

由点到面，构筑长期业绩支撑

增持 维持

投资要点：

- 低分子肝素钙预计保持30%以上增长
- 储备品种将陆续上市，构筑长期业绩支撑
- 股价催化因素多

报告摘要：

- **现有品种竞争优势明显，品种和进口替代促进业绩加速。**公司低钙在剂型、规格及竞争格局上具有相对优势，受益于品种和进口的双重替代，外加公司区域和适应症的扩展及低钙进入基药，低钙制剂保持30%以上增长可期。肝素钠原料药国外需求稳步增长，国内产能14年将扩充1倍，国内产能释放情况可能左右原料药出口价格，但公司产业链完整，拥有原料药和制剂上下游产业，且原料药出口占比仅多少多少，外加肝素客户的相对粘性较高，因此价格下行对公司压力不大，预计原料药仍会保持10-15%的稳步增长。
- **其他储备品种将陆续上市，构筑长期业绩支撑。**公司短、中和长期战略清晰，在维持现有业务快速发展的同时，短期来看，随着明年原料药募投项目投产，低分子原料药有望成为新的利润增长点。中期来看，公司西地那非预计14年开始贡献收入，透明质酸业务有望成为新的支柱产业。长期来看，公司布局的糖尿病和抗肿瘤小分子药物研发将进入收获期，将为长期业绩增长提供有力支撑。
- **盈利预测。**低钙放量是公司业绩的主要增长点，原料药出口有望提升公司业绩的弹性空间。低分子肝素品种获得批文、原料出口获得突破及糖尿病药物合作的进展等均是公司股价上涨的催化因素。预计公司13、14、15年每股收益为0.71和0.92元和1.16元，对应市盈率分别为39、30和24倍，维持增持评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	423.48	575.56	753.98	965.10	1211.20
增长率(%)	-9.26%	35.91%	31.00%	28.00%	25.50%
归母净利润(百万)	70.80	99.09	133.34	173.59	217.94
增长率(%)	17.63%	39.96%	34.57%	30.18%	25.55%
每股收益	0.38	0.53	0.71	0.92	1.16
市盈率	74.25	53.05	39.42	30.28	24.12

医药研究组

分析师：

卫雯清(S1180512080003)

电话：010-88085985

Email: weiwenzq@hysec.com

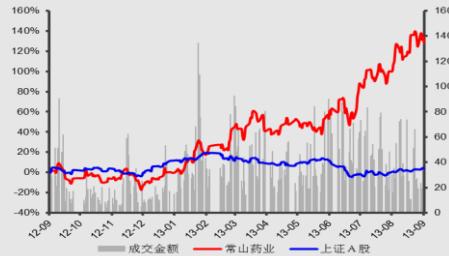
研究助理：

王晓峰

电话：010-88085990

Email: wangxiaofeng@hysec.com

市场表现



相关研究

《莱美药业：特色专科药是业绩主要支撑点》

2013/8/25

《贵州百灵：业绩平稳增长，有待银丹力》

2013/8/24

《昆明制药：年内三七价格下行预期强烈》

2013/8/22

《安科生物：生长激素进入高景气度时期》

2013/8/21

《云南白药：健康产品持续保持高增长》

2013/8/21

《戴维医疗：细分行业龙头，毛利率保持稳定》

2013/8/19

《常山药业：短期费用压力不改长期成长性》

2013/8/19

《戴维医疗：细分行业龙头，毛利率保持稳定》

2013/8/19

目录

一、深耕肝素产业链，高增长可期.....	4
1、完整产业链规避降价风险，独享行业机会.....	5
2、未来原料药价格走势取决于国内产能释放情况.....	5
3、低钙制剂的高速增长有望延续	6
二、储备品种，开发潜力无限.....	7
1、低分子肝素原料药：静待产能释放，明年有望发力	7
2、西地那非：市场空间大，明年有望贡献业绩	8
3、透明质酸：有待开发的新产业	9
4、糖尿病等：着眼长远发展布局	10
三、风险提示	10

插图

图 1: 2013H 公司收入构成(百万元).....	4
图 2: 2013H 公司利润构成(百万元).....	4
图 3: 走势图低钙和普钠原料药收入(百万)及增速	4
图 4: 低钙(万支)和原料药(十亿单位)销量及增速.....	4
图 5: 肝素产业链格局.....	5
图 6: 国内肝素月度出口量(吨)及均价(美元/kg)	6
图 7: 主要肝素原料药企业扩产前后情况(万亿单位)	6
图 8: 辉瑞西地那非收入(百万美元)及增速	8
图 9: 礼来他达拉非收入(百万美元)及增速	8
图 10: 福瑞达透明质酸收入(百万元)及增速	9
图 11: 12 年福瑞达透明质酸收入(百万)及构成	9
图 12: 全球(亿美元)及中国(亿元)糖尿病市场规模.....	10
图 13: 百泌达国内市场情况.....	10

