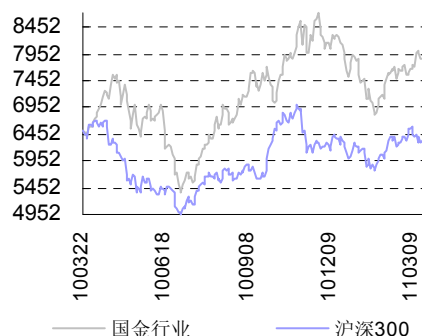


抗生素成就历史，专科药开创未来；

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	41.88
发行A股数量(百万股)	33.40
总股本(百万股)	133.40
国金化学制药指数	7872.55
沪深300指数	3215.69



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.907	1.231	1.282	1.739	2.344
每股净资产(元)	1.56	2.75	13.36	14.99	17.34
每股经营性现金流(元)	0.63	1.06	1.36	1.81	2.49
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	64.09	64.09	64.09	64.09	64.09
净利润增长率(%)	98.41%	35.81%	38.91%	35.71%	34.76%
净资产收益率(%)	58.02%	44.77%	9.60%	11.61%	13.53%
总股本(百万股)	100.00	100.00	133.40	133.45	133.45

来源：公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司现有业务主要从事抗生素原料药及制剂的研发、生产和销售，主导产品是氨曲南（第一个成功用于临床的单环β-内酰胺类抗生素）。
 - 公司是国内首批将氨曲南成功推广上市的企业。公司氨曲南原料药2009年市场占有率达48%，位居行业首位；在制剂市场占有率11.37%，排名第二。
 - 2010年，氨曲南原料药及制剂的销售收入为2.92亿元（同比增长约50%），占公司销售收入的64%；销售毛利1.65亿元（同比增长约40%），占公司毛利总额的78%。
- 公司已经形成了抗生素产业链的核心竞争力。公司注重原料药和制剂产品的协同发展，建立“抗生素医药中间体-抗生素原料药-抗生素制剂-抗生素产品销售”完整的业务体系，这一优势在未来能够延续。
 - 公司已拥有替卡西林钠、磺苄西林钠、硫酸头孢匹罗、头孢硫脒等产品原料药及制剂的生产批件。其中磺苄西林钠09年新进入医保目录，预计未来3年将迎来销量快速增长。
 - 公司正积极进行头孢唑肟钠原料药和磺苄西林钠制剂的生产申报工作，从品种角度进一步利用上述优势，力争再造一个“氨曲南”。
- 公司未来的增长点在于专科药。公司虽然目前已经形成了较强的抗生素竞争力，但是从公司的在研产品储备来看，公司正在经历由抗生素向专科药的转型。公司目前在研卡培他滨、甲磺酸伊马替尼等多个重磅炸弹级专科药，长期有望实现抗生素和专科药两条腿走路。
- 公司真正价值在远景。公司短期内主业增长将主要依靠氨曲南原料药及制剂、磺苄西林钠原料药及制剂等抗生素产品的拉动。我们认为，对于公司的价值判断不应该局限于现有的抗生素业务，更应该基于公司在研发实力、新产品储备、经营能力以及产业布局等各方面的竞争优势，展望公司未来无限的可能性。我们认为从长期来看，基于公司研发实力及氨曲南的成功历史，公司将有望成功转型为专科类仿制药研发型企业。
- 盈利预测和估值。在我们的假设前提下，我们预测公司2011、2012、2013年每股EPS为1.282元、1.739元、2.344元，同比增长38.91%、35.71%、34.76%。我们从远景角度衡量公司价值，给予35-40倍估值，合理价格在44.88元-51.29元。
- 风险提示：产品降价、新药研发进程低于预期

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130210050004
(8621)61038219
lijing@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号：S1130208070242
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李龙俊 分析师 SAC 执业编号：S1130210080003
(8621)61038315
lilong@gjzq.com.cn

公司是一家研发实力出众的有活力的企业	3
公司当前立足于抗生素的研发、生产、销售	3
公司研发实力强大，“纵向一体化”优势明显	4
公司成长路径清晰，未来将进军专科药领域	5
氨曲南是公司抗生素全产业链竞争模式的成功典范	6
纳入医保目录推动氨曲南爆发式增长	6
氨曲南成功的秘密：前向一体化+工艺优化=成本领先优势	9
公司具有领先的抗生素全产业链竞争战略	11
研发能力外展，专科药将成为公司未来重要增长极	12
研发综合实力出众，品类延伸到专科药	12
专科药将逐步成为公司重要的增长力量	13
募投项目：扩产抗生素及新产品研发	16
盈利预测与估值	16
附录：全产业链的核心竞争力，有助于后续产品的放量	18
替卡西林钠，稳定增长	18
磺苄西林钠，新进医保有望迎来快速增长	19
头孢替唑钠，原料药获批，毛利率有望大幅提升	20
头孢硫脒，原料药优势助推高成长	20
头孢匹胺，高成长品种，原料药注册存风险	21
头孢唑肟钠：原料药批文申请中	21
附录：三张报表预测摘要	23

公司是一家研发实力出众的有活力的企业

公司当前立足于抗生素的研发、生产、销售

- 公司主要从事抗生素原料药及制剂的研发、生产和销售，主导产品包括氨曲南原料药及制剂，替卡西林钠、磺苄西林钠原料药，头孢硫脒、头孢唑肟钠制剂。其中，氨曲南原料药、磺苄西林钠原料药和替卡西林钠原料药产量均占国内第一，氨曲南制剂全国第二。
- 公司主要产品列表如下：

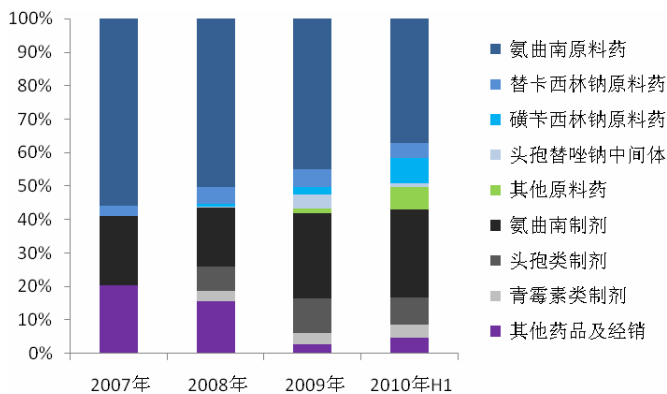
图表1：公司主要产品列表

业务分类	负责经营的子公司	主导产品及业务
抗生素原料药	福安药业	氨曲南原料药（纯粉）
		氨曲南/精氨酸（混粉）
		替卡西林钠原料药
		磺苄西林钠原料药
		头孢替唑钠中间体
抗生素制剂	庆余堂	注射用氨曲南
		注射用头孢唑肟钠
		注射用头孢硫脒
医药商业	生物制品	药品代理销售
药物研发	礼邦药物	抗生素及其他药物的研发

来源：国金证券研究所

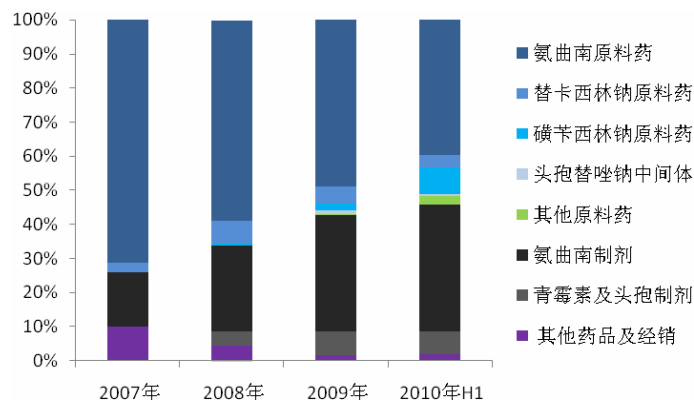
- 氨曲南原料药及制剂是公司主导产品。2010年上半年，氨曲南原料药及制剂的销售收入为1.51亿元（同比增长约50%），占公司销售收入的63.58%；销售毛利8190万元（同比增长约40%），占公司毛利总额的76.99%。

图表2：公司销售收入构成图



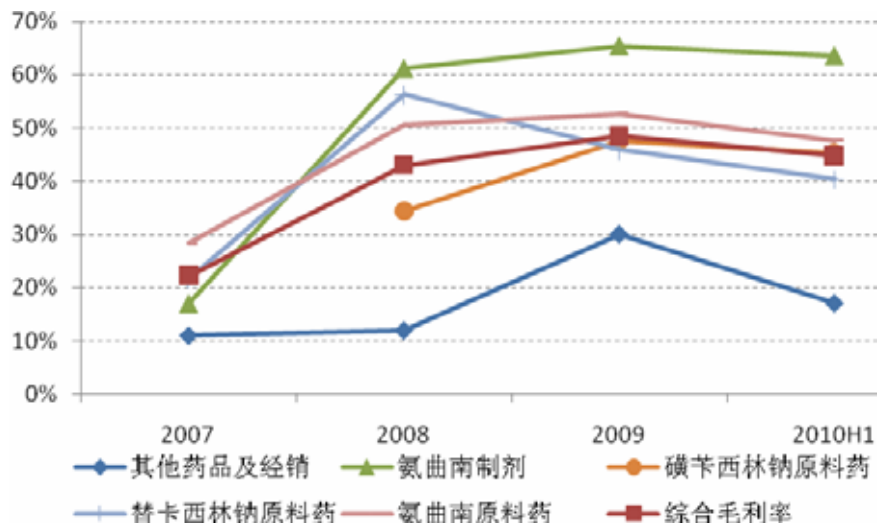
来源：国金证券研究所

图表3：公司毛利构成图



- 公司综合毛利提升较快，主要得益于公司生产工艺不断改进，各主要产品的原材料采购单价不断下降，产品结构中氨曲南原料药及制剂等高毛利产品比例上升。2010年H1综合毛利率出现小幅下滑由于原材料成本提高，主要原因是当期新增的主要产品氨曲南混粉中的原材料占比较高。

