

# 产业链一体化经营的特色抗生素新锐

——福安药业（300194）

2011年3月18日

建议申购

福安药业

新股定价

## 摘要：

- **氨曲南市场领先者，先发优势明显。**氨曲南是抗生素制剂中增长最快的品种，预计2015年达96亿元。公司是最早取得氨曲南原料药生产批件的三家企业之一，产销量均居行业第一位。公司也是最早取得注射用氨曲南生产批件的四家企业之一，氨曲南制剂产销量位居行业第二位，氨曲南/精氨酸目前为国内独家品种，市场先发优势突出。
- **完善的抗生素业务体系，原料药-制剂-销售的一体化产业链。**公司拥有完善的抗生素业务体系，现在初步形成医药中间体-抗生素原料药生产-抗生素制剂生产-抗生素制剂销售一体化的业务模式。目前公司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。公司在进行抗生素产品申报时，公司更注重原料药和制剂协同发展。公司全资子公司生物制品作为药品流通企业代理销售本公司氨曲南等制剂产品。
- **募集资金，解决产能问题，进军头孢及专科药市场。**公司募集资金用于抗生素原料药、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包括新建氨曲南和青霉素原料药生产线，并对原有的青霉素和头孢生产线进行改扩建，抗生素制剂技改包括新建氨曲南普通粉针生产线和头孢粉针生产线。另外，公司将进军专科药市场，重点发展尼麦角林、盐酸奈必洛尔、卡培他滨等品种。
- **给予公司35-40倍估值，合理估值区间在41.65-47.60元。**我们预计福安药业2010-2012年EPS分别为0.96元、1.19元、1.71元，公司在氨曲南等细分领域领先，储备产品丰富，具有持续增长能力，给予公司2011年EPS 35-40倍，合理估值区间为41.65-47.60元。

## 财务指标预测

指标	10A	11E	12E
营业收入（百万元）	498.43	648.32	935.65
增长率（%）	55.1%	30.1%	44.3%
净利润（百万元）	127.26	163.52	233.15
增长率（%）	37.2%	28.9%	43.2%
每股收益(元)	0.96	1.19	1.71

## 陈恒

执业证书编号：S1480510120015

医药行业分析师

010-66507337

chenheng@dxzq.net.cn

## 苏进进

联系人

010-66507340

sujj@dxzq.net.cn

## 发行上市资料

总股本（万股）	13340
发行量（万股）	3340
发行日期	3/14/2011
发行方式	网下及网上相结合
保荐机构	国都证券
预计上市日期	3/23/2011

## 发行前财务数据

每股净资产（元）	1.56
净资产收益率（%）	70.63
资产负债率（%）	36.31

## 主要股东和持股比例

汪天祥	61.52%
汪璐	15.24%
蒋晨	8.00%

## 目 录

1. 公司概况.....	4
2. 行业分析.....	4
2.1 抗生素—临床用药规模最大的品类 .....	4
2.2 氨曲南—增长最快单个品种 .....	5
2.3 青霉素—原料药过剩，复方制剂是趋势 .....	6
2.4 头孢菌素—占据抗生素半壁江山 .....	7
3. 公司业务分析.....	9
3.1 制剂业务占比逐渐提高 .....	9
3.2 产品结构日趋丰富 .....	10
3.3 营业收入、毛利率显著提升 .....	10
4. 公司竞争优势分析.....	11
4.1 先发优势 .....	11
4.2 原料药-制剂-销售产业一体化的模式.....	11
4.3 从抗生素延伸到专科药领域 .....	12
5. 募投项目分析.....	13
5.1 氨曲南原料药技改扩产项目 .....	13
5.2 替卡西林钠、磺苄西林钠原料药技改扩产项目 .....	13
5.3 头孢原料药技改扩产项目 .....	14
5.4 庆余堂二期 GMP 改造 .....	15
6. 盈利预测与估值.....	15
7. 风险提示.....	17

## 表格目录

表格 1：抗生素分类.....	4
表格 2：我国青霉素制剂市场十大品种.....	7
表格 3：头孢菌素分类.....	7
表格 4：我国头孢制剂市场十大品种.....	9
表格 5：公司在研产品线.....	12
表格 6：福安药业盈利预测.....	15