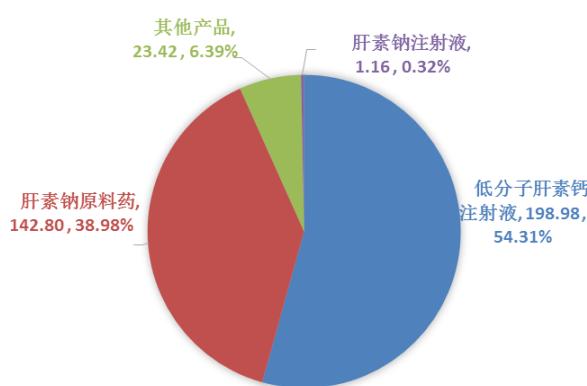
表格

表 1: 低分子肝素制剂品种情况.....	6
表 2: 公司原料药项目的产能情况.....	7
表 3: 全球上市的主要 PDE-5 抑制剂	8
表 4: 主要氨基聚糖种类及用途.....	9

一、深耕肝素产业链，高增长可期

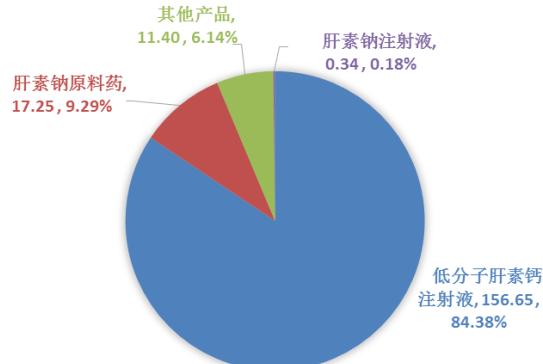
低钙制剂是公司收入和利润主要来源，占比均超过 50%。公司是国内肝素行业 4 家上市公司之一，主要产品是肝素钠原料药(注射级和非注射级)、低分子肝素钙注射液(那曲肝素钙注射液)及肝素钠注射液等。13 年中报显示，公司低钙制剂实现收入 1.99 亿元，占比为 54.31%，肝素钠原料药收入 1.43 亿元，占比 38.98%，两者贡献公司九成以上收入。由于低钙制剂毛利率较高，13 年上半年低钙制剂利润收入达 1.57 亿元，占比由 12 年底的 83% 上升到 84.38%。肝素钠原料药利润占比进一步下降，由 12 年底的 18% 下降到 9.29%。低钙制剂进一步成为公司收入和利润的主要来源。

图 1：2013H 公司收入构成(百万元)



资料来源：公司公告，宏源证券

图 2：2013H 公司利润构成(百万元)

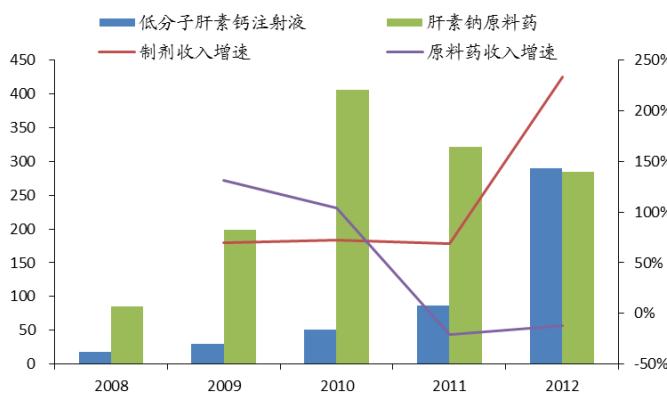


资料来源：公司公告，宏源证券

行业景气度和行业政策造就低钙的高成长。2008 年爆发的“肝素钠”事件促使欧美等肝素主要进口国提高了原料药的进口标准，从而使进入门槛提高，促进了国内肝素钠原料药集中度的提升，常山等国内优质企业受益，公司原料药销量和收入保持快速增长。受 10 年 7 月赛诺菲依诺肝素钠专利到期影响，肝素钠原料药出口价格一路下滑，尽管销量保持稳步增长，但收入增速呈下降甚至负增长。

