



# 引入战略投资者，品种渠道双扩大

## 买入 上调

目标价格：18.00元

### 投资要点：

- 中成药收入和利润基数低弹性大，化药利润贡献稳定
- 定增引入战略投资者，品种渠道双扩大
- 盈利预测与评级

### 报告摘要：

- 中成药收入和利润基数低弹性大，化药利润贡献稳定。**中成药是公司利润的主要来源，占比70%。其中季德胜蛇药是非物质文化遗产，也是国家绝密品种，连同王氏保赤丸为国家中药保密品种。正柴胡饮颗粒和季德胜蛇药片入选12年版基药目录，正柴胡饮颗粒为新增品种，生产厂家仅2家，存在市场开拓潜力。中药品种均有一定特色和市场空间，但销售总额仅2亿元，主要问题还是在于销售体系，外加销售地区仅限于上海和江苏两地。公司特色原料药主要包括苯巴比妥、保泰松、氟尿嘧啶等产品，其中苯巴比妥为公司独家批量生产，13年由于厂房GMP认证利润出现下滑，预计14年恢复利润贡献1000万元。
- 定增引入战略投资者，品种渠道双扩大。**公司拟以10.06元/股，非公开发行股票数量6958万股，合计募集资金不超过7亿元，引入战略投资者润驰投资。润驰母公司国津集团董事长赵赓销售出身，在华北地区销售具有丰厚的经验，集团在整个华北地区都有布局，对于精华销售地区只集中在上海、江苏来说，营销区域将会大大增加，整个营销格局也将产生变化。润驰投资进入的同时有可能会带入国津的一些品种，对公司一直以来缺乏潜力品种也是一个强有力的补充。
- 盈利预测与评级。**精华制药和国津集团的结合将是公司实现业绩二次腾飞的契机，渠道和产品都有可能通过此次合作实现扩大，我们预计13-15年EPS分别为0.28、0.39和0.55，同比分别增长为12.6%、40%和42%，对应PE分别为50、36和25倍，上调至买入评级。

### 医药生物研究组

#### 分析师：

卫雯清(S1180512080003)

电话：010-88085985

Email: weiwending@hysec.com

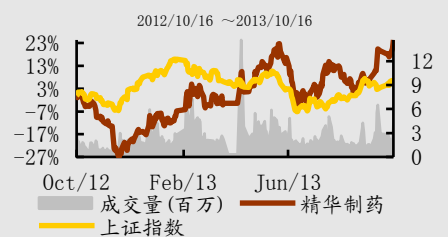
#### 研究助理：

王晓锋

电话：010-88085990

Email: wangxiaofeng@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

《泰格医药：定向增发对核心人员进行激励》

2013/9/18

《医药周报：广东药品交易办法发布》

2013/9/15

《福瑞股份：业绩见底，向医疗服务转型》

2013/9/9

《常山药业：由点到面，构筑长期业绩支撑》

2013/9/8

《医药周报：二胎相关概念股发力》

2013/9/7

《昆明制药：年内三七价格下行预期强烈》

2013/8/22

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	375.50	665.38	870.32	1113.86	1405.09
增长率(%)	36.88	77.20	30.80	27.98	26.15
归母净利润(百万)	48.10	49.22	55.45	77.32	109.61
增长率(%)	12.81	2.33	12.6	40	42
每股收益	0.48	0.25	0.28	0.39	0.55
市盈率	58	56	50	36	25

## 目录

一、一主两翼，拥有特色产品的地方医药企业.....	4
二、中药品种竞争优势明显，弹性空间大.....	5
三、特色原料药市场占有率高，未来看新品种开发.....	7
四、定增引入战略投资者，品种渠道双扩大.....	8
五、分产品预测、盈利预测和评级.....	10

## 插图

图 1: 公司股权结构及主要子公司 .....	4
图 2: 公司收入(百万)及净利润(百万)情况 .....	5
图 3: 主要产品收入(百万)及增速 .....	5
图 4: 公司产品收入占比情况.....	5
图 5: 公司产品利润占比情况.....	5
图 6: 正柴胡和金荞麦收入(百万)及增速 .....	6
图 7: 季德胜和王氏保赤丸收入(百万)及增速 .....	6
图 8: 王氏保赤丸(60 丸×20 支)中标价情况.....	7
图 9: 季德胜蛇药片(0.4g×60 片)中标价情况.....	7
图 10: 大柴胡颗粒(60 丸×20 支)中标价情况.....	7
图 11: 公司三种主要原料药出厂价格(元/千克).....	8
图 12: 公司三种主要原料药销售额(百万)情况.....	8
图 13: 润驰投资股权结构.....	9

