

2010年01月17日

目标价格(人民币)：15.57元

**长期竞争力评级：高于行业均值**
**市场数据(人民币)**

发行A股上限(百万股)	20.00
总股本(百万股)	60.00
国金中药指数	6356.45
沪深300指数	3482.74
中小板指数	6189.97


**李敬雷**

 (8621)61038219  
 lijingl@gjqz.com.cn

**黄挺**

 (8621)61038218  
 huangting@gjqz.com.cn

**联系人：朱莉**

 (8621)61038271  
 zhuli@gjqz.com.cn  
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷  
 泰滨江大厦 15A 层 (200011)

# 精华制药 (002349.SZ)

**——产品有优势、销售待提高的中药企业**
**公司基本情况(人民币)**

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.197	0.427	0.436	0.408	0.519	0.645
净利润增长率	N/A	116.86%	2.22%	24.69%	27.24%	24.36%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	33.83	61.34	35.34	66.23	66.23	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.7	29.7	N/A
净资产收益率	16.85%	27.86%	22.05%	23.01%	8.95%	10.22%
每股净资产(元)	1.17	1.53	1.98	2.36	5.80	6.31
已上市流通A股(百万股)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
总股本(百万股)	60.00	60.00	60.00	80.00	80.00	80.00

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

**基本结论、价值评估与投资建议**

- 公司主营业务为中成药销售和原料药出口，优势品种是传统中成药。拥有国家保密品种王氏保赤丸和季德胜蛇药片，二级国家保护品种金荞麦片，优势品种正柴胡饮颗粒。产品是公司比较大的优势。
- 预计公司 2009 年实现销售收入 2.5 亿元，净利润 3000 多万。过去三年销售复合增速 6%，净利润增速 40%。销售规模不大且增速较慢的原因有：
  - ◆ 销售力量不强。公司目前主要销售地域集中在长三角领域，范围有限。产品的真实市场潜力仍然有待于开发。
  - ◆ 产品功效未开发齐全。公司主要产品适应症较广，目前开发力度有限，没有充分发挥产品潜力和优势，有待于新适应症的拓展。
  - ◆ 产能瓶颈的限制。公司部分产品满负荷生产，产销率超过 100%，某种程度上限制了销售的增长。
- 公司中成药占销售收入的比重有 54%，利润贡献近 90%，因此中成药的发展情况决定公司未来增长潜力。对原料药业务我们假设稳定，不多做考虑。三大中成药产品增长潜力分析如下：
  - ◆ 王氏保赤丸在长三角儿科胃动力领域有一定的知名度，我们预计未来将维持 20%左右的收入增速，如果新的高血脂适应症能够获批，增速有望加快。国家保密品种也是其优势之一。
  - ◆ 正柴胡饮颗粒作为风寒感冒主要用药，在南方区域有较好的知名度。该品种虽然缺乏中药保护品种保护，但目前生产商仅有 2 家，公司有先入优势。如果能够配合营销进行全国市场开拓，增长还要很大空间。我们预计未来保持 15%-20%的增长。
  - ◆ 金荞麦片目前销售规模较小，但产品有独特优势，被称为“中药抗生素”，临床研究也有结果表明，该产品在抗病毒领域的效果与主要西药差异不大。我们预计随着市场的推广，该品种有望保持 40%的增长。

- 在不考虑新适应症的情况下，公司未来持续增长将依赖于销售力度的加大。假设三大产品增长达到我们的预期，我们预计公司未来三年收入的整体增速约在 10%左右。未来销售增速超预期则依赖于产品新适应症的获批。
- 我们假设随着市场拓展力度的加大，公司销售费用逐年有一定程度的增加。管理费用率稳定，财务费用随募集资金逐步降低。其他财务指标维持往年正常水平。
- 综上我们预测公司 2009、2010、2011 年摊薄后 EPS 为 0.408 元、0.519 元、0.645 元，同比增长 25%、27%、24%。公司是一家有产品优势的中药企业，目前欠缺的销售有望逐步加强。考虑到可改善的预期，并参考近期上市新股定价，我们给予公司 2010 年 30 倍的 PE，对应合理目标价为 15.57 元。

## 内容目录

公司业务：传统中成药+化学原料药 .....	4
中成药业务为主，化学原料药业务为辅 .....	4
三大中药产品贡献主要的收入和毛利 .....	4
公司为管理层持股的的国有控股企业 .....	6
中成药品种产能饱和，市场有待开拓 .....	6
主要产品有独家品种优势，仿制风险小 .....	6
王氏保赤丸：巩固小儿市场、发力成人市场及二次开发新适应症 .....	7
正柴胡饮颗粒：市场有待进一步开拓的风寒感冒 OTC 用药 .....	7
金荞麦片：适用范围广的“中药抗生素” .....	8
季德胜蛇药片：销量稳定的绝密保护品种 .....	9
原料药业务：老品种，销量平稳 .....	9
扩大销售区域，摆脱瓶颈，是实现增长的关键 .....	9
募投资金项目分析：扩产+二次开发 .....	10
盈利预测及估值 .....	10
风险提示 .....	11