## 插图目录

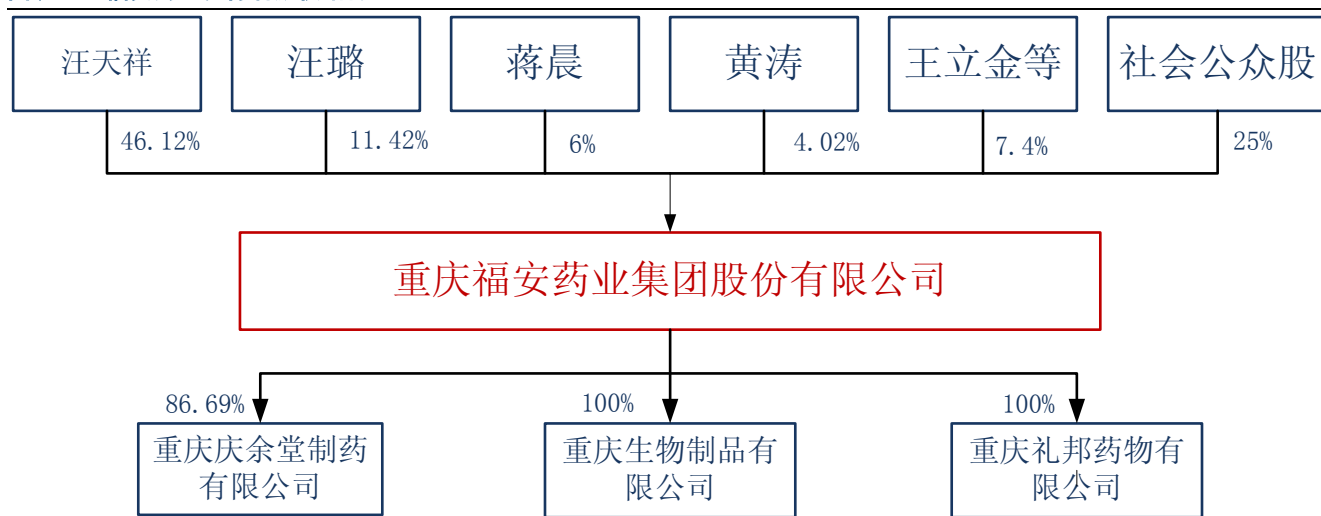
图表 1：福安药业发行后股权结构.....	4
图表 2：我国抗生素市场规模及增长.....	5
图表 3：我国氨曲南原料药市场.....	6
图表 4：我国氨曲南制剂市场.....	6
图表 5：青霉素、头孢产业链.....	6
图表 6：2006 年我国抗生素市场各品种所占份额.....	8
图表 7：2007 年我国抗生素市场各品种所占份额.....	8
图表 8：2008 年我国抗生素市场各品种所占份额.....	8
图表 9：2009 年我国抗生素市场各品种所占份额.....	8
图表 10：福安药业各业务收入占比.....	9
图表 11：福安药业各业务毛利占比.....	9
图表 12：福安药业各产品收入占比.....	10
图表 13：福安药业收入、利润走势.....	10
图表 14：福安药业毛利率及费用率走势.....	10
图表 15：我国氨曲南原料药市场竞争格局.....	11
图表 16：我国氨曲南制剂市场竞争格局.....	11
图表 17：我国头孢硫脒制剂市场竞争格局.....	11
图表 18：我国头孢唑肟钠制剂市场竞争格局.....	11
图表 19：福安药业产业链.....	12
图表 20：技改后福安药业氨曲南预计产量和销量.....	13
图表 21：氨曲南市场需求及福安药业产能.....	13
图表 22：福安药业替卡西林钠预计产能及市场需求.....	14
图表 23：福安药业替卡西林钠预计产量及销量.....	14
图表 24：福安药业磺苄西林钠预计产能及市场需求.....	14
图表 25：福安药业磺苄西林钠预计产量及销量.....	14

## 1. 公司概况

福安药业主要从事抗生素原料药及制剂的研发、生产和销售，主要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、头孢唑肟制剂，其中氨曲南原料药及制剂为公司主导产品。

公司是由管理层控股的民营企业。公司本次拟公开发行 3340 万股，占发行后总股份的 25.04%。本次公开发行后，公司董事长汪天祥先生持有公司股份 6152 万股，占发行后总股本的 46.12%，为公司的实际控制人。公司董事汪璐持有公司股份 1524 万股，占比发行后总股本比例为 11.42%。公司总经理蒋晨持有 800 万股，占发行后总股份比例为 6%。

图表 1：福安药业发行后股权结构



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

## 2. 行业分析

### 2.1 抗生素—临床用药规模最大的品类

抗生素是在低浓度下对各种病原性微生物或肿瘤细胞具有选择性杀灭、抑制作用的药物，可以分为以下几类：青霉素类、头孢菌素类、碳青霉稀类、喹诺酮类、氨基糖苷类、四环素类、大环内酯类、氯霉素类、糖肽类、林可霉素以及其它抗生素。