图表4: 主要产品毛利率统计

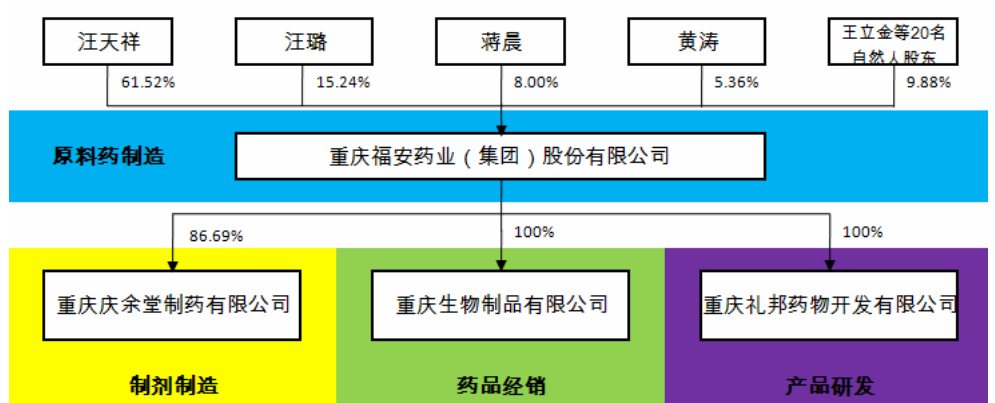


来源: 国金证券研究所

公司研发实力强大, “纵向一体化” 优势明显

- 公司致力于打造“抗生素医药中间体—抗生素原料药—抗生素制剂—抗生素产品销售”完整的产业链布局体系, 纵向一体化优势明显。该模式有效减少了交易成本和风险, 提升了经营效率, 使得公司的盈利和抗风险能力大大增强。
- 集团公司福安药业主要负责原料药的生产制造, 庆余堂药业专注于与之配套的制剂生产, 生物制品公司负责药品的代理经销业务。2008年3月出资设立独立的医药研发公司——礼邦药物, 专门从事抗生素等药物的研发。
- 公司技术团队研发经验积累, 能够有效保证公司研发的原料药和制剂产品从小试、中试放大到工业化生产的转化, 从而不断改进生产工艺, 实现上游原材料制造内部化生产, 从而建立抗生素产品制造的成本领先优势。

图表5: 公司股权结构图



来源: 国金证券研究所

- 目前公司已拥有氨曲南原料药及制剂、替卡西林钠原料药及制剂、硫酸头孢匹罗原料药及制剂、头孢硫脒原料药及制剂的生产批件。

- 为进一步实现现有原料药和制剂产品的“无缝对接”，公司正积极进行头孢唑肟钠原料药和磺苄西林钠制剂的生产申报工作。同时，在进行抗生素新产品申报时，公司更注重原料药和制剂产品的协同发展。

图表6: 公司申报及拟申报抗生素产品

品名	药品类型	进展情况	品名	药品类型	进展情况
头孢唑肟钠	化药6类	申报生产	注射用盐酸头孢替安	化药6类	拟申报生产
注射用头孢美唑钠	化药6类		头孢丙烯分散片	化药6类	
注射用头孢替唑钠	化药6类		头孢地尼	化药6类	
头孢丙烯	化药6类		头孢地尼胶囊	化药6类	
注射用头孢孟多酯钠	化药6类		头孢妥仑匹酯	化药6类	
注射用磺苄西林钠	化药6类		头孢妥仑匹酯片剂	化药6类	
头孢美唑钠	化药6类		头孢布烯	化药6类	
头孢孟多酯钠	化药6类		头孢布烯胶囊	化药6类	
呋布西林钠	化药6类		头孢拉宗	化药3类	
注射用呋布西林钠	化药6类		注射用头孢拉宗钠	化药3类	
盐酸头孢替安	化药6类		盐酸头孢替安酯	化药3类	
头孢替坦	化药3类		盐酸头孢替安酯片剂	化药3类	
注射用头孢替坦二钠	化药3类			申报临床	

来源：国金证券研究所

公司成长路径清晰，未来将进军专科药领域

- 公司目前借助于氨曲南所取得的成就只是公司发展的开始。公司成立于2004年2月，是一家非常年轻的企业。公司具有清晰的发展战略规划，将坚定地挺进专科药领域。
- 我们认为，对于公司的价值判断不应该局限于现有的抗生素业务，更应该基于公司在研发实力、新产品储备、经营能力以及产业布局等各方面的竞争优势，展望公司未来无限的可能性。
 - 在抗生素领域，公司选取合成起点为非大宗抗生素中间体的高端原料药品种，通过研发不断开发合成难度较高的原料药，内化核心原材料的生产；通过工艺改进降低成本，从而不断铸就成本领先优势。公司通过从医药中间体到制剂销售的全产业链布局获得产业链控制力，从而牢牢把握价值链核心，成为最终的受益者。
 - 在专科药领域，公司具有非常完善的新药产品筛选流程，有多个产品已经进入实质性申报阶段。公司着手自建销售团队，通过在核心城市的标杆医院先行学术推广逐级渗透。
- 虽然，公司在专科药领域的学术推广团队建设至少需要三年的时间，在近期内不会对公司利润产生明显贡献。但公司的核心竞争力来自于研发，抗生素只是公司腾飞的起点，绝非终点。

氨曲南是公司抗生素全产业链竞争模式的成功典范

纳入医保目录推动氨曲南爆发式增长

- 氨曲南是第一个成功用于临床的单环 β-内酰胺类抗生素，主要用于敏感的革兰阴性菌所致的感染，尤其适用于尿路感染、下呼吸道感染、败血症、急性淋病和外科感染等。
 - 氨曲南主要通过抑制细菌细胞壁的合成而起杀菌作用，对革兰阴性杆菌细胞膜上的青霉素结合蛋白 3(PBP-3)有高度亲和力，使细菌细胞的分裂受阻而形成丝状体，从而导致菌体溶解死亡。
 - 氨曲南抗菌谱较窄，对大多数需氧革兰阴性菌具有高度的抗菌活性，包括杆菌、球菌、铜绿假单胞菌具有良好的抗菌作用。

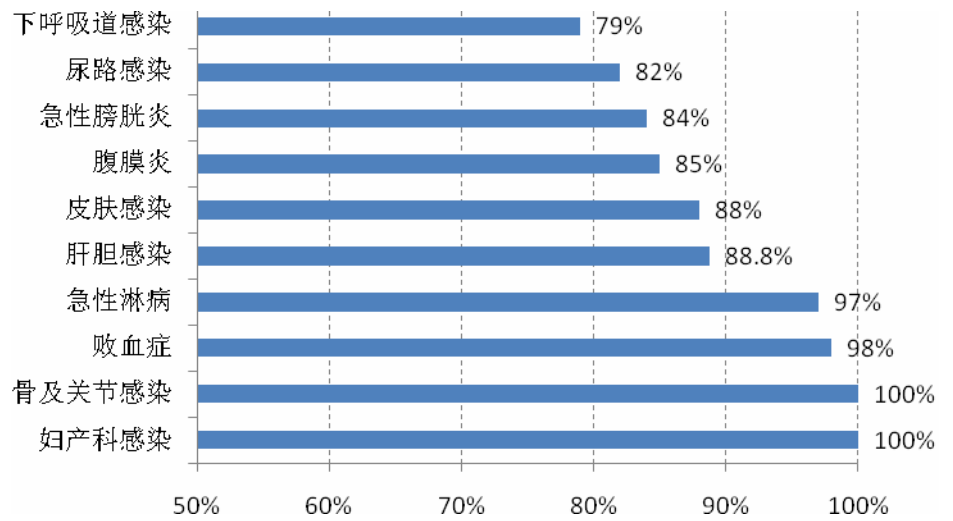
图表7：抗生素分类统计

主要类别	细分类别	常用品种
β-内酰胺类	青霉素类	青霉素钠、青霉素钾、替卡西林、磺苄西林、阿莫西林、哌拉西林、青霉素V钾等
	头孢菌素类	头孢氨苄、头孢羟氨苄、头孢替唑、头孢匹罗、头孢硫脒、头孢匹胺、头孢唑肟、头孢曲松等
	单环β-内酰胺类	氨曲南
	β-内酰胺酶抑制剂	克拉维酸、舒巴坦、他唑巴坦
	氧头孢烯类	拉氧头孢、氟氧头孢
	碳青霉烯类	亚胺培南、帕尼培南、美洛培南等
氨基糖苷类		链霉素、庆大霉素、卡那霉素、阿米卡星、小诺米星等
四环素类		四环素、土霉素、多西环素、米诺环素等
大环内酯类		红霉素、琥乙红霉素、罗红霉素、麦迪霉素、乙酰螺旋霉素、吉他霉素等
氯霉素类		有氯霉素、琥珀氯霉素
林可霉素类		林可霉素、克林霉素
其他抗生素		去甲万古霉素、磷霉素、卷曲霉素、利福平