## 图表目录

图表 1：公司核心产品简介 .....	4
图表 2：公司中成药收入比重稳步上升 .....	5
图表 3：公司营业收入构成图 .....	5

图表 4：公司毛利构成图 .....	5
图表 5：公司各类产品毛利率统计 .....	5
图表 6：公司的股权结构图 .....	6
图表 7：公司中药保护及保密品种 .....	6
图表 8：南京地区 2009 年 3 月儿科类中成药采购金额排名 .....	7
图表 9：公司金荞麦片销售增长迅速 .....	8
图表 10：公司募集资金投资项目 .....	10
图表 11：公司分产品销售收入预测 .....	11

## 公司业务：传统中成药+化学原料药

### 中成药业务为主，化学原料药业务为辅

- 公司主要从事中成药、原料药及医药中间体和西药制剂的研发、生产和销售。目前公司共拥有 248 个规格的药品批准文号，其中 57 个规格药品被国家药监局列入 OTC 目录，包括甲类目录 26 个、乙类目录 31 个；138 个规格药品被国家劳动和社会保障部列入医保目录，包括甲类目录 91 个、乙类目录 47 个；89 个规格药品被列入最新的《国家基本药物目录（基层医疗卫生机构配备使用部分）》（2009 版）。
- 公司主要中成药产品王氏保赤丸、正柴胡饮颗粒、季德胜蛇药片、金荞麦片等均为根据传统名医配方开发、经现代科学方法研制生产而来，在江苏和周边华东地区民间有深厚的影响力和良好的口碑。
- 王氏保赤丸、金荞麦片、固本咳喘片 3 个中成药品种被列为国家二级中药保护品种，王氏保赤丸和季德胜蛇药片为国家中药保密品种，其中王氏保赤丸、季德胜蛇药片为公司独家生产。
- 公司的化学原料药主要包括苯巴比妥、保泰松、氟尿嘧啶等产品。其中公司是国内苯巴比妥的唯一批量生产厂家，约占全球总产量的 60%。公司原料药已获得 9 项国际认证，其中氟尿嘧啶通过了美国 FDA 认证，苯巴比妥、保泰松等 4 个产品获得了欧洲 COS 认证。

图表1：公司核心产品简介

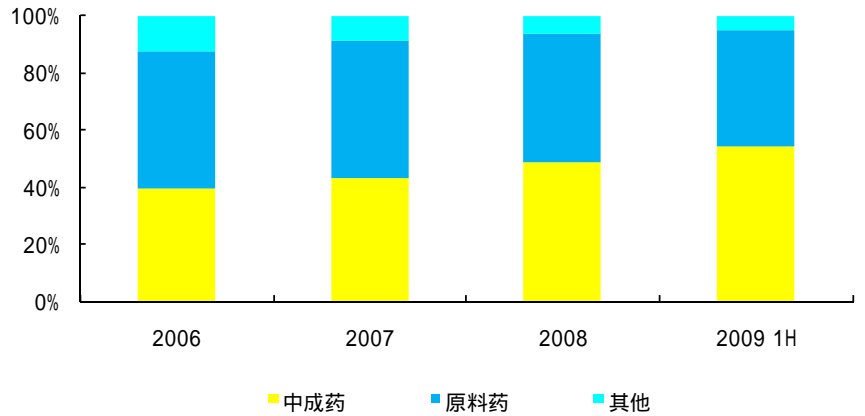
药品名称	功能及主治
王氏保赤丸	祛滞、健脾、祛痰。用于小儿乳滞疳积、痰厥惊风、喘咳痰鸣、乳食减少、吐泻发热、大便秘结、四时感冒以及脾胃虚弱、发育不良等症。成人肠胃不清、痰食滞者亦有疗效。
正柴胡饮颗粒	表散风寒，解热止痛。用于外感风寒初起：发热恶寒、无汗、头痛、鼻塞、喷嚏、咽痒咳嗽、四肢酸痛等症，适用于流行性感冒初起、轻度上呼吸道感染等疾患。
季德胜蛇药片	具有清热解毒、消肿镇痛功效，除主治传统毒蛇、毒虫咬伤外，还具有消炎、杀菌、祛肿、化腐生肌、改善微循环、调节机体免疫力等作用，对病毒感染患者、细菌传染病症、免疫缺陷性疾病疗效独特卓著。
金荞麦片	清热解毒，排脓祛痰，止咳平喘。用于急性肺脓疡、急慢性支气管炎、喘息型慢性气管炎、支气管哮喘及细菌性痢疾。症见咳吐腥臭脓血痰液或咳嗽痰多，喘息痰鸣及大便泻下赤白脓血。
苯巴比妥	具有镇静、催眠、抗惊厥和抗癫痫作用。

