

中药

周锐 S0960207090141

0755-82026719
zhourui@cjis.cn

余方升

0755-82026844
yufangsheng@cjis.cn

6-12个月目标价: 55.30元

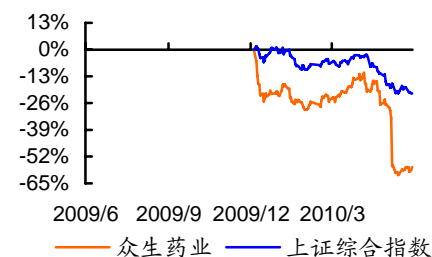
当前股价: 40.66元
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2511.73
总股本(百万)	120
流通股本(百万)	30
流通市值(亿)	12
EPS (TTM)	1.17
每股净资产(元)	10.79
资产负债率	7.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
众生药业	-6.95	-9.87	0.00
上证综合指数	-6.57	-17.13	-24.62



相关报告

众生药业

002317

推荐

拥有多个特优品种，积极拓展省外市场

公司拥有多个特色品种，竞争优势突出，省外市场正在积极拓展中，业绩快速增长值得期待。

投资要点:

- 公司是拥有多个区域性龙头品牌的特色民企。公司的机制灵活，管理层均有持股，股权激励到位。中成药目前是公司主要营收来源，竞争优势突出，在眼底病，心脑血管和咽喉疾病等领域处于省内龙头地位，未来成功模式将复制到全国市场；
- 三大中成药品牌优势显著，增长空间广阔。作为国内医保目录里唯一用于治疗眼底病的中成药，复方血栓通胶囊确立了第一品牌地位，09年实现销售收入22848万，同比增长28.3%。当前正加速向广东省外市场拓展，今后3年可望成长为5亿级别大品种；众生丸在咽喉用药市场市场份额逐年提升，09年销售收入约9553万，明年中期新产能释放后增速有望加快；清热祛湿冲剂去年因产能占用问题销量有所调整仅为2327万，2011年中期随着新厂房的投产良好增速有望恢复；
- 脑栓通胶囊等二线产品销售开始放量。脑栓通胶囊去年销售收入超过2000万，并新进入了乙类医保，未来保持高速增长可以期待。此外，公司在国内首仿的盐酸氮卓斯汀滴眼液也有望成为新眼科明星产品；
- 研发项目前景良好，产品线有望进一步丰富。治疗帕金森症的健行颗粒疗效确切，正处于3期临床，预计上市后潜在需求空间很大。口腔疾病领域的口康凝胶和复方血栓通胶囊糖尿病等新适应症也在积极开发中。此外，未来公司还有可能通过收购来获取新产品；
- 新产能明年中期有望释放。募投项目进展顺利，预计今年底完成基建，明年中期达产，这将有效缓解当前产能紧张局面。超募资金方面，部分已用来归还贷款和补充流动资金，未来还将拓展与主业相关的项目；
- 给予推荐评级。综合来看，公司品牌优势显著，产品线丰富，省外市场正在积极拓展中，业绩快速增长可期。我们预计公司10-12年EPS分别为1.17、1.58和2.15元，年均复合增长率超过35%，目前估值处于医药行业低端，给予推荐的投资评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	552	678	865	1118
同比(%)	14%	23%	28%	29%
归属母公司净利润(百万元)	100	141	190	258
同比(%)	35%	40%	35%	36%
毛利率(%)	61.6%	63.2%	64.8%	66.1%
ROE(%)	7.7%	10.4%	13.0%	16.0%
每股收益(元)	0.84	1.17	1.58	2.15
P/E	43.87	31.28	23.21	17.09
P/B	3.40	3.25	3.01	2.74
EV/EBITDA	26	20	14	10

