

扬帆起航，强势打造丁桂儿科品牌形象

——亚宝药业（600351）深度报告

2014年06月03日

强烈推荐/首次

亚宝药业 | 深度报告

报告摘要：

- **理顺体制，公司决策、管理与经营效率将大幅提升。**2013年2月份董事长任武贤 MBO 后，持有控股股东山西亚宝投资的股权比例由 25% 上升到 55%，成为绝对控股股东。今年五月公司换届选举，任武贤董事长出任总经理，全面掌舵企业发展方向盘，决策、管理与经营效率明显提升。
- **打造丁桂® 中国儿科用药第一品牌形象。**公司将儿科丁桂® 品牌的推广作为公司发展的重中之重，丁桂儿脐贴已经解决了产能瓶颈，目前产能有 1 亿贴手动生产线，新增 2 条 1 亿贴德国进口自动化生产线。按照我们 0-5 岁 9000 万计算，共有 1.8 亿人次发病，假设有 50% 的转化率，每次 3 天 6 贴，仅腹泻市场理论空间 5.4 亿贴，对应市场容量约 25 亿元。我们估算 2013 年公司销售约 1.1 亿贴左右，含税销售 5.15 亿元，所以还有 4 倍的增长空间。
- **公司二线产品仍有亮点。**红花注射液将通过提高行业质量标准提高进入门槛，获得较大市场份额，消肿止痛贴通过营销模式创新加速发展，珍菊降压片和硝苯地平缓释片等将受益于底价药品政策和基药使用比例提高。
- **公司非常重视投资和研发。**投资和研发是公司重要的看点，投资上，年初参股泰亿格电子较有看点；研发上，2013 年医药信息工业中心研发 20 强中排名 15，盐酸美金刚片、鼻咽癌疫苗和归元片等是未来重要看点。
- **公司盈利预测及投资评级。**2012 年 10 月份大股东山西亚宝投资进行了非公开发行，发行股份 5904.8 万股，其中大股东认购 4204.8 万股，认购价格为 6.11 元，持股比例由 16.89% 提高到 21.52%，全体参与增发的股东锁定期 3 年。我们看好新一届领导班子的战斗力，看好丁桂儿脐贴和消肿止痛贴等产品未来的发展空间，看好公司在投资和研发上的实力，预测公司 2014-2015 年 EPS 分别为 0.26 元、0.38 元，对应 PE 分别为 36X、25 倍，首次给予公司“强力推荐”的投资评级。6 个月目标价 12 元。

财务指标预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,266.57	1,624.88	1,960.36	2,514.78	3,068.03
增长率(%)	-23.83%	28.29%	20.65%	28.28%	22.00%
净利润(百万元)	109.87	113.26	182.69	266.40	336.66
增长率(%)	-44.35%	3.09%	61.30%	45.82%	26.38%
净资产收益率(%)	7.02%	7.02%	10.09%	13.33%	15.07%
每股收益(元)	0.17	0.17	0.26	0.38	0.49
PE	55.35	55.35	35.64	24.44	19.34
PB	4.07	3.87	3.59	3.26	2.92

宋凯

010-66554087

songkai@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1489512040001

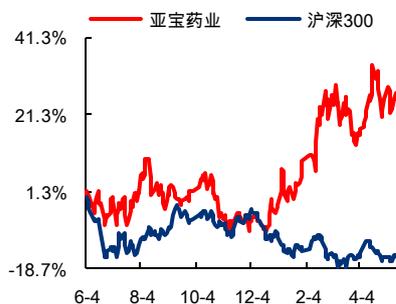
张文录

zhang-wl@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间(元)	8.27-5.99
总市值(亿元)	57.23
流通市值(亿元)	52.35
总股本/流通 A 股(万股)	69200/63295
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.33

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 公司简介.....	3
1.1 公司历史沿革	3
1.2 公司主营业务情况	3
2. 公司主要产品及发展态势	6
2.1 软膏剂（丁桂儿脐贴、消肿止痛贴）	6
2.2 注射剂	8
2.3 片剂	9
3. 公司研发情况.....	9
4. 盈利预测、估值及投资评级	11

表格目录

表 1: 主要治疗小儿腹泻药物对比	7
表 2: 消肿止痛贴同类产品对比	8
表 3: 消肿止痛贴中标区域汇总	8
表 4: 公司主要在研产品列表	10
表 5: 营业收入预测表（万元）	11
表 6: 公司盈利预测表.....	13