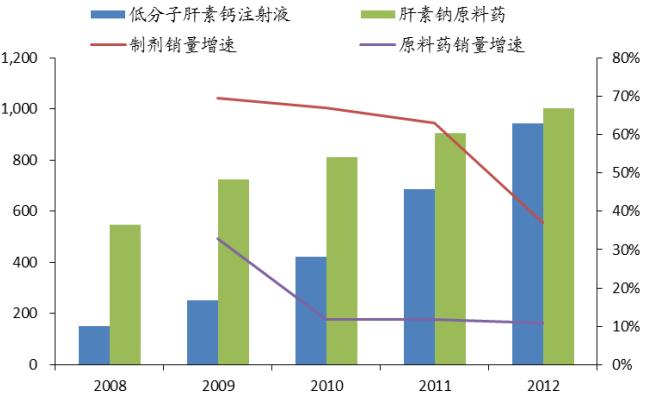
肝素钠原料药价格不断下降使公司低钙制剂毛利率不断提升，同时受益低钙制剂的进口替代，再者受药品流通领域政策影响，公司 12 年初实行“敞开”政策，低钙制剂销量和收入保持高速增长。

图 3：走势图低钙和普钠原料药收入(百万)及增速



资料来源：公司公告，宏源证券

图 4：低钙(万支)和原料药(十亿单位)销量及增速



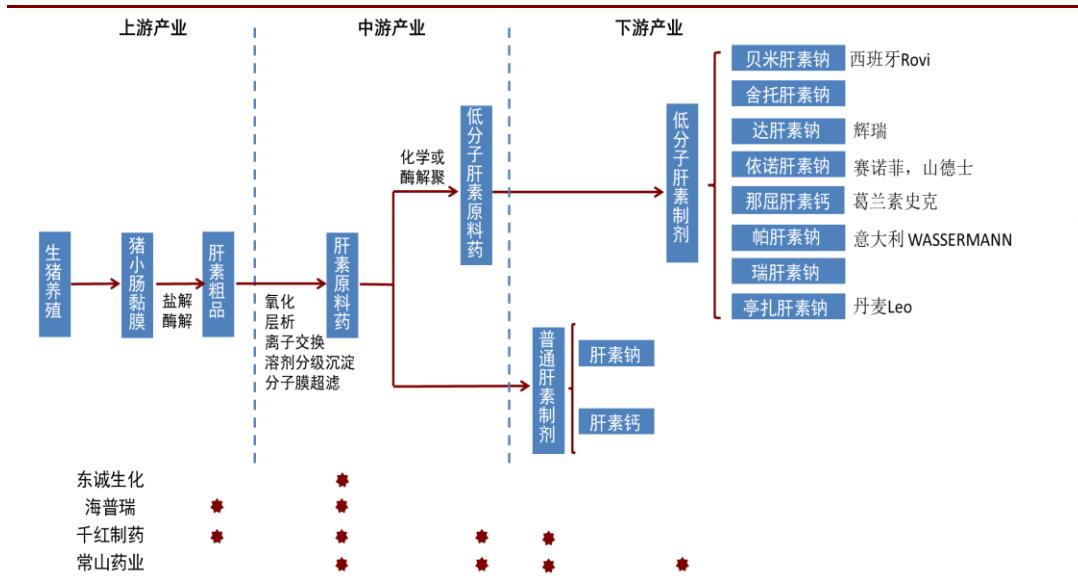
资料来源：公司公告，宏源证券

1、完整产业链规避降价风险，独享行业机会

与肝素行业其他企业相比，公司肝素钠原料药产量和出口量占比不大，但公司是肝素行业链条最完整的企业，产品不仅包括肝素钠原料药及三种主要的低分子肝素原料药，同时也生产肝素钠注射液及低分子肝素钙注射液(那曲肝素钙)。全产业链一方面使公司可以分享09-11年肝素钠原料药出口鼎盛时期的盛宴，同时当肝素钠原料药价格下行时，可以通过制剂毛利率的提升，规避原料药出口风险。

公司肝素制剂包括肝素钠注射液和低分子肝素钙注射液，肝素制剂治疗领域，国外已经实现低分子对常规肝素制剂的替代，国内市场低分子肝素制剂也占据市场主导位置。其中肝素钠注射液国内厂商竞争激烈，而公司所在的低分子肝素钙(钠)注射液领域竞争格局厂家相对较少，同时公司产品享受发改委单独定价，随着肝素钠出口价格下行，制剂的毛利率提升，在品种和进口替代的双重促进下，公司制剂销售量和收入保持高增长。