表格 1：抗生素分类

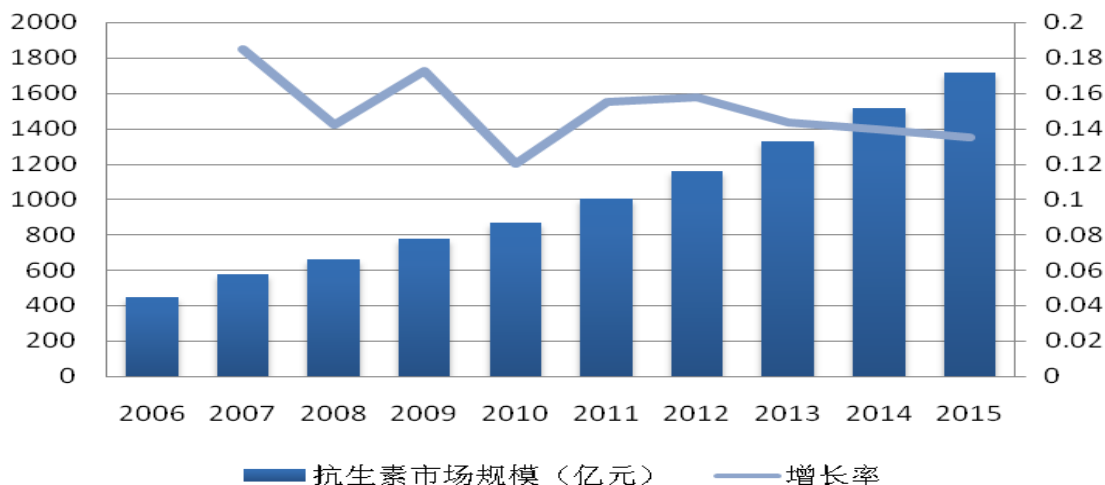
抗生素子类别	常用品种
青霉素类	青霉素、阿莫西林
头孢菌类	头孢替安、头孢呋辛、头孢米诺、头孢孟多
单环β-内酰胺类	氨曲南
β-内酰胺酶抑制剂	克拉维酸、舒巴坦
碳青霉稀	亚胺培南、美罗培南

喹诺酮类	左氧氟沙星、莫昔沙星
氨基糖苷类	链霉素、卡那霉素
大环内酯类	罗红霉素、乙酰螺旋霉素
四环类	四环素、土霉素
氯霉素类	氯霉素
林可霉素	林可霉素、克林霉素
其它抗生素	利福平、去甲万古霉素

资料来源：招股说明书，东兴证券

抗生素作为一种临床基础用药，是我国各类用药市场中规模最大的一个品种，2006 年我国抗生素制剂用药金额为 488.7 亿元，2009 年我国抗生素临床用药金额为 775.05 亿元，年均复合增长率为 16.62%，预计 2015 年将达到 1717.49 亿元。

**图表 2：我国抗生素市场规模及增长**



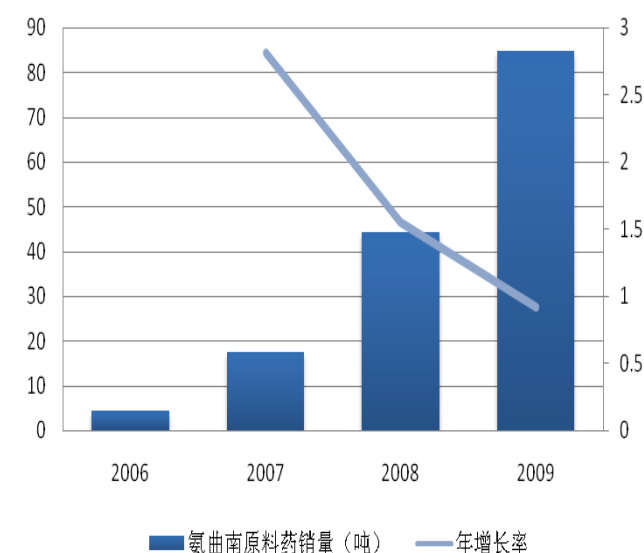
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

## 2.2 氨曲南—增长最快单个品种

氨曲南为全合成的单环β内酰胺抗生素，抗菌谱主要包括革兰氏阴性菌，临床主要用于敏感的革兰氏阴性菌所致的感染，有效率分别为妇产科感染 100%、骨及关节感染 100%、败血症感染 98%、急性淋病 97%、肝胆感染 88.8%、皮肤感染 88%、腹膜炎 85%、急性膀胱炎 84%、尿路感染 82%、下呼吸道感染 79%。氨曲南不良反应较少见，全身性不良反应发生率约为 1—1.3%或略低。