来源：国金证券研究所，招股说明书

- 氨曲南具有很好的药代动力学特点，具有低过敏性、使用安全、毒副作用低、不良反应少、抗菌谱较窄、特异性强、联合用药广泛等优势。
 - 氨曲南最大特点是耐酶性强，当病原菌对青霉素类、头孢菌素类、氨基糖苷类等药物不敏感时，应用该药常可有效。
 - 使用方便安全，氨曲南与青霉素、头孢菌素之间无交叉过敏反应，不需要皮试，在临床使用中的不良反应较青霉素、头孢菌素少见，并被美国 FDA 批准用于儿童感染性疾病的治疗。
 - 广泛的联合用药，氨曲南与氨基糖苷类抗生素对革兰氏阴性菌有协同抗菌作用。

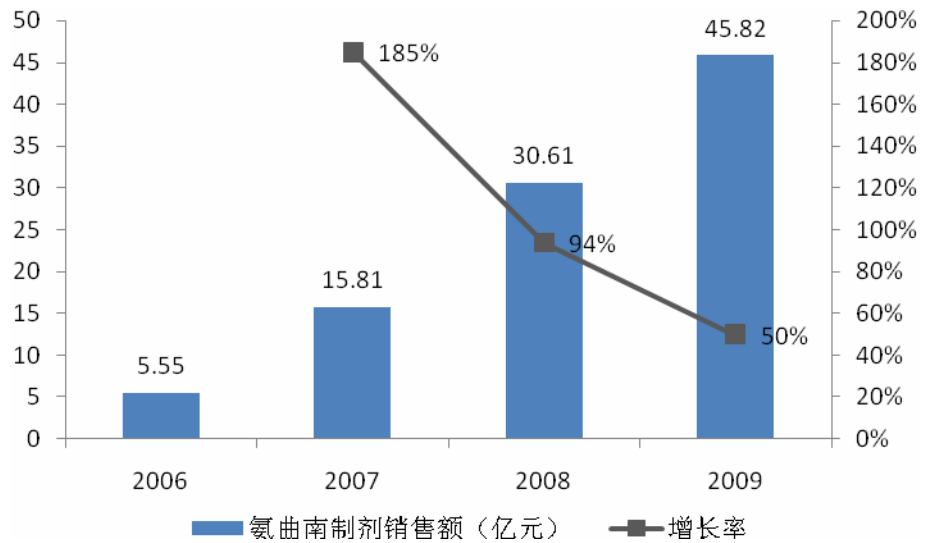
图表8: 氨曲南对不同适应症的有效率



来源: 国金证券研究所, 招股说明书

- 与大多数 β -内酰胺类抗生素不同的是它不诱导细菌产生 β -内酰胺酶, 同时对细菌产生的大多数 β -内酰胺酶高度稳定。
 - β -内酰胺类抗生素的耐药机制是致病菌可产生 β -内酰胺酶, 水解破坏进入菌体内 β -内酰胺类抗生素, 尤其是质粒介导的超广谱 β -内酰胺酶(ESBL)和染色体介导的 Ampc 酶, 导致耐药现象严重
 - 作为单环 β -内酰胺类抗生素, 氨曲南的碳基和 4 位的 α -甲基增强环对 β -内酰胺酶进攻的稳定性提高了抗菌活性。由于在 4 号位上羟基的独特分子结构, 使其具有抵抗 β -内酰胺酶水解作用的能力, 因此增强了抗铜绿假单胞菌的活性。
- 1997 年, SFDA 批准进口氨曲南, 后由中美上海施贵宝制药生产, 商品名为“君刻单”。2004 年实现原料药和制剂的国产化, 2004 版《国家医保目录》将氨曲南列入乙类药物, 启动了氨曲南的高速增长, 2006 年-2009 年氨曲南符合增长率高达 100%, 目前已经成为年销售规模 50 亿以上的重磅炸弹级抗生素产品。

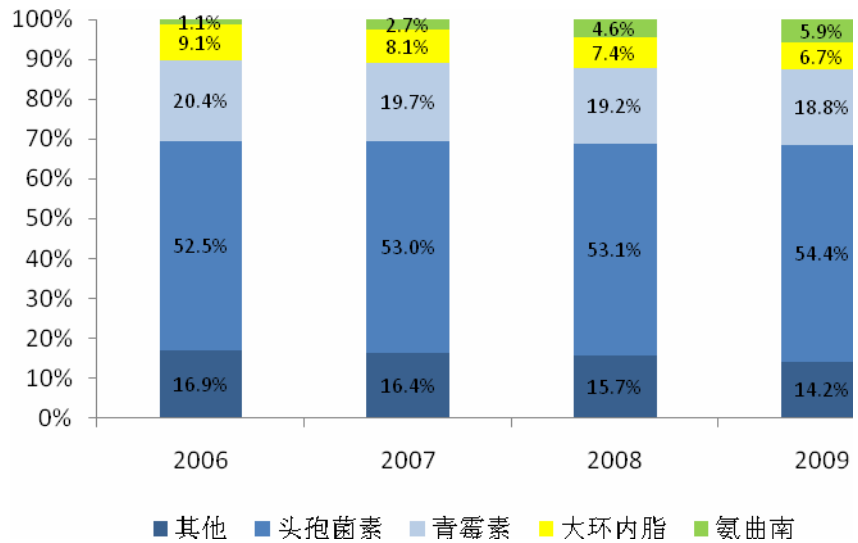
图表9: 氨曲南制剂终端市场销售额



来源: 国金证券研究所, 招股说明书

- 氨曲南借助进入医保目录的机会在近年抗生素市场上独领风骚, 成为增长最快的抗生素品种, 2009 年约占我国抗生素整体市场规模的 5.9%, 成为大品种抗生素用药。

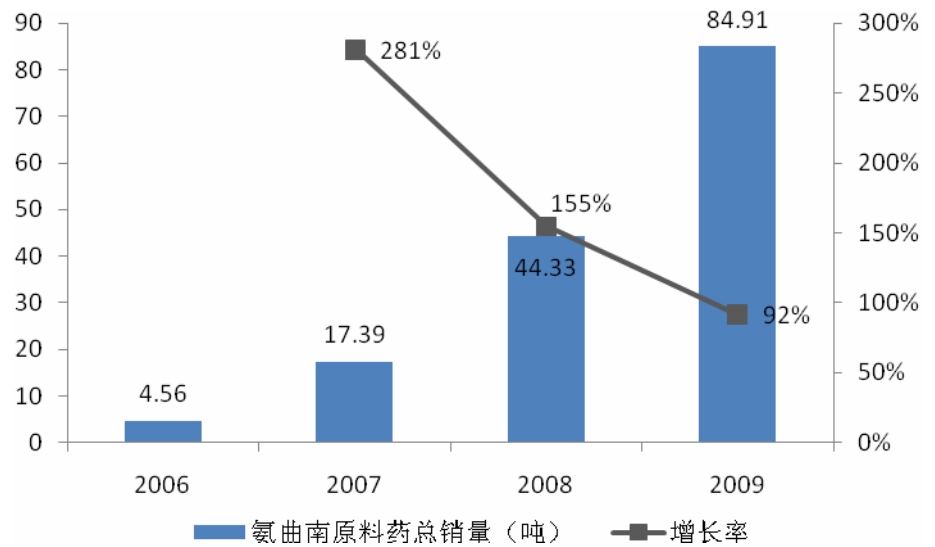
图表10: 氨曲南制剂占抗生素制剂市场份额统计



来源: 国金证券研究所, 招股说明书

- 氨曲南制剂的畅销同时也带动了原料药需求的快速增长。氨曲南原料药销量从 2006 年的 4.56 吨增长至 2009 年的 84.91 吨, 四年时间增长了 18 倍。