来源：招股说明书，国金证券研究所

### 三大中药产品贡献主要的收入和毛利

- 公司产品主要包括中成药和化学原料药，其他主要为西药制剂。中成药业务的收入比重稳步上升。

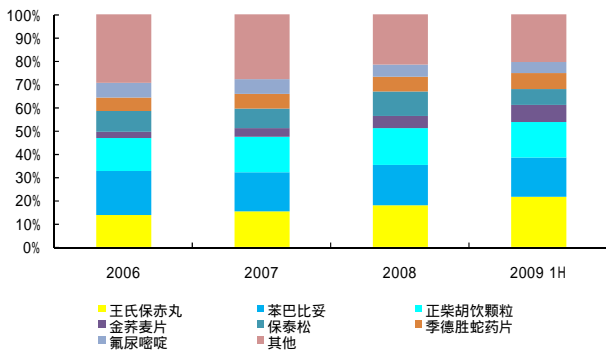
图表2：公司中成药收入比重稳步上升



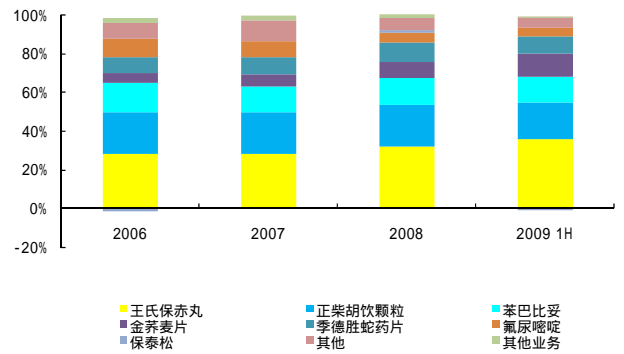
来源：招股说明书，国金证券研究所

- 王氏保赤丸、苯巴比妥、正柴胡饮颗粒是公司的主要产品，合计销售收入占比约为 50%，并逐年上升。从毛利构成来看，主要中药品种贡献了 80% 以上的毛利。

图表3：公司营业收入构成图



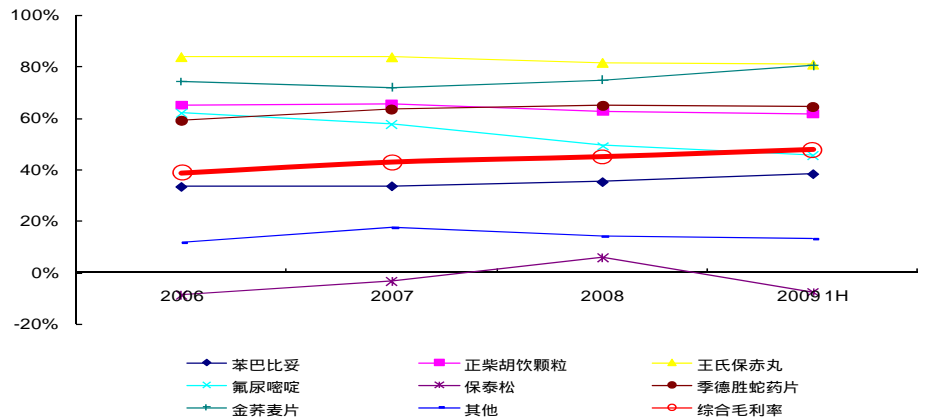
图表4：公司毛利构成图



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司主要产品毛利率总体较为稳定，而综合毛利率稳步增长，主要是因为毛利率较高的中成药产品占公司主营业务收入比重稳步提高。

图表5：公司各类产品毛利率统计

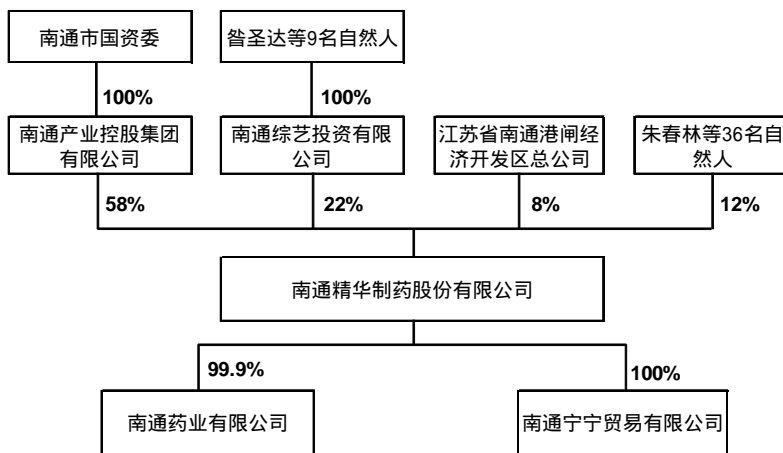


来源：招股说明书，国金证券研究所

### 公司为管理层持股的的国有控股企业

- 精华制药的前身为南通中药厂改制设立的南通中诚制药有限公司，2002 年和 2003 年，南通制药总厂的制剂和原料药业务先后注入。目前公司的控股股东为南通市国资委的全资子公司南通产控，发行后仍持有 41.30% 的股权，保持第一大股东地位。咎圣达为第一大自然人股东，通过南通综艺投资间接持股 11.44%。
- 董事长朱春林等 30 多位公司管理人员持有公司股份，持股量从 6 万股到 96 万股不等，合计占比 12% 左右。