插图目录

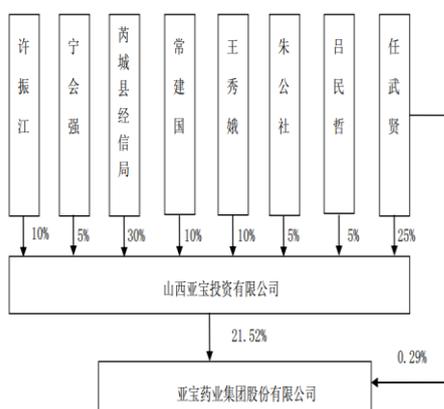
图 1 山西亚宝投资:权益变动前	3
图 2:山西亚宝投资权益变动后	3
图 3:公司主要业务组织架构	4
图 4:2008-2013A 公司医药工业收入情况	4
图 5:2009-2013A 扣除非经常性损益后的净利润情况.....	5
图 6:2009-2013 年各剂型产品营业收入占比情况.....	5
图 7: 2009-2013 年各剂型产品毛利占比情况.....	6
图 8:公司软膏剂 2008-2013A 营业收入情况	6
图 9: 2008-2013 年公司注射剂营业收入情况.....	9
图 10: 2008-2013A 公司片剂营业收入情况	9
图 11:亚宝药业估值变化表	12

1. 公司简介

1.1 公司历史沿革

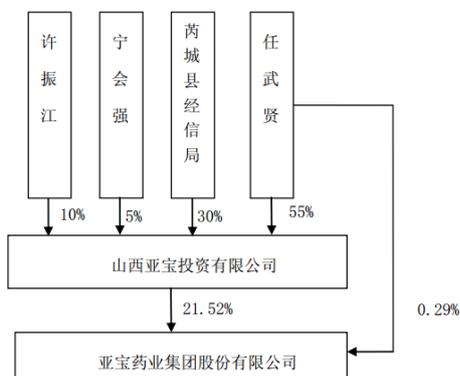
2002年9月，亚宝药业在上交所上市交易，控股股东为山西省芮城制药厂；2005年9月，公司控股股东山西省芮城制药厂整体改制为芮城欣钰盛科技有限公司；2010年3月，芮城欣钰盛科技有限公司名称变更为山西亚宝投资（简称山西亚宝投资）有限公司。改制后山西亚宝投资的股权比例为任武贤等7名自然人及131名委托投资人出资受让山西亚宝投资70%股权，其中任武贤、许振江、常建国、王秀娥、宁会强、朱公社、吕民哲作为受托人行使股东权利，持有山西亚宝投资股权比例分别为25%、10%、10%、10%、5%、5%、5%。2013年2月，常建国、王秀娥、朱公社、吕民哲4人分别与各自委托人解除委托投资关系，常建国、王秀娥、朱公社、吕民哲及其各自委托人共计71人与任武贤签署《委托协议》，将其在亚宝投资的全部投资共计1,951.608万元的出资委托任武贤代为持有并行使股东权利，委托期限为六年，至此，任武贤持有山西亚宝投资55%股权，成为上市公司实际控制人。今年5月，公司第六届董事会第一次会议上换届选举，选举董事长任武贤为公司总经理，标志着任总全面掌舵企业发展方向盘，决策、管理与经营效率明显提升。

图 1 山西亚宝投资:权益变动前



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2:山西亚宝投资权益变动后



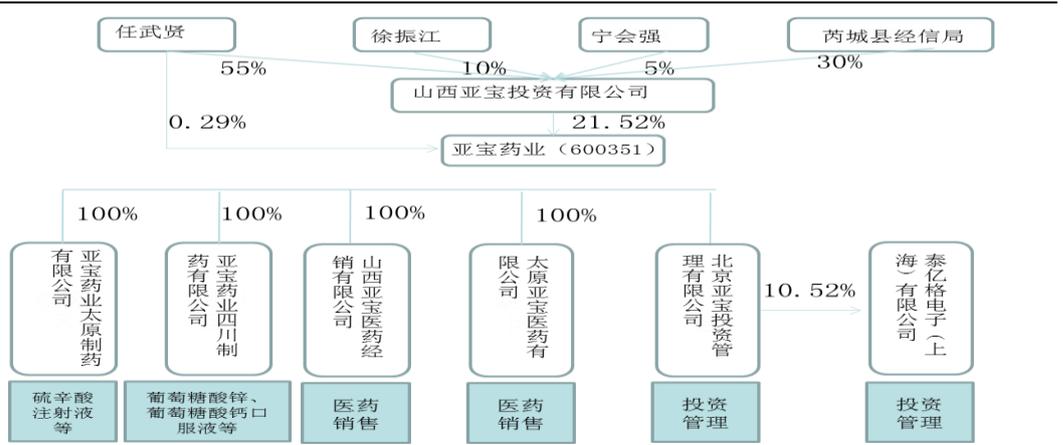
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 公司主营业务情况

集团公司发展目标提出了到2020年新药开发、制造和营销100亿的目标，主要围绕上市公司的丁桂品牌®和慢病管理（如心血管、糖尿病等）用药为主，上市公司目前主要围绕医药和流通两大板块发展。医药方面，公司