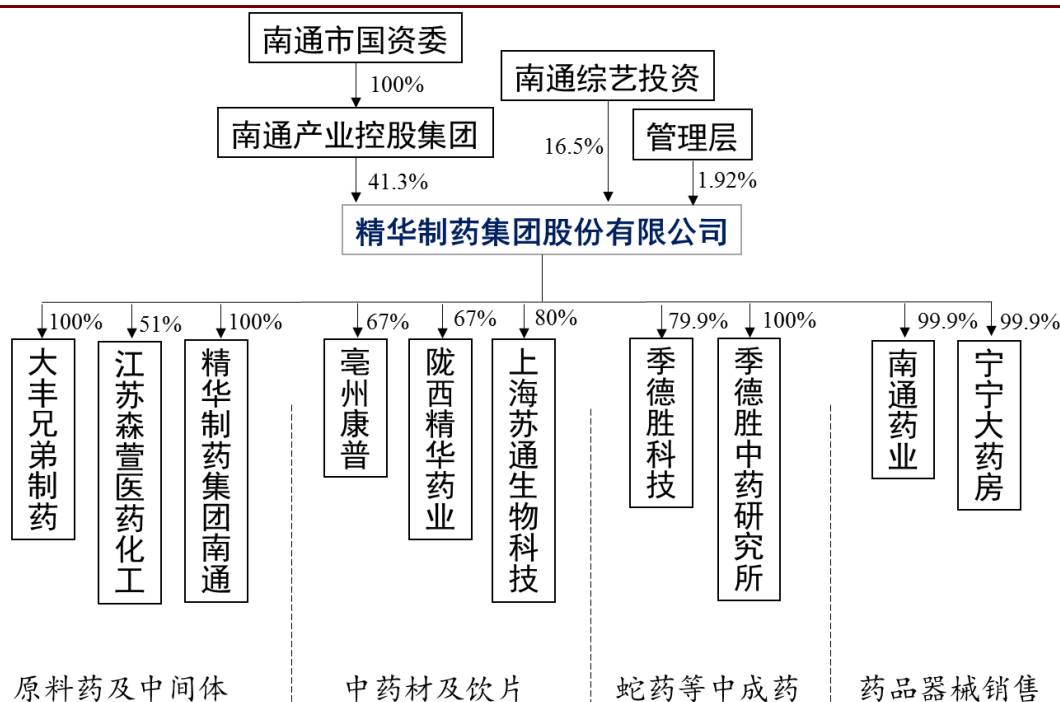
## 表格

表 1: 公司主要中成药情况.....	5
表 2: 国津集团主要投资子公司 .....	9

## 一、一主两翼，拥有特色产品的地方医药企业

公司由原南通制药总厂和原南通中药厂的优质资产组建而成，实际控制人为南通市国资委。主要产品包括中药材及中药饮片、化工医药中间体、化学原料药和中药制剂等。中成药收入占比 30%，利润占比为 70%，其中季德胜蛇药入选非物质文化遗产，被列为国家绝密品种，连同王氏保赤丸同为国家中药保密品种。王氏保赤丸、金荞麦片、固本咳喘片同属国家二级中药保护品种。公司正柴胡饮颗粒和季德胜蛇药片被列入国家基本药物目录，其中正柴胡饮颗粒为新增品种，且生产厂家仅 2 家，存在市场开拓空间。特色原料药主要包括苯巴比妥、保泰松、氟尿嘧啶等产品，其中苯巴比妥为公司独家批量生产。

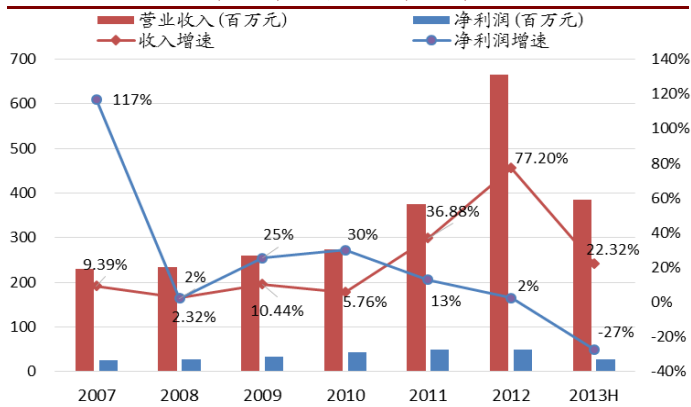
图 1：公司股权结构及主要子公司



**收入增速平稳，净利润增速呈下降趋势。**07 年以来公司增速整体保持平稳，但增速较慢，维持在 10% 以下，11 年和 12 年收入出现高增长是收购亳州康普和江苏森萱并表因素，扣除上述因素后，11 年和 12 年收入增速分别为 5.38% 和 44.07%。传统业务方面，07 年以来，中成药收入整体保持稳步增长，平均增速接近 18%。化学原料药增速较低，平均增速只有 7% 左右，且 10 年以来增速变动较大。

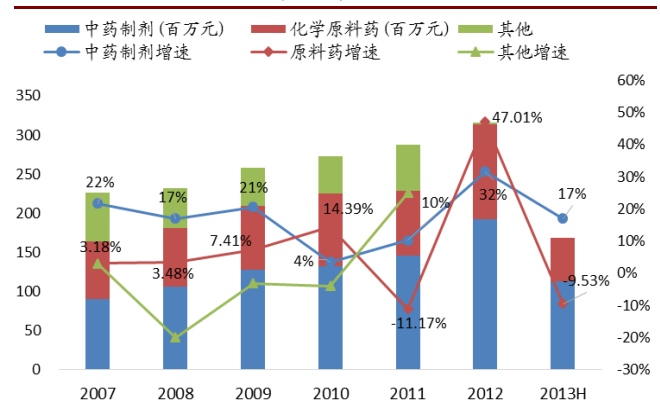
**中成药是公司利润主要来源，化学原料药利润 13 年贡献稳定在 1000 万左右。**11 年以来发展的中药饮片及化工中间体等新业务收入保持高增长，中药材及中药饮片的收入占比自 12 年起已经超过传统业务，化工医药中间体的收入占比也呈不断增加趋势，但由于这两项业务的毛利率普遍偏低，因此新增业务对公司净利润贡献有限，药材和化工中间体收入占比接近 50%，但利润占比只有 20% 左右。虽然中成药收入占比呈不断下降趋势，但近些年利润占比比较稳定，维持在 70% 左右。其中化学原料药每年利润贡献都在 1000 万元左右，而 12 年由于厂房搬迁导致利润出现波动，预计 13 年将恢复到 1000 万的利润贡献。