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、公司具有多个特色品种，产品梯队丰富	3
二、3 大中成药品牌优势显著，增长空间广阔	4
2.1 复方血栓通胶囊 - 省外市场拓展加速，5 亿级别大品种可期	4
2.1.1 眼底病中成药第一品牌，心脑血管领域地位稳步上升	4
2.1.2 积极拓展全国市场，未来有望实现加速增长	5
2.2 众生丸 - 第二个过亿大品种，市场份额逐年提高	5
2.3 清热祛湿冲剂 - 良好增长势头有望恢复	6
2.4 二线品种：脑栓通胶囊和盐酸氮卓斯汀滴眼液发展潜力较大	7
三、在研项目前景良好，产品线有望进一步丰富	7
四、募投项目顺利推进，明年中期产能有望开始释放	8
五、良好业绩值得期待，给予推荐评级	9
附录：公司基本情况	10

一、公司具有多个特色品种，产品梯队丰富

目前中成药是公司收入和利润的主要来源，主导产品为复方血栓通胶囊、众生丸、清热祛湿冲剂，三大产品贡献了公司 75% 以上的毛利并逐年提升。

化学药品包括为数众多的进入基本药物目录的普药产品，如复方醋酸地塞米松乳膏、头孢拉定胶囊、硫糖铝混悬液等，09 年化学药业务共实现销售收入 1.48 亿，未来将保持平稳增长；

二线产品包括复方脑栓痛胶囊和盐酸氮卓斯汀滴眼液等；

新产品包括健行颗粒、口康凝胶、众生丸二次开发、脑栓通颗粒等。

此外，未来公司还有可能通过收购来进一步丰富产品线。

表 1：公司主要中成药情况

药物领域	品种	原材料	功能主治	图样
心脑血管+眼科	复方血栓通胶囊（ 中药二级保护品种，进入甲类医保 ），发改委定价	三七、黄芪、丹参、玄参。	活血化瘀，益气养阴。用于治疗血瘀兼气阴两虚证的视网膜静脉阻塞，症见视力下降或视觉异常，眼底瘀血征象，神疲乏力，咽干，口干等；以及用于血瘀兼气阴两虚的稳定性劳累型心绞痛，症见胸闷痛、心悸、心慌、气短乏力、心烦口干者。	
咽喉用药	众生丸（ 中药二级保护品种 ），广东省物价部门定价	蒲公英、紫花地丁、黄芩、岗梅、赤芍、天花粉、玄参、当归、防风、柴胡、皂角刺、人工牛黄、白芷、胆南星、虎杖、夏枯草、板蓝根。	清热解毒，活血凉血，消炎止痛。用于上呼吸道感染，急、慢性咽喉炎，急性扁桃腺炎，疮毒等症。	
清热类	清热祛湿冲剂，公司自主定价	党参、茵陈、岗梅根、黄芪、苍术、野菊花、陈皮。辅料为：蔗糖。	清热祛湿，益气生津。用于暑湿病邪引起的四肢疲倦，食欲不振，身热口干。	

资料来源：公司网站 中投证券研究所

二、3大中成药品牌优势显著，增长空间广阔

公司的核心产品复方血栓通胶囊分属心脑血管用药细分领域，同时，在眼底病治疗领域有突出的表现；众生丸分属咽喉用药细分领域；清热祛湿冲剂分属清热冲剂类中成药细分领域。

2.1 复方血栓通胶囊 - 省外市场拓展加速，5 亿级别大品种可期

2.1.1 眼底病中成药第一品牌，心脑血管领域地位稳步上升

随着我国人民生活水平显著改善以及大众健康意识的提高，就诊率和用药水平也会越来越高，同时现在人们的工作学习、压力加大，加上不良习惯、生活不规律，用眼过度，高血压，糖尿病，心、脑血管疾患的发病率增加，对药品的需求量将进一步加大，预计 2010 年我国心脑血管中成药市场规模超过 370 亿，眼底病用药市场规模将有 6.6 亿。

而作为国家医保目录里唯一用于治疗眼底病的中成药，复方血栓通胶囊以完全差异化的定位区别于其它中成药，在眼底病领域确立了第一品牌地位，市场占有率超过 22%。

表 2：2008 年我国眼底病用药产品竞争格局

排名	药名	2008 年市场份额	备注
1	复方血栓通胶囊	22.27%	中成药
2	复方樟柳碱	9.94%	植物神经调节药物
3	血栓通注射液	7.72%	中成药
4	维生素 E 烟酸脂胶囊	5.36%	心脑血管用药
5	复方丹参滴丸	4.25%	中成药，心脑血管用药
6	银杏叶片	2.99%	中成药，心脑血管用药
7	安步乐克	2.99%	抗血栓药
8	胰激肽原酶肠溶片	3.11%	抗血栓药
9	妥拉唑林	3.01%	抗血栓药
10	明目地黄丸	2.57%	眼科用药

