

# 在手订单充裕，业务稳步增长

## 增持 首次

### 投资要点:

- 📖 在手订单充裕，13年收入增长50%左右，市场占有率逐年提高
- 📖 临床实验技术服务稳步增长，统计业务和SMO加速
- 📖 短期标和长期发展目标明确，国内CRO行业的整合者

### 报告摘要:

- **在手订单充裕，13年收入增长50%左右，市场占有率逐年提高。**12年年报在手订单3.4亿，今年一季度新增0.9亿元，二季度订单会继续增加。公司作为国内CRO企业龙头，市场占有率逐年提高。由于CRO企业特性决定公司业绩增长和员工人数增长相匹配，因此爆发式增长可能不大，预计13年人员增长30%，收入增长50%，利润增长50%。
- **临床实验技术服务稳步增长，统计业务和SMO加速。**临床实验技术服务、统计业务和SMO是公司收入的主要来源。前两项收入占比80%，利润占比85%。外资药企是公司主要客户，收入占比为80%，主要合作的外国公司包括默沙东在中国50%的业务，阿斯利康在中国50%的业务，公司未来力争发展GSK为公司客户。统计业务由嘉兴数据中心和并购的美斯达承担，前者主要负责数据录入等基础性工作，后者主要提供附加值高的统计工作。由于美斯达在业界口碑好，统计学标准方面有多项创新，订单量继续快速增长。受益于国家07年以来对医院临床实验的规范，SMO的12年收入同比增速为2291%，是12年增速最快的业务，今年上半年继续保持快速增长。
- **国内CRO行业的整合者，给予增持评级。**我们预计公司13-15年EPS分别为0.97、1.34和1.81元，同比分别增长52%、39%和35%，对应PE分别为53、38和28倍，短期估值较贵，鉴于公司的成长空间和发展思路，公司将可能成为国内CRO行业的整合者，外加公司也在积极拓展亚太和全球业务，我们看好公司未来发展，给予增持评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	193.26	254.32	381.47	541.69	747.53
增长率(%)	57.32%	31.59%	50.00%	42.00%	38.00%
归母净利润(百万)	47.79	67.75	103.22	143.19	193.62
增长率(%)	50.72%	41.76%	52.35%	38.72%	35.22%
每股收益	0.45	0.63	0.97	1.34	1.81
市盈率	114.19	80.55	52.87	38.11	28.19

### 医药研究组

#### 分析师:

卫雯清(S1180512080003)

电话: 010-88085985

Email: weiwending@hysec.com

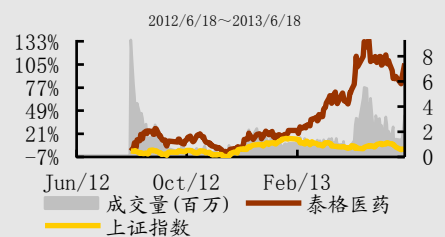
#### 研究助理:

王晓锋

电话: 010-88085990

Email: wangxiaofeng@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

《益佰制药：收购百祥药业，品种进一步丰富》

2013/6/16

《戴维医疗：经营稳健，毛利率持续提升》

2013/6/14

《常山药业：原料药到制剂企业的华丽转身》

2013/6/4

《益佰制药：县级医院增长加速，费用率保持稳定》

2013/5/27

《行业深度报告：医改政策方向决定行业发展》

2013/5/8

《云南白药：大健康战略持续推进》

2013/5/1

## 目录

一、业务顺应国际医药产业格局调整.....	5
1、国际主流药企纷纷与 CRO 合作，降低研发风险.....	5
2、研发格局转移造就国内 CRO 行业的蓬勃发展.....	6
二、主营业务稳步增长，新业务保持高增长。.....	7
三、市场占有率不断提高，成本优势明显.....	8
四、兼并收购和国际化是未来发展趋势.....	9
1、通过在其他国家设立分支机构实现国家化.....	9
2、兼并收购是充实业务链条及国际化的主要方式.....	10
3、拓展亚太进而拓展全球是公司未来主要目标.....	10
五、风险提示.....	10