图 5：肝素产业链格局

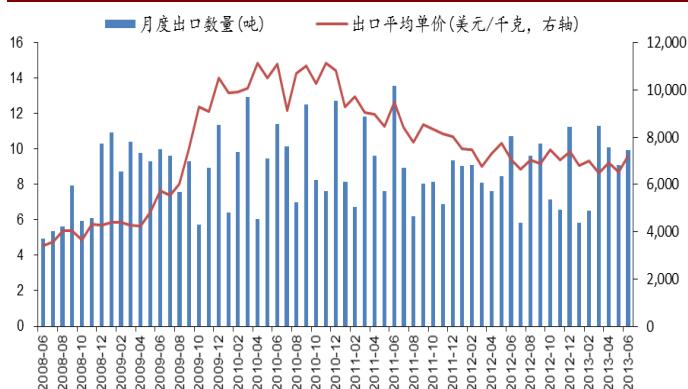


资料来源：宏源证券

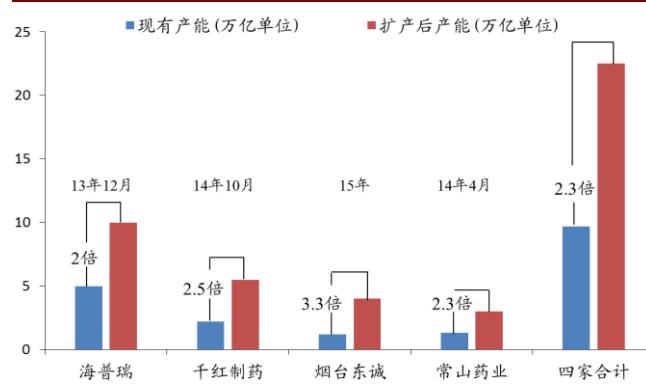
2、未来原料药价格走势取决于国内产能释放情况

肝素钠原料药出口经历09和10年的高点后，11年开始呈下跌走势，下跌的主要原因是赛诺菲依诺肝素专利到期。12年全年整体趋稳，13年上半年平均出口价格略有回升。供给方面，国内肝素产量占全球肝素产量的75%以上，占主导地位，而欧美主要需求端一方面肝素相关专利药到期，另外整体经济复苏缓慢，医保控费也趋紧，因此需求量整体比较平稳，国内外的供需情况形成目前肝素行业整体供需平稳的态势，价格不会出现明显上涨或下跌。

但国内目前已上市的4家肝素原料药企业均有扩产计划，按照规划情况，14年上半年产能将达20亿单位，是现有产能的2倍，此外，非上市的南京健友等也有扩产计划。主要企业的扩产势必造成供给量增加，而需求变动不大的情况下可能导致出口价格下降，因此扩产后产能释放情况可能左右未来肝素钠原料药出口价格。

图 6：国内肝素月度出口量(吨)及均价(美元/kg)


资料来源：统计局，宏源证券

图 7：主要肝素原料药企业扩产前后情况(万亿单位)


资料来源：公司公告，宏源证券

3、低钙制剂的高速增长有望延续

自 2009 年以来，公司低钙制剂销量增速保持在 30%以上，收入增速保持 50%以上。早期的高增速主要是由于基数相对较低，12 年销量增速下降的情况下收入大幅增长的主要原因是实行了高开“政策”。我们预计未来低钙制剂销量有望继续保持 30%以上增长。除了整体人口老龄化的大环境因素及适应症的推广外，还有以下几个方面：

品种替代：低分子肝素对普通肝素及钙盐对钠盐的替代。与常规肝素制剂相比，低分子肝素制剂抗血栓作用强，抗凝血作用，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。而钙盐相对钠盐而言，不会减少局部细胞间毛细血管的钙胶质，也不会改变血管通透，皮下注射不易出现瘀斑和血肿。同时不会引起血钙和血压下降。预计低分子肝素进入基药后会加速对普通肝素的替代。

竞争格局优势：目前中国药典没有低分子肝素制剂相关标准，因此国内的低分子肝素制剂统称低分子肝素钙或低分子肝素钠，未来的重点是建立标准，因此不会再批新的品种。其次，由于 gsk 的低分子肝素钙进入国内较早，一方面使公司产品市场占有率最高，市场份额超过 50%，同时使低钙市场份额整体显著高于低钠市场份额，市场份额比重超过 50%。公司所在的低钙制剂方面只有 gsk 一家外企，同时其他 4 家内资企业整体竞争力较弱。而低钠制剂方面，有 11 家企业，其中包括赛诺菲和辉瑞等，整体竞争较为激烈。公司将独享低钙制剂的进口替代。

剂型优势：为了避免肝素制剂引起的出血等不良反应，肝素制剂一般是按体重给药，采用预充式注射剂的方式可以减少药液残留和污染，确保剂量精准，因此成为低钙制剂的主流剂型。目前公司低钙制剂为预充式注射液，与 gsk 的剂型一致，区别于其他国内厂家，优势明显。同时公司收购常州泰康后，增加 4 个规格的安瓿包装，侧重基层市场，实现高端市场和低端市场的无空隙覆盖，为业绩增长提供双保险。