资料来源：SFDA 南方医药经济所 招股说明书 中投证券研究所

同时，复方血栓通胶囊在国内心脑血管中成药市场地位逐年上升，2008 年销售额排名第十六位。单从脑血管领域来看，该产品始终保持在前十大中成药品牌之列。

表 3：2006 年—2009 年脑血管领域前 10 产品竞争格局

2006 年	份额	2007 年	份额	2008 年	份额	2009 年	份额
血塞通注射液	10.30%	血栓通注射液	10.10%	醒脑静注射液	11.40%	疏血通注射液	12.70%
血栓通注射液	9.20%	醒脑静注射液	8.50%	血栓通注射液	10.30%	醒脑静注射液	12.50%

灯盏细辛注射液	9.00%	灯盏细辛注射液	7.16%	川芎嗪注射液	6.23%	血栓通注射液	10.20%
血塞通片	7.16%	血塞通注射液	7.14%	血塞通注射液	6.22%	灯盏细辛注射液	8.08%
醒脑静注射液	5.44%	疏血通注射液	6.09%	疏血通注射液	5.62%	川芎嗪注射液	5.73%
复方血栓通胶囊	5.35%	灯盏花素注射液	5.45%	灯盏花素注射液	5.19%	血塞通注射液	5.49%
疏血通注射液	5.14%	血塞通片	5.11%	灯盏细辛注射液	4.82%	苦碟子注射液	5.15%
灯盏花素注射液	4.15%	川芎嗪注射液	5.00%	脑心通胶囊	4.82%	脑心通胶囊	4.59%
川芎嗪注射液	3.81%	脑心通胶囊	4.72%	苦碟子注射液	4.46%	复方血栓通胶囊	3.96%
刺五加注射液	3.35%	复方血栓通胶囊	4.09%	复方血栓通胶囊	4.00%	血塞通片	3.54%

资料来源：SFDA 南方医药经济所 中投证券研究所

2.1.2 积极拓展全国市场，未来有望实现加速增长

从销售格局来看，复方血栓通胶囊在广东省外市场的发展加速。SFDA 南方所数据显示，复方血栓通胶囊省外销售额占比逐年提高，目前已达约 40%，2010 年有望提高到 50%，正逐渐从区域性品牌成长为全国性品牌。

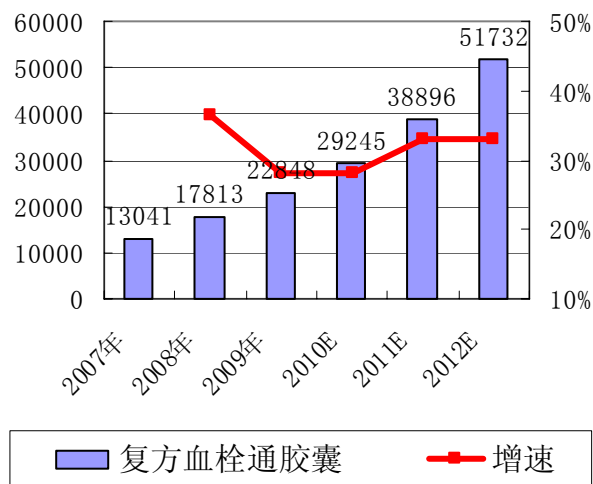
销售模式方面，公司对复方血栓通胶囊的营销坚持自建销售队伍，采用专业化学术推广模式。力争在 2010 年新增省级办事处 15 个，地市级办事处 24 个，销售队伍由目前 210 人扩充至 500 人，覆盖医院由当前 1800 家增加至 3000 家，销售额占总规模 45%。

表 4：2006 年以来复方血栓通胶囊地区销售格局

地区	2006 年 (%)	2007 年 (%)	2008 年 (%)
广州	90.9%	79.3%	68.0%
北京	6.66%	11.2%	16.4%
郑州	—	6.20%	8.72%
成都	2.00%	1.58%	3.26%
南京	0.25%	1.01%	1.78%

