要股东持股比例



资料来源：wind、宏源证券

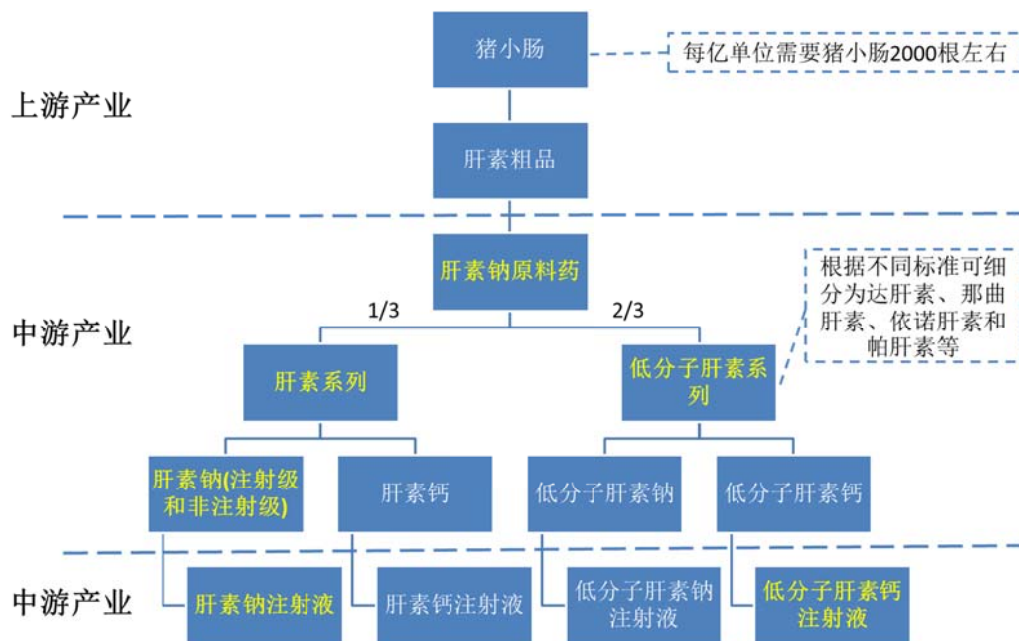
（二）产业链完整，出口依赖度低

常山药业布局产业链的中下游。肝素产业链的上游主要是从猪小肠等提取得到的肝素粗品，中游产业是以肝素粗品为原料生产肝素钠原料药或低分子肝素原料药，下游产业是以中游的产品为原料生产相应的肝素或低分子肝素制剂。

国内多数公司布局产业链中游。国内生产肝素钠原料药的企业有 20 多家，其中前十名占据了出口市场份额的 90%，集中度非常高。常山药业出口金额排名第 7 位，虽然排名不算靠前，但是前 6 位的企业都是以原料药出口为主，出口量占企业总产量的 90% 以上，

而常山药业的出口量只占企业总产量的 60%，且第一采购商为天津生化，出口依赖程度低。

图 11：肝素产业链示意图（黄色示意常山药业所生产品种）



资料来源：宏源证券

表 2：肝素行业主要企业竞争格局

公司	国际认证	主要采购商	09~11 出口排名	产能(亿单位)	制剂
海普瑞	CEP 和 FDA	Sanofi-Aventis 和 APP 等	1-1-1	5, 13 年底扩至 10	与成都德通合资
南京健友	CEP 和 FDA*	Pfizer 和 Sandoz 等	2-2-2	3.5 左右	停产
千红制药	CEP 和 FDA*	Hamburg AG 和 Sandoz 等	3-3-4	2.2, 14 年底扩至 5.5	肝素钠注射液
烟台东诚	CEP 和 FDA*	Welding 和 Sandoz 等	4-4-3	1.2, 计划至 4	低分子制剂申请
常山药业	CEP 和 FDA*	天津生化和 Indukern Group	8-7-7	1.3, 13 年底至 3	低分子肝素钙注射剂