## 插图

图 1: 跨国药企与国际 CRO 普遍展开合作.....	5
图 2: 公司主营业务收入(百万元)及增速.....	7
图 3: 公司净利润(百万元)及增速.....	7
图 4: 公司收入构成变化.....	8
图 5: 公司利润构成变化.....	8
图 6: 12 年公司主要业务收入(百万元)及增速.....	8
图 7: 12 年公司主要业务利润(百万元)及增速.....	8
图 8: 公司市场占有率情况.....	9
图 9: 公司收入(百万元)及员工情况.....	9
图 10: 国内 CRO 行业主要并购事件.....	10

## 表格

表 1: 97-11 年主要外资制药公司研发成本情况.....	5
表 2: 主要跨国药企在中国的研发和投资情况.....	6
表 3: 国内主要 CRO 企业情况.....	7
表 4: 主要国际 CRO 企业情况.....	10

我们近期调研了泰格医药，主要结论如下：

13 年人员增长 30% 左右，收入增长 50% 左右。近年来随着外资药企将发展重点放在成本低、空间大的中国市场，对国内 CRO 需求增加，整体行业保持 25% 以上的增长。而公司作为国内 CRO 企业龙头，市场占有率逐年提高，但是由于 CRO 企业特性决定公司业绩增长和员工人数增长相匹配，因此爆发式增长可能不大，公司计划 13 年人员增长 30%，收入增长 50%，利润增长 50%。

主要业务稳步增长，在手订单充裕。公司 12 年年报披露在手订单 3.4 亿，今年一季度新增 0.9 亿元订单，二季度订单会继续增加。其中默沙东 1.7 亿订单去年确认了 2000 万收入，全部收入将与 15 年中旬确认。公司确认订单主要是根据实际工作量来决定，一般前期工作量大收入确认就多，工作量按小时计算。

一季度应收账款增加是由于客户结构变化。一季度应收账款增幅较高的原因是客户结构变化导致公司信用政策变化。一是公司客户结构逐步向以国外和国内外资客户为主的中高端客户转变，而大型客户的付款期普遍延长至 90 天；二是公司先垫付医院管理费后与客户据实结算收入方式的增加也是导致应收款增长的主要原因之一。

主要业务稳步增长，未来市场空间巨大。公司三大业务包括临床实验技术服务业务、统计业务和 SMO 业务。公司**临床试验**主要做 II、III 和 IV 期临床。由于药监局审批较慢，I 期临床公司涉足较少，目前 I 期主要交给湖南湘雅承担，每年利润 100 万左右，未来审批进程可能加快，I 期临床贡献收入也会增加。**统计业务**由嘉兴数据中心和并购的美斯达承担，前者主要负责数据录入等基础性工作，后者主要提供附加值高的统计工作。由于美斯达在业界口碑很好，统计学标准方面有多项创新，订单量继续保持快速增长。**SMO** 的 12 年收入同比增速为 2291%，成为公司 12 年增速最快的业务。SMO 业务的快速增长主要受益于国家 07 年以来对医院临床实验的规范，致使医生的工作量加大，而同时期医生数量没有相应增加，因此催生 SMO 业务的快速增长。

公司市场占有率逐渐提高，竞争优势主要在于成本。目前中国有大概 300 个 CRO 公司，公司市场占有率 11 年为 7.5%，12 年为 9%，预计 13 年达到 10% 以上。经过多年发展，公司整体服务水平明显提高，行业资深度较高。此外，由于临床试验服务更换成本较高，客户临床试验中一般不会换 CRO 公司，更注重合作之前的考核。在费用方面，公司和国外制药公司的协议一般采用大包制，优于国际主流 CRO 企业的 1000 个小时之外单独收费，因此，总体比国外公司的费用低 1/3 左右，这也是公司在接单的优势之一。

外资药企是公司主要客户。外资药企业业务收入占比为 80%，主要合作的外国公司包括默沙东在中国 50% 的业务，阿斯利康在中国 50% 的业务，公司未来力争发展 GSK 为公司客户。目前公司国内客户订单较少，主要原因有两方面，一是国内多是仿制药，仿制药研发只需要做生物等效性试验，不需要临床试验，一般多数企业可以自行完成。此外，国内药企的价格敏感性较高，对外包服务的价格承受度相对较低。目前国内主要客户包括先声药业、深圳微星和北京生物所等创新药公司。

收购和国际化是公司未来主要发展战略。CRO 行业整合是大势所趋，公司未来会考虑收购，但鉴于 CRO 行业特点，被收购公司的管理层要对泰格的企业文化认同度高，后续工作才会顺利开展。公司计划在 3 年内将业务拓展到亚太地区，5 年内拓展到全球。远期目标将在嘉兴的建成 1000 人以上的数据中心，和印度相当。