启动了丁桂®品牌策划方案，明确公司在中国做儿童药龙头企业战略，丁桂®品牌目标2020年前达到50亿元的目标。

图 3:公司主要业务组织架构

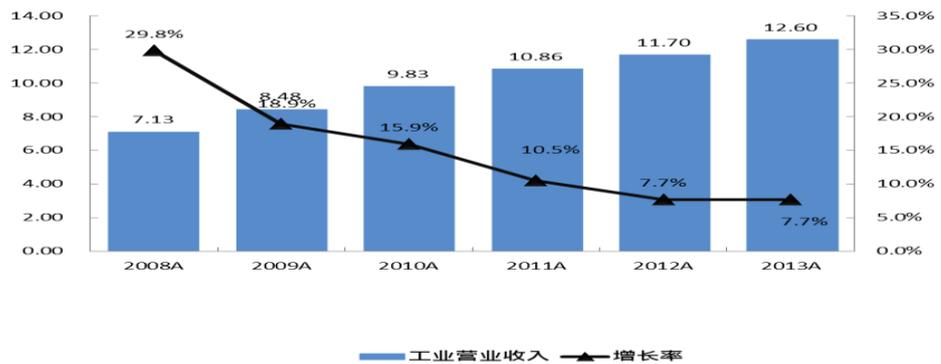


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

目前公司主要品种丁桂儿脐贴、消肿止痛贴、红花注射液、珍菊降压片、硝苯地平缓释片和复方利血平片和曲克芦丁等在母公司进行生产和销售，全资子公司亚宝药业四川制药负责葡萄糖酸锌和葡萄糖酸钙的生产及销售，亚宝药业太原制药负责硫酸注射液的生产，山西亚宝医药经营有限公司负责医药流通业务；北京亚宝投资主要负责对外投资，北京亚宝药物研究院主要承担新药开发等公司。

近几年，由于公司体制、融资能力和产能等问题，发展较为缓慢。软膏剂和片剂占比

图 4:2008-2013A 公司医药工业收入情况

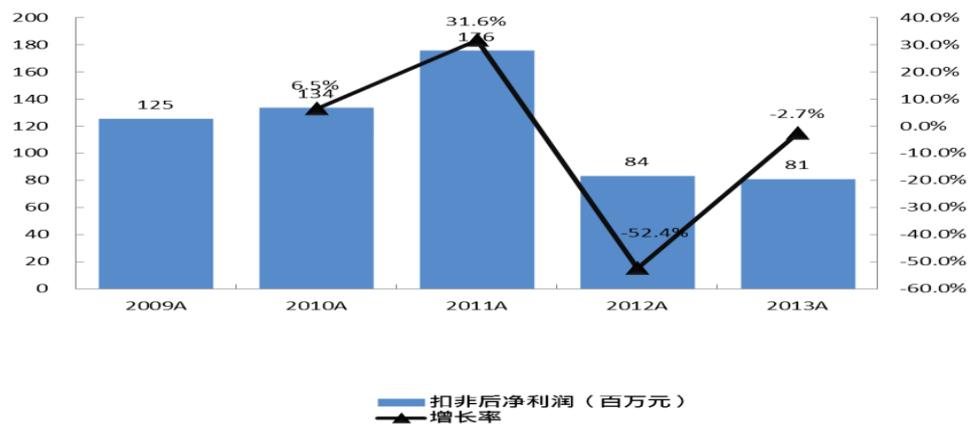


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司 70%以上的工业收入和 80%左右的毛利额, 其中软膏剂 (2013 年之前主要是丁桂儿脐贴, 2014 年新增大潜力品种消肿止痛贴) 公司了近一半的毛利额, 所以三年内软膏剂仍然是公司产品最大的看点。

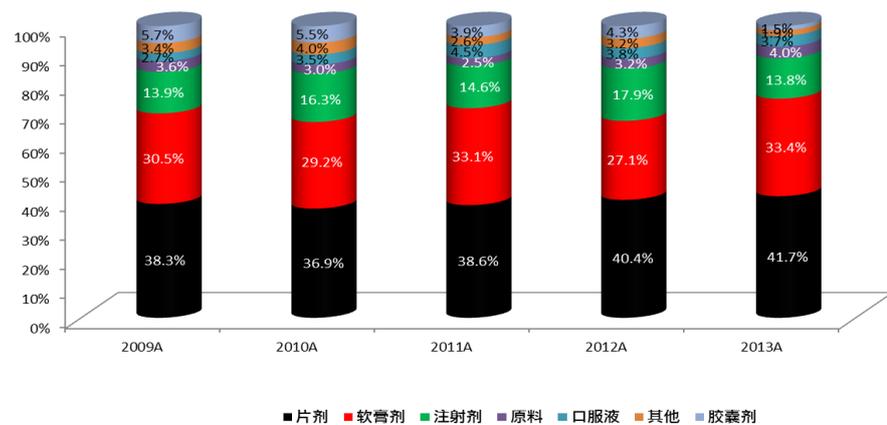
由于公司 2011 年之前涉及房地产业, 2012 年剥离, 所以近两年净利润有一定程度的下滑, 但是医药主业仍然保持平稳。