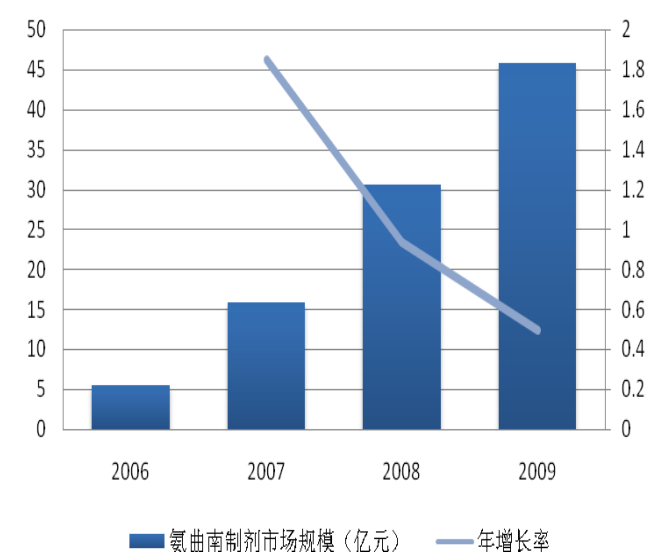
由于氨曲南在临床疗效及安全性方面的治疗优势，氨曲南原料药销量从 2006 年的 4.56 吨增长至 2009 年的 84.91 吨，增长 18 倍。氨曲南制剂销售额从 2006 年的 5.55 亿元猛增至 2009 年的 45.82 亿元，年均复合增长率为 102%。在经历了这几年爆发式的增长后，预计氨曲南 2015 年达 96 亿元，年均复合增长率约为 15%。

图表 3：我国氨曲南原料药市场



资料来源：招股说明书，东兴证券整理

图表 4：我国氨曲南制剂市场

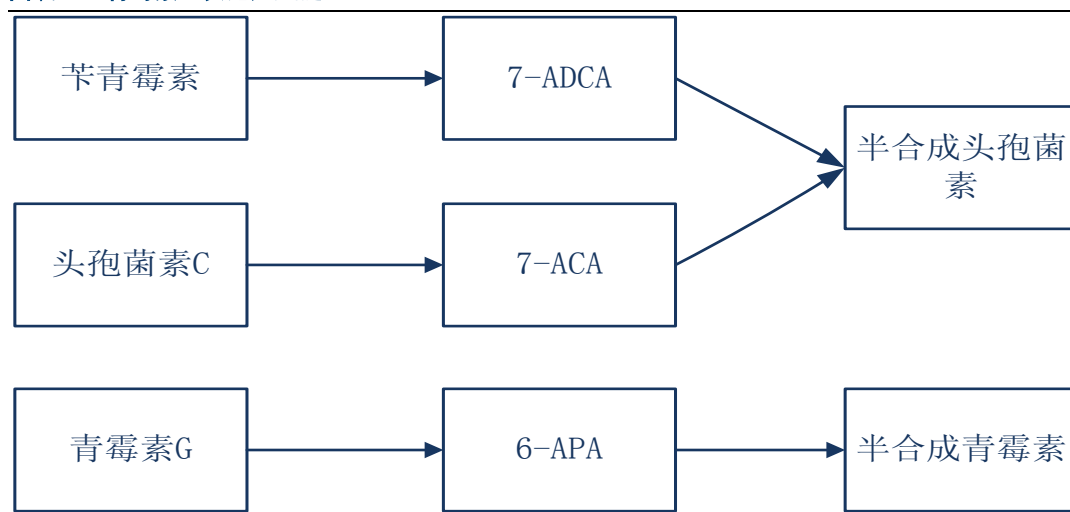


资料来源：招股说明书，东兴证券整理

## 2.3 青霉素—原料药过剩，复方制剂是趋势

青霉素是应用最早的抗生素，至今在临床上扮演着重要的角色，仅次于头孢类抗生素。目前青霉素工业盐产能过剩严重，2009 年国内产能为 8.5 万吨，未来几年青霉素工业盐将维持在 10 万吨。由于出口青霉素价格不断走低以及印度的反倾销影响，2006-2009 年中国青霉素工业盐出口量持续下降，从 1.45 万吨下降到 0.75 万吨。普通的青霉素工业盐很难有发展前景，国内企业改变营销方向，把青霉素工业盐深加工成 6-APA、7-ACA、7-ADCA 等更高附加值的产品。

图表 5：青霉素、头孢产业链



资料来源：东兴证券整理

我国青霉素制剂终端市场销售额由 2006 年的 99.63 亿元，提高到 2009 年的 145.8 亿元，年均复合增长率为 13.53%，青霉素的总体市场增长较缓。