公司毛利率变化的主要原因是：1、子公司美斯达毛利高达 60% 以上，收入增加占比

逐渐提高。2、公司业务增多后效率提高。3、一般来说临床实验技术服务中 40%左右的费用是过手费（给医院费用）。默沙东 1.7 亿订单中有 1 亿元给医院的过手费（毛利 10%），拉低了整体毛利率水平。

盈利预测。公司业务顺应国际医药产业格局调整趋势，整个行业处于快速上升期。我们预计公司 13-15 年 EPS 分别为 0.97、1.34 和 1.81 元，同比分别增长 52%、39%和 35%，对应 PE 分别为 53、38 和 28 倍，短期估值较贵，鉴于公司的成长空间和发展思路，公司将可能成为国内 CRO 行业的整合者，外加公司也在积极拓展亚太和全球业务，我们看好公司未来发展，给予增持评级。

## 一、业务顺应国际医药产业格局调整

### 1、国际主流药企纷纷与 CRO 合作，降低研发风险

研发产出比的下降促使合同研究组织(CRO)的出现。CRO 是通过合同形式为制药企业和研发机构在药物研发过程中提供专业化服务的一种学术性或商业性的科学机构。药物研发具有高风险、高投入和高回报的特点，20 世纪 80 年代，受美国 FDA 对新药研发管理的不断严谨和完善，药物研发的投入产出比不断下降，研发长周期和高费用的特点凸显，为了降低了制药企业的管理和研发费用，专业化和高效率的 CRO 企业应运而生。

表 1: 97-11 年主要外资制药公司研发成本情况

公司	批准新药数量 (97-11)	平均每个新药研发费用	总研发费用 (97-11)
阿斯利康	5	118 亿美元	590 亿美元
葛兰素史克	10	82 亿美元	817 亿美元
赛诺菲	8	79 亿美元	633 亿美元
罗氏	11	78 亿美元	858 亿美元
辉瑞	14	77 亿美元	1082 亿美元
强生	15	59 亿美元	883 亿美元
礼来	11	46 亿美元	503 亿美元
雅培	8	45 亿美元	360 亿美元
默克	16	42 亿美元	674 亿美元
百时美施贵宝	11	42 亿美元	457 亿美元
诺华	21	40 亿美元	836 亿美元
安进	9	37 亿美元	332 亿美元

资料来源：宏源证券

跨国药企已经普遍与一家或多家 CRO 合作，转嫁研发成本和风险。跨国药品研发费用普遍较高，以辉瑞为例，97 年到 11 年投入研发 1000 多亿美元，产出 14 个新药，平均单个新药的研发费用大 77 亿美元。近年来随着新药研发难度越来越的，同时受监管更加严格影响，新药上市后的退市风险加大。国际主流制药企业为了缩短研发周期，提升竞争力，纷纷与 1 家或多家 CRO 公司合作，转嫁研发成本和风险。

图 1: 跨国药企与国际 CRO 普遍展开合作



资料来源：宏源证券



## 2、研发格局转移造就国内 CRO 行业的蓬勃发展

医药产业链转移和庞大的市场催生外企加大对中国的研发投资。随着全球医药产业链条向新兴市场转移，跨国大医药公司纷纷将研发东移至人才充足、成本较低、资源丰富的中国市场。外企纷纷在中国成立研发中心并加大对中国的研发投资。此外，随着中国政府加大对医保支付以及中国人口老龄化的加快，未来国内医药市场规模也是外企比较看中的，因此通过设立合资公司或者涉足品牌仿制药领域等方式加大对中国的投资。

**表 2: 主要跨国药企在中国的研发和投资情况**

排名	公司	中国研发中心	投资金额	投资方向
1	默克公司(MRK)	北京(11年9月), 全球第4个, 亚洲唯一	5年15亿美元	疫苗, 糖尿病和合资企业
2	诺华制药	上海(06年11月), 全球第3大的研发中心	5年12.5亿美元	研发和原料药
3	罗氏	上海(04年2月), 第5大全球性研发中心	4.1亿美元	研发和诊断
4	阿斯利康	上海(07年), 全球3个专门研究癌症领域的研发机构之一	2亿美元	品牌仿制药和 CRO 合作
5	辉瑞	上海(05年10月), 辉瑞在亚太地区重要的研发枢纽	1.45亿美元	品牌仿制药和合资公司
6	诺和诺德	北京(12年9月), 海外最大研发中心	1亿美元	糖尿病
7	赛诺菲	上海(10年5月), 亚太研发中心	9000万美元	糖尿病
8	礼来	上海(11年3月), 专注于糖尿病新药研究	8000万美元	糖尿病和品牌仿制药
9	葛兰素史克	上海(07年), 主导全球在神经科学治疗领域的研发	约6300万美元	疫苗和合资公司