图 2: 公司收入(百万)及净利润(百万)情况



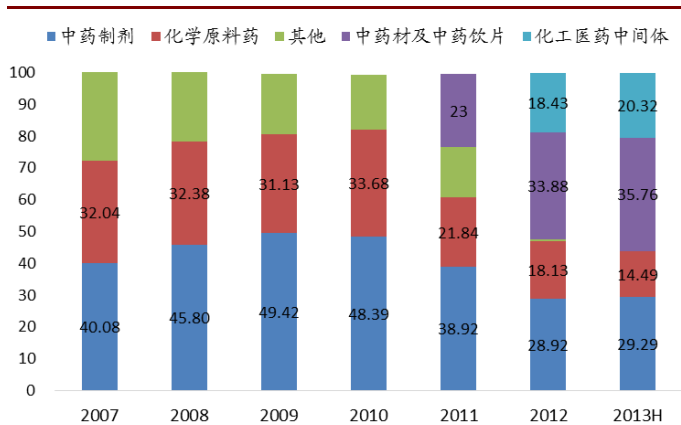
资料来源: 宏源证券, 公司公告

图 3: 主要产品收入(百万)及增速



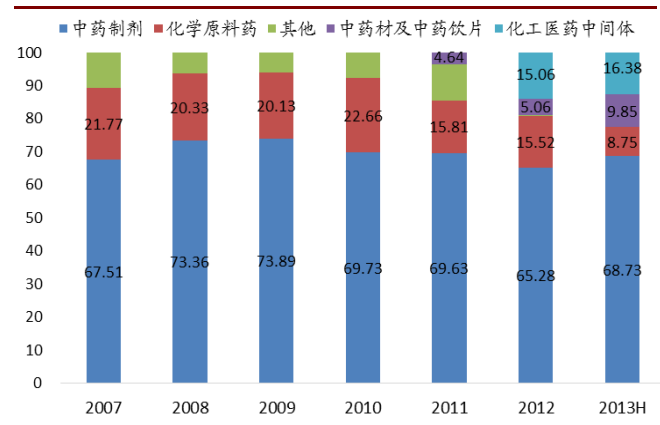
资料来源: 宏源证券, 公司公告

图 4: 公司产品收入占比情况



资料来源: 宏源证券, 公司公告

图 5: 公司产品利润占比情况



资料来源: 宏源证券, 公司公告

## 二、中药品种竞争优势明显, 弹性空间大

公司重点发展的中药品种主要有大柴胡颗粒、王氏保赤丸、金荞麦片、晕可平颗粒、精血补片、蛇莓片等 10 多个, 其中独家品种有 3 个, 国家省市非遗目录产品 2 个, 国家基本药物目录品种 2 个, 其中正柴胡饮颗粒为 12 年基药新增品种。上述中成药品种优势明显, 但目前市场覆盖面有限, 销售主要集中于上海、江苏等地区, 其他省份销售人员较少, 以自然销售为主。

表 1: 公司主要中成药情况

品种	医保和基药	中药保护品种	适应症	日均服价格(元)	竞争格局
大柴胡颗粒	乙类		和解少阳, 内泻热结。主要用于胆囊炎等相关疾病。	52	独家
王氏保赤丸	乙类	保密品种, 国家二级, 省非遗目录	祛滞、健脾、祛痰。用于小儿乳滞痞积、乳食减少以及脾胃虚弱等症。成人肠胃不清、痰食滞者亦有疗效。	0.22~2.6	独家
金荞麦胶囊(片)	乙类	国家二级	清热解毒, 排脓祛痰, 止咳平喘。用于急性肺脓疡、急慢性支气管炎、喘	6	胶囊 2 家, 片剂 3 家