图 5:2009-2013A 扣除非经常性损益后的净利润情况



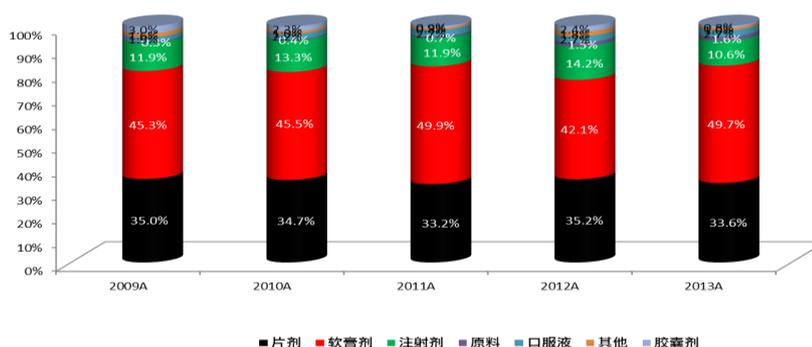
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 6:2009-2013 年各剂型产品营业收入占比情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 7: 2009-2013 年各剂型产品毛利占比情况



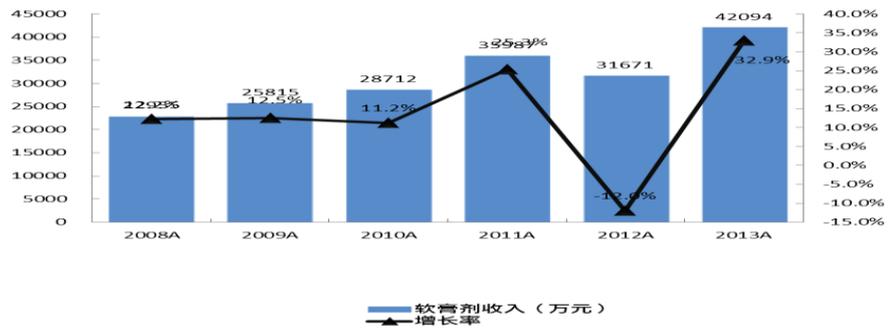
资料来源：wind、东兴证券研究所

2. 公司主要产品及发展态势

2.1 软膏剂（丁桂儿脐贴、消肿止痛贴）

丁桂儿脐贴：5 岁以下儿童消化系统发病率是仅次于呼吸系统第二高的病症，占比达到 20%以上，主要有小儿腹泻病、消化不良、胃炎及消化性溃疡、胃食道反流等。腹泻病是多病因、多因素引起的一组疾病，是儿童时期发病率最高的疾病之一，是世界性公共卫生问题，全球大约每年至少 10 亿人次发生腹泻，根据世界卫生组织调查，每天大约 1 万人死于腹泻。在我国，腹泻病同样是儿童的常见病，据有关资料，我国 5 岁以下儿童腹泻病的年发病率为 201%，其死亡率为 0.51%。按照我们 0-5 岁 9000 万计算，共有 1.8 亿人次发病，假设有 50%的转化率，每次 3 天 6 贴，仅腹泻市场理论空间 5.4 亿贴，对应市场容量约 25 亿元。我们估算 2013 年公司销售约 1.1 亿贴左右，含税销售 5.15 亿元，所以还有 4 倍的增长空间。另外，公司丁桂儿脐贴正在进行“小儿助消化”的临床实验，如获批这将是 50 亿元级别的市场。

图 8: 公司软膏剂 2008-2013A 营业收入情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

我们坚定看好丁桂儿脐贴未来的市场，主要原因如下：1、丁桂儿脐贴在外用辅助治疗与治疗小儿腹泻病市场已经有 22 年的历史，疗效确切，外用贴剂上基本上没有竞争对手；2、易于联合用药，依从性好，这是我们认为比妈咪爱和思密达更加有特点的地方，妈咪爱以单一用药为主，目前销售 5 亿元左右，每年使用量估算约 1.2 亿天次，假设每人次用药 3 天，估计有 4000 万人次使用，而丁桂儿脐贴至少应该达到这个数字，所有我们更加坚定认为丁桂儿脐贴未来发展市场空间巨大；3、空白市场空间非常大，产品在患者中转化率比较低，仍有很大提升空间。2013 年丁桂儿渠道为 30 多个城市，100 多家连锁店，目前终端扩展到 60 个城市和 300 多家连锁店，并扩展三级代理 1000 家以上；目前丁桂儿在儿童妈妈的知晓率为 60%，未来丁桂儿的上量提高转化率是重要的一环；4、未来有继续提价的可能性，丁桂儿脐贴两贴装、三贴装最高零售限价分别为 19.2 元、28 元，12 年公司两贴装销售价格为 9.5 元（含税价），2013 年初提价至 10.08 元，今年 3 月份再次提价至 10.68 元，未来仍有提价的空间；5、长期具有更长远的打算是公司目前正在进行的助消化适应症的临床研究，这将是一个 50 亿元更大的市场。