资料来源: 宏源证券

国内 CRO 企业国际化程度较低，业务相对单一。CRO 业务一般分为 3 大类，第 1 是临床前研究，包括先导化合物的合成和改造、化合物活性筛选、新化合物建库、临床前药理学研究、毒理学研究、药代学研究(药物吸收、分布、代谢、排泄)、动物模型等。第 2 是临床试验，包括试验设计、研究者和试验单位的选择、监查、稽查、数据管理与分析、临床样品检测等。第 3 是其他服务(主要为新药上市服务)，包括新药上市申报、上市后安全检测、市场推广等。国内目前有大概 300 多家 CRO 企业，但是整体规模和发展水平与国际主流 CRO 企业仍有很大差距。国际主流 CRO 企业在中国的分支机构主要承接全球研究多中心研发业务。类似药明康德和泰格医药等行业领先的 CRO 公司，主要依靠国内人力成本、资源、地缘优势及灵活性，以国内的跨国制药企业为客户，提供本土化的服务，实现差异化的竞争。

表 3: 国内主要 CRO 企业情况

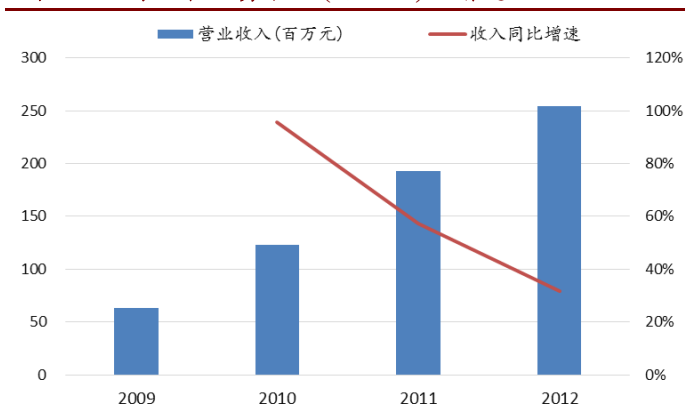
公司	新药发现 (化合物合成、筛选等)	临床前试验 (毒理学、药理学试验等)	临床试验	新药注册等	其他
保诺	★	★			已被 PPD 收购
药明康德	★	★	★	★	美国上市
重庆博腾制药	★				IPO 过会
康龙化成	★	★			
尚华医药	★	★			美国退市
依格斯			★	★	已被 PPD 收购
凯维斯			★	★	已被 ICON 收购
泰格医药			★	★	创业板上市
VPS 万全阳光		★	★	★	香港上市

资料来源: 宏源证券

## 二、主营业务稳步增长，新业务保持高增长。

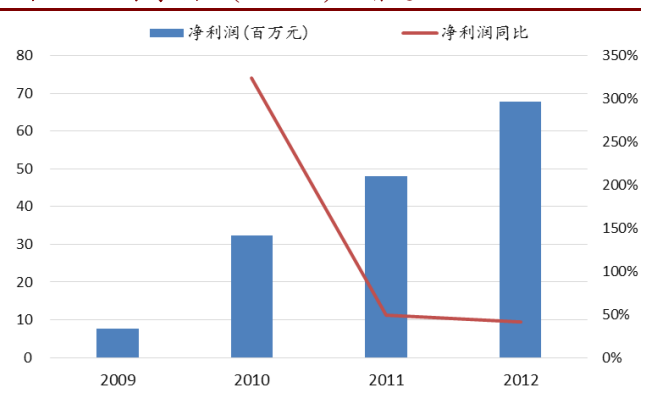
公司收入和净利润保持高增长。公司 12 年实现营业收入 2.54 亿元，同比增长 31.6%。实现净利润 6783 万元，同比增长 41%。收入和净利润的高速增长主要是公司临床试验技术服务、临床试验统计分析服务和注册申报服务三项占比较大业务的收入和净利润均保持了 20% 以上的增速。