资料来源：SFDA 南方医药经济所 中投证券研究所

图 1：复方血栓通胶囊预计销售收入(单位：万)



资料来源：公司公告 中投证券研究所

2009 年复方血栓通胶囊销售收入达到 2.28 亿，同比增长约 28.3%，预计 2010 年销售额有望接近 3 亿。明年中期在新产能释放后，增速有望进一步加快，成长为 5 亿级别大品种可期。

2.2 众生丸 - 第二个过亿大品种，市场份额逐年提高

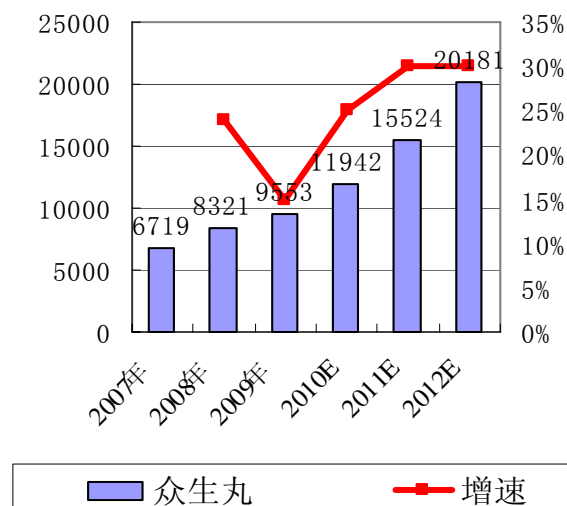
咽喉炎是由细菌引起的一种疾病，由于咽喉疾病属常见病和多发病，发病

人群广，且慢性咽喉炎等疾病尚难彻底根治，这就使咽喉用药拥有庞大的消费群体与广阔的市场发展空间。作为 OTC 中的一个主流类别品种，咽喉用药的市场规模逐年上升。预计未来两年我国咽喉用药的市场将保持 9% 左右的增长率发展，至 2010 年我国咽喉用药规模将达到 49 亿。

表 5：08 年 7 月-09 年 6 月我国咽喉中成药前 10 品牌

排名	药名	市场份额	厂家
1	金嗓子喉宝	25.7%	金嗓子药业
2	慢严舒柠颗粒	10.7%	山西桂龙医药
3	西瓜霜喷剂	6.2%	桂林三金
4	西瓜霜清咽含片	4.3%	桂林三金
5	复方草珊瑚含片	3.9%	江中药业
6	众生丸	3.3%	众生药业
7	咽立爽口含滴丸	3.2%	黄果树立爽药业
8	意可贴含片	3.1%	深圳太太药业
9	西瓜霜润喉片	2.5%	桂林三金
10	黄氏响声丸	2.4%	无锡山禾药业

图 2：众生丸预计销售收入(单位：万)



资料来源：SFDA 南方所药品零售监测分析系统 中投证券研究所 资料来源：公司公告 中投证券研究所

而众生丸上市多年来，由于疗效显著，在广东地区的咽喉用药市场中品牌优势突出，连续数年市场排名第一。SFDA 南方所最新数据显示，其在全国咽喉用药市场排名中已排名第六，并有进一步上升趋势。

目前公司正在加快推动营销网络的建设，提高 OTC 产品的营销力度，同时借助上市带来的品牌广告效应，力争提升在咽喉领域的市场份额。预计 2010 年众生丸将成为公司第二个过亿品种，销售收入将接近 1.2 亿。