图表6：公司的股权结构图



来源：招股说明书，国金证券研究所

### 中成药品种产能饱和，市场有待开拓

#### 主要产品有独家品种优势，仿制风险小

- 公司有 3 个产品拥有国家二级中药保护证书，2 个产品被列为国家保密品种，减小了仿制风险。

图表7：公司中药保护及保密品种

保护类型	产品名称	保护期至
国家二级中药保护品种	固本咳喘片	2010 年 4 月 11 日
	金荞麦片	2013 年 5 月 11 日
	王氏保赤丸	2014 年 5 月 29 日
国家中药保密品种	王氏保赤丸	--
	季德胜蛇药片	--
卫生部绝密品种	季德胜蛇药片	--

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 为了缓解可能存在的中药保护品种保护期限到期后被仿制的风险，公司申请了多个产品二次开发适应症的专利保护，因此即使有其他企业仿制成功，公司的产品仍然拥有更为广泛的适应症。

### 王氏保赤丸：巩固小儿市场、发力成人市场及二次开发新适应症

- 王氏保赤丸配方出自清代道光年间的祖传秘方，属于儿科胃动力及助消化用药范畴，亦可用于小儿喘咳痰鸣、四时感冒等呼吸科症状。
  - ◆ 目前我国正处于儿科用药市场旺盛时期，总规模已达 195 亿元左右，且年增长率超过 20%，0-14 岁儿童中呼吸系统、感染、消化系统位居患病率前 3 位。
  - ◆ 小儿用药不同于成人，小儿体质弱，选用药品时安全性更重于速效性，因此较为温和、副作用小的中药更适合小儿选用。
  - ◆ 王氏保赤丸为公司独家生产，是国家保密品种和中药二级保护品种。历经百年，临床疗效已得到充分肯定。目前主要销往江浙沪地区和华北地区，在长三角一带的儿科中成药市场具有较高排名：

图表8：南京地区 2009 年 3 月儿科类中成药采购金额排名

序号	药品名称	生产厂家
1	小儿金翘颗粒	四川川西制药股份有限公司
2	小儿消积止咳口服液	山东鲁南厚普制药有限公司
3	四磨汤口服液	湖南汉森制药制药有限公司
4	小儿热咳口服液	江西济民可信药业有限公司
5	杞枣口服液	浙江泰利森药业有限公司
6	王氏保赤丸	精华制药
7	小儿清肺化痰泡腾片	四川珍珠制药有限公司
8	婴儿健脾颗粒	江西济民可信药业有限公司
9	健儿清解液	浙江宁波立华制药有限公司
10	四磨汤口服液	湖南中达鹭马制药制药有限责任公司

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 二次开发潜力大，有望进一步拓展适应症及适应人群
  - ◆ 经初步临床试验证明，王氏保赤丸对高血脂症、高粘滞血症具有一定疗效。全国高血脂症患者已达 1.6 亿，且以购买力较高的城市居民为主，中成药在降血脂方面具有副作用小的优势。因此王氏保赤丸有较高的二次开发价值，目前已完成临床前研究。
  - ◆ 王氏保赤丸在治疗成人便秘方面亦有显著疗效，公司也力图发掘和扩大王氏保赤丸对成年人消化系统疾病的治疗功效，随着相关措施的逐步到位，市场空间有望随着上述应用领域扩展进一步扩大。
- 目前公司王氏保赤丸的产能为 3500 万支/年，已经饱和，公司募投项目将新增 1.2 亿支/年的产能，随着公司扩大销售区域以及成人市场的开拓，王氏保赤丸有望保持快速的增长。