图 2: 公司主营业务收入(百万元)及增速



资料来源: 宏源证券

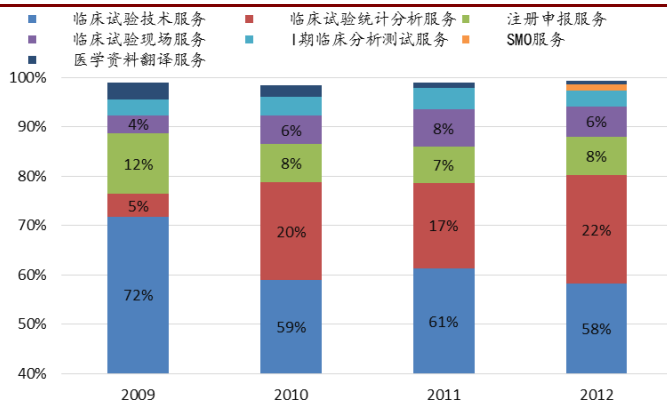
图 3: 公司净利润(百万元)及增速



资料来源: 宏源证券

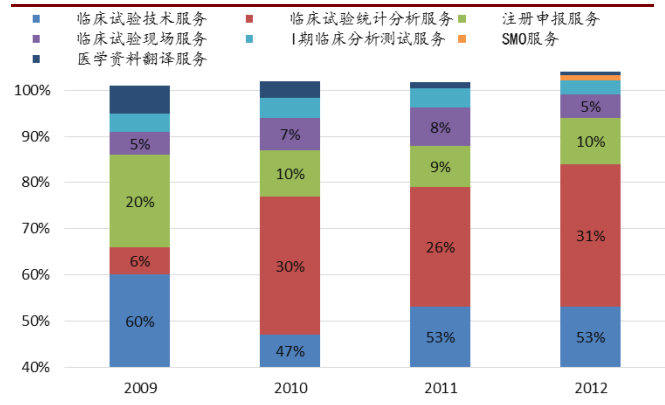
四项主要业务贡献 90% 以上的收入和利润。临床试验技术服务、临床试验统计分析服务、注册申报服务和临床试验现场服务是收入和利润占比最大的四项业务。临床试验技术服务是公司收入和利润最主要来源，占比超过 50%。公司主要服务 II, III 和 IV 期临床，由于国内药监局审批流程过慢，I 期主要由湖南湘雅负责，每年利润在 100 万左右。

图 4: 公司收入构成变化



资料来源: 宏源证券

图 5: 公司利润构成变化

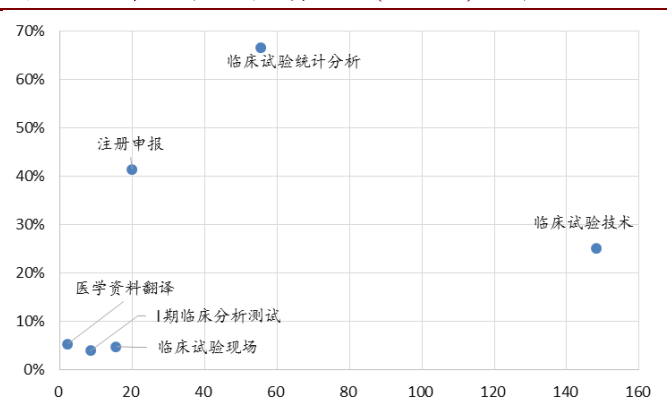


资料来源: 宏源证券

临床试验统计分析服务的收入和利润占比居第二,且呈不断增加趋势。统计业务由并购的美斯达(80人)和嘉兴的数据中心(80人)负责,其中嘉兴主要负责数据录入、清理的基础性工作,美斯达主要是做附加值高的统计工作,统计业务快速增长是由于美斯达在业界口碑很好,创新了一些新的统计学标准,因此订单量较多。其他两项注册申报服务和临床试验现场服务对收入和利润的贡献相近,都在10%以下。