表 1：主要治疗小儿腹泻药物对比

药品名称	生产企业	日用药金额元)	医保情况	剂型特点	销售渠道	药品重要特点
丁桂儿脐贴	亚宝药业	8	非国家医保，小部分省市地方医保	外用 OTC 贴剂	以药店为主	依从性好，联合用药、副作用小
枯草杆菌二联活菌制剂（妈咪爱）	韩美药业	4	国家医保乙类	口服 OTC	药店和医院	药效温和，临床数据较多
蒙脱石散（思密达）	博福-益普生	1.5	国家基本药物	口服 OTC	药店和医院	经典用药，但过量服用引起便秘

资料来源：东兴证券研究所

消肿止痛贴：外用止痛膏剂类中的龙头产品为奇正藏药的消肿贴剂，2013年销售额在5亿元、销量在5000万贴左右。南方所的样本数据显示，骨科止痛药近三年增速快速提升至25%-30%，龙头企业的成长和消费者“自我治疗”意识的提升起到了关键作用。亚宝药业的消肿止痛贴目前同类竞争品种较少，只有宝鸡利君秦岭药业有同类产品。公司通过与中华中医药协会合作开展了“春播行动”，培训乡村基层医生，开辟基层社区市场，2013年销售额即从500万左右达到了3000万元，今年第一季度销售约3000万元，我们预计今年销量有望过亿元。

表 2:消肿止痛贴同类产品对比

药品名称	生产企业	日用药金额（元）	医保情况	剂型特点	销售渠道	药品适应症
消肿止痛贴	亚宝药业	7	非医保	外用处方贴剂	医院	清热消肿，止痛。用于疖疮初起，关节肿痛的辅助治疗。
止痛贴膏	奇正藏药	12.5	国家基本药物	外用OTC贴剂	医院为主	活血化瘀，消肿止痛。本品用于急慢性扭挫伤、跌打瘀痛、骨质增生、风湿及类风湿疼痛、落枕、肩周炎、腰肌劳损和陈旧性伤痛

资料来源：东兴证券研究所

表 3: 消肿止痛贴中标区域汇总

规格	单位	中标价(元)	质量层次	生产企业	投标企业	中标省份	发布日期
0.4g	2	11.8	GMP	亚宝药业	亚宝药业	山西	2009-01-01
0.4g,	2	14.95	专利	亚宝药业	亚宝药业	河南	2009-08-11
2ml:0.4g	2	13.9	GMP 产品	亚宝药业	亚宝药业	吉林	2008-01-01
0.4g	2 贴*100 盒/箱	13.3	GMP	亚宝药业	亚宝药业	广东	2009-01-01

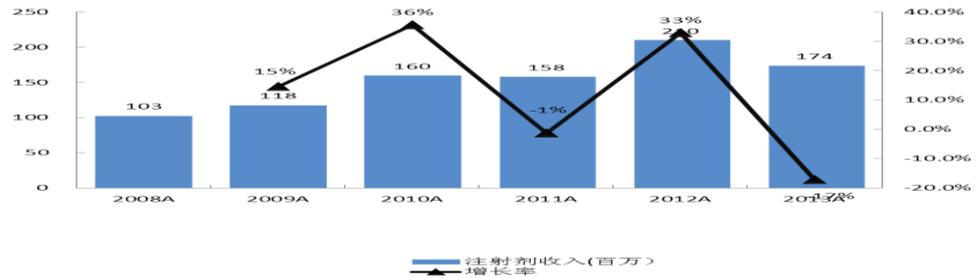
资料来源：药智网、东兴证券研究所

2.2 注射剂

红花注射液主要有效组分为水溶性的查尔酮类化合物红花黄色素，主要用于治疗闭塞性脑血管疾病，冠心病，心肌梗塞、脉管炎；对高脂血症、糖尿病并发症、月经不调、类风湿关节炎等有辅助治疗作用。红花注射液在心脑血管注射液中销量排名虽然在10名之外，但公司的红花注射液将受益于一是行业质量标准的提高，公司的红花注射液生产过程质量控制示范工程，正在起草国家新版红花注射液质量标准，争取单独定价；二是受益于新版GMP实施淘汰落后产能带来的行业集中度的提高，2013年对注射液生产线新GMP认证后，销售的企业由8家变为5家。