### 正柴胡饮颗粒：市场有待进一步开拓的风寒感冒 OTC 用药

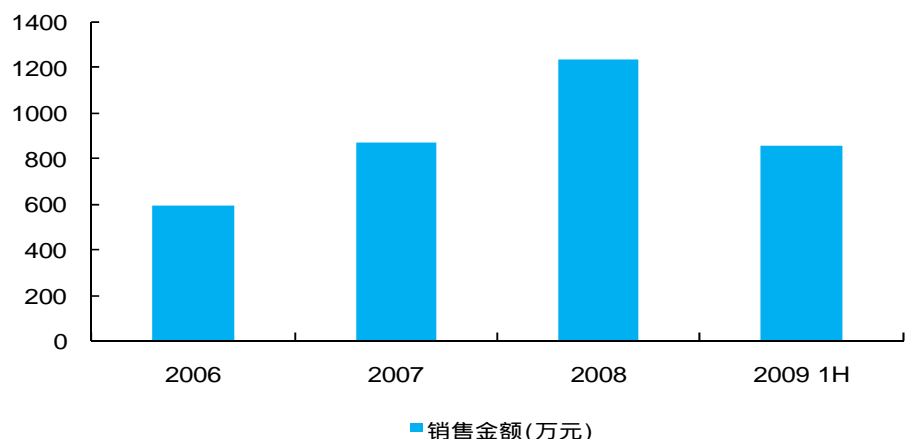
- 正柴胡饮颗粒来源于明代医学家张景岳所著的《景岳全书》中辛平解表的代表方剂，主要用于外感风寒初起，即风寒感冒初期治疗。
  - ◆ 感冒是一种多发性疾病，市场对感冒药物的需求量极大。我国每年约有 75% 的人至少患一次感冒，也就是说每年有近十亿人至少需用一次感冒药物，按每次平均用药 15 元至 20 元推算，则治疗感冒的药物至少每年有 150 亿至 200 亿元的市场空间。

- ◆ 按照中医理论，感冒分为风寒感冒和风热感冒，在中成药感冒药中，双黄连口服液、清开灵颗粒、板蓝根颗粒、抗病毒颗粒等知名产品均为清热解毒类药物，适用于风热感冒。但很多感冒由风寒引起，尤其是我国南方人群，正柴胡饮颗粒主要用于外感风寒的初起治疗，其独特、准确的定位更适合于患者对症服用和治疗。
- ◆ 正柴胡饮颗粒被列入甲类医保目录，目前的主要在江浙沪一带销售，在该区域具有一定的品牌效应，尤其是上海市场和南京市场，但在全国范围内品牌力要远弱于板蓝根、双黄连等产品，而且患者对风热/风寒感冒区别的认知度并不高。因此作为 OTC 药品，正柴胡饮颗粒的市场还有待进一步开拓。
- 目前公司的 3000 万袋/年的产能已经饱和，不能满足市场需要，公司将新增 3750 万袋/年的产能。针对这个产品，公司将组建专业化的 OTC 营销队伍，开展适合 OTC 推广特点的产品宣传活动。

### 金荞麦片：适用范围广的“中药抗生素”

- 金荞麦在民间多用于治疗肺脓疡、自汗盗汗、久痢不止、关节酸痛、多发性脓肿、跌打损伤等。近年来研究显示金荞麦还具有抗癌、抑制肿瘤细胞肺侵袭和转移、祛痰抗炎和抑制血小板聚集等作用，因此有“中药抗生素”的美称。
- 公司的金荞麦片产品根据民间传统秘方研究开发而得，用于治疗急性肺脓疡、急慢性支气管炎、喘息型慢性气管炎、支气管哮喘及细菌性痢疾等上呼吸道感染病症。
  - ◆ 肺脓疡即肺脓肿，是由化脓性细菌感染引起非组织炎性坏死、脓腔形成的一种肺部疾病。自抗生素广泛应用以来，肺脓疡的发病率已大为减少，但由于老年人机体免疫功能低下，且易引起吸入性肺炎，因此肺部感染仍居老年感染疾病之首位。
  - ◆ 在市场应用中，金荞麦片主要用于肺脓疡，适用范围窄，因此目前销售规模较小。近年来，专家认为该产品在呼吸道感染方面具有很好的疗效，开始在临床上逐步应用于上、下呼吸道感染和胃肠道炎症等病症的治疗，得到越来越多的医生和患者认可，适用范围大大扩展。2006 年以来金荞麦片的销量增长迅速。

图表9：公司金荞麦片销售增长迅速



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 由于市场销售快速增长，目前公司的金荞麦片 3000 万片/年产能已经饱和，产能利用率已接近 200%，募投项目将新增金荞麦片 1.5 亿片/年、金荞麦胶囊 1.5 亿粒/年的产能。我们预计，随着认知度的提高及江浙沪以外市场的开拓，金荞麦片/胶囊将继续保持快速增长态势。

### 季德胜蛇药片：销量稳定的绝密保护品种

- 季德胜蛇药片系根据著名中医季德胜先生祖传秘方运用现代科学技术研制而成，除主治传统的毒蛇、毒虫咬伤外还具有消炎、抗病毒、杀菌等作用
- 季德胜蛇药片为公司独家生产，为国家级保密品种，并被卫生部列为“国字‘四三一’号绝密药方”，并被列入最新的基本药物目录。
- 带状疱疹适应症的二次开发有望在未来大幅增加其市场容量
  - ◆ 带状疱疹是由水痘 - 带状疱疹病毒侵犯神经引起的急性炎症性皮肤病，伴有明显的神经痛，俗称“缠腰蛇”，好发于中老年人，50 岁以上发病率为 5‰，60 岁以上为 7‰，病情严重程度和恢复时间随着年龄增大而变长。常用药品有泛昔洛韦、阿昔洛韦等抗病毒品种。
  - ◆ 目前还没有一种中成药批准了带状疱疹的适应症，季德胜蛇药片治疗带状疱疹已经完成了临床前研究，结果显示蛇药片的抗病毒作用较为突出，不亚于对照西药阿昔洛韦，公司将开展下一步的临床验证。
- 由于目前适用范围仍然较窄，预计未来几年类销量将保持平稳