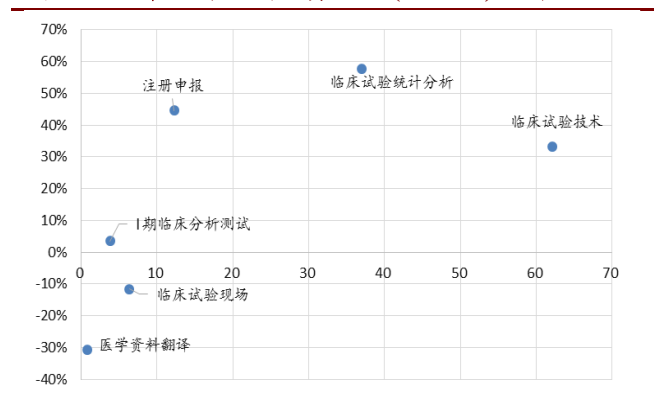
SMO业务成为新的增长点。公司注册申报和统计业务12年收入和净利润增速均超过40%,临床试验技术服务已实现规模效应,利润增速超过收入增速。此外SMO业务成为公司新的增长点。SMO业务11年收入仅有12万元,12年收入已达287万,同比增速为2291%,成为公司12年增速最快的业务。SMO业务的快速增长主要受益于国家07年以来对医院临床实验的规范,致使医生的工作量加大,而同时期医生数量没有相应增加,因此催生SMO业务近几年的快速增长。

图 6: 12年公司主要业务收入(百万元)及增速



资料来源: 宏源证券

图 7: 12年公司主要业务利润(百万元)及增速



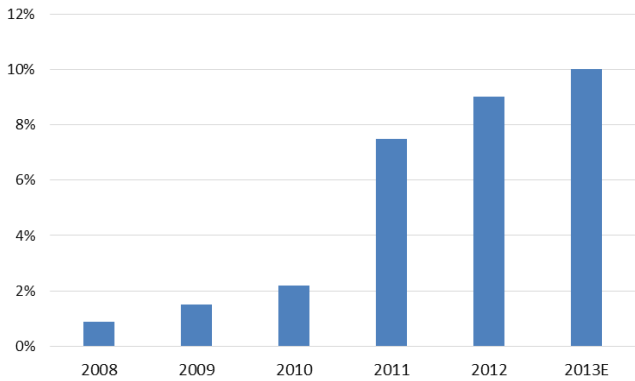
资料来源: 宏源证券

### 三、市场占有率不断提高,成本优势明显

公司市场占有率不断提高,人均收入贡献不断提升。公司08年市场占有率不到1%,11年已经达到7.5%,12年上升到9%,预计13年达到10%以上。公司09年以来收入增速超过30%,员工人数增速与收入增速保持一致。公司人均贡献收入呈不断增加趋势,由09年的26万元提高到12年的37万元,未来依然有较大提高空间。按昆泰12年收入和员工数计算,人均贡献收入为14万美元,折合人民币85万元左右,是公司的2.3倍左右。

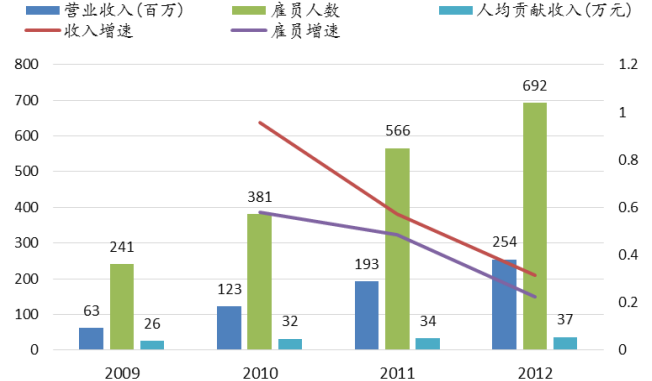


图 8: 公司市场占有率情况



资料来源: 宏源证券

图 9: 公司收入(百万元)及员工情况



资料来源: 宏源证券

服务粘性和成本优势是公司重要竞争优势。经过多年发展,公司整体服务水平明显提高。此外,由于临床试验服务更换成本较高,客户临床试验中一般不会换 CRO 公司,更注重合作之前的考核。在费用方面,公司和国外制药公司的协议一般采用大包制,优于国际主流 CRO 企业的 1000 个小时之外单独收费,因此,总体比国外公司的费用低 1/3 左右。