表 1：低分子肝素制剂品种情况

低分子肝素钙	原料药	商品名	预充式	安瓿	西林瓶
常山药业	有	万脉舒	0.2ml:2050IU, 0.4ml:4100IU	0.4ml:4100 IU, 0.5ml:2500IU, 0.5ml:5000IU, 0.6ml:6150IU	
通用同盟	有	尤尼舒		1ml:5000IU	
赛保尔生物	有	赛博利		0.5ml:5000IU, 1.0ml:5000IU	

红日药业	有	博璞青	0.3ml:3000IU, 0.4ml:4000IU, 0.6ml:6000IU	
兆科药业	有	立迈青	冻干粉末, 2500IU, 5000IU	
葛兰素史克		速碧林	0.4ml:4100IU; 0.6ml:6150IU; 0.8ml:8200IU; 1.0ml:10250IU	
低分子肝素钠	原料药	商品名	预充式	安瓿
九源基因	有	吉派林 亿喏佳	0.3ml:3000IU, 0.5ml:5000IU, 0.4ml:4000IU, 0.6ml:6000IU	0.3ml:3000IU, 0.5ml:5000IU, 2ml:5000IU
华康药业	有	赛络喜平	0.5ml:5000IU	
江山制药	有	海普宁	0.5ml:2500IU, 0.5ml:5000IU, 1ml:5000IU	0.5ml: 5000IU
万邦生化	无	苏可诺		冻干粉, 2500IU, 5000IU
积大制药	无	活多史	0.3ml:3200 IU, 0.4ml:4250IU, 0.6ml:6400IU	
南大药业	有	乐尚	0.5ml:2500IU, 1ml:5000IU	
齐鲁制药	有	齐征		0.2ml:2500IU, 0.4ml:5000IU, 1ml:2500IU, 1ml:5000IU
复旦复华	有			1ml:2500IU
赛诺菲		克赛	0.2ml:2000IU, 0.4ml:4000IU, 0.6ml:6000IU, 0.8ml:8000IU, 1.0ml:10000IU	
辉瑞		法安明	0.2ml:5000IU, 0.2ml:2500 IU, 0.3ml:7500IU	
阿尔法韦士曼		希弗全	0.3ml:3200IU, 0.4ml:4250IU, 0.6ml:6400IU	

资料来源：各公司网站，宏源证券

二、储备品种，开发潜力无限

1、低分子肝素原料药：静待产能释放，明年有望发力

公司上市初募投项目中低分子量肝素原料药项目为年产低分子量肝素钙原料药 2000 公斤，随后公司考虑未来制剂代工和出口等因素，对原料药项目进行了调整，其中依诺肝素钠原料药由 2000 公斤提高到 5000 公斤，达肝素钠和那曲肝素钙由 2000 公斤提高到 3000 公斤。

表 2：公司原料药项目的产能情况

原料药	肝素钠	依诺肝素钠	达肝素钠	那曲肝素钙
募投产能	5 万亿单位	5000 公斤	3000 公斤	3000 公斤
原达产日期	2013 年 8 月 12 日			
延期后日期	2014 年 4 月 30 日			

资料来源：各公司网站，宏源证券

低分子肝素原料药与常规肝素钠原料药相比，需要更高的制备工艺，技术壁垒更高，

因此价格和毛利率方面明显高于常规肝素钠原料药，以公司出口日本的达肝素为例，每公斤价格超过 10 万元，整体毛利率超过 30%。公司低分子肝素制备工艺在国内外处于领先地位，受制于产能限制，整体收入占比较小，随着公司原料药产能释放，常规肝素和低分子肝素原料药的产能瓶颈解除后，在常规肝素保持稳步增长的基础上，毛利更高的低分子肝素原料药有望发力，成为公司业绩新的增长点。

2、西地那非：市场空间大，明年有望贡献业绩

勃起功能障碍(ED)是男性的一种常见病，ED 的原因众多，50% 是器质性因素造成，另外 50% 则是由心理及社会性因素所致。据估计，全世界范围内有超过 1.5 亿 ED 患者。随着全球人口老龄化，ED 患者的数量还将不断增加，2025 年全球 ED 患者可能达到 3 亿。WHO 推荐的 ED 一线治疗方法为口服药物治疗，首选 5 型磷酸二酯酶抑制剂(PDE-5 抑制剂)。目前，全球 PDE-5 抑制剂市场，辉瑞旗下的万艾可(西地那非)、礼来旗下希爱力(他达拉非)以及拜耳旗下艾力达(伐地那非)三分天下并且都已经在国内上市。