*：正在进行中或仅适用特定供应商

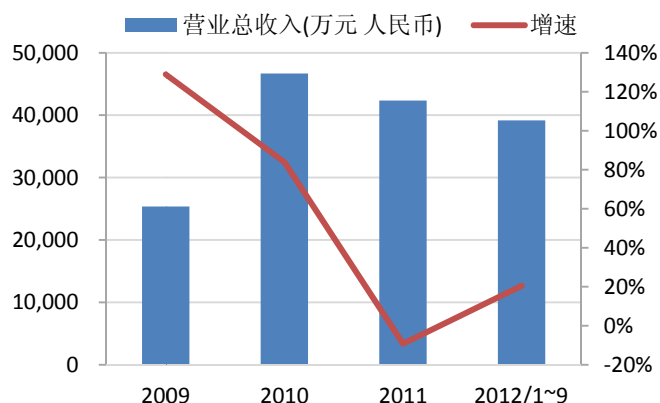
资料来源：公司公告、医药经济报、宏源证券

公司同时生产精制肝素原料药、标准肝素制剂、低分子量肝素制剂等全系列肝素类产品。主导产品为肝素钠原料药（注射级和非注射级）、低分子量肝素钙注射液和肝素钠注射液，其中低分子量肝素钙注射液和肝素钠注射液均被列入《国家医保目录》乙类和甲类，肝素钠注射液被列入国家基本药物目录。

公司营收企稳回升。受依诺肝素专利到期及肝素行业差能扩充影响，肝素钠 11 年出口价格下降明显，致使公司 11 年收入较 10 年有所下降。12 年，肝素钠出口价格降幅收窄，同时公司低钙放量，使收入增速至底反弹。

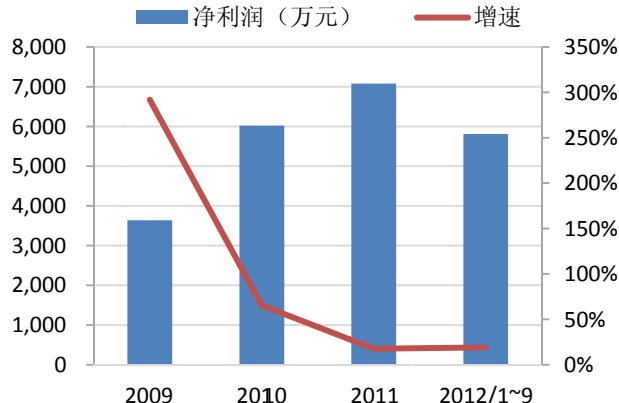
肝素钠原料药（注射级）和低分子肝素钙注射液贡献公司 90%左右的收入，自 08 年以来肝素钠原料药（注射级）占比整体呈下降趋势，12 年中报显示占比已下降至 46%。低分子肝素钙注射液占比不断上升，12 年中报占比已达 48%。主要原因有两方面一是低分子肝素钙的放量和高开政策致使营收大幅增加，同时肝素钠原料药出口价格降幅较大，虽然出口量增加，但营收有一定下降。毛利方面，公司肝素钠原料药的毛利率呈下降趋势，低分子肝素钙和肝素钠注射液毛利率整体呈逐年上升趋势，低分子肝素钙毛利受高开和原料药价格下降影响增速更加明显。