由于细菌耐药性问题的出现，而抗生素与 $\beta$ -内酰胺酶抑制剂的复方制剂能有效解决耐药性的问题，因此，未来由青霉素与 $\beta$ -内酰胺酶抑制剂组成的复方制剂将成为青霉素类抗生素市场的发展方向。

**表格 2：我国青霉素制剂市场十大品种**

品名	2009 年	2008 年	2007 年
阿莫西林钠	36.23	38.99	42.11
哌拉西林钠/三唑巴坦	20.43	16.24	13.99
哌拉西林钠/舒巴坦钠	14.43	9.04	4.06
阿莫西林钠/克拉维酸	9.93	10.35	9.24
阿莫西林钠/舒巴坦钠	7.79	8.26	7.79
美洛西林钠/舒巴坦钠	6.74	7.14	6.4
阿洛西林钠	5.2	4.91	4.56
美洛西林钠	5.19	4.64	3.23
阿莫西林钠/氟氯西林	5.12	3.38	2.21
氨苄西林钠/舒巴坦钠	1.88	1.81	1.95
总计	112.94	104.76	95.95

## 2.4 头孢菌素—占据抗生素半壁江山

头孢菌素是由头孢菌素 C 经半合成制得的一类具有头孢烯母核的 $\beta$ -内酰胺抗生素，与青霉素相比具有抗菌谱更广、耐青霉素酶、疗效高、过敏反应少等优点。

头孢抗生素经历了第一代至第四代的发展过程，其抗菌活性和抗菌范围也不断扩大和增强。目前第三代头孢类抗生素市场规模最大，第二代头孢类抗生素次之。

**表格 3：头孢菌素分类**

项目	代表品种	抗菌谱及作用特点
第一代	头孢硫脒、头孢噻啶、头孢氨苄、头孢唑林、头孢拉啶、头孢羟氨苄	抗革兰氏阳性菌，尤其是金黄色葡萄球菌所致的感染，对大肠杆菌、痢疾杆菌等阴性杆菌所致的感染较弱
第二代	头孢孟多、头孢呋辛、头孢美唑、头孢丙烯	抗菌范围较第一代广，对球菌感染的抗菌作用与第一代相仿略弱，对革兰氏阴性菌所致的感染较第一代强
第三代	头孢匹胺、头孢唑肟、头孢克肟、头孢噻肟、头孢曲松、头孢他啶、头孢哌酮、头孢他美酯	抗菌范围较第一、二代更广，对所有致病菌都有抗菌作用，但对革兰氏阳性菌的球菌作用不如第一、二代，其特点是对绝大多数革兰氏阴性菌有强大抗菌作用。



第四代

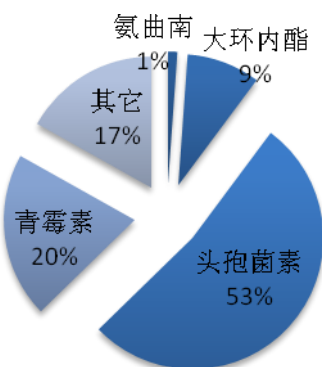
头孢匹罗、头孢吡肟

对革兰氏阳性菌和革兰氏阴性菌均有强大作用，且能用于控制金黄色葡萄球菌感染，主要用于难治感染

资料来源：招股说明书，东兴证券

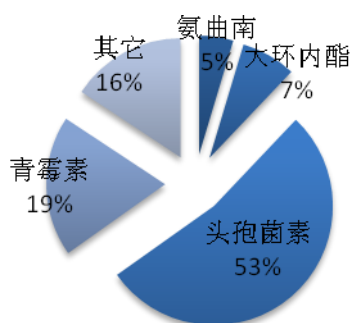
头孢原料药市场主要是 7-氨基头孢烯酸（7-ACA）和 7-ADCA。头孢制剂占据抗生素整体市场的半壁江山，2009 年头孢制剂销售额上升至 424.41 亿元，年均复合增长率为 17.97%。