公司红花注射液的原料主要来源于公司在新疆 5000 亩红花 GAP 种植基, 有效控制红花原材料价格和品质。公司目前产能 1.8 亿支, 预计 2014 年销售额将增加 35% 至 1.2 亿元, 我们认为这个有潜质达到 5 亿元的品种。

图 9: 2008-2013 年公司注射剂营业收入情况



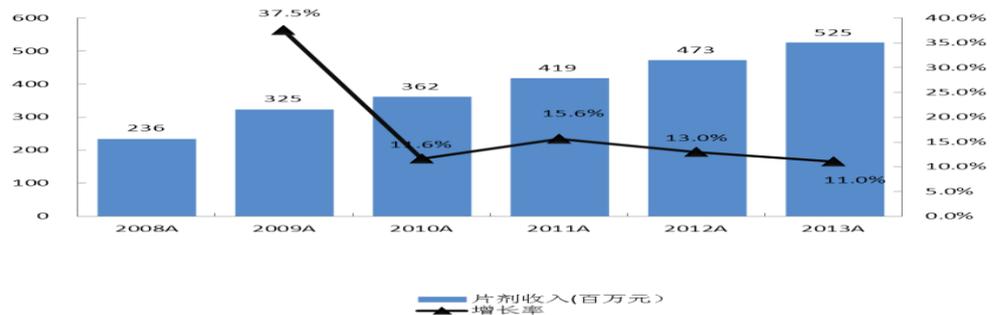
资料来源: wind, 东兴证券研究所

2013 年注射剂营业收入 1.74 亿元, 同比下降 16.88%, 主要原因是冻干粉针新版 GMP 改造停产所致。红花注射液收入约 9000 万元, 同比增长 30% 以上, 治疗糖尿病周围神经病变的硫辛酸注射液收入接近 4000 万元, 同比增长 60% 左右。

2.3 片剂

公司片剂营业收入 2013 年 5.25 亿元, 主要产品有珍菊降压片、硝苯地平缓释片和复方利血平片等, 其中后两者是国家低价药品目录品种和 09、12 版国家基本药物目录品种, 预计随着基药使用比例的提升和低价药品价格的稳定, 盈利能力将得到回升。

图 10: 2008-2013A 公司片剂营业收入情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

3. 公司研发情况

公司 2010 年在北京成立亚宝研究院, 2013 年研发费用 6487 万, 占比工业

收入超过 5%，2013 年公司在全国医药信息工业中心研发排名第 15 位。目前有两个研发中心，有 200 多名研发人员，一个是北京亚宝研究院，另外一个今年 2 月与亚宝研究院院长王鹏博士共同成立的州亚宝创新药研发公司，公司占 70% 股权，王鹏博士 30% 股权，主要是与跨国药企全球研发项目对接。

表 4: 公司主要在研产品列表

药品名称 ↑	受理号码	药品类型	申请类型	注册分类	承办日期 ↑
归元片	CXZL0500571 晋	中药	新药	6	2005-11-20
双嘧达莫缓释片	CXHL1000594 晋	化药	新药	5	2011-4-11
注射用多西他赛干乳剂	CXHL1100388 晋	化药	新药	5	2011-9-20
注射用前列地尔纳米粒	CXHL1100389 晋	化药	新药	5	2011-9-26
盐酸美金刚	CXHS1100117 川	化药	新药	3.1	2011-11-11
益清通胶囊	CXZS1100048 晋	中药	新药	6.2	2011-12-1
缙沙坦氨氯地平片 (I)	CXHS1200373 川	化药	新药	3.2	2013-3-18
盐酸奥昔布宁透皮贴片	CXHL1300099 晋	化药	新药	3.3	2013-4-1
醋酸优力司特	CXHL1300393 川	化药	新药	3.1	2013-7-8
醋酸优力司特片	CXHL1300391 川	化药	新药	3.1	2013-7-8
滑膜康颗粒	CXZL1300052 晋	中药	新药	6.1	2013-10-22
治疗性重组腺病毒 5 型 EB 病毒潜伏膜抗原 2(Ad-LMP2)疫苗	CXSB1400001 晋	治疗用生物制品	补充申请		2014-3-6

资料来源: 药智网、东兴证券研究所

公司报批生产的比较有优势的品种是有盐酸美金刚片，排在承办顺序的第三位，前两位是烟台荣昌制药和四川美大康药业，公司有望今年年底拿到生产批件。盐酸美金刚的原研药厂商是德国的梅尔茨制药公司，是世界上唯一一个开发用于治疗中度至重度阿尔茨海默病的 N-甲基-D-天冬氨酸 (NMDA) 受体拮抗剂。2003 年在美国上市，2014 年将迎来专利到期，在 2012 年全球收入达到 23 亿美元。