图 12: 营业收入(万元)及增速



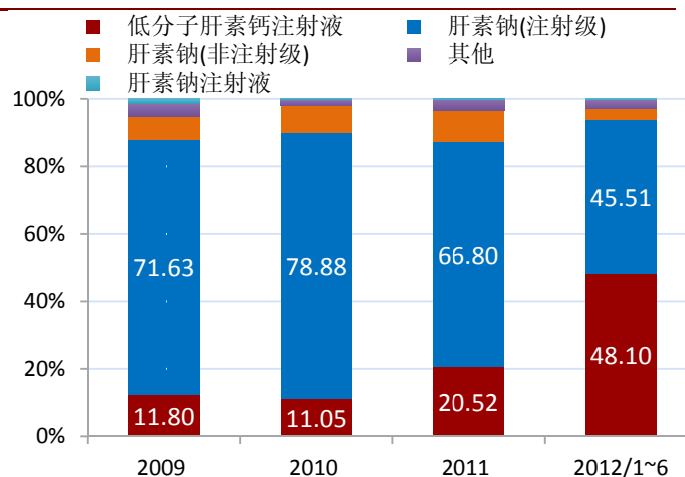
资料来源: wind、宏源证券

图 13: 净利润(万元)及增速



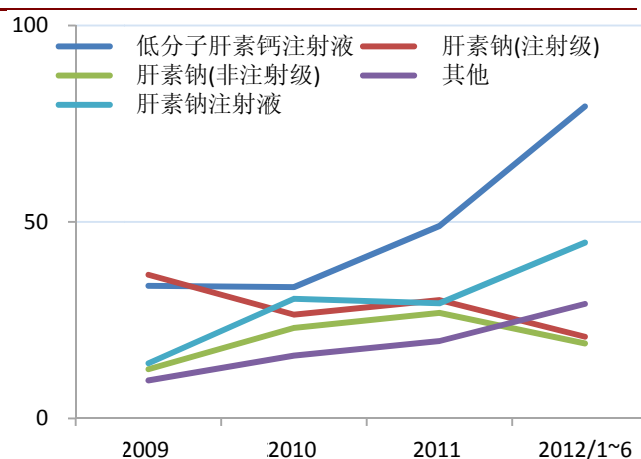
资料来源: wind、宏源证券

图 14: 公司营收构成



资料来源: wind、宏源证券

图 15: 公司产品毛利变化 (%)

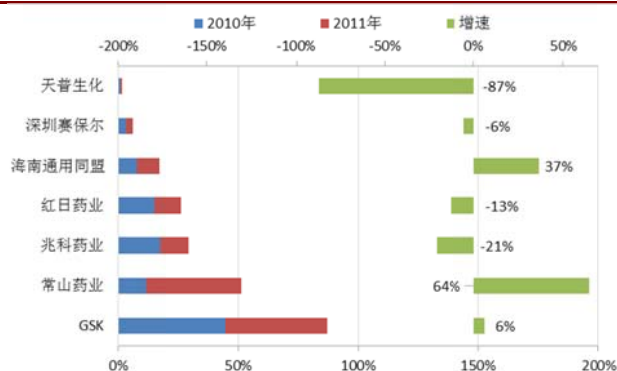


资料来源: wind、宏源证券

(三) 发改委单独定价盈利能力强, 占有率逐年提高

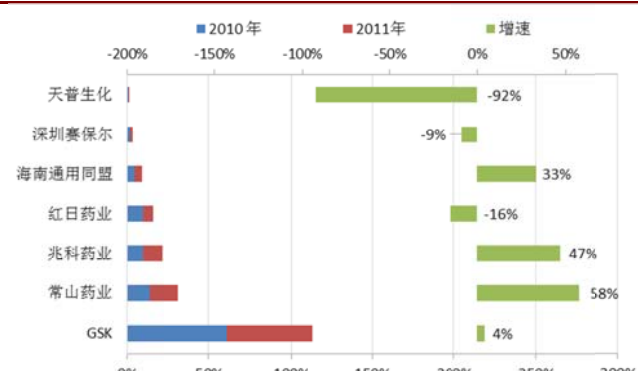
2011 年, 肝素系列产品(肝素钠、低分子肝素钙和低分子肝素钠)占据抗血栓市场 23% 左右的份额。赛诺菲-安万特的低分子肝素钠(商品名: 克赛)和低分子肝素钙(商品名: 苏碧林)的市场占有率分别为 37.6% 和 47.6%, 领先优势明显。

图 16: 10、11 年低钙主要厂家市场占有率变化



资料来源: SFDA 南方所、宏源证券

图 17: 10、11 年低钙主要厂家市场份额变化



资料来源: SFDA 南方所、宏源证券

目前，公司的低分子肝素钙产品市场占有率和市场份额排在第2，由于公司产品质量最高，享受发改委单独定价，因此盈利能力强，市场占有率由10年的11.5%上升到11年的39.7%，市场份额也有13.5%上升到17.7%。公司单支低分子肝素钙的中标价格在52元左右，与葛兰素史克同种规格单支价格56元相差不大，而明显高于同规格其他公司的产品。

（四）低分子肝素原料药和制剂是未来主要看点

低分子肝素钙注射液放量助推短期业绩增长。肝素钠原料药和低分子肝素制剂是公司目前的主要收入来源且制剂收入占比不断提高。未来随着肝素钠原料药行业产能的进一步扩充，下游需求增速有限情况下，供过于求导致价格下行是大概率事件。而公司的低分子肝素钙制剂一方面质优，享受发改委单独定价，同时市场份额不断增加，未来随着产能的扩充和品类完善，制剂业务会成为助推公司业绩发展的主要方面。