2.3 清热祛湿冲剂 - 良好增长势头有望恢复

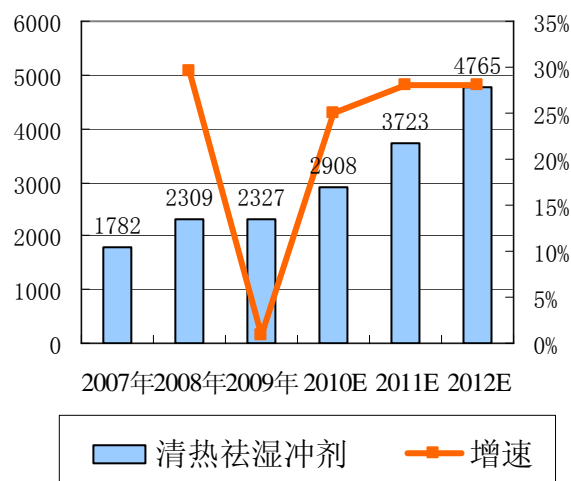
我国清热冲剂类中成药市场中，由于区域位置和气候因素，主销区域为广东省。近 4 年我国清热冲剂类中成药市场规模总体上呈上升趋势，2008 年我国清热冲剂类中成药总的市场规模达到 20.24 亿，预计 2010 年将会接近 25 亿。

目前公司生产的清热祛湿冲剂排在清热冲剂类的第十位。但是，从 2007 年开始由于公司中药提取能力比较紧张，为了保证复方血栓通胶囊和众生丸的生产，导致清热祛湿冲剂销量有所调整。

表 6：2008 年我国清热祛湿冲剂前 10 品牌

排名	药名	市场份额	厂家
1	夏桑菊颗粒	13.21%	广州星群药业
2	广东凉茶颗粒	10.35%	广州王老吉药业
3	板蓝根颗粒	9.44%	白云山和记黄埔
4	板蓝根颗粒	7.27%	四川蜀中制药
5	板蓝根颗粒	4.72%	北京同仁堂
6	清开灵颗粒	4.67%	白云山明兴
7	口炎清颗粒	3.72%	白云山和记黄埔
8	板蓝根颗粒	3.16%	广州雪雷制药
9	板蓝根颗粒	1.76%	上海雷允上
10	清热祛湿冲剂	1.53%	众生药业

图 3：清热祛湿冲剂预计销售收入(单位：万)



资料来源：SFDA 南方医药经济所 招股说明书 中投证券研究所 资料来源：公司公告 中投证券研究所

预计随着 2011 年中期新产能的释放，清热祛湿冲剂增速开始加快，未来 3 年 CAGR 将超过 25%，市场份额有望继续提升。

2.4 二线品种：脑栓通胶囊和盐酸氮卓斯汀滴眼液发展潜力较大

公司二线产品中的脑栓通胶囊和盐酸氮卓斯汀滴眼液发展潜力较大。我们认为，随着销售渠道的不断延伸和完善，二线产品增速能保持较快的增长势头。

脑栓通胶囊是公司与中国北京中医药大学联合研发的独家品种，对脑血管疾病疗效显著，并进入了 2009 年乙类医保目录。2005 年开始上市，2009 年销售收入在 2000 万元以上，未来有望成为公司心脑血管产品线中又一过亿的大品种。

此外，盐酸氮卓斯汀滴眼液于 2000 年首次在美国上市，2008 年公司实现国内首仿，在预防和治疗季节性过敏性结膜炎中疗效确切，未来也有望成为公司新的眼科明星产品。

三、在研项目前景良好，产品线有望进一步丰富

近年来，公司对研发的投入比重不断提升，约占总营收的 7%，在中小型企业中处于领先地位。目前公司在研产品有多个，其中我们比较看好治疗帕金森症的健行颗粒。另外，未来公司还不排除通过收购兼并的形式来丰富产品线。

表 7：公司研发项目进展情况

序号	项目名称	治疗领域	进展情况	预期达成目标
1	健行颗粒	帕金森病	临床试验阶段	取得新药证书和药品批准文号
2	口康凝胶	口腔黏膜疾病	临床试验阶段	取得新药证书和药品批准文号