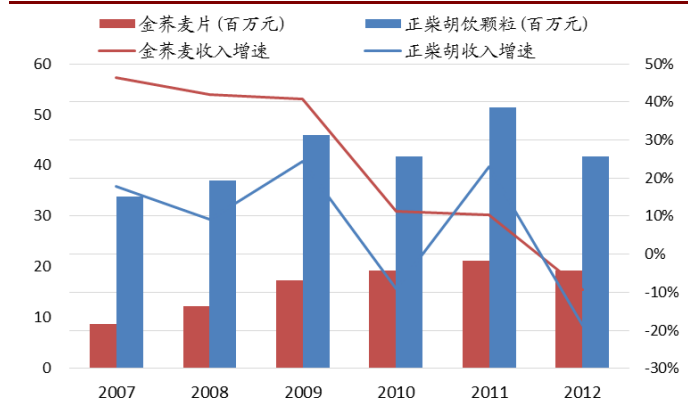
晕可平颗粒	江苏医保		息型慢性气管炎、支气管哮喘及细菌性痢疾。		
			潜阳镇肝。用于内耳眩晕症，头晕，目眩症。	15	颗粒 1 家，糖浆 5 家
季德胜蛇药片	甲类，基药	国家绝密，省非遗目录	具有清热解毒、消肿镇痛功效， <b>主治传统毒蛇、毒虫咬伤</b>	8.5(单次)	独家
正柴胡饮颗粒	甲类，新增基药		表散风寒，解热止痛。适用于 <b>流行性感冒</b> 初起、轻度上呼吸道感染等疾患。	4	胶囊、颗粒和合剂各 2 家

资料来源：宏源证券，CFDA

**正柴胡饮颗粒，新进感冒类基药，放量可期。**正柴胡饮颗粒是由中国中医研究所的科研人员依据明代名医张景岳的解表平散代表方“正柴胡饮”，运用现代科学方法研制而成的专治风寒感冒的特效良药，在使用过程中未发现任何毒副作用。该品种国内只有公司和 中国中医科学院实验药厂 2 家生产，公司产品包括含糖(10g)、低糖(5g)和无糖(3g)三种规格，含糖和无糖属于基药目录品规。以 10g 规格为例，与医科院药厂相比，公司中标均价高 0.5 元，中标省份多 4 个，为 6 个。

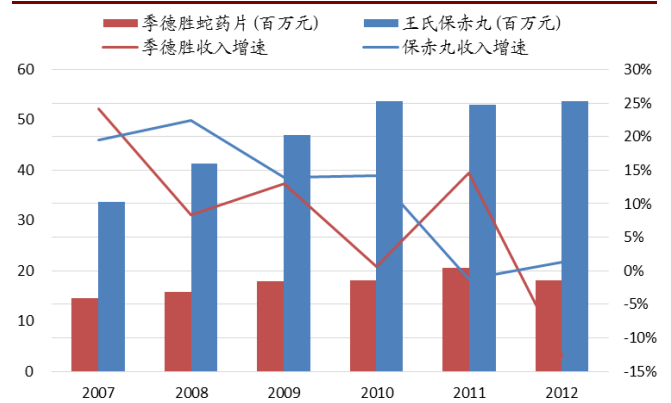
回顾公司正柴胡饮颗粒历年的销售情况，06-12 年的年均销售额只有 4000 万左右，最高年份也仅 5000 万左右，与莲花清瘟胶囊和感冒清热颗粒等主流感冒药每年数亿的销售 额相比，仍有很大差距。该品种新进基药目录后，公司针对性地新建了一个全国招商的机 构进行代理，今年业绩将难有体现，但随着招标和销售的推进，未来放量可期。

图 6：正柴胡和金荞麦收入(百万)及增速



资料来源：宏源证券，公司公告

图 7：季德胜和王氏保赤丸收入(百万)及增速



资料来源：宏源证券，公司公告

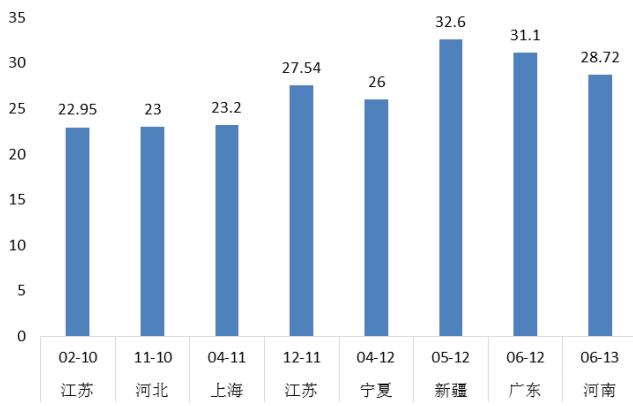
**王氏保赤丸，助消化类儿童药。**王氏保赤丸是根据清代道光年间，通州著名中医王肺 卿祖传秘方，并由其嫡孙北京中医药大学终身教授王绵之先生监制的纯中药制剂，选用地 道名贵中药材，在保持传统制法的基础上，采用现代科学方法精心制造。解放之前产品使 用金箔包裹药丸，后来成本太高换成朱砂，05 年使用氧化铁替换。

王氏保赤丸近五年平均年销售额在 5000 万左右，12 年销售额的 80%主要用于儿童， 竞争品种主要是汉森制药的四磨汤。王氏保赤丸主要销售的瓶颈在于微丸剂型，儿童一 次使用 5 粒，平均一年才使用一盒，年消费金额过低，很难通过医院推广。

**季德胜蛇药片，基药独家，看点主要在于适应症开拓。**季德胜蛇药片是根据著名蛇 医专家季德胜先生所献的六世祖传秘方，精选地道药材生产而成，是基药独家品种，主 要用于毒蛇、毒虫咬伤。虽然产品原材料也具有一定特色，但是由于价格难以以上涨，加上现