低分子肝素原料药为长期发展注入动力。低分子肝素原料药是肝素钠原料药通过化学法或酶法降解得到的低分子量肝素。出口到欧美国家的肝素钠原料药多数被制成低分子肝素制剂，随着肝素钠毛利率的不断降低，未来低分子肝素原料药有可能会经历低分子肝素制剂替代肝素制剂的过程，成为未来出口的主要品种。公司目前拥有3项低分子肝素的制备专利并且已向药监局提交注册审批。低分子肝素原料药产能的扩大及制剂的获批将会成为公司新的增长点。

三、风险因素

肝素钠原料药出口价格波动风险。一方面受金融危机影响，欧美等发达国家对肝素钠原料药的需求有所下降，导致肝素钠原料药出口量下降，另一方面，国内主要肝素企业均有不同程度的扩大产能计划，未来随着产能释放，行业供给会不断增加，整体供过于求的情况下，会促使出口价格下降。

肝素制剂行业竞争风险。目前多数肝素钠企业以出口原料药为主，只有常山药业等少数企业从事下游制剂生产。尽管生产肝素制剂有一定的技术壁垒，但由于该系列产品专利保护性不强，因此未来可能有更多企业从事制剂生产，必然加大行业的竞争性。

四、盈利预测与假设

公司募投项目之一为肝素钠原料药产能扩大到38,500亿单位。募投新产能13年8月份完成后可以逐步释放。目前只能通过启用备用生产线，所以产能提升受到一定限制。销量方面今年预计13000亿左右，考虑到其他企业产能扩大及欧美市场需求增速趋于稳定，预计未来出口价格上升空间有限。另外公司原料药国内业务占比也较大，国内肝素制剂市场扩增会拉升对原料的需求，因此给予公司肝素原料销量20%的增速。

公司募投项目之二为低分子量肝素钙注射液产能由400万支扩大到2,400万支，新增低分子量肝素钙产能2,000公斤。原料药13年8月投产，制剂预计到14年年底。公司11年的产量为630万支左右，今年产量预计达到900万支。15年前募集产能不能投产，期间只能通过技改来增加产能，如更换配液罐、灌装机和冻干机等使得产能提高。

根据以上假设，不考虑肝素钠原料药FDA认证后带来的增量，不考虑低分子肝素钙的原料药未来放量，不考虑常州泰康未来的收入贡献。我们对公司业绩进行了预测，预计

2011-2013 年能实现 EPS0.46、0.53、0.72 元，对应 PE25、22、16 倍。

虽然肝素出口未来面临的压力较大，但由于公司的制剂比例逐步增大，原料药价格下跌及自给，制剂毛利率相对较高，所以公司是肝素行业里受原材料价格波动和出口行情影响最小的一个。我们长期看好公司的发展前景，给予“增持”评级。