3	复方血栓通胶囊增加治疗糖网新适应症	糖尿病等并发症	临床前研究阶段	取得药品新适应症批件
4	众生丸二次开发		药学研究阶段	取得药品注册批件
5	滴通鼻炎水喷雾剂		取得临床试验批件, 临床阶段	取得药品批准文号
6	脑栓通颗粒		中药8类, 正在药监局审评	取得药品批准文号
7	清热祛湿颗粒	清热类	中药品种保护审评委员会审批	取得中药品种保护证书
8	复方血栓通胶囊	心脑血管+眼底病	中药品种保护审评委员会审批	取得中药品种保护证书
9	众生丸	咽喉	中药品种保护审评委员会审批	取得中药品种保护证书
10	众生胶囊	咽喉	中药保护品种申报阶段	取得中药品种保护证书
11	众生片	咽喉	中药保护品种申报阶段	取得中药品种保护证书
12	复方血栓通片	心脑血管, 眼病	中药保护品种申报阶段	取得中药品种保护证书

资料来源: 招股说明书 中投证券研究所

我国现有帕金森病患者约 200 万且发病率不断上升, 相关药物需求空间很大。而健行颗粒是我国药政部门批准进入临床试验的第一个用于治疗帕金森病的创新中成药, 与化学对照药盐酸金刚烷胺具有同等药效, 而副作用较小, 2 期临床已于去年底完成, 目前处于 3 期临床阶段, 预计上市后市场前景可期。

此外, 治疗口腔黏膜疾病的口康凝胶也在临床试验中, 复方血栓通胶囊正和中山大学医学院合作开发糖尿病等新适应症。

四、募投项目顺利推进, 明年中期产能有望开始释放

作为公司利润贡献的主要来源, 复方血栓通胶囊近年产能利用率已超过了 120%, 通过改善工艺流程、增加中药提取设备以及生产班次在一定程度上虽提高了产能, 但提升空间有限。预计明年中期新项目投产后, 产品增速会加快。

此外, 对于超募的资金, 公司已将其中的 4000 万归还了银行贷款, 7000 万用于补充流动资金。今后公司还将积极地寻找与主业有关的稳健项目。

表 8: 公司募投项目进展情况

项目	现有产能 (亿粒/吨)	项目达产后产能 (亿粒/吨)	产能新增 (亿粒/吨)	产能增长率 (%)	募集资金 投入(万)	预计投产 日期
复方血栓通胶囊技术改造项目	2.12	5.1	2.98	140.57	16532	2011年7月 1日
众生丸技术改造项目	10.23	26.06	15.83	154.74	10236	2011年7月 1日
清热祛湿冲剂技术改造项目	700	1550	850	121.43	2710	2011年7月 1日
营销网络建设技术改造项目	—	—	—	—	3100	2013年7月 1日
科研技术中心建设技术改造项目	—	—	—	—	2000	2012年7月 1日

资料来源: 招股说明书 公司年报 众生药业全景网 2009 年度业绩说明会 中投证券研究所

五、良好业绩值得期待，给予推荐评级

基于募投项目顺利进展的假设,我们对 10-12 年公司营业收入进行了预测:

- (1) 复方血栓通胶囊 10 年增速约 28%，2011 年产能释放后可望加快；
- (2) 众生丸今后 3 年复合增速在 25% 以上；
- (3) 清热祛湿冲剂产能占用问题解决后，今后 3 年增速也有望超过 25%；
- (4) 化学药业务平稳增长。

表 9：主营业务收入及成本预测（单位：万）

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	48431	55160	67770	86473	111775
中成药:	32536	40260	52393	70590	95349
复方血栓通胶囊	17813	22848	29245	38896	51732
众生丸	8321	9553	11942	15524	20181
清热祛湿冲剂	2309	2327	2908	3723	4765
其它中药	4093	5532	8298	12447	18671
化学药	15742	14837	15282	15741	16213
其它业务收入	153	63	94	142	213
营业成本	22707	21168	24969	30435	37846
中成药:	10976	10829	14306	19430	26479
复方血栓通胶囊	2879	3092	3989	5305	7055
众生丸	3929	3822	4777	6210	8073
清热祛湿冲剂	1311	1134	1423	1821	2331
其它中药	2856	2782	4118	6094	9019
化学药	11658	10309	10618	10936	11265
其它业务成本	73	30	46	69	103
毛利率	53.11%	61.62%	63.16%	64.80%	66.14%
中成药:	66.27%	73.10%	72.70%	72.47%	72.23%
复方血栓通胶囊	83.84%	86.47%	86.36%	86.36%	86.36%
众生丸	52.78%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%
清热祛湿冲剂	43.21%	51.28%	51.08%	51.08%	51.08%
其它中药	30.22%	49.71%	50.38%	51.04%	51.69%
化学药	25.94%	30.52%	30.52%	30.52%	30.52%
其它业务	52.42%	51.65%	51.65%	51.65%	51.65%