图表 6：2006 年我国抗生素市场各品种所占份额



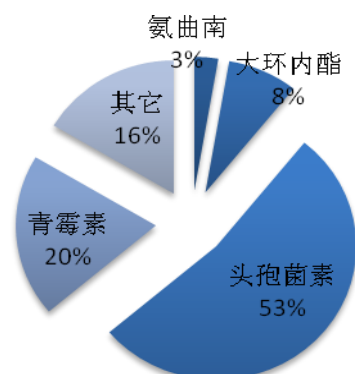
资料来源：招股说明书，东兴证券整理

图表 8：2008 年我国抗生素市场各品种所占份额



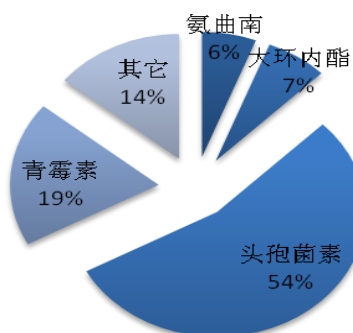
资料来源：招股说明书，东兴证券整理

图表 7：2007 年我国抗生素市场各品种所占份额



资料来源：招股说明书，东兴证券整理

图表 9：2009 年我国抗生素市场各品种所占份额



资料来源：招股说明书，东兴证券整理

2009 年，国内 7-ACA 的产能已达到 8500 吨，产量为 3900 吨，约占了全球总产量的 80%，2006 年至今，我国的 7-ACA 产量从 306 吨升至 750 吨，2009 年出口量同比增长 25%。



**表格 4：我国头孢制剂市场十大品种**

品名	2009 年	2008 年	2007 年
头孢呋辛	27.39	27.93	28.55
头孢米诺	22.73	18.44	15.76
头孢哌酮/舒巴坦钠	20.23	20.59	20.58
头孢唑肟	18.06	15.67	9.24
头孢曲松	17.54	15.62	7.79
头孢吡肟	16.11	17.27	6.4
头孢拉定	12.09	15.01	4.56
头孢他啶	11.16	10.52	3.23
头孢克洛	10.25	10.57	2.21
头孢匹胺	9.86	11.45	1.95
总计	27.39	163.07	156.91

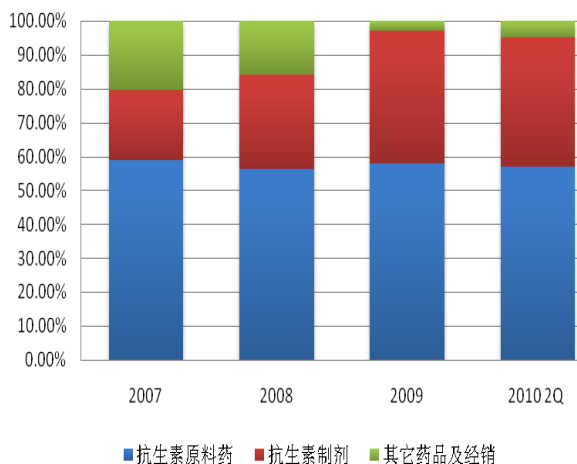
资料来源：招股说明书，东兴证券整理

### 3. 公司业务分析

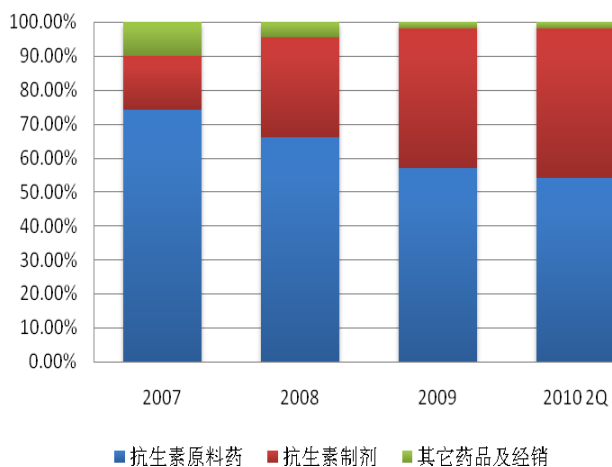
#### 3.1 制剂业务占比逐渐提高

福安药业主要从事  $\beta$ -内酰胺类、青霉素类、头孢菌素类抗生素原料药及制剂的研发、生产与销售。公司的主要产品包括氨曲南原料药及制剂，替卡西林钠及磺苄西林钠原料药，头孢硫脒、头孢唑肟钠制剂。

从收入构成来看，公司 2007 年抗生素原料药占比 58.82%，抗生素制剂占比 20.69%，2010 年 1-6 月抗生素原料药占比 57%，抗生素制剂占比 38%。从毛利构成来看，公司 2007 年抗生素原料药占比 74.05%，抗生素制剂占比 15.8%，2010 年 1-6 月抗生素原料药占比 54.15%，抗生素制剂占比 44%。