表 3：产品收入及成本预测

		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
肝素钠（注射级）	销售收入（万元）	18177	36819	28290	25048	30165	36328
	增长(YOY)	111.56%	102.56%	-23.16%	-11.46%	20.43%	20.43%
	主营业务成本	11531	27097	19772	19840	24132	29426
	增长(YOY)	96.84%	135.00%	-27.03%	0.35%	21.63%	21.94%
	毛利（万元）	6646	9721	8518	5207	6033	6902
	毛利率	36.56%	26.40%	30.11%	20.79%	20.00%	19.00%
肝素钠（非注射级）	销售收入（万元）	1664	3715	3888	2820	3473	4277
	增长(YOY)		123.25%	4.67%	-27.48%	23.16%	23.16%
	主营业务成本	1456	2860	2844	2282	2811	3462
	增长(YOY)		96.48%	-0.54%	-19.76%	23.16%	23.16%
	毛利（万元）	208	855	1044	538	662	816
	毛利率	12.52%	23.01%	26.85%	19.07%	19.07%	19.07%
低分子肝素钙	销售收入（万元）	2995	5161	8693	24708	33540	43602
	增长(YOY)	69.72%	72.35%	68.44%	184.22%	35.75%	30.00%
	主营业务成本	1984	3438	4437	5090	8385	12209
	增长(YOY)	79.01%	73.29%	29.07%	14.72%	64.74%	45.60%
	毛利（万元）	1011	1723	4256	19618	25155	31393
	毛利率	33.76%	33.39%	48.96%	79.40%	75.00%	72.00%
肝素钠注射液	销售收入（万元）	314	77	23	108	154	208
	增长(YOY)	97.52%	-75.44%	-70.71%	376.57%	42.86%	35.00%
	主营业务成本	270	54	16	60	86	116
	增长(YOY)	98.56%	-80.12%	-70.23%	376.57%	42.86%	35.00%
	毛利（万元）	44	24	7	47	68	91
	毛利率	14.03%	30.43%	29.31%	44.00%	44.00%	44.00%
其他	销售收入（万元）	938	882	1430	1788	2324	3138
	增长(YOY)	201.48%	-5.93%	62.08%	25.00%	30.00%	35.00%
	主营业务成本	847	741	1149	1287	1650	2228
	增长(YOY)	192.02%	-12.50%	54.96%	25.00%	30.00%	35.00%
	毛利（万元）	91	141	281	501	674	910
	毛利率	9.68%	15.99%	19.68%	28.00%	29.00%	29.00%
合计	营业收入（主营+其他）	25375	46672	42348	54471	69656	87553
	增长(YOY)		83.93%	-9.26%	28.63%	27.88%	25.69%
	营业成本（主营+其他）	16088	34190	28218	28560	37064	47440
	增长(YOY)	117.63%	112.52%	-17.47%	1.21%	29.78%	27.99%
	毛利	9288	12482	14130	25911	32592	40113
	综合毛利率	36.60%	26.74%	33.37%	47.57%	46.79%	45.82%

资料来源：宏源证券

财务报表预测

利润表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	466.72	423.48	544.72	696.59	875.54
减: 营业成本	341.90	282.18	285.60	370.66	474.37
营业税金及附加	0.68	2.63	2.72	3.13	3.94
营业费用	10.89	10.95	114.39	139.32	175.11
管理费用	32.94	36.40	40.85	65.48	65.67
财务费用	12.14	14.12	-2.87	-1.60	-5.24
资产减值损失	0.73	0.44	0.00	0.00	0.00
营业利润	67.44	76.77	104.03	119.60	161.70
加: 其他非经营损益	2.24	5.84	3.00	3.00	3.00
利润总额	69.68	82.61	107.03	122.60	164.70
减: 所得税	9.49	11.81	16.05	18.39	24.70
净利润	60.19	70.80	90.97	104.21	139.99
减: 少数股东损益	0.00	0.00	5.00	5.00	5.00
归属母公司股东净利润	60.19	70.80	85.97	99.21	134.99
资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	88.35	730.35	626.78	835.35	1002.93
应收和预付款项	80.83	129.19	345.29	121.92	242.24
存货	149.91	172.85	144.48	258.41	112.20
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	49.74	82.32	101.54	112.76	116.48
无形资产和开发支出	57.37	56.06	49.97	43.88	37.79
其他非流动资产	0.13	0.10	0.05	0.00	0.00
资产总计	426.34	1170.87	1268.10	1372.31	1511.63
短期借款	174.28	158.50	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	18.60	8.63	23.39	13.39	12.71
长期借款	0.00	0.00	150.00	160.00	160.00
其他负债	14.08	16.29	16.29	16.29	16.29
负债合计	206.96	183.42	189.68	189.68	189.01
股本	80.85	107.85	107.85	107.85	107.85
资本公积	60.90	731.16	731.16	731.16	731.16
留存收益	77.63	148.43	234.41	333.61	468.61
归属母公司股东权益	219.39	987.45	1073.42	1172.63	1307.62
少数股东权益	0.00	0.00	5.00	10.00	15.00
股东权益合计	219.39	987.45	1078.42	1182.63	1322.62
负债和股东权益合计	426.34	1170.87	1268.10	1372.31	1511.63
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	32.73	23.12	-72.67	216.99	177.16
投资性现金净流量	-37.53	-28.93	-27.45	-22.45	-17.45
筹资性现金净流量	70.50	664.08	-3.45	14.03	7.86
现金流量净额	65.71	658.28	-103.57	208.57	167.58

作者简介:

卫雯清: 宏源证券医药行业分析师，中国科学技术大学生物学硕士。主要研究覆盖公司有红日药业、戴维医疗、康缘药业、中新药业等。

机构销售团队

华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。