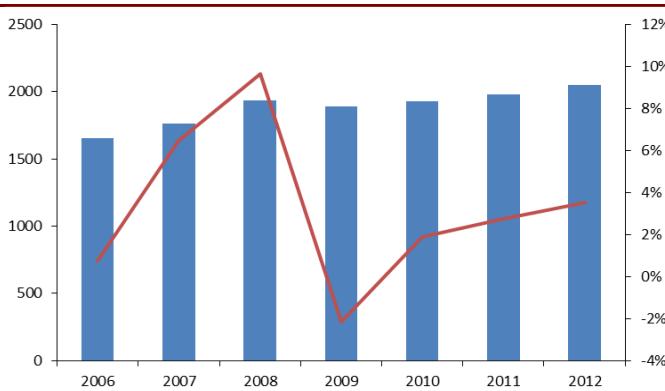
表 3：全球上市的主要 PDE-5 抑制剂

通用名	商品名	原研	起效时间 (min)	作用时 间 (h)	国内	FDA 批准时间	国内申请
西地那非	万艾可(Viagra)	辉瑞	30	4	辉瑞，00 年批准	1998 年 3 月	有(10 家)
伐地那非	艾力达(Levitra)	拜耳(主要是美国以外)	30	5	拜耳，05 年批准	2003 年 8 月	无
他达拉非	希爱力(Cialis)	礼来	15	36	礼来，09 年批准	2003 年 11 月	有(3 家)
伐地那非	Staxyn(崩解片)	葛兰素史克和默克	30	5	无	2010 年 6 月	无
阿伐那非	Stendra	Vivus 公司	15	6	无	2012 年 4 月	无

资料来源：网络公开资料，宏源证券

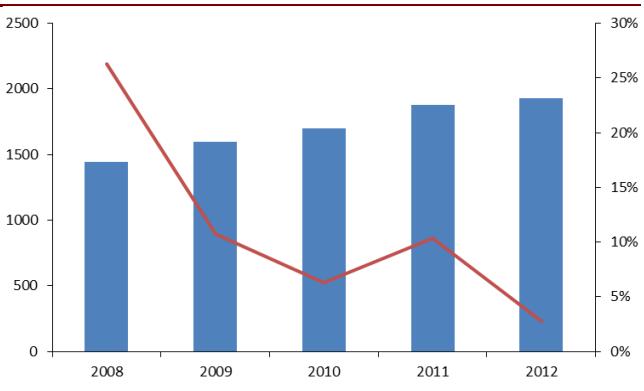
中国 ED 药品市场容量为 80 亿元左右，三个 PDE-5 抑制剂的总销售额在 7 亿元左右，份额仅占 10%，市场空间巨大。辉瑞的万艾可 1998 年率先进入中国市场，独占 ED 市场长达 6 年，积累了充分的市场优势，目前仍是国内细分市场西药类份额最大的领导者，占有超过 60% 的份额。2011 年，万艾可样本医院的销售额达到约 1500 万元人民币，比上年增长 20% 左右。拜耳和礼来的 PDE5 抑制剂后来陆续进入中国市场，目前仍无法撼动万艾可的领先地位。09 年 11 月，礼来的希爱力获准进入我国市场，11 年样本医院希爱力销售额达 1000 多万元人民币，增速超过 20%。艾力达于 05 年 12 月获准进入中国市场，目前整体收入和份额较小，但增速较快，11 年样本医院的销售额同比增长一倍多。

图 8：辉瑞西地那非收入(百万美元)及增速



资料来源：公司公告，宏源证券

图 9：礼来他达拉非收入(百万美元)及增速



资料来源：公司公告，宏源证券

国内西地那非，14年适应症专利到期，17年制备工艺专利到期。公司有1类新药证书，只缺生产批件。制备工艺避开了现有专利，明年适应症专利到期后可以生产销售。

3、透明质酸：有待开发的新产业

透明质酸(HA)是一种黏多糖，属于氨基聚糖。氨基聚糖依组成糖基、连接方式、硫酸化程度及位置的不同可分为六种，即：透明质酸、硫酸软骨素、硫酸皮肤素、硫酸乙酰肝素、肝素、硫酸角质素等。透明质酸主要用于医药、化妆品和保健食品领域应用广泛。在化妆品中，被誉为“天然保湿因子”；在医药方面，除了眼科手术黏弹剂、骨科用注射剂、滴眼液和手术后防黏连剂之外，HA还可用于防皱抗衰老的美容程序、隐形眼镜护理液等；近年来，含有HA的健康食品风靡国内外，口服HA可以起到美容、营养和关节改善等效果。