### 原料药业务：老品种，销量平稳

- 公司的化学原料药主要品种为苯巴比妥、保泰松、氟尿嘧啶，部分用于。其中抗癫痫药苯巴比妥的销量占全世界的 60%，但这些药物都属于老品种，现已较少应用，因此市场容量有限。
- 公司部分产品通过了规范市场的认证，其中氟尿嘧啶获得美国 FDA 认证，意味着公司的化学原料药生产线已经达到国际标准，未来存在出口高附加值原料药的可能。
- 在没有新品种补充的情况下，主要品种的原料药市场容量基本确定，因此公司未来 2 年内的原料药销量将维持在目前水平。

### 扩大销售区域，摆脱瓶颈，是实现增长的关键

- 公司分别建立了中西药制剂和原料药的专门销售网络。在制剂方面，公司的销售区域主要还是局限于江浙沪一带，公司主要的特色中成药制剂并没有在这个区域外形成很好的知名度，因此对产品销售造成了一定的瓶颈。
- 为消化募投项目的新增产能，公司将加强营销队伍建设，扩大销售区域。
  - ◆ 扩大销售区域：针对中成药销售，目前公司将市场划分为江苏、沪浙和省外等三个销售大区，仅在江苏市场和上海市场进行了重点推广，省外市场则按照地理区域设立了近 10 个办事处、主要负责已有客户关系的维护。公司计划进一步加大在江苏和上海市场的推广力度，加强在浙江市场的销售力量，巩固并拓展现有的重点销售区域华东市场；同时，公司将集中力量拓展省外市场，在全国范围内增设销售网点并进行市场推广活动，争取三年内完成对北京、天津、福建、广东、安徽、湖北、四川等新市场的重点覆盖。
  - ◆ 预算制专业化学术推广：在这个模式下，终端客户由生产商掌控，价格可得到稳定，且销售费用可被全面控制，同时该模式减少了对医药经销商的依赖，可降低公司产品营销中间环节费用，有助于保持较高的盈利水平。目前公司仅在上海、江苏等地采用该模式，未来几年公司的营销重点将放在该模式的扩大采用，稳步扩展至全国范围。
- 差异化营销策略：在成熟市场通过学术会议等活动进一步提高产品的知名度，对客户进行深度开发；针对省外等新市场，通过销售办事处加大对经

销商培养，并开展终端推广活动配合销售开发，扩大市场覆盖区域；同时，积极拓展农村市场的开发，进一步提高市场占有率。

### 募投资金项目分析：扩产+二次开发

- 扩产方面：公司的主要产品王氏保赤丸、金荞麦片、正柴胡饮颗粒的产能利用均已饱和，已经不能满足市场需求
- 二次开发方面：公司在募投资金项目中将同时对王氏保赤丸进行功能创新，临床试验表明，王氏保赤丸对高血脂症、高粘滞血症具有一定疗效，而我国高血脂症患者达 1.6 亿，市场容量很大，而且中药具有副作用小的优势。公司也力图发掘和扩大王氏保赤丸对成年人消化系统疾病的治疗功效，随着相关措施的逐步到位，市场空间有望随着上述应用领域扩展进一步扩大。

图表10：公司募集资金投资项目

项目名称	总投资
金荞麦胶囊（片剂）技术改造项目	6,961 万元
王氏保赤丸扩产增效及功能创新项目	7,760 万元
正柴胡饮颗粒技术改造项目	4,105 万元