**图表 10：福安药业各业务收入占比**


资料来源：招股说明书，东兴证券整理

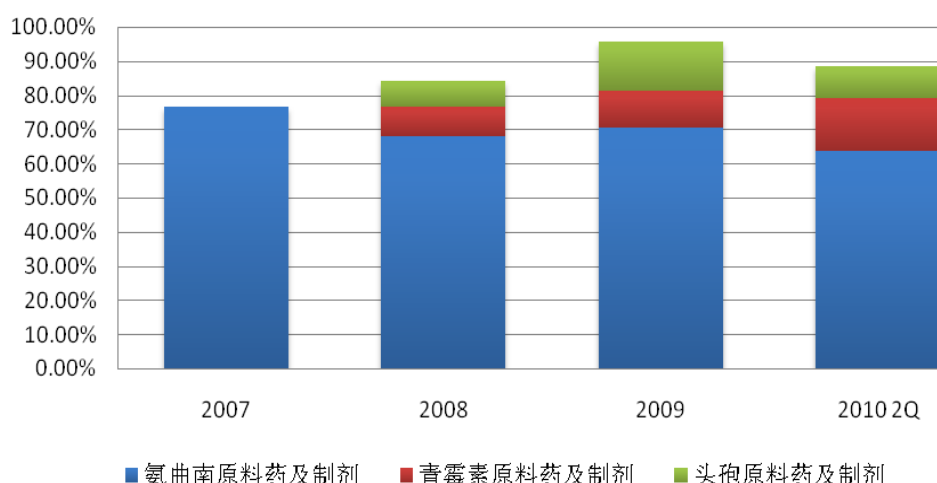
**图表 11：福安药业各业务毛利占比**


资料来源：招股说明书，东兴证券整理

### 3.2 产品结构日趋丰富

福安药业 2007 年主要从事氨曲南原料药及制剂业务，氨曲南原料药及制剂占收入、毛利的比重分别为 76.66%、87.09%，随着公司发展青霉素原料药及制剂、头孢原料药及制剂，氨曲南在收入及毛利中的占比也逐渐下滑，2010 年 1-6 月氨曲南原料药及制剂占收入和毛利的比重分别为 63.58%、76.99%。从收入构成来看，公司青霉素原料药及制剂 2008 年占比为 8.9%，2010 年 1-6 月占比为 15.76%。公司头孢原料药及制剂 2008 年占比为 7.45%，2010 年 1-6 月占比为 9.05%。此外，公司还有多种头孢抗生素制剂在申报临床、生产过程中，未来将会有更多产品推向市场。

图表 12：福安药业各产品收入占比

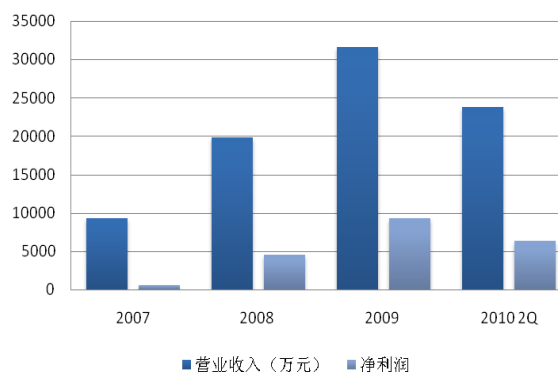


资料来源：招股说明书，东兴证券整理

### 3.3 营业收入、毛利率显著提升

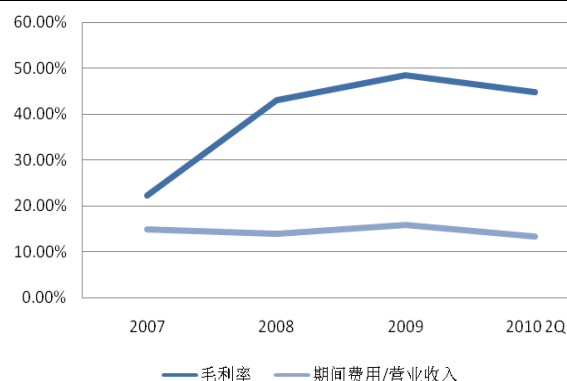
2007 年-2010 年 1-6 月，公司综合毛利率分别为 22.19%、43.07%、48.55%和 44.77%，期间费用/营业收入分别为 14.74%、13.88%、15.80%和 13.28%。公司毛利率提高是因为规模效益、工艺技术水平提高以及期间费用的有效控制。