资料来源：公司历年报表 中投证券研究所

综合来看，公司拥有多个特优品种，竞争优势突出，目前正积极向省外市场拓展，未来增速有望加快。我们预计公司 10-12 年 EPS 分别为 1.17、1.58 和 2.15 元，按 2011 年 35 倍 PE 来算，其合理估值应为 55.30 元，给予推荐的 投资评级。

附录：公司基本情况

公司简介

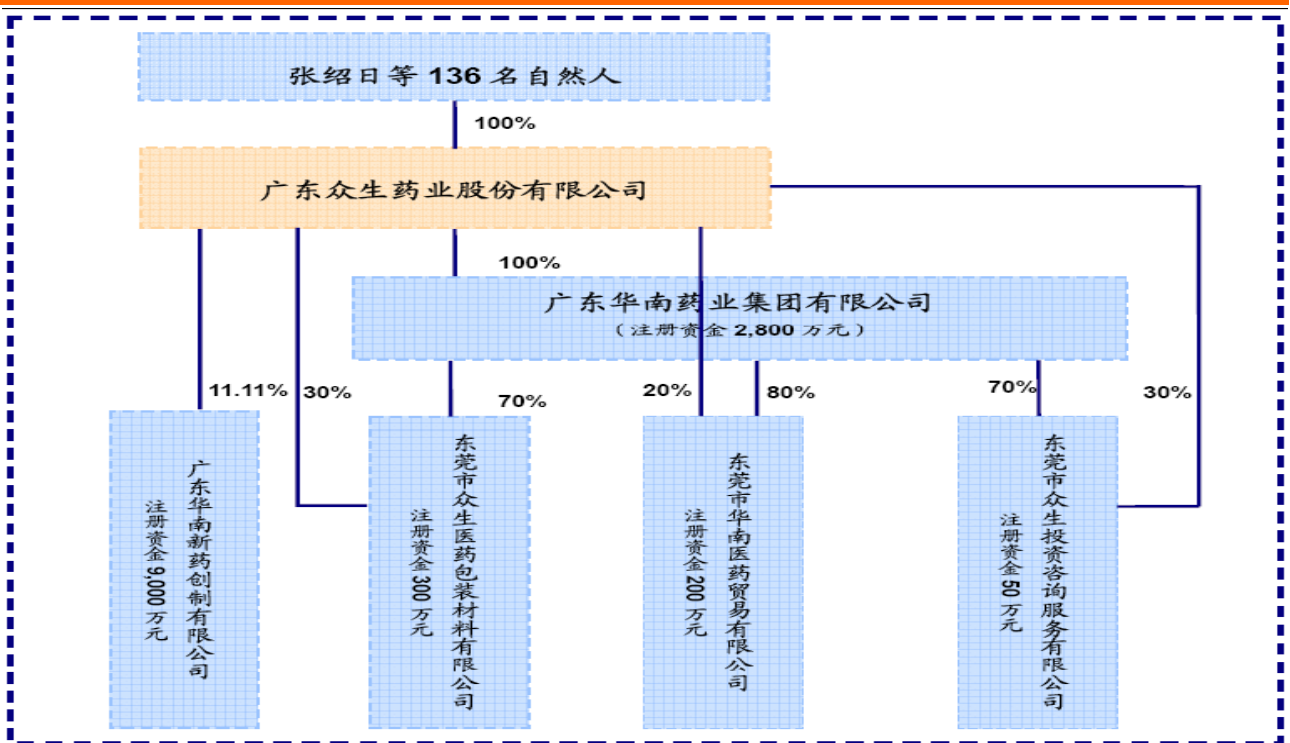
广东众生药业股份有限公司是一家致力于人类健康产品的高新技术企业，公司注册资本为 8000 万元，主营业务涉及药品的研发、生产与销售。