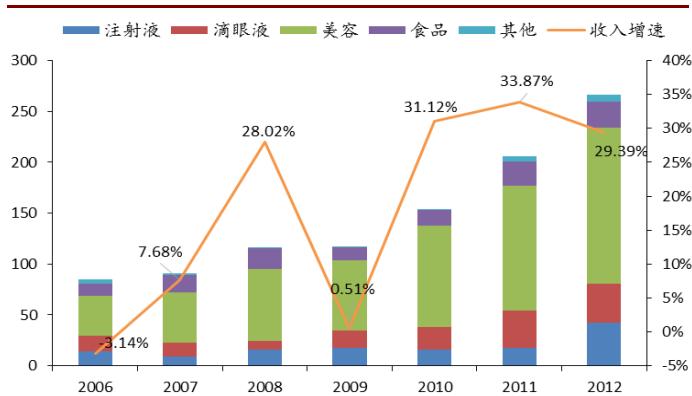
表4：主要氨基聚糖种类及用途

氨基聚糖	二糖单位	来源	用途
肝素	葡萄糖醛酸或艾杜糖醛酸，N-乙酰葡萄糖	从牛肺或猪小肠黏膜提取	药用为主：血栓栓塞性疾病、心肌梗死、心血管手术、心脏导管检查、体外循环、血液透析等
透明质酸	葡萄糖醛酸，N-乙酰葡萄糖	生物提取(鸡冠、牛眼玻璃体)或微生物发酵	药用级：眼部手术的黏弹剂及治疗骨关节炎的注射液，也可作为眼部护理产品的原料(辅料)；美容级：最佳保湿成分，用于进行皱纹的填补，脸部组织的调整 食品级：口服含HA的保健食品可以起到美容、营养和关节改善等
硫酸软骨素	葡萄糖醛酸，N-乙酰半乳糖	猪、牛、鸡、鲨鱼的软骨	药用级：生产治疗骨关节炎、高血脂、动脉硬化、冠心病、心肌缺氧等疾病的药物，还可用于生产滴眼液； 食品级：对骨关节炎、关节痛等疾病有一定保健作用的保健食品

资料来源：网络公开资料，宏源证券

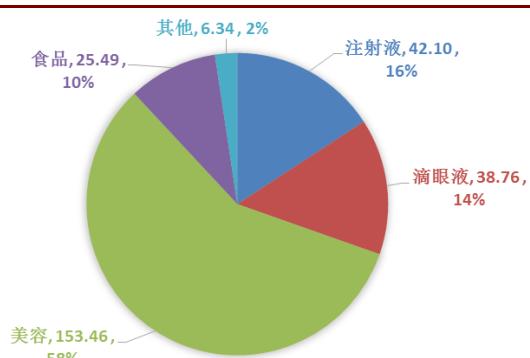
山东福瑞达是国内透明质酸的主要生产商，公司的透明质酸原料主要分为注射液级、滴眼液级、美容级、食品级等，分别用于骨科注射液、滴眼液、眼科手术粘弹剂、注射美容填充产品、手术防粘连产品、护肤品及食品等。其中美容级是公司收入主要来源，占比超过50%，并且保持20%以上增长，其次是药用级的滴眼液和注射液，近五年符合增长率分别为43.92%和28.40%。

图10：福瑞达透明质酸收入(百万元)及增速



资料来源：公司公告，宏源证券

图11：12年福瑞达透明质酸收入(百万)及构成



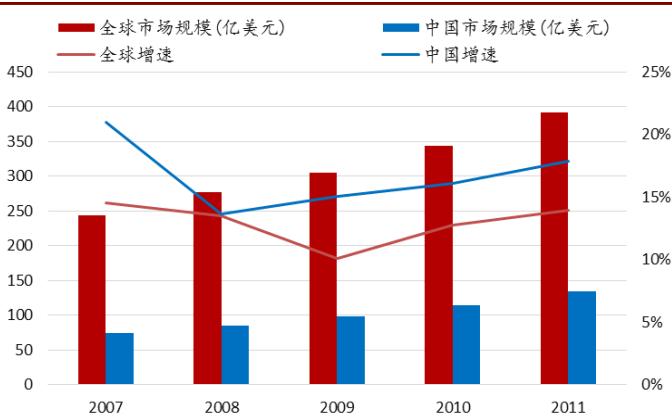
资料来源：公司公告，宏源证券

常山生化目前研发的透明质酸钠已经实现小批量的对外销售，公司准备以医用注射剂为目标，加强研发投入力度，努力使其成为公司另一支柱产品。透明质酸计划产能 20 吨左右，预计 14 年底能够实现规模化销售，先会瞄准市场广阔的化妆品市场，同时申请原料药和制剂批文，进入药用领域。