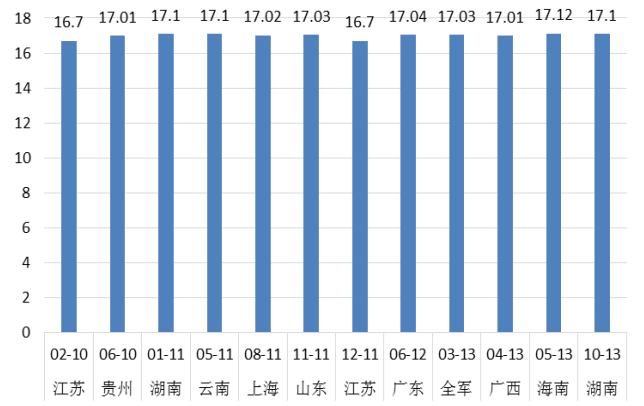
在适用人群越来越少，因此现有的适应症下销量难以增加。由于此产品抗病毒效果好，在南通的医院诊疗带状疱疹效果非常好，因此公司也在进行适用症的拓展，但需要经过临床实验，短期难以贡献业绩。

**图 8: 王氏保赤丸(60 丸 × 20 支)中标价情况**



资料来源: 宏源证券, 各省招标文件

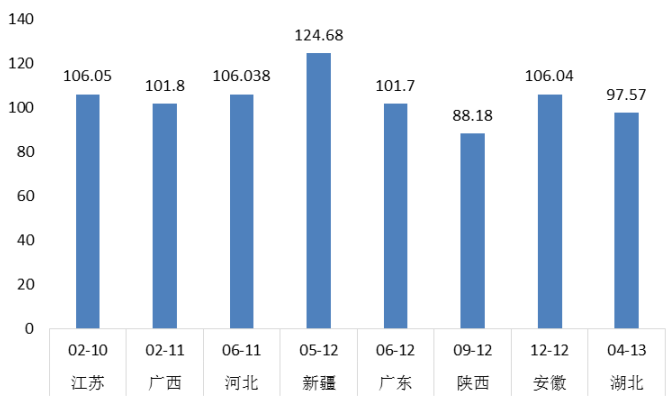
**图 9: 季德胜蛇药片(0.4g × 60 片)中标价情况**



资料来源: 宏源证券, 各省招标文件

**大柴胡颗粒独家产品，经典方剂与现代科技的结合。**大柴胡颗粒是公司根据东汉著名的医药学家张仲景创立的“大柴胡汤”，经过公司科技人员深化研究开发而成，拥有独立知识产权并且独家生产，临床主要用于治疗急、慢性胆囊炎。大柴胡颗粒 1986 年在日本已经上市，目前主要作为非处方药销售，主要用于胆囊炎、胆结石、黄疸、肝功能障碍、高血压、糖尿病、失眠等症。公司也已申请了大柴胡颗粒在脂肪肝、高血压和糖尿病等应用领域的 10 多项专利。

**图 10: 大柴胡颗粒(60 丸 × 20 支)中标价情况**



资料来源: 宏源证券, 各省招标文件

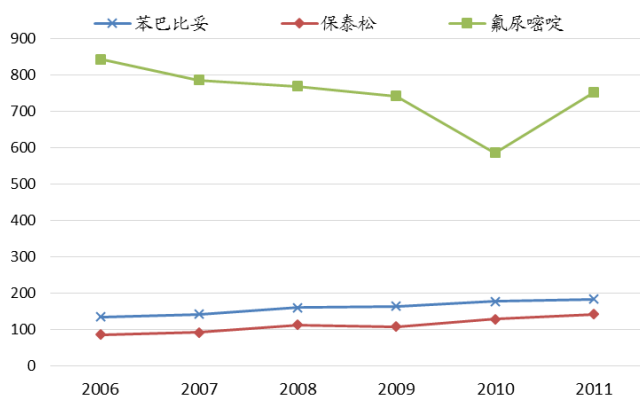
### 三、特色原料药市场占有率高，未来看新品种开发

公司原料药主要包括苯巴比妥、保泰松、氟尿嘧啶等产品，其中苯巴比妥为公司独家批量生产，因此销售额整体占比最大，近 5 年年均销售额在 5000 万左右，3 个品种合计年销售额在 8000 万左右。国内保泰松原料批准企业有 5 家、氟尿嘧啶原料药批准企业 7 家，苯巴比妥原料批准企业 5 家。其中氟尿嘧啶原料药已通过美国 FDA 现场检查，二类精神病药苯巴比妥通过欧洲 COS 和 GMP 认证，国际市场占有率超过 60%，用于治疗类风湿性关节炎、风湿性关节炎和痛风的保泰松，国内市场占有率达到 80% 以上。此外，抗癫痫的扑米酮原料药国内独家生产，产量占世界总需求 50%。

苯巴比妥原料药主要用途是制备对应的片剂和注射剂。苯巴比妥制剂是最早用于临床的抗癫痫药物，具有作用谱广、疗效确切、价格低廉、使用方便的特点，因此 WHO 推荐在发展中国家，特别是经济欠发达的农村地区用苯巴比妥治疗癫痫，国内外受到一些新型抗癫痫药物冲击，已经逐渐退出临床一线用药行列，因此未来对苯巴比妥原料的需求不会显著增加，预计保持平稳增长。保泰松属于非甾体抗炎药，有较强的抗炎作用，主要用于风湿性和类风湿性关节炎，由于副作用较多，现已经较少适用。氟尿嘧啶属于抗代谢抗肿瘤药，氟尿嘧啶及其类似物在肿瘤科应用广泛。