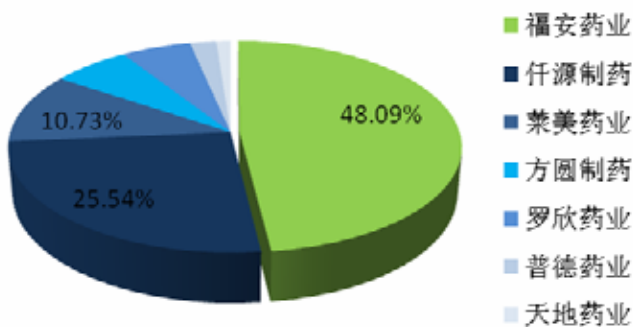
图表11: 氨曲南原料药全国销量统计



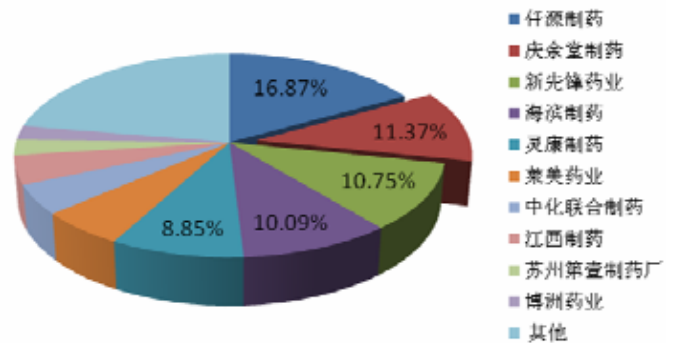
来源: 国金证券研究所, 招股说明书

- 福安药业是一家兼营氨曲南制剂和氨曲南原料药的生产销售企业, 特别是在氨曲南原料药方面具有市场领导地位。
 - 公司于 2005 年 5 月取得氨曲南原料药注册批件, 成为国内首批将氨曲南成功推广上市的企业, 2009 年公司销售氨曲南原料药 40.83 吨, 市场占有率 48.09%。
 - 公司子公司庆余堂于 2006 年开始生产氨曲南制剂产品, 凭借技术及产业链一体化优势很快占领国内市场。2009 年庆余堂氨曲南制剂市场终端销售收入 5.2 亿元, 市场份额为 11.37%, 市场排名居第二位。

图表12: 氨曲南原料药市场份额统计



图表13: 氨曲南制剂市场份额统计



来源: 国金证券研究所, 招股说明书

- 公司在氨曲南原料药及制剂上的成功, 从表面上看只是单一产品的成功, 实则是公司在抗生素产业链竞争模式的成功。公司在氨曲南药品全产业链的一体化战略布局是公司经营抗生素业务的经营理念, 具有可复制性。鉴于公司储备有丰富的抗生素产品, 我们充分看好公司未来抗生素领域的发展。

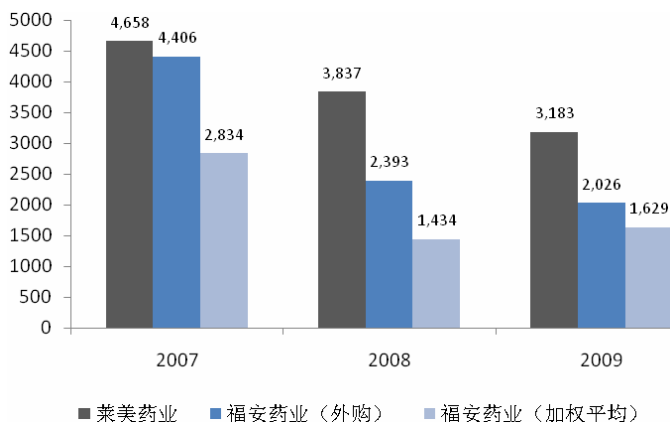
氨曲南成功的秘密: 前向一体化+工艺优化=成本领先优势

- 2007 年前氨曲南制剂尚处引入期, 并且其生产所需原料药实现国产化不久, 工艺技术尚不稳定、产量较小。公司采取前向一体化策略掌握了前端

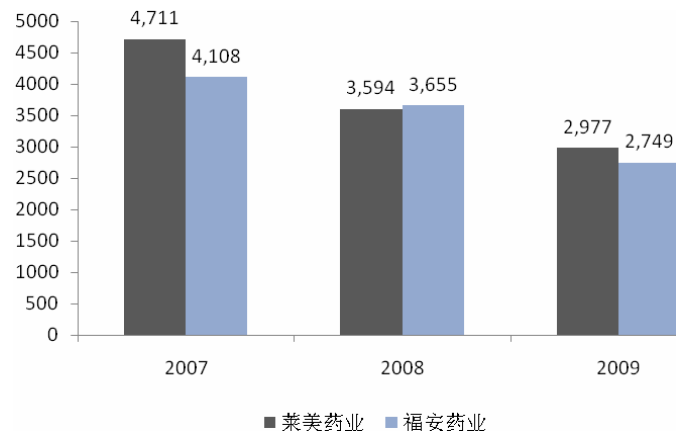
关键中间体的制备技术，从而奠定了成本领先优势，保障公司在激烈的竞争中保持快速成长。

- 近三年，公司在氨曲南原料药单位成本保持领先优势，并且单位成本呈现快速下降趋势，由2007年的5101.60元/kg下降至2009年的2225.99元/kg（降幅达56.37%）。主要原因如下：
 - 中间体自制：公司具备从最基础化工原料制备主要原材料氨曲南中间体的自制优势，自制中间体价格低于外购价格，从而奠定了成本优势。
 - 议价能力提升：氨曲南中间体实现自制提升外购一家能力，外购单价也大幅下降，加权平均单价由2007年的2833.51元/kg降至2009年的1628.61元/kg，降幅为42.52%。
 - 工艺优化：随着工艺技术的优化，氨曲南中间体与原料药的收率由2007年的82.16%提高至2009年的149.07%，从而推动单位成本大幅下降。
- 公司通过自制前端关键中间体使得原料药制造成本大幅下降，在产品售价始终与竞争对手保持一致的情况下，从产业链中拧出了利润。2009年，福安药业氨曲南原料药毛利率63.12%，比同样生产氨曲南原料药与制剂的莱美药业高出20个百分点。

图表14: 氨曲南中间体价格 (元/KG)

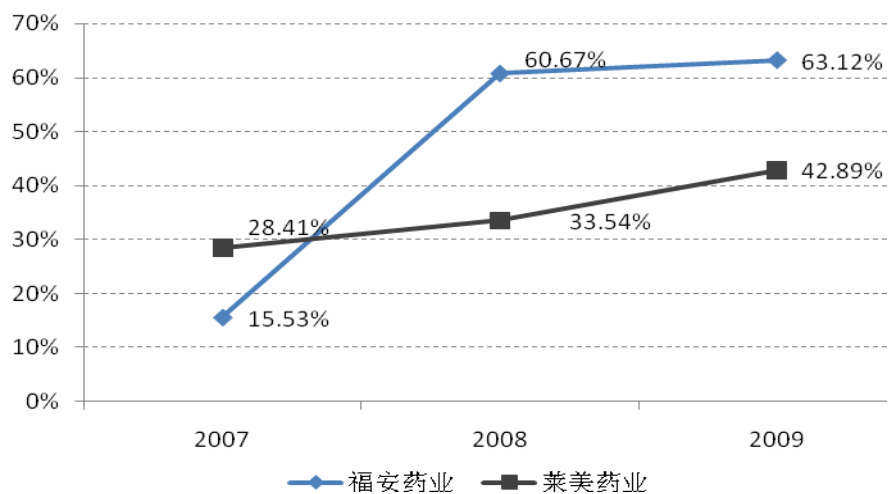


图表15: 氨曲南原料药混粉销售价格 (元/KG)



来源：国金证券研究所，招股说明

图表16: 氨曲南原料药产品毛利率统计



来源：国金证券研究所，招股说明书

- 我们认为，在目前抗生素降价压力较大的背景下，产业链的覆盖长度已经成为企业保持盈利能力的关键。福安药业比竞争对手都长的产业链业态，为氨曲南的持续盈利能力提供的保护。

公司具有领先的抗生素全产业链竞争战略

- 氨曲南产品的成功是公司在抗生素领域竞争战略的范本。公司对于每一个抗生素产品都将力争实现完整的产业链纵向一体化。通过全产额全产业链生产布局，公司能够根据产品的不同市场环境，灵活制定竞争战略，牢牢把握住产业链的价值核心，实现自身的利润最大化。
 - 对于制剂生产企业众多，而原料药制造技术壁垒高的抗生素制剂，公司通过自身强大的研发实力攻克原料药技术难关，占据价值链高地。公司的原料药产品大部分卖给下游制剂企业，部分用于自身制剂的生产与销售。子公司庆余堂所的制剂制造与销售通路，确保了公司对下游的议价能力，保证了公司对于产业链的支配地位。
 - 对于抗生素新品种，公司采取垄断经营或者联盟的思路，通过研发牢牢掌握原料药的技术核心，在制剂领域或是由于子公司庆余堂独家经营，或是与几家制剂企业签订长期购销合同，联合推广产品的使用，做大蛋糕。但是公司始终掌控上游原料药的供应，占据产业链中价值和利润的高地。
 - 对于子公司庆余堂擅长的制剂品种，公司通过内部生产原料药降低制剂的制造成本，从而提升制剂在市场上的竞争力，推动制剂高速增长。
- 公司除氨曲南外，抗生素品种储备非常丰富，公司将一直贯彻全产业链布局的经营思路，实现原料药和制剂的“无缝对接”。
 - 目前公司已拥有氨曲南原料药及制剂、替卡西林钠原料药及制剂、硫酸头孢匹罗原料药及制剂、头孢硫脒原料药及制剂的生产批件。
 - 公司正积极进行头孢唑肟钠原料药和磺苄西林钠制剂的生产申报工作。其他已经申报和拟申报抗生素原料药及制剂品种 23 个。