来源：招股说明书，国金证券研究所

### 盈利预测及估值

- 中成药占公司销售收入的比重有 54%，利润贡献近 90%，因此中成药的发展情况决定公司增长潜力。对原料药业务我们假设稳定，不多做考虑。
- 三大中成药产品：
  - ◆ 王氏保赤丸在长三角儿科胃动力领域有一定的知名度，我们预计未来将维持 20%左右的收入增速，如果新的高血脂适应症能够获批，增速有望加快。国家保密品种也是其优势之一。
  - ◆ 正柴胡饮颗粒作为风寒感冒主要用药，在南方区域有较好的知名度。该品种虽然缺乏中药保护品种保护，但目前生产商仅有 2 家，公司有先入优势。如果能够配合营销提高全国市场份额，增长还要很大空间。我们预计未来保持 15%-20%的增长。
  - ◆ 金荞麦片目前销售规模较小，但产品有独特优势，被称为“中药抗生素”，临床研究也有结果表明，该产品在抗病毒领域的效果与主要西药差异不大。我们预计随着市场的推广，该品种有望保持 40%的增长。
- 在不考虑新适应症的情况下，公司未来持续增长将依赖于销售力度的加大。假设三大产品增长达到我们的预期，我们预计公司未来三年收入的整体增速约在 10%左右。未来销售增速超预期则依赖于产品新适应症的获批。
- 我们假设公司的销售费用率每年提升，管理费用率稳定，财务费用随募集资金逐步降低。其他财务指标维持往年正常水平。
- 综上我们预测公司 2009、2010、2011 年摊薄后 EPS 为 0.408 元、0.519 元、0.645 元，同比增长 25%、27%、24%。公司是一家有产品优势的中药企业，目前欠缺的销售有望逐步加强，考虑到可改善的预期，我们给予公司 2010 年 30 倍的 PE，对应合理目标价为 15.57 元。

图表11：公司分产品销售收入预测

产品		2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
王氏保赤丸	销售收入	3,368.58	4,123.95	4,948.74	5,938.49	7,126.19	8,195.11
	增速	19.53%	22.42%	20.00%	20.00%	20.00%	15.00%
	销售毛利	2,815.99	3,359.69	4,008.48	4,810.18	5,772.21	6,638.04
	毛利率	83.60%	81.47%	81.00%	81.00%	81.00%	81.00%
正柴胡饮颗粒	销售收入	3,389.04	3,697.94	4,585.45	5,502.53	6,492.99	7,466.94
	增速	17.72%	9.11%	24.00%	20.00%	18.00%	15.00%
	销售毛利	2,215.69	2,309.55	2,842.98	3,411.57	4,025.65	4,629.50
	毛利率	65.38%	62.46%	62.00%	62.00%	62.00%	62.00%
金荞麦片	销售收入	866.06	1,228.98	1,720.57	2,408.80	3,372.32	4,721.25
	增速	46.42%	41.90%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
	销售毛利	622.45	919.88	1,393.66	1,951.13	2,731.58	3,824.21
	毛利率	71.87%	74.85%	81.00%	81.00%	81.00%	81.00%
销售收入合计		22,955.41	23,486.91	24,709.16	27,187.88	30,229.80	33,538.06
增速		9.40%	2.32%	5.20%	10.03%	11.19%	10.94%
销售毛利合计		9,999.11	10,625.70	12,087.65	14,008.08	16,366.31	18,938.99
毛利率		43.56%	45.24%	48.92%	51.52%	54.14%	56.47%

来源：国金证券研究所

### 风险提示

- 销售推广力度不及预期；
- 原料药出口价格的波动；

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>主营业务收入</b>	<b>210</b>	<b>230</b>	<b>235</b>	<b>247</b>	<b>272</b>	<b>302</b>
增长率		9.4%	2.3%	5.2%	10.0%	11.2%
<b>主营业务成本</b>	<b>-127</b>	<b>-130</b>	<b>-129</b>	<b>-126</b>	<b>-132</b>	<b>-139</b>
% 销售收入	60.8%	56.4%	54.8%	51.1%	48.5%	45.9%
<b>毛利</b>	<b>82</b>	<b>100</b>	<b>106</b>	<b>121</b>	<b>140</b>	<b>164</b>
% 销售收入	39.2%	43.6%	45.2%	48.9%	51.5%	54.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
% 销售收入	1.0%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
<b>营业费用</b>	<b>-27</b>	<b>-30</b>	<b>-37</b>	<b>-47</b>	<b>-55</b>	<b>-65</b>
% 销售收入	12.9%	13.1%	15.7%	19.0%	20.3%	21.5%
<b>管理费用</b>	<b>-29</b>	<b>-31</b>	<b>-31</b>	<b>-31</b>	<b>-33</b>	<b>-35</b>
% 销售收入	14.0%	13.3%	13.0%	12.5%	12.0%	11.5%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>24</b>	<b>37</b>	<b>36</b>	<b>40</b>	<b>49</b>	<b>61</b>
% 销售收入	11.3%	16.1%	15.5%	16.4%	18.2%	20.1%
<b>财务费用</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
% 销售收入	2.3%	1.5%	1.5%	0.6%	0.0%	0.0%
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
% 税前利润	0.9%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>18</b>	<b>33</b>	<b>32</b>	<b>39</b>	<b>49</b>	<b>61</b>
营业利润率	8.6%	14.4%	13.5%	15.8%	18.2%	20.1%
<b>营业外收支</b>	<b>-1</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>17</b>	<b>39</b>	<b>32</b>	<b>39</b>	<b>49</b>	<b>61</b>
利润率	8.2%	16.9%	13.6%	15.7%	18.2%	20.1%
<b>所得税</b>	<b>-5</b>	<b>-13</b>	<b>-6</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>
所得税率	31.7%	34.1%	17.9%	16.0%	16.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>12</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>33</b>	<b>42</b>	<b>52</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>12</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>33</b>	<b>42</b>	<b>52</b>
净利率	5.6%	11.1%	11.1%	13.2%	15.3%	17.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>净利润</b>	<b>12</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>33</b>	<b>42</b>	<b>52</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>16</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>11</b>
<b>非经营收益</b>	<b>4</b>	<b>-2</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-10</b>	<b>-1</b>	<b>-24</b>	<b>7</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>22</b>	<b>34</b>	<b>17</b>	<b>51</b>	<b>49</b>	<b>60</b>
<b>资本开支</b>	<b>-3</b>	<b>3</b>	<b>-2</b>	<b>-13</b>	<b>-17</b>	<b>-17</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-3</b>	<b>9</b>	<b>-2</b>	<b>-14</b>	<b>-17</b>	<b>-17</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>291</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-15</b>	<b>-21</b>	<b>-10</b>	<b>-23</b>	<b>-12</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-24</b>	<b>-30</b>	<b>-13</b>	<b>-26</b>	<b>271</b>	<b>-10</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-5</b>	<b>13</b>	<b>2</b>	<b>10</b>	<b>303</b>	<b>33</b>