外资药企是公司主要客户,未来开发空间大。国外医药公司占公司收入占比为 80%,公司的国际多中心临床试验业务占到国外业务的 20%。主要合作的外国公司包括默沙东在中国 50%的业务,阿斯利康在中国 50%的业务,公司下一步准备发展 GSK 为公司客户,此外,随着其他跨国药企在国内业务的深入,也有望开发成为公司客户。目前公司国内客户订单较少,主要原因有两方面,一是国内多是仿制药,仿制药研发只需要做生物等效性试验,不需要临床试验,一般多数企业可以自行完成。此外,国内药企的价格敏感性较高,对外包服务的价格承受度相对较低。目前国内主要客户包括先声药业、深圳微星,北京生物所等创新药公司。

#### 四、兼并收购和国际化是未来发展趋势

根据国际主流 CRO 企业的发展路径,通过在其他国家和地区设立分支机构,延伸业务是实现国际化的重要途径,同时借助兼并收购一方面可以完善企业业务链条,同时也可以实现快速进入新的市场。

##### 1、通过在其他国家设立分支机构实现国家化

国际多中心临床试验催生 CRO 企业的国际化。由于不同人种及不同国家药品上市相关政策不同,新药要在某一国家上市,无论之前在其他国家是否有临床试验,一般都需要再次进行临床试验。跨国药企巨头为了缩短研发时间,提高研发效率同时实现目标市场最大化,一般会采取国际多中心临床试验方法,在多个国家同时进行临床试验,以便药物可以在多个国家同时上市。上述现象也催生了 CRO 公司的国际化,通过在不同国家和地区设立分支机构以承担药企的国际多中心临床试验业务。目前国际主流的 CRO 公司在世界上大部分国家均有分支机构,如昆泰在 100 多个国家雇佣了 27000 多名员工。

表 4: 主要国际 CRO 企业情况

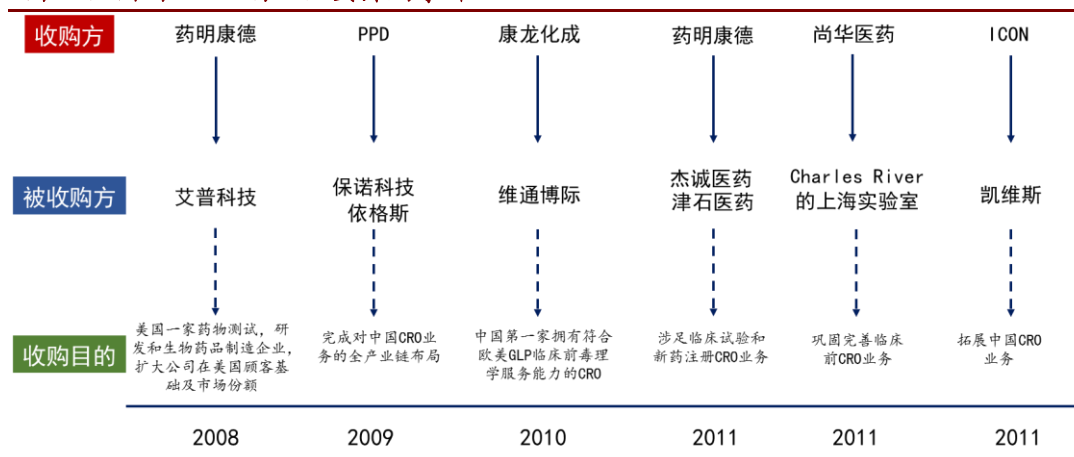
名称	中文名	国家和地区分支 机构数	是否上市	雇员	12 年收入(亿美元)
Quintiles	昆泰	100	上市	27000	37
Covance	科文斯	60	上市	11000	23.66
PPD		48	11 年私有化	12500	
Parexcel	百瑞精鼎	51	上市	12700	13.97
ICON	爱科思	37	上市	9500	15.04

资料来源: 宏源证券

## 2、兼并收购是充实业务链条及国际化的主要方式

兼并收购未来仍是国内 CRO 企业的发展趋势。国内 CRO 企业数量较多，规模都相对较小，业务较为单一，市场集中度不高，行业处于快速上升期。兼并收购是外资 CRO 公司开拓中国业务的重要方式，比如世界第三大 CRO 公司 PPD 通过对保诺和依格斯的收购一方面快速进入中国市场，同时也完成了在国内 CRO 链条的整合，成为全产业链服务的 CRO 公司。同样，药明康德等国内的 CRO 优势企业也采用类似的方式完善业务链条，提升自身竞争力。