图表17: 公司正在申报(黄色)和获得生产批文(蓝色)的产品统计

产品	原料药生产批文	制剂生产批文
氨曲南		
替卡西林钠		
替卡西林钠/克拉维酸钾	2009/08/14	
硫酸头孢匹罗		
头孢硫脒		
头孢唑肟钠	2010/01/22	
磺苄西林钠		2010/05/24
氨苄西林钠/舒巴坦钠		
美洛西林钠		
阿莫西林钠		
阿莫西林钠/克拉维酸钾		
阿莫西林钠/舒巴坦钠		2010/05/13
哌布西林钠	2010/09/02	2010/09/03
头孢替唑钠		
头孢氮苄胶囊		
头孢地嗪钠		2009/11/13
头孢美唑钠	2010/07/27	2010/03/08
头孢替坦	2010/02/25	2010/02/25
头孢丙烯	2010/05/13	
头孢孟多酯钠	2010/08/10	2010/05/13
盐酸头孢替安	2010/09/10	

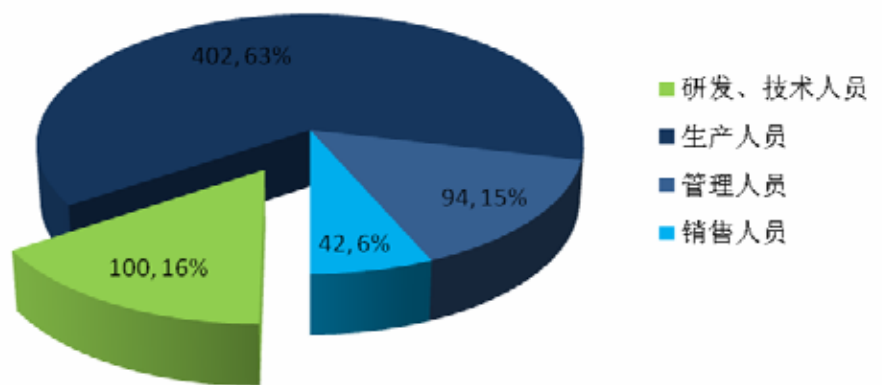
来源：国金证券研究所，日期表示申报时间，政府网站

研发能力外展，专科药将成为公司未来重要增长极

研发综合实力出众，品类延伸到专科药

- 公司成立于 2004 年，是一家非常年轻的制药企业。在立足于抗生素相关产品的制造与销售的同时，公司极为重视新药研发。始终将公司的愿景定位于一家以研发实力为核心竞争力的，抗生素产品与专科药并重的综合性制药企业。
- 目前拥有研发人员共 70 余人，90%为本科及以上学历，其中专职研发人员共 57 人，占员工总数 8.93%。专业涉及药物化学、药剂学、药物分析、药理学和医学等领域。

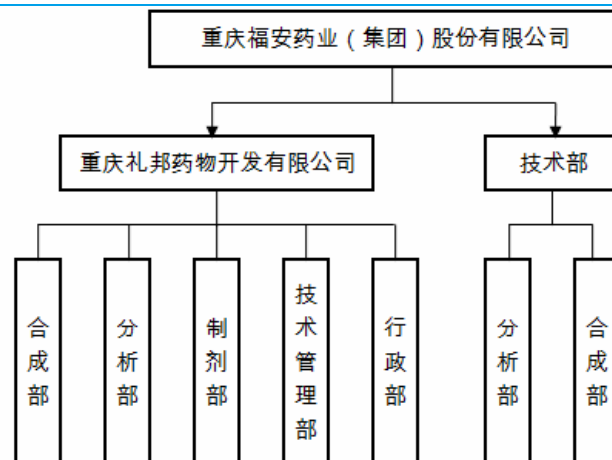
图表18: 公司员工构成结构统计



来源：国金证券研究所，招股说明书

- 公司研发职能由公司技术部和子公司礼邦药物共同完成。礼邦药物成立于 2008 年 3 月，主要负责合成路线的设计、小试工艺研究及优化、药品注册、知识产权及成果申报；公司技术部主要负责中试放大和试生产及后续工艺改进。

图表19: 公司研发业务部门组织结构



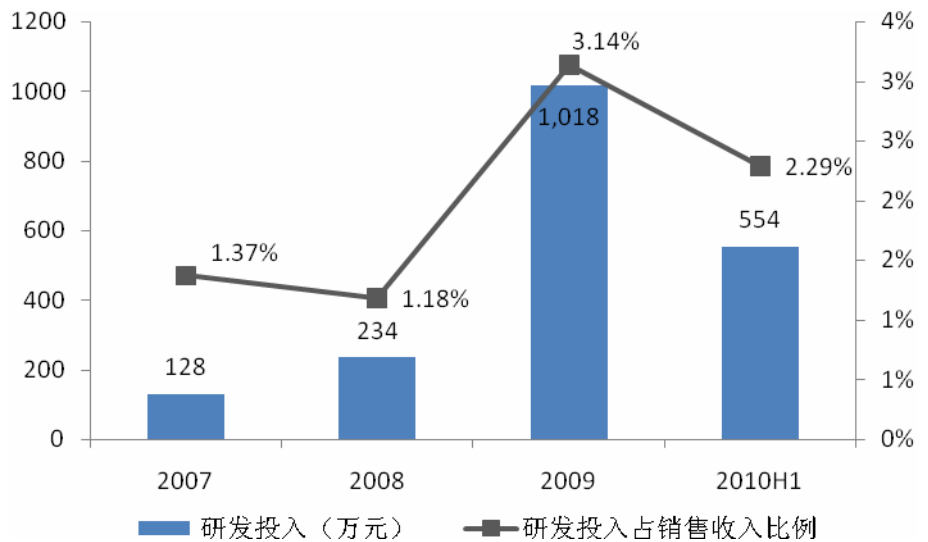
来源：国金证券研究所，招股说明书

- 在对外研发合作方面，公司全方位、多层次、宽领域对外交流合作的格局已初步形成。公司与四川抗菌素研究所、四川大学华西药学院、重庆医科

大学药学院、重庆医药工业研究院、西南交大生物工程学院等科研机构广泛开展对外合作。

- 公司 2009 年研发投入 1017 万元，占营业收入比重 3.14%。公司拥有较高的研发实力，科研成果丰硕。并且研发方向逐步由抗生素向专科药转移。
 - 公司目前拥有发明专利 3 项，已受理发明专利 7 项，国家新药证书 6 份，药品批准文号 58 个；共获得“十二五”重大新药创制科技重大专项 1 项，“十一五”重大新药创制科技重大专项——创新药物孵化基地建设子项目 1 项，国家科技部科研课题 1 项。
 - 为了丰富产品种类，提升公司竞争力，本公司还选取了部分抗病毒类药物、心脑血管疾病类药物和抗肿瘤药物作为研究方向。
 - 公司主要研发的抗生素药物有头孢妥仑匹酯、头孢布烯、头孢地尼、头孢地嗪钠等；抗病毒类药物有替比夫定等；心脑血管疾病类药物有硫酸氢氯吡格雷、盐酸奈必洛尔、奥拉西坦、阿加曲班等；抗肿瘤药物为伊马替尼、卡培他滨等
 - 目前，公司在研新品种丰富，目前进入申报生产阶段的有 22 个，拟申报生产的产品 20 个，临床研究的产品 2 个，申报临床的产品 4 个，拟申报临床的产品 11 个。
 - 公司作为一家成立时间短的年轻制药企业，在以前资源有限的背景下能够拥有如此丰富的在研新品种，体现出公司研发的实力。

图表20: 公司研发投入占销售收入比重



来源：国金证券研究所，招股说明书

- 公司在抗生素领域研发投入催生了氨曲南的成功，这向我们展现了福安药业是一家具有战略性经营理念的，以研发实力为核心的企业。基于对公司核心优势的判断，我们认为随着公司研发范围向专科药的拓展，这家年轻的制药企业在不久的将来必将在专科药市场有所作为，成为一家抗生素和专科药两条腿走路的综合性制药企业。

专科药将逐步成为公司重要的增长力量

- 公司在申报或在研的专科药品种中，有多个重磅炸弹级的药物，拟申报生产的包括全球销售 10 亿美元的卡培他滨，全球销售 40 亿美元的甲磺酸伊马替尼等，体现出公司卓越的新药选取能力。

图表21: 公司已申报生产和临床的专科药品种统计

序号	品名	注册类别	适应症类别
1	富马酸唑硫平	化药6类	精神系统用药
2	伊潘立酮	注册3.1类	
3	伊潘立酮片	注册3.1类	
4	阿戈美拉汀	注册3.1类	
5	阿戈美拉汀片剂	注册3.1类	
6	奥拉西坦	化药6类	心脑血管用药
7	奥拉西坦胶囊	化药6类	
8	盐酸乐卡地平	化药3.1类	
9	盐酸乐卡地平片	化药6类	
10	硫酸氢氯吡格雷	化药6类	
11	硫酸氢氯吡格雷片	化药6类	
12	托伐普坦	化药3.1类	
13	托伐普坦片	化药3.1类	肝病用药
14	L-门冬氨酸L-鸟氨酸	化药6类	
15	罗库溴铵	化药6类	肌松药