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>货币资金</b>	<b>10</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>35</b>	<b>338</b>	<b>371</b>
<b>应收款项</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>29</b>	<b>32</b>	<b>35</b>	<b>39</b>
<b>存货</b>	<b>35</b>	<b>39</b>	<b>41</b>	<b>40</b>	<b>42</b>	<b>44</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>流动资产</b>	<b>76</b>	<b>92</b>	<b>97</b>	<b>109</b>	<b>417</b>	<b>456</b>
% 总资产	38.3%	46.1%	49.4%	51.3%	79.0%	79.6%
<b>长期投资</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>105</b>	<b>96</b>	<b>88</b>	<b>83</b>	<b>84</b>	<b>85</b>
% 总资产	52.8%	47.9%	44.8%	38.8%	16.0%	14.8%
<b>无形资产</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>18</b>	<b>24</b>	<b>30</b>
<b>非流动资产</b>	<b>122</b>	<b>108</b>	<b>99</b>	<b>104</b>	<b>111</b>	<b>117</b>
% 总资产	61.7%	53.9%	50.6%	48.7%	21.0%	20.4%
<b>资产总计</b>	<b>198</b>	<b>200</b>	<b>196</b>	<b>213</b>	<b>528</b>	<b>573</b>
<b>短期借款</b>	<b>61</b>	<b>40</b>	<b>30</b>	<b>12</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>34</b>	<b>35</b>	<b>36</b>	<b>41</b>	<b>43</b>	<b>46</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>21</b>	<b>28</b>	<b>7</b>	<b>19</b>	<b>21</b>	<b>22</b>
<b>流动负债</b>	<b>116</b>	<b>103</b>	<b>73</b>	<b>71</b>	<b>64</b>	<b>68</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>128</b>	<b>108</b>	<b>77</b>	<b>71</b>	<b>64</b>	<b>68</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>70</b>	<b>92</b>	<b>119</b>	<b>142</b>	<b>464</b>	<b>505</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>198</b>	<b>200</b>	<b>196</b>	<b>213</b>	<b>528</b>	<b>573</b>

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.197	0.427	0.436	0.408	0.519	0.645
每股净资产	1.167	1.531	1.977	2.363	5.798	6.313
每股经营现金净流	0.370	0.564	0.285	0.845	0.608	0.755
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
净资产收益率	16.86%	27.87%	22.05%	23.01%	8.95%	10.22%
总资产收益率	5.95%	12.79%	13.35%	15.31%	7.86%	9.01%
投入资本收益率	12.34%	18.42%	20.09%	22.15%	8.95%	10.22%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	N/A	9.40%	2.32%	5.20%	10.03%	11.19%
EBIT增长率	N/A	55.83%	-1.34%	11.20%	22.15%	22.91%
净利润增长率	N/A	116.86%	2.23%	24.69%	27.24%	24.36%
总资产增长率	N/A	0.97%	-2.08%	8.73%	147.81%	8.51%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	24.5	45.2	43.3	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	49.4	103.2	113.4	115.0	115.0	115.0
应付账款周转天数	34.7	70.5	73.9	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	179.8	151.5	136.1	120.3	105.0	90.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	73.05%	18.64%	4.44%	-16.51%	-72.83%	-73.42%
EBIT利息保障倍数	4.9	10.8	10.5	26.7	-9,233.8	#DIV/0!
资产负债率	64.68%	54.10%	39.45%	33.45%	12.14%	11.84%

来源：公司年报、国金证券研究所

### 定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；  
 目标价格：预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间；  
 询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。