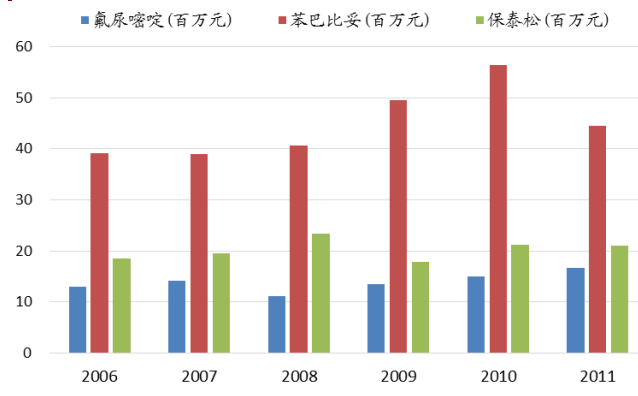
为了促进公司两翼业务发展，公司一方面通过收购森萱化工 51% 股权，进入上游的医药化工中间体领域，由于森萱化工是苯巴比妥原料苯基丙二酸二乙酯的国内独家和全球主要供应商，因此公司通过掌控苯巴比妥上游原料供应和定价权，进而提升公司苯巴比妥产品盈利能力。此外公司收购大丰兄弟制药进入维生素 B1 生产和销售领域。

图 11: 公司三种主要原料药出厂价格(元/千克)



资料来源: 宏源证券, 公司公告

图 12: 公司三种主要原料药销售额(百万)情况



资料来源: 宏源证券, 公司公告

## 四、定增引入战略投资者，品种渠道双扩大

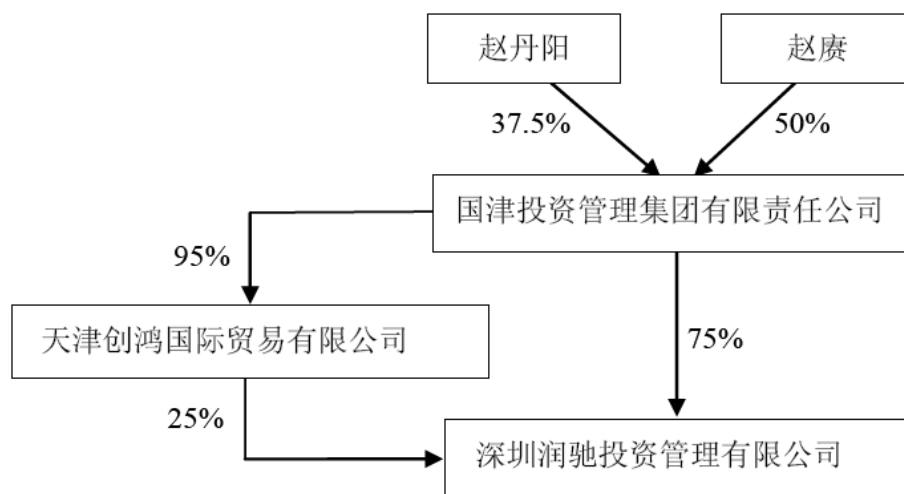
公司公告: 公司拟以 10.06 元/股，非公开发行股票数量 6958 万股，合计募集资金不超过 7 亿元，引入战略投资者，募集资金主要用于两个方向: 其中 3.8 亿用于南通新型化学药制剂产业基地项目建设，3.05 亿用于补充公司流动资金。

其中，润驰投资认购数量为 4970 万股；兆泽商贸认购数量为 994 万股；聚辉投资认购数量为 994 万股。本次非公开发行股票后，直接控股股东南通产控持有本公司股份比例摊薄至 30.64%，润驰投资持有本公司股份比例为 18.44%，成为公司第二大股东；兆泽商贸及聚辉投资持有本公司股份比例均为 3.69%。

润驰投资 75% 的股权由国津集团直接持有，国津集团通过其控股子公司创鸿国际持有润驰投资 25% 的股权，赵赓与其子赵丹阳合计持有国津集团 87.50% 的股权，因此，赵赓为润驰投资的实际控制人。

国津集团与 02 年创建，投资领域涉及生物新药研发、生物制药基地建设、医药产品营销及资源整合等。董事长赵赓先生 1984 年毕业于天津医科大学药学系后留校工作，1992 年离校后任国药天津渤海医药公司总经理，2001 至 2005 任天津市医药公司津顺分公司总经理；2005 年任天津津顺医药有限公司总经理，现任天津津顺医药有限公司总经理、国津投资管理集团有限责任公司董事长、天津国津九智医药科技有限公司董事长。

图 13: 润驰投资股权结构



资料来源：宏源证券，公司公告

集团公司的国津九智医药研究院成立于2010年7月，致力于生物医药的研究、天然药物有效成分和有效部位的研究，分别与中科院天津工业生物技术研究所、中国医药科学院、中国预防医学科学院、军事医学科学院、天津医科大学、中国药科大学、沈阳药科大学、南开大学药学院、天津大学药学院等单位建立了长期战略合作伙伴关系。注册资金8亿元，拟投资35亿元在天津空港经济区建设集生物制剂、口腔喷雾剂、粉针剂、注射剂及滴丸等制剂的研发、生产和销售为一体的生产基地。公司已在天津空港经济区获批土地41.5万平方米，是目前天津医药行业投资最大的项目之一。项目预计生产24个新品种（完成三期临床品种14个），其中国家一类新药5个、三类新药14个、五类新药5个，全部产品中有18个拥有完整知识产权。