来源: 国金证券研究所, 招股说明书

- 从已经获得批文的产品上看, 心血管类专科药尼麦角林胶囊可能是能够较快产生贡献的一个产品。该产品目前国内有两家企业取得生产批文: 分别是海南通用三洋药业有限公司和重庆市庆余堂制药有限公司, 两家企业都是在 2009 年获得的批文。
- 尼麦角林是二氢麦角碱的半合成衍生物, 具有较强的 α -受体拮抗作用, 其血管扩张作用较强, 能够增加脑血流量, 加强脑细胞能量的新陈代谢, 改善脑功能障碍, 加强脑部新陈代谢和神经递质转化, 保护神经系统, 抑制血小板聚集, 适用于多种疾病。
 - 尼麦角林主要适用于治疗痴呆 (阿尔茨海默病 (AD) 或血管性痴呆 (VD))、脑血管疾病 (脑动脉硬化、中风、脑栓塞、一过性脑缺血、偏头痛)、外周血管疾病 (器质性和功能性四肢动脉疾病、雷诺综合征、动脉高血压、脉络膜视网膜疾病)、中枢性平衡障碍。
 - 另外, 尚有少量报道用于青光眼、帕金森病、脑白质疏松、搔痒症和良性前列腺增生表现的下尿道症状。
- 尼麦角林于 1974 年由法玛西亚首次在意大利开发, 目前在全球 50 多个国家上市。
- 2009 年我国老年痴呆药物市场销售额达到 103.61 亿元, 三年平均增长率 28.1%。其中尼麦角林销售额为 2.4 亿, 占 2.32% 的市场份额, 排名第九。目前, 海南通用三洋药业生产的“凯尔”占据了尼麦角林 60.84% 的市场份额; 原研药厂法玛西亚普强的脑通增速较快, 市场份额 14.18%。
- 公司所生产的尼麦角林胶囊为控释剂, 每日只需服药一次, 与普通片剂 (一天服用三次) 相比给药更加方便。在 2010 年的省级药品招标中, 公

司尼麦角林胶囊获得 10 个省的独家中标。目前已经开始了针对中标省份省会城市，标杆医院的临床推广工作。

- 预计经过 2-3 年的临床推广，该产品将进入快速增长通道，成为公司转型专科药领域的第一炮。

募投项目：扩产抗生素及新产品研发

- 本次募集资金主要用于抗生素原料药、制剂的技改扩产和新产品研发中心建设。
- 抗生素原料药技改扩产方面主要包括新建两条原料药生产线（氨曲南和青霉素原料药生产线），并对原有的两条生产线进行改扩建（青霉素和头孢原料药生产线）；抗生素制剂技改扩产方面主要包括新建两条制剂生产线（普通粉针和头孢粉针生产线）。

图表22：公司募投项目列表

业务方向	生产车间名称	投资额(万元)	建设主体	拟生产产品	产品产能	用途
抗生素原料药	氨曲南原料药生产车间	12,771	福安药业	氨曲南	110吨/年	自用30吨 外销80吨
	青霉素原料药生产车间	8520	福安药业	替卡西林钠	45吨/年	自用20吨 外销25吨
	青霉素原料药生产车间			磺苄西林钠	45吨/年	全部外销
	头孢原料药生产车间	3451	福安药业	硫酸头孢匹罗	2吨/年	自用1吨 外销1吨
				头孢替唑钠	30吨/年	全部外销
				头孢匹胺1	10吨/年	全部自用
头孢硫脒				20吨/年	自用12吨 外销8吨	
抗生素制剂	普通粉针生产线 (单环β-内酰胺类)	12000	福安药业	注射用氨曲南	5,000万支/年	
	头孢粉针生产线			注射用头孢唑肟钠	5,000万支/年	
				注射用头孢匹胺		
				注射用头孢硫脒		
				注射用硫酸头孢匹罗		
新产品研发	研发中心建设项目	4,085.20	礼邦药物			

来源：国金证券研究所，招股说明书

- 本项目拟投资 4085.2 万元建设礼邦药物研发中心，提升礼邦药物软硬件研发环境，主要包括合成工艺平台建设、缓控释制剂研究平台、分析质检平台建设、信息化平台建设投入。

盈利预测与估值

- 我们假设公司氨曲南随着募集资金项目达产，产能进一步释放，销量能够维持 20% 的增长。考虑到竞争的加剧，产品价格每年保持一定的降幅。公司随着规模的扩大、成本控制力的增强，毛利率保持稳定；氨曲南制剂保持 40% 的增幅。
- 其他产品中，假设磺苄西林钠由于进入新医保，销量能够继续保持快速的增长，预计增速翻倍以上；假设头孢替唑钠由于解决了原料自产的问题，由中间体销售转为原料销售，产品平均价格能够得以提升；其他产品稳定。
- 我们假设公司专科药研发顺利，2-3 年后能够有产品逐步产生贡献；
- 我们假设公司销售、研发水平保持稳定，不发生大的波动；
- 我们假设公司有望获得超募资金，未来财务费用大幅降低，可能会有利息收入；
- 我们不考虑超募资金可能带来的收益。
- 我们假设其他指标稳定；
- 综上假设，我们预测公司 2011、2012、2013 年每股 EPS 为 1.282 元、1.739 元、2.344 元，同比增长 38.91%、35.71%、34.76%。我们从远景角度衡量公司价值，给予 35-40 倍估值，合理价格在 44.88 元-51.29 元。

图表23: 公司销售收入分类预测表

		2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
抗生素原料药	销售收入(百万元)	54.92	111.75	183.32	258.38	377.37	506.39
	YOY		103.5%	64.0%	40.9%	46.1%	34.2%
	销售成本(百万元)	39.6	55.3	95.9	144.9	212.5	290.8
	YOY		39.8%	73.2%	51.1%	46.7%	36.8%
	毛利(百万元)	15.34	56.41	87.46	113.50	164.85	215.58
	YOY		267.7%	55.0%	29.8%	45.2%	30.8%
	毛利率		50.5%	47.7%	43.9%	43.7%	42.6%
抗生素制剂	销售收入(百万元)	19.32	55.14	123.34	179.60	231.54	294.19
	YOY		185.5%	123.7%	45.6%	28.9%	27.1%
	销售成本(百万元)	16.0	30.0	60.2	84.9	109.6	142.1
	YOY		87.0%	100.7%	41.0%	29.0%	29.7%
	毛利(百万元)	3.28	25.14	63.12	94.66	121.99	152.05
	YOY		667.0%	151.1%	50.0%	28.9%	24.6%
	毛利率	17%	46%	51%	53%	53%	52%
其他药品及经销	销售收入(百万元)	19.1	31.1	9.1	22.2	28.8	37.5
	YOY		62.8%	-70.9%	144.5%	30.0%	30.0%
	销售成本(百万元)	17.0	27.4	6.3	18.8	23.9	31.1
	YOY		61.0%	-76.9%	197.0%	27.1%	30.0%
	毛利(百万元)	2.1	3.7	2.7	3.4	4.9	6.4
	YOY		77.1%	-26.7%	22.7%	46.3%	30.0%
	毛利率	10.99%	11.95%	30.10%	15.10%	17.00%	17.00%