4、糖尿病等：着眼长远发展布局

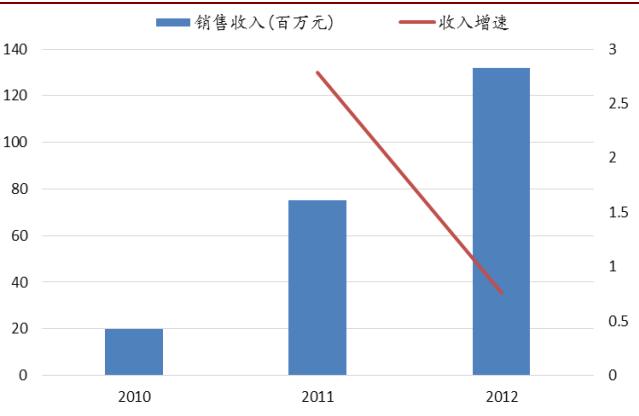
常山药业年内有望启动 CJC-1134-PC 在国内的临床试验。12 年底，子公司常山久康与美国 ConjuChem LLC 公司，共同成立合资公司，着手糖尿病药物艾塞那肽类似物(CJC-1134-PC)的开发。资料显示 CJC-1134-PC 可以延长艾塞那肽的血浆半衰期，从而使药物作用时间延长。药物在体内的半衰期达到 7 天，因此临幊上可以做到患者每周只需注射一次，极好的增加了患者的使用方便并能更稳定的控制血糖。该药品已按照美国 FDA 要求全部完成了临床前研究及生产质控研究，ConjuChem LLC 在美国和加拿大已完成了 3 个 I 期临床研究及 2 个 II 期临床研究，达到预期的结果，目前公司已经申报国内临幊。

图 12：全球(亿美元)及中国(亿元)糖尿病市场规模



资料来源：IMS，南方所，宏源证券

图 13：百泌达国内市场情况



资料来源：IMS，宏源证券

该药物未来市场前景广阔。全球糖尿病市场整体保持 10%以上的增速，我国糖尿病市场增速高于全球，整体在 15%以上。国内糖尿病药物市场，胰岛素制剂占据近 3 成的市场份额， α -糖苷酶抑制剂阿卡波糖占据 2 成以上市场份额。礼来公司作为艾塞那肽原研厂家，艾塞那肽注射液(商品名，百泌达)09 年国内上市，属独家品种，12 年销售额已经过亿元。目前国内有 7 家企业提交了临床申请，5 家企业已获批准。

三、风险提示

药品降价风险：公司低分子肝素钙制剂质量较高，享受发改委单独定价，受医保控费及各地招标政策影响，低分子肝素制剂进入基药，未来招标过程中存在降价的风险。

品种单一风险：公司目前主要制剂是低分子肝素钙，目前虽然增速较快，但是后续的潜力品种仍处于开发培育阶段，目前品种相对单一。

利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	423.48	575.56	753.98	965.10	1211.20
减：营业成本	282.18	291.71	384.53	492.20	615.25
营业税金及附加	2.63	3.06	3.39	3.47	3.62
营业费用	10.95	114.99	146.27	188.19	235.24
管理费用	36.40	54.47	78.41	100.37	120.64
财务费用	14.12	2.97	-2.19	-6.33	-7.05
资产减值损失	0.44	2.27	1.00	1.00	1.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	76.77	106.10	142.56	186.18	237.67
加：其他非经营损益	5.84	5.56	5.00	5.00	5.00
利润总额	82.61	111.66	147.56	191.18	242.67
减：所得税	11.81	12.67	22.13	28.68	36.40
净利润	70.80	98.99	125.43	162.51	206.27
减：少数股东损益	0.00	-0.09	-0.10	-0.10	-0.10
归属母公司股东净利润	70.80	99.09	125.53	162.61	217.94
资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	730.35	528.62	330.04	403.82	437.27
应收和预付款项	129.19	269.00	315.09	367.85	459.02
存货	172.85	308.15	360.60	414.51	503.77
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	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	82.32	214.55	206.91	187.27	176.62
其他非流动资产	56.06	78.70	70.52	62.34	54.16
短期借款	0.10	0.06	0.03	0.00	0.00
应付和预收款项	8.63	32.83	25.13	27.03	30.78
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	16.29	16.06	16.06	16.06	16.06
负债合计	183.42	273.39	41.19	43.09	46.84
股本	107.85	188.42	188.42	188.42	188.42
资本公积	731.16	685.26	685.26	685.26	685.26
留存收益	148.43	225.95	342.37	493.18	684.57
归属母公司股东权益	987.45	1099.63	1216.05	1366.86	1558.26
少数股东权益	0.00	26.05	25.95	25.85	25.75
股东权益合计	987.45	1125.68	1242.00	1392.71	1584.00
负债和股东权益合计	1170.87	1399.07	1283.19	1435.79	1630.84
现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	23.12	-69.66	47.08	83.08	54.71
投资性现金净流量	-28.93	-192.84	-15.75	-5.75	-15.75
筹资性现金净流量	664.08	61.09	-229.91	-3.54	-5.51
现金流量净额	658.28	-201.42	-198.58	73.78	33.45

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医学硕士。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

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李嵒	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
银行/信托		朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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范围包括证券投资咨询业务。