图 10: 国内 CRO 行业主要并购事件



资料来源: 宏源证券

## 3、拓展亚太进而拓展全球是公司未来主要目标

短期保持营收稳步增长，长期逐步推进。13 年公司计划人员增长 30% 左右，收入增长 50% 左右。兼并整合是 CRO 行业的发展趋势，公司未来也会考虑收购，但是，鉴于 CRO 行业特点，被收购公司的领导要对泰格的企业文化认同度高，后续工作才会顺利开展。长期来说，公司计划在 3 年内将业务拓展到亚太地区，5 年内拓展到全球。未来将在嘉兴的建成 1000 人以上的数据中心，和印度相当。

## 五、风险提示

人员流动风险。员工是合同研究组织提供服务的根本，也是保证服务质量的重要基础。目前国内多数 CRO 公司规模较小，发展水平不高，导致人员流动较大，如何通过激励机制保证员工稳定，特别是核心人员稳定是公司面临的风险之一。

业务模式风险。CRO 行业的出现本身就是药物研发合作模式创新的结果，未来为了进一步降低研发风险，CRO 企业和制药公司的合作模式会不断创新，合同研究组织作为药物研发业务的服务机构，需要根据药企的要求适时调整自己的盈利模式，以应对未来激烈的市场竞争。

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	193.26	254.32	381.47	541.69	747.53
减: 营业成本	101.10	130.17	194.93	278.97	387.22
营业税金及附加	4.93	7.56	10.30	13.54	17.49
营业费用	5.29	6.42	9.16	11.92	16.45
管理费用	26.34	41.21	57.22	81.25	113.63
财务费用	-0.12	-5.23	-12.10	-13.20	-15.91
资产减值损失	1.53	2.23	1.41	1.41	1.41
加: 投资收益	0.88	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>55.06</b>	<b>71.95</b>	<b>120.55</b>	<b>167.79</b>	<b>227.25</b>
加: 其他非经营损益	1.89	6.74	1.00	1.00	1.00
<b>利润总额</b>	<b>56.95</b>	<b>78.70</b>	<b>121.55</b>	<b>168.79</b>	<b>228.25</b>
减: 所得税	8.85	10.87	18.23	25.32	34.24
<b>净利润</b>	<b>48.10</b>	<b>67.83</b>	<b>103.32</b>	<b>143.47</b>	<b>194.01</b>
减: 少数股东损益	0.31	0.08	0.10	0.29	0.39
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>47.79</b>	<b>67.75</b>	<b>103.22</b>	<b>143.19</b>	<b>193.62</b>
资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	82.37	558.17	606.46	700.16	865.53
应收和预付款项	57.76	93.41	126.46	171.36	206.97
存货	0.10	0.27	0.31	0.33	0.32
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	21.47	50.41	76.29	86.02	83.76
无形资产和开发支出	19.12	20.12	19.14	18.15	17.17
其他非流动资产	1.97	1.26	0.63	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	34.19	29.32	31.64	34.92	38.63
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	2.57	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	<b>36.76</b>	<b>29.32</b>	<b>31.64</b>	<b>34.92</b>	<b>38.63</b>
股本	40.00	53.40	53.40	53.40	53.40
资本公积	25.83	493.60	493.60	493.60	493.60
留存收益	75.33	143.06	246.28	389.47	583.09
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>141.16</b>	<b>690.06</b>	<b>793.28</b>	<b>936.46</b>	<b>1130.09</b>
少数股东权益	4.87	4.26	4.36	4.65	5.04
<b>股东权益合计</b>	<b>146.03</b>	<b>694.32</b>	<b>797.64</b>	<b>941.11</b>	<b>1135.13</b>
负债和股东权益合计	182.79	723.64	829.28	976.03	1173.75
现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	39.18	16.00	64.34	98.15	156.91
投资性现金净流量	4.64	-22.69	-29.15	-19.15	-9.15
筹资性现金净流量	-0.06	482.80	13.10	14.70	17.61
<b>现金流量净额</b>	<b>43.77</b>	<b>476.10</b>	<b>48.30</b>	<b>93.70</b>	<b>165.37</b>

**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**

区域	姓名	电话	手机	邮箱
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	张璐	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		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jjahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		18682185141	zhaoyue@hysec.com
QFII	孙婉莹	0755-82934785	13424300435	sunwanying@hysec.com
	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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。