发展历史回顾：1979 年 10 月，东莞市石龙制药厂成立；1995 年 12 月，东莞市石龙制药厂被评为广东省高新技术企业；1998 年 05 月，东莞市石龙制药厂更名为广东众生制药厂；2001 年 12 月，广东众生制药厂改制，发起设立广东众生药业股份有限公司；2003 年 12 月，广东众生药业股份有限公司新的生产基地通过 GMP 认证；2008 年 12 月，广东众生药业股份有限公司被评为广东省高新技术企业；2009 年 04 月，广东众生药业股份有限公司被评为东莞市专利培育企业。

公司主要从事药品的研发、生产和销售。目前，公司拥有 18 个剂型 295 个国药准字号药品品种，其中复方血栓通胶囊、众生丸 2 个品种被列为国家中药二级保护品种；106 个品种被列入 OTC 品种目录，其中 46 个双跨品种（既是处方药，又是非处方药）；180 个药品进入国家医保目录。

股权结构方面，公司发行了 2000 万股，经过最近 10 转 5 总股本扩充至 12000 万股。其中，张绍日，叶惠棠分别占公司总股本的 32.74% 和 7.84%，其它周卓和等 134 名自然人占 34.42%。根据全体股东承诺，自公司股票上市之日起三十六个月内，不转让或者委托他人管理其持有的发行人股份，也不由发行人回购其持有的股份。

附图 1：众生药业股权结构



资料来源：招股说明书 中投证券研究所 注：发行后张绍日等 136 名自然人持股比例为 75%

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1245	1105	1047	1149	营业收入	552	678	865	1118
现金	1109	950	853	899	营业成本	212	250	304	378
应收账款	50	61	78	101	营业税金及附加	5	6	8	10
其它应收款	1	0	1	1	营业费用	185	227	287	369
预付账款	2	3	3	4	管理费用	37	46	58	75
存货	45	56	66	82	财务费用	4	-6	-4	-4
其他	38	34	47	62	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	159	386	551	598	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	7	8	8	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	107	218	347	428	营业利润	109	155	211	289
无形资产	32	31	30	29	营业外收入	8	7	7	7
其他	10	130	165	133	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1404	1491	1598	1747	利润总额	115	161	217	295
流动负债	103	129	131	136	所得税	14	20	27	37
短期借款	40	64	60	58	净利润	100	141	190	258
应付账款	20	21	26	32	少数股东损益	0	0	0	0
其他	44	44	45	46	归属母公司净利润	100	141	190	258
非流动负债	5	6	6	6	EBITDA	126	169	243	337
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.84	1.17	1.58	2.15
其他	5	6	6	6					
负债合计	108	135	137	142	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	80	120	120	120	成长能力				
资本公积	1027	967	967	967	营业收入	13.9%	22.9%	27.6%	29.3%
留存收益	189	269	375	519	营业利润	35.3%	42.8%	36.0%	36.9%
归属母公司股东权益	1295	1356	1461	1606	归属于母公司净利润	34.9%	40.2%	34.8%	35.8%
负债和股东权益	1404	1491	1598	1747	获利能力				
					毛利率	61.6%	63.2%	64.8%	66.1%
					净利率	34.4%	37.2%	39.7%	38.1%
					ROE	7.7%	10.4%	13.0%	16.0%
					ROIC	44.5%	27.8%	27.1%	32.7%
					偿债能力				
					资产负债率	7.7%	9.1%	8.6%	8.1%
					净负债比率	36.88	47.22%	43.62	40.76%
					流动比率	12.08	8.57	8.02	8.46
					速动比率	11.64	8.14	7.52	7.86
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.47	0.56	0.67
					应收账款周转率	11	12	12	12
					应付账款周转率	12.36	12.40	12.96	12.95
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.84	1.17	1.58	2.15
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	1.15	1.56	2.14
					每股净资产(最新摊薄)	10.79	11.30	12.18	13.38
					估值比率				
					P/E	43.87	31.28	23.21	17.09
					P/B	3.40	3.25	3.01	2.74
					EV/EBITDA	26	20	14	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 5 年证券行业从业经验, 2006 年和 2007 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

余方升, 医药行业研究员助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434