董事长赵赓销售出身，在华北地区销售具有丰厚的经验，国津集团在整个华北地区销售都有布局，同时手中也有一些产品的批文。对于精华制药销售地区只集中在上海、江苏来说，营销区域将会大大增加，整个营销格局也会有一定变化。同时国津集团进入的同时有可能会带入一些有实力的品种，这对公司也是一个渠道和品种双扩充的机遇。

表 2: 国津集团主要投资子公司

序号	公司名称	注册资本	法定代表人	经营范围	股权关系	备注
1	天津国津九智医药科技	8亿元	赵丹阳	口腔喷剂、生物制剂、粉针剂、注射剂和滴丸等制剂的研发；医药技术的开发、转	赵赓、赵丹阳父子合计持有46.25%的股权	拟投资建设生物制药产业基地，目前仅取得了天津空港经济开发区的一宗土地，仍处于建设期，尚未开展实质经营活动，预计项目建成投入使用尚需较长时间。
2	天津津顺医药	7,000万元	赵赓	中成药、化学原料药及其制剂、抗生素、生化药品、生	赵赓实际拥有74.28%	

				物制品、诊断药品、第二类精神药品制剂、蛋白同化制剂、肽类激素批发；医疗器械经营（以许可证为准）；	的股权	
3	天津九智医药销售	6,000 万元	赵伟	生物制品；中成药；化学原料药及其制剂；抗生素制剂；生化药品；蛋白同化制剂；肽类激素（许可经营项目的经营期限以许可证为准）；	天津国津九智医药科技 100% 股权	
4	天津国津健康科技发展有限公司	2,000 万元	赵伟	国药科技新技术的开发、转让；健康心理咨询（医疗性咨询除外）；健康活动策划；市场调查咨询服务；会议服务；化学制剂	国津集团持有 65% 的股权	
5	天津安济生物科技有限公司	10,000 万元	赵祎博	生物科技产品的技术开发、技术咨询、技术转让及技术服务（以上经营范围涉及行业许可的凭证许可证件，在有效期内经营，国家有专项规定的按规定办理）	国津集团持有 60% 的股权	研发方向为治疗性单克隆抗体，主要研发产品包括利妥昔单抗、阿达木单抗、贝伐单抗等产品，上述产品的研发尚处于探索性研究阶段，距离申报临床尚需较长时间，五年内不具备产品生产条件。
6	天津冠中医疗器械销售有限公司	1,000 万元	赵祎博	医疗器械(以许可证为准)、仪器仪表、化工原料、化学制剂、以上产品的进出口、批发兼零售、技术开发及相共描术咨询服务(易制毒及佑险化学品除外)	赵赓实际拥有 100% 的股权	该公司未开展实质经营活动。
7	天津亚冠健康管理咨询有限公司	500 万元	韩少芹	健康管理咨询（不得从事诊疗活动、心理咨询）；商务咨询（咨询类项目策划）；从事生物科技领域内的技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务、市场营销策划等	赵赓实际拥有 100% 的股权	

资料来源：宏源证券，公司公告

## 五、分产品预测、盈利预测和评级

精华制药和国津集团的结合将是公司实现业绩二次腾飞的契机，渠道和产品都有可能通过此次合作实现扩大，我们预计 13-15 年 EPS 分别为 0.28、0.39 和 0.55，同比分别增长为 12.6%、40% 和 42%，对应 PE 分别为 50、36 和 25 倍，给予买入评级。