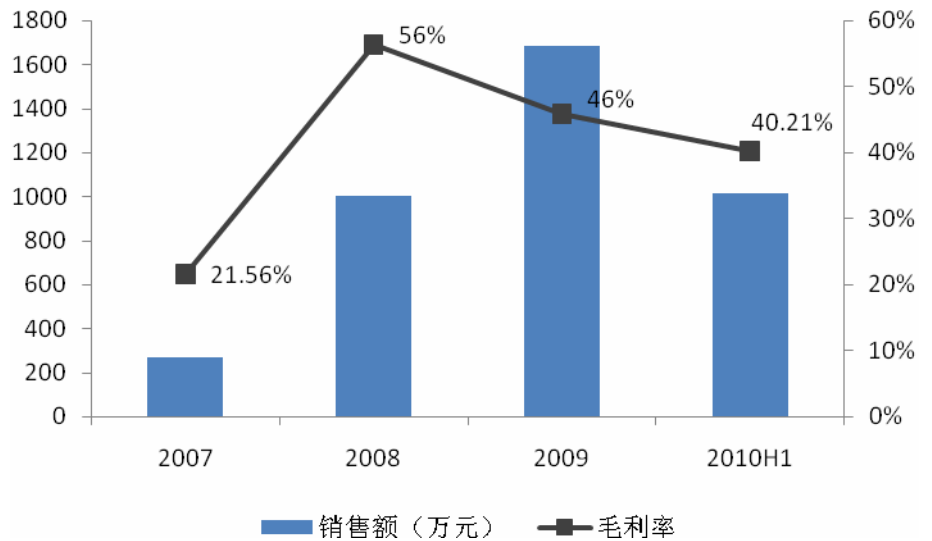
来源: 国金证券研究所, 招股说明书

附录：全产业链的核心竞争力，有助于后续产品的放量

替卡西林钠，稳定增长

- 福安药业于 2005 年 12 月取得替卡西林钠原料药生产批件，是国内最早取得该产品生产批件的五家企业之一，也是目前少数进行规模化生产的几家企业之一。替卡西林钠原料药为国家三类新药，2009 年市场占有率为 79.41%，在国内市场中处于主导地位。
 - 替卡西林钠（又名羧噻吩青霉素）是一种半合成 β -内酰胺抗生素，其作用机制是通过干扰粘肽交叉联结而影响细菌细胞壁的合成，导致细胞壁的缺陷或薄弱，细菌呈现畸形，继以迅速溶解死亡，从而达到抗菌杀菌作用。
 - 临床应用的替卡西林钠制剂多为替卡西林钠与克拉维酸钾按照 30: 1 或 15: 1 配比制成。克拉维酸属于氧青霉烷类酶抑制剂，能抑制 β -内酰胺酶的水解作用，从而避免 β -内酰胺酶对替卡西林钠的破坏，增强了替卡西林钠的抗菌活性。
- 替卡西林钠制剂由英国 GlaxoSmithKline 公司开发，1985 年首先在德国上市。我国于 1997 年批准进口，2005 年实现国产化。广泛适用于细菌感染性疾病的治疗，为国家医保目录乙类产品。
- 目前，公司已经成为替卡西林钠原料药市场的领导者，2009 年市场占有率为 79.41%。2010 年，公司替卡西林钠原料药销售收入 1680 万元，但总体来看销售规模仍然较小。
 - 公司于 2007 年开始替卡西林钠原料药的生产，但自 2005 年取得批件后一直受资金及产能瓶颈等限制，直至 2008 年完成扩产改造后产能才得以释放。
 - 近三年来，替卡西林钠原料的价格小幅下滑，三年累计下降 19.69%，由于目前国内具备规模化生产能力并对外销售的企业较少，原料药厂商具有较强的定价能力，因此价格较为稳定。
 - 公司于 2008 年开始自制关键中间体替卡西林钠侧链，从而提高了产品质量和收率，使得单位成本下降 45.82%，推动了毛利率的提升。

图表24: 公司替卡西林原料药销售收入与毛利率统计



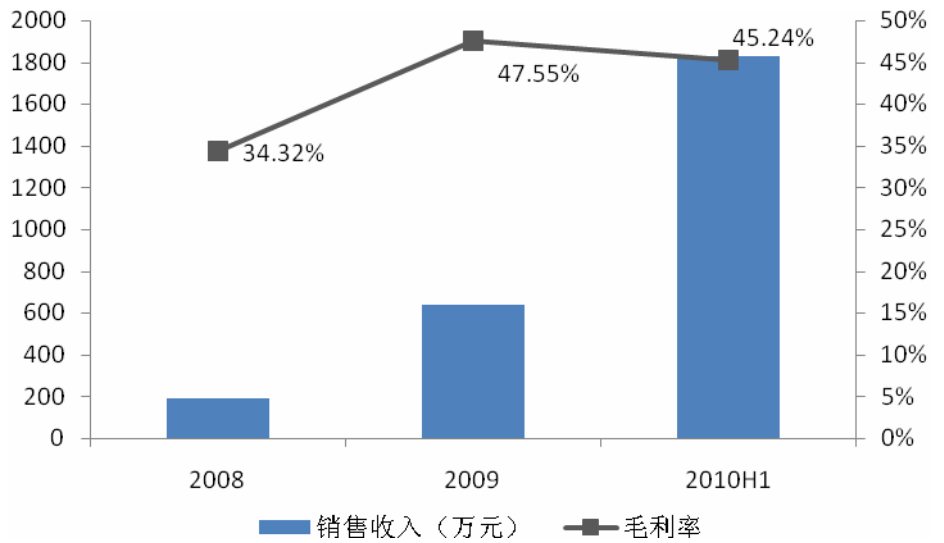
来源: 国金证券研究所, 招股说明书

- 替卡西林钠原料药的下游产品为替卡西林钠/克拉维酸钾制剂, 截至 2009 年末我国有近 30 家企业取得其生产批件。近年生产该制剂的企业日渐增多, 但仍呈现相对集中的格局, 排名前四的客户集中度达 76.36%。
- 替卡西林钠克拉维酸为复方制剂, 不但抗菌作用强, 而且顺应了青霉素市场发展潮流。同时该产品已被纳入医疗保险目录, 加之新医改政策和新农合政策等有利因素的推动, 因此其销量增长较快。
- 公司已于 2010 年取得其注射剂批件, 将通过产业链的一体化优势提高原料药的销量, 并将继续通过差异化定价策略推动下游制剂厂商的发展。

磺苄西林钠, 新进医保有望迎来快速增长

- 磺苄西林钠属广谱半合成青霉素类抗生素, 主要用于肠杆菌科细菌, 以及铜绿假单胞菌、流感嗜血杆菌、奈瑟菌属等革兰阴性菌引起的感染, 其作用机制为通过抑制细菌细胞壁合成而发挥杀菌作用。
 - 磺苄西林钠最先由日本 Takeda 制药公司研制, 1973 年首次在日本上市销售, 商品名为 Liacillin。随后在欧洲及亚洲多个国家上市, 我国于 1985 年实现国产化。
 - 注射用磺苄西林钠于 200 年 12 月首次进入国家《基本医保目录》, 证明其疗效与安全性已经得到认可, 预计未来几年将呈现爆发性增长态势。
- 福安药业于 2006 年 7 月取得磺苄西林钠原料药生产批件, 是国内最早取得该产品生产批件的三家企业之一, 2009 年国内仅本福安药业进行规模化生产, 在产品质量及工艺水平方面都处于领先地位。
 - 2010 年上半年, 公司磺苄西林钠原料药销售收入 1826 万元, 是 09 年全年的 2.9 倍。由于不存在竞争对手, 原料药销售价格稳定, 毛利率上升主要受益于工艺优化带来的收率提升。
 - 该产品目前的收率为理论收率的 60%左右, 仍有进一步提高的空间。公司下一步拟实现主要原料磺苄乙酸的自产, 目前处于小试阶段, 预计制造成本将进一步下降。
- 磺苄西林钠制剂于 2009 年进入国家医保目录, 未来磺苄西林钠原料药市场需求量将呈持续快速增长态势。

图表25: 公司磺苄西林钠原料药销售收入与毛利率统计



来源: 国金证券研究所, 招股说明书

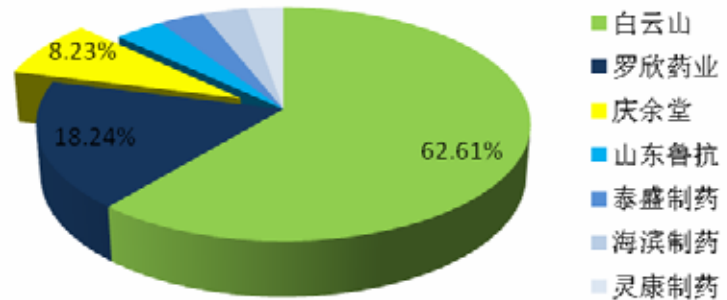
头孢替唑钠, 原料药获批, 毛利率有望大幅提升

- 公司自 2008 年末开始生产和销售头孢替唑钠中间体 (7-氨基-3-硫甲基-3-头孢烯-4 羧酸)。自 2008 年末投入生产后, 2009 年销量大幅增长, 由 2008 年的 0.33 吨增长至 11.44 吨。2009 年销售收入 1378 万元, 仍处于较小规模。
- 头孢替唑钠原料药销量近年来增长迅速, 已由 2006 年的 20.39 吨增加至 2009 年的 121.52 吨, 其中哈药集团制药总厂、山东鲁抗医药股份有限公司和江苏汉斯通药业有限公司占据市场三甲地位, 2009 年合计市场占有率达到 73.09%
- 公司该产品的唯一客户为江苏汉斯通药业有限公司, 供应关系较为稳定; 并且该公司原料药增长也较为迅速, 其 2009 年市场占有率排名第三。
- 公司于 2009 年 12 月取得头孢替唑钠原料药的注册批件, 并于 2010 年 4 月通过 GMP 认证, 目前已开始进行原料药生产。募资项目中设计头孢替唑钠原料药新增产能 30 吨, 凭借先进的制备工艺和关键中间体自制优势, 公司头孢替唑钠产销量将实现快速增长。

头孢硫脒, 原料药优势助推高成长

- 头孢硫脒是我国首个自行研制的头孢类抗生素, 医保乙类药物, 对大部分革兰阳性菌和部分革兰阴性菌有很强的杀灭作用, 尤以对革兰阳性球菌作用较为突出。
 - 随着抗生素的广泛使用, 耐甲氧西林金黄色葡萄球菌 (MRSA) 已被认为是全球院内感染最主要的原因之一。头孢硫脒对耐甲氧西林金黄色葡萄球菌、耐甲氧西林表皮葡萄球菌均显示出作用。
 - 头孢硫脒原料药 2009 年销量为 74.41 吨, 较 2008 年增长 38.36%, 其中广州白云山制药股份有限公司市场占有率为 73.59%, 占据市场主导地位。