正在进行 II 期临床总结，预计今年年底进入 III 期临床的归元片是纯中药抗吸毒药品，是一种中药复方制剂，临床上主要用于治疗对阿片类药物成瘾（海洛因、吗啡、杜冷丁、黄砒、美沙酮等）脱毒后期疼痛、失眠、焦虑等

稽延性戒断综合症; 用于对苯丙胺类兴奋剂(冰毒、摇头丸等)滥用的治疗; 降低对毒品的心理渴求。

治疗性重组腺病毒 5 型 EB 病毒潜伏膜抗原 2 (Ad-LMP2) 疫苗今年进入 II 期临床, 鼻咽癌在东南亚和我国南方的几个省发病率很高, 广东、广西更是高发区。全国第三次人口死亡原因抽样调查结果显示, 我国鼻咽癌的发病率为 1.34/10 万, 占各种癌症的 1.25%, 目前国内尚无治疗性疫苗上市。

4. 盈利预测、估值及投资评级

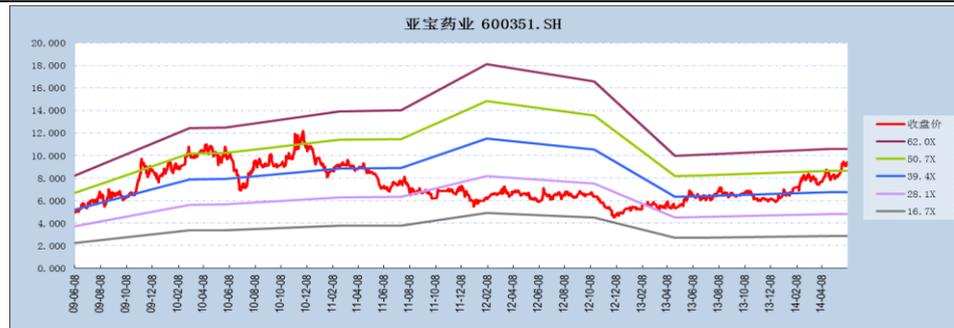
营业收入预测表和三张表核心假设: 1、公司 MBO 后, 经营管理效率将明显提升; 2、丁桂儿脐贴 2014-2015 年由于产能释放和销售终端的广度深度覆盖净利润增速 40%、35%, 消肿止痛贴由于营销模式的改变销售收入 2014-2015 分别为 1.1 亿元和 2 亿元; 3、针剂由于集中度的提高、片剂由于低价药品和基本药物使用比例的提高, 增速小幅回升; 4、由于软膏剂毛利率 85%, 软膏剂的快速增长带来公司毛利率的大幅提升 5 个百分点, 同时销售费用率由于丁桂儿脐贴和消肿止痛贴的推广而提升 3 个百分点, 由于产能利用率的提高, 管理费用率下降 2.5 个百分点。

表 5: 营业收入预测表 (万元)

剂型		2012A	2013A	2014E	2015E
片剂	营业收入	47,307	52,529	59,883	68,267
	增长率 (%)	13.0	11.0	14.0	14.0
	毛利率 (%)	48.0	45.8	45.8	45.8
软膏剂	营业收入	31,671	42,094	65,740	93,899
	增长率 (%)	-12.0	32.9	156.2	142.8
	毛利率 (%)	85.6	84.5	85.0	85.0
其中: 1、丁桂儿	营业收入	31,532	39,100	54,740	73,899
脐贴	增长率 (%)	24	24	40	35
2、消肿止痛贴	营业收入	2,000	2,994	11,000	20,000
	增长率 (%)	50	50	267	82
注射剂	营业收入	20,962	17,424	20,909	25,091
	增长率 (%)	32.4	-19.9	20.0	20.0
	毛利率 (%)	43.6	43.3	43.5	43.5
批发	营业收入	7,329	17,315	29,436	44,153
	增长率 (%)	95.6	136	70.0	50.0
	毛利率 (%)	1.5	6.5	6.0	6.0
零售	营业收入	1,492	1,164	1,164	1,164
	增长率 (%)	114.0	-22	0.0	0.0
	毛利率 (%)	9.8	14.1	14.0	14.0
贸易	营业收入	547	16,009	5,000	5,000
	增长率 (%)	10.9	6	6.0	6.0
	毛利率 (%)	10.9	6.0	31.0	30.5
其他制剂	营业收入	17,016	13,904	13,904	13,904
	增长率 (%)	14.1	-18	0.0	0.0
	毛利率 (%)	32.0	31.5	31.0	30.5
合计	营业收入	126,324	160,439	196,036	251,478
	增长率 (%)	7.7	27.0	22.2	28.3
	毛利率 (%)	51.24	46.00	51.11	51.92

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 11: 亚宝药业估值变化表



资料来源: wind、东兴证券研究所

投资评级:

2012年10月份大股东山西亚宝投资进行了非公开发行, 发行股份5904.8万股, 其中大股东认购4204.8万股, 认购价格为6.11元, 持股比例由16.89%提高到21.52%, 有全体参与增发的股东锁定期3年。