营业收入预测		2011	2012	2013E	2014E	2015E
中药制剂	销售收入(百万元)	146.25	192.46	288.69	418.60	586.04
	增长(YOY)	10.18%	31.60%	50%	45%	40%
	主营业务成本	47.47	68.02	109.00	159.00	223
	增长(YOY)	30.20%	43.29%	60.25%	45.87%	40.25%
	毛利(百万元)	98.78	124.44	179.69	259.60	363.04
	毛利率	67.54%	64.66%	62.24%	62.02%	61.95%
化学原料药	销售收入(百万元)	82.05	120.62	138.71	156.75	173.99
	增长(YOY)	-11.17%	47.01%	15%	13%	11%
	主营业务成本	59.62	91.03	106.00	121	137
	增长(YOY)	-2.41%	52.68%	16.45%	14.15%	13.22%
	毛利(百万元)	22.43	29.59	32.71	35.75	36.99
	毛利率	27.34%	24.53%	23.58%	22.80%	21.26%
中药材及中药饮片	销售收入(百万元)	86.42	225.40	293.02	366.28	450.52
	增长(YOY)		160.82%	30%	25%	23%
	主营业务成本	79.84	215.75	282	354	437
	增长(YOY)		170.23%	30.71%	25.53%	23.45%
	毛利(百万元)	6.58	9.65	11.02	12.28	13.52
	毛利率	7.61%	4.28%	3.76%	3.35%	3.00%
化工医药中间体	销售收入(百万元)		122.63	147.16	169.23	191.23
	增长(YOY)			20%	15%	13%
	主营业务成本		93.93	114	132	151
	增长(YOY)			21.37%	15.79%	14.39%
	毛利(百万元)		28.70	33.16	37.23	40.23
	毛利率		23.40%	22.53%	22.00%	21.04%
其他	销售收入(百万元)	58.91	2.49	2.74	3.01	3.31
	增长(YOY)	24.94%	-95.77%	10%	10%	10%
	主营业务成本	43.25	1.8	2.1	2.3	2.4
	增长(YOY)	21.59%	-95.84%	16.67%	9.52%	4.35%
	毛利(百万元)	15.66	0.69	0.64	0.71	0.91
	毛利率	26.58%	27.71%	23.33%	23.66%	27.58%
		2011	2012	2013E	2014E	2015E
合计	营业收入(主营+其他)	373.63	663.60	870.32	1113.86	1405.09
	增长(YOY)	37.23%	77.61%	31.15%	27.98%	26.15%
	营业成本(主营+其他)	230.18	470.53	613.10	768.30	950.40
	增长(YOY)	72.91%	104.42%	30.30%	25.31%	23.70%
	毛利	143.45	193.07	257.22	345.56	454.69
	增长(YOY)	3.10%	34.59%	33.23%	34.35%	31.58%
	综合毛利率	38.39%	29.09%	29.55%	31.02%	32.36%

利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	274.32	375.50	665.38	870.32	1113.86	1405.09
减: 营业成本	133.39	230.32	470.90	613.14	768.34	950.40
营业税金及附加	2.88	3.30	3.86	5.05	6.46	8.15
营业费用	50.91	57.48	72.64	104.44	144.80	182.66
管理费用	37.15	44.15	71.47	93.49	119.65	150.93
财务费用	0.39	-2.53	-1.69	-3.77	-4.99	-6.64
资产减值损失	0.68	4.29	4.31	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>48.93</b>	<b>38.49</b>	<b>43.89</b>	<b>57.98</b>	<b>79.60</b>	<b>119.59</b>
加: 其他非经营损益	1.26	18.69	28.20	16.15	16.15	16.15
<b>利润总额</b>	<b>50.18</b>	<b>57.18</b>	<b>72.10</b>	<b>74.13</b>	<b>95.76</b>	<b>135.74</b>
减: 所得税	7.54	8.82	12.48	11.12	14.36	20.36
<b>净利润</b>	<b>42.64</b>	<b>48.35</b>	<b>59.62</b>	<b>63.01</b>	<b>81.39</b>	<b>115.38</b>
减: 少数股东损益	0.00	0.25	10.39	7.56	4.07	5.77
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>42.64</b>	<b>48.10</b>	<b>49.22</b>	<b>55.45</b>	<b>77.32</b>	<b>109.61</b>
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	390.78	352.56	175.29	201.65	242.07	347.92
应收和预付款项	60.55	150.75	155.77	169.83	193.03	213.58
存货	50.62	74.36	101.84	51.44	76.62	69.60
其他流动资产	0.00	2.59	0.05	0.05	0.05	0.05
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.17	0.16	0.15	0.12	0.08	0.04
固定资产和在建工程	85.82	155.81	348.34	378.85	391.35	376.86
无形资产和开发支出	9.74	29.09	144.41	133.50	122.60	111.69
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>597.68</b>	<b>765.33</b>	<b>925.85</b>	<b>935.43</b>	<b>1025.79</b>	<b>1119.74</b>
短期借款	0.00	0.00	17.80	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	44.28	102.36	122.62	97.29	120.61	119.54
其他负债	8.95	26.67	70.56	70.56	70.56	70.56
<b>负债合计</b>	<b>53.23</b>	<b>129.03</b>	<b>210.98</b>	<b>167.85</b>	<b>191.17</b>	<b>190.10</b>
股本	80.00	100.00	200.00	200.00	200.00	200.00
资本公积	374.91	354.91	254.91	254.91	254.91	254.91
留存收益	89.53	130.24	169.54	214.69	277.65	366.91
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>544.44</b>	<b>585.14</b>	<b>624.45</b>	<b>669.60</b>	<b>732.56</b>	<b>821.82</b>
少数股东权益	0.01	51.15	90.42	97.98	102.05	107.82
<b>股东权益合计</b>	<b>544.45</b>	<b>636.30</b>	<b>714.87</b>	<b>767.58</b>	<b>834.62</b>	<b>929.64</b>
负债和股东权益合计	597.68	765.33	925.85	935.43	1025.79	1119.74
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	42.22	43.07	80.01	116.97	106.06	155.84
投资性现金净流量	-35.66	-69.48	-212.32	-66.27	-56.27	-36.27
筹资性现金净流量	339.31	-7.80	-35.99	-24.33	-9.37	-13.72
<b>现金流量净额</b>	<b>345.87</b>	<b>-34.21</b>	<b>-168.47</b>	<b>26.37</b>	<b>40.42</b>	<b>105.85</b>

**作者简介:**

**卫雯清:** 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**

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
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@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
机构	上海保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
		赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	北京保险/私募	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	银行/信托	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		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经营范围包括证券投资咨询业务。