图表26: 2009 年头孢硫脒制剂终端市场份额



来源: 国金证券研究所

- 头孢硫脒制剂为子公司庆余堂主要产品, 庆余堂头孢硫脒制剂 2009 年终端市场销售额 8997 万元, 市场份额为 8.23%, 市场排名居第三位。2009 年庆余堂头孢硫脒的销量和销售收入分别同比增长 202.87%和 168.49%。
- 2009 年庆余堂共采购头孢硫脒原料药 3.14 吨。本次募集资金投资项目之一的“庆余堂 GMP 二期改造项目”达产后, 庆余堂头孢硫脒制剂产能预计将扩大至 1,700 万支/年, 届时每年需采购头孢硫脒原料药 12 吨。
- 公司已于 2010 年 7 月 15 日取得头孢硫脒原料药注册批件, 并于 2010 年 10 月 18 日通过药品 GMP 认证, 目前公司已开始试生产。募投项目设计头孢硫脒原料药产能为 20 吨, 大部分用于内部使用。

头孢匹胺, 高成长品种, 原料药注册存风险

- 头孢匹胺为第三代头孢菌素, 由日本住友制药公司和山之内制药公司共同开发, 于 1985 年在日本上市。该产品对革兰氏阳性菌有很强的抗菌活性, 对包括革兰氏阴性菌在内的细菌亦有广谱抗菌活性, 给药后血药浓度高, 半衰期长, 不良反应发生率低, 尤适用于治疗厌氧菌感染和肝胆感染。
- 2009 年, 国内头孢匹胺原料药销量为 54.56 吨, 较 2008 年增长 51.85%, 其中山东鲁抗医药股份有限公司、华北制药奥奇德药业有限公司和瑞阳制药有限公司占据市场三甲地位, 2009 年合计市场占有率达到 87.35%。
- 头孢匹胺制剂为庆余堂主要产品, 2009 年庆余堂头孢匹胺的销量和销售收入分别同比增长 250.18%和 203.92%。
- 2009 年庆余堂共采购头孢匹胺原料药 0.75 吨。本次募集资金投资项目之一的“庆余堂 GMP 二期改造项目”达产后, 庆余堂头孢匹胺制剂预计产能将扩大至 1,200 万支/年, 届时每年需采购头孢匹胺原料药 13 吨。募投项目头孢匹胺原料药产能为 10 吨, 在公司内部即可实现完全消化。
- 公司头孢匹胺注册批件申报资料由于缺少和国外 ICH 国家上市样品作对比性研究而未获得国家药监局审评通过。公司目前正在补充完善申报材料准备重新申报, 存在一定无法通过的风险。

头孢唑肟钠: 原料药批文申请中

- 头孢唑肟钠属于第三代头孢菌素, 医保乙类药物, 对肠杆菌科细菌、流感嗜血杆菌和淋病奈瑟球菌具有良好的抗菌作用。

- 头孢唑肟钠具有广谱、耐酶、高效、低毒和能透过血脑屏障的特点，最先由日本藤泽药品工业株式会社开发上市。
- 其对大多数革兰氏阴性和阳性菌、需氧和厌氧菌均具有较强的抗菌活性，对复发性重症脓毒性疾病疗效确切。其最突出的特点是对克雷伯菌属具有较强活性，对肾盂肾炎及尿路感染疗效尤为显著。
- 头孢唑肟钠是庆余堂主要产品之一，2009年销量和销售收入分别同比增长81.40%和73.47%。庆余堂头孢唑肟钠制剂产品市场占有率为3.17%，市场排名第九。

图表27: 头孢唑肟钠终端市场份额统计

排名	生产企业	销售额(万元)	市场份额
1	哈药集团有限公司	58,825.52	32.56%
2	西南药业股份有限公司	45,834.13	25.37%
3	新丰制药有限公司	17,391.87	9.63%
4	海南轻骑海药股份有限公司	14,863.15	8.23%
5	深圳一致制药有限公司	11,682.87	6.47%
6	海南通用三洋药业有限公司	10,510.42	5.82%
7	山西普德药业有限公司	6,278.92	3.48%
8	华北制药集团有限责任公司	6,002.96	3.32%
9	重庆市庆余堂制药有限公司	5,724.62	3.17%
10	西南合成制药股份有限公司	2,009.70	1.11%
	其他	1,518.38	0.84%
	合计	180,642.53	100.00%

来源: 国金证券研究所

- 公司正积极进行头孢唑肟钠原料药的生产申报工作，已于2010年1月22日递交生产批文申请，目前处于审理当中。如果原料药批文顺利通过，则公司将通过纵向一体化获得成本领先优势，从而提升下游制剂产品的市场竞争力。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	198	325	464	638	838	1,090
增长率		63.5%	43.0%	37.5%	31.4%	30.1%
主营业务成本	-113	-167	-248	-345	-462	-606
%销售收入	56.9%	51.5%	53.5%	54.1%	55.1%	55.6%
毛利	86	157	216	293	377	484
%销售收入	43.1%	48.5%	46.5%	45.9%	44.9%	44.4%
营业税金及附加	-2	-2	-4	-5	-7	-9
%销售收入	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-8	-13	-17	-22	-25	-27
%销售收入	3.9%	4.1%	3.6%	3.5%	3.0%	2.5%
管理费用	-17	-36	-47	-70	-84	-98
%销售收入	8.6%	11.0%	10.2%	11.0%	10.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	59	106	148	195	261	350
%销售收入	29.8%	32.6%	31.8%	30.6%	31.1%	32.1%
财务费用	-3	-2	-1	12	16	16
%销售收入	1.4%	0.7%	0.3%	-1.9%	-1.9%	-1.4%
资产减值损失	-2	2	-1	-4	-2	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	54	105	145	204	275	370
营业利润率	27.3%	32.5%	31.4%	31.9%	32.9%	34.0%
营业外收支	0	4	0	0	0	0
税前利润	54	109	146	204	275	370
利润率	27.2%	33.6%	31.4%	31.9%	32.9%	34.0%
所得税	-9	-16	-21	-31	-41	-56
所得税率	15.9%	14.6%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	45	93	125	173	234	315
少数股东损益	0	2	2	2	2	2
归属于母公司的净利润	46	91	123	171	232	313
净利率	23.0%	27.9%	26.5%	26.8%	27.7%	28.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	45	93	125	173	234	315
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	8	8	13	21	31	51
非经营收益	4	4	2	1	0	0
营运资金变动	-8	-42	-34	-14	-24	-34
经营活动现金净流	49	63	106	182	242	332
资本开支	-34	-31	-69	-361	-309	-360
投资	0	-26	-4	-1	0	0
其他	-8	23	0	0	0	0
投资活动现金净流	-42	-34	-73	-362	-309	-360
股权募资	24	0	2	1,336	-14	0
债权募资	0	30	-21	-19	0	1
其他	-20	-43	-7	0	0	0
筹资活动现金净流	4	-13	-25	1,317	-14	1
现金净流量	11	15	7	1,137	-81	-27

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	17	32	40	1,177	1,095	1,068
应收款项	41	24	52	59	75	103
存货	32	84	65	94	120	149
其他流动资产	11	11	29	37	48	63
流动资产	100	152	185	1,366	1,338	1,384
%总资产	49.6%	55.4%	53.6%	73.1%	63.1%	56.0%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	91	103	141	477	752	1,051
%总资产	44.8%	37.5%	40.6%	25.5%	35.5%	42.6%
无形资产	10	18	18	23	28	33
非流动资产	102	122	161	503	782	1,086
%总资产	50.4%	44.6%	46.4%	26.9%	36.9%	44.0%
资产总计	203	274	346	1,869	2,120	2,470
短期借款	9	3	18	0	0	0
应付款项	71	64	37	70	100	130
其他流动负债	11	7	10	8	11	14
流动负债	92	74	65	79	110	144
长期贷款	0	36	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	92	110	65	79	110	145
普通股股东权益	96	156	275	1,782	2,000	2,313
少数股东权益	15	7	6	8	10	12
负债股东权益合计	203	274	346	1,869	2,120	2,470

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	#VALUE!	0.907	1.231	1.282	1.739	2.344
每股净资产	2.740	1.563	2.751	13.359	14.991	17.336
每股经营现金净流	1.406	0.627	1.057	1.362	1.814	2.486
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	47.66%	58.02%	44.77%	9.60%	11.61%	13.53%
总资产收益率	22.56%	33.14%	35.57%	9.15%	10.95%	12.67%
投入资本收益率	41.35%	44.61%	42.22%	9.26%	11.04%	12.79%
增长率						
主营业务收入增长率	112.39%	63.53%	42.98%	37.45%	31.41%	30.06%
EBIT增长率	498.84%	79.08%	39.66%	31.99%	33.82%	34.09%
净利润增长率	751.81%	98.41%	35.81%	38.91%	35.71%	34.76%
总资产增长率	150.45%	35.06%	26.50%	439.86%	13.47%	16.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.7	19.2	24.7	26.0	25.0	25.0
存货周转天数	65.9	126.5	109.0	99.0	95.0	90.0
应付账款周转天数	57.6	80.3	55.2	45.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	146.0	112.0	83.5	81.1	116.0	172.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-6.67%	4.24%	-7.65%	-65.75%	-54.51%	-45.90%
EBIT利息保障倍数	21.0	49.2	102.5	-16.0	-16.3	-22.4
资产负债率	45.33%	40.32%	18.80%	4.20%	5.21%	5.88%

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。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室