我们看好新一届领导班子的战斗力, 看好丁桂儿脐贴和消肿止痛贴等产品未来的发展空间, 看好公司在投资和研发上的实力, 首次给予公司“强力推荐”的投资评级。

预测公司2014-2015年EPS分别为0.26元、0.38元, 对应PE分别为36X、25倍, 首次给予公司“强力推荐”的投资评级。6个月目标价12元。

表 6: 公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	1191	1320	1584	1978	2405	营业收入	1267	1625	1960	2515	3068
货币资金	511	578	784	1006	1227	营业成本	617	886	958	1209	1473
应收账款	106	182	269	344	420	营业税金及附加	12	13	12	15	18
其他应收款	34	57	69	88	108	营业费用	282	339	451	578	706
预付款项	34	57	67	79	94	管理费用	211	252	255	327	399
存货	289	266	158	199	242	财务费用	47	46	53	55	60
其他流动资产	19	20	20	20	20	资产减值损失	5.27	7.33	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	1694	1882	1877	1828	1779	公允价值变动收益	-0.01	-0.35	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	19	19	60	60	60	投资净收益	0.06	8.06	0.00	0.00	0.00
固定资产	1000.21	1513.80	1540.75	1576.48	1541.95	营业利润	91	91	227	325	407
无形资产	207	146	131	117	102	营业外收入	40.71	48.81	40.00	40.00	40.00
其他非流动资产	0	9	0	0	0	营业外支出	2.83	9.30	50.00	50.00	50.00
资产总计	2884	3202	3461	3806	4184	利润总额	129	130	217	315	397
流动负债合计	1064	1266	1417	1564	1717	所得税	19	17	34	49	61
短期借款	790	840	1051	1100	1135	净利润	110	113	183	266	337
应付账款	99	180	158	199	242	少数股东损益	-2	-5	0	0	0
预收款项	16	33	72	123	184	归属母公司净利润	112	118	183	266	337
一年内到期的非流动负债	25	80	0	0	0	EBITDA	167	176	327	429	517
非流动负债合计	205	240	221	221	221	BPS (元)	0.17	0.17	0.26	0.38	0.49
长期借款	93	133	133	133	133	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	1269	1506	1638	1785	1938	成长能力					
少数股东权益	16	13	13	13	13	营业收入增长	-23.83%	28.29%	20.65%	28.28%	22.00%
实收资本(或股本)	692	692	692	692	692	营业利润增长	-60.22%	-0.55%	150.15%	43.47%	25.28%
资本公积	402	402	402	402	402	归属于母公司净利润增长	54.57%	45.82%	54.57%	45.82%	26.38%
未分配利润	415	484	594	754	956	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1600	1683	1811	1998	2234	毛利率(%)	51.26%	45.50%	51.11%	51.92%	52.00%
负债和所有者权益	2884	3202	3462	3806	4184	净利率(%)	8.67%	6.97%	9.32%	10.59%	10.97%
现金流量表	单位：百万元					总资产净利润(%)	3.89%	3.69%	5.28%	7.00%	8.05%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	7.02%	7.02%	10.09%	13.33%	15.07%
经营活动现金流	-97	57	215	219	307	偿债能力					
净利润	110	113	183	266	337	资产负债率(%)	44%	47%	47%	47%	
折旧摊销	28.52	39.65	49.11	49.11	49.11	流动比率	1.12	1.04	1.12	1.26	1.40
财务费用	47	46	53	55	60	速动比率	0.85	0.83	1.01	1.14	1.26
应收账款减少	0	0	-86	-76	-76	营运能力					
预收账款增加	0	0	39	50	61	总资产周转率	0.49	0.53	0.59	0.69	0.77
投资活动现金流	-76	-56	-65	25	-5	应收账款周转率	12	11	9	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	12.32	11.64	11.62	14.12	13.92
长期股权投资减少	0	0	-41	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	8	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.17	0.17	0.26	0.38	0.49
筹资活动现金流	473	66	5	-38	-75	每股净现金流(最新摊薄)	0.43	0.10	0.22	0.30	0.33
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.31	2.43	2.62	2.89	3.23
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	59	0	0	0	0	P/E	55.35	55.35	35.64	24.44	19.34
资本公积增加	288	0	0	0	0	P/B	4.07	3.87	3.59	3.26	2.92
现金净增加额	300	67	155	206	227	EV/EBITDA	41.39	39.69	21.13	15.70	12.69

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

宋凯

中小市值研究员，制药工程专业硕士，研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011年加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究。

联系人简介

张文录

吉林大学生物科学与金融学双学士，军事医学科学院与吉林大学药物化学硕士，医药行业从业经验八年，具有医药行业研发、销售与股票股权市场投资经历，2013年加盟东兴证券，任医药生物行业高级研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。