图表 13：福安药业收入、利润走势



资料来源：招股说明书，东兴证券整理

图表 14：福安药业毛利率及费用率走势

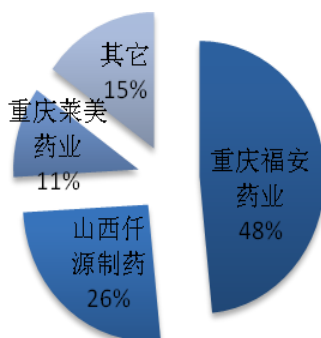


资料来源：招股说明书，东兴证券整理

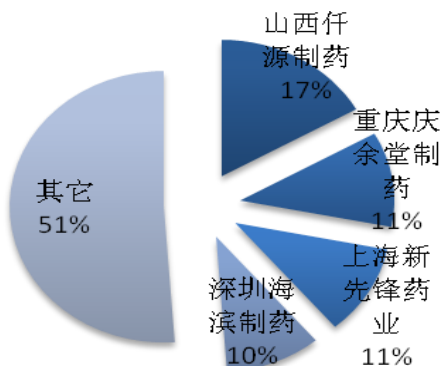
## 4. 公司竞争优势分析

### 4.1 先发优势

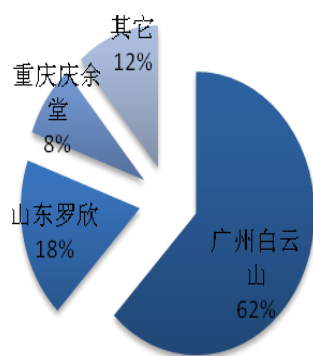
福安药业是最早获得氨曲南原料药生产批件的三家企业之一，是国内最早取得氨曲南生产批件的四家企业之一，也是国内最早取得替卡西林钠、磺苄西林钠少数几家企业之一。公司主要产品氨曲南居行业第一位，氨曲南制剂产销量位居行业第二位，氨曲南/精氨酸目前为国内独家品种。公司替卡西林钠占据市场总额的 79.41%，磺苄西林钠原料药为公司独家品种，市场先发优势突出。

**图表 15：我国氨曲南原料药市场竞争格局**


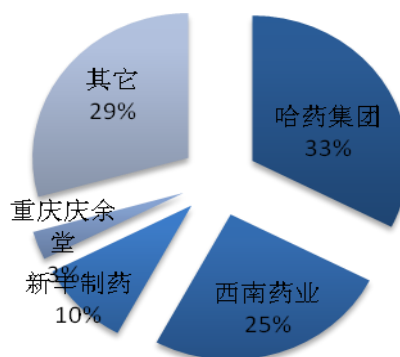
资料来源：招股说明书，东兴证券整理

**图表 16：我国氨曲南制剂市场竞争格局**


资料来源：招股说明书，东兴证券整理

**图表 17：我国头孢硫脒制剂市场竞争格局**


资料来源：招股说明书，东兴证券整理

**图表 18：我国头孢唑肟钠制剂市场竞争格局**


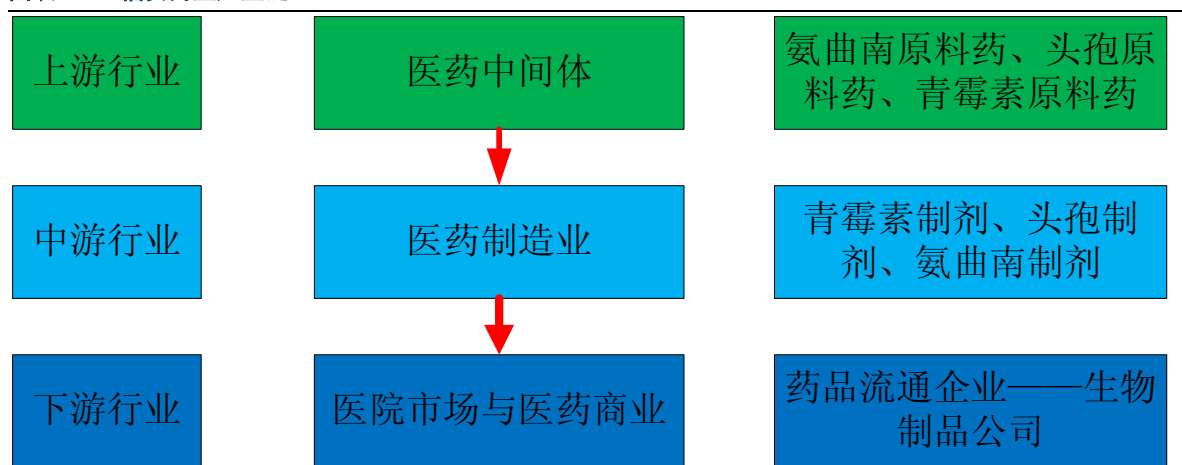
资料来源：招股说明书，东兴证券整理

### 4.2 原料药-制剂-销售产业一体化的模式

福安药业拥有完善的抗生素业务体系，现已初步形成医药中间体生产-抗生素-原料药生产-抗生素制剂生产-抗生素制剂销售一体化的业务模式，该模式有效减少了交易成

本和风险，提升了经营效率，使母公司的盈利和抗风险能力大大增强。公司注重原料药和制剂产品的协同发展，实现原料药和制剂产品的“无缝对接”。

图表 19：福安药业产业链



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

### 4.3 从抗生素延伸到专科药领域

公司坚持“生产一代、开发一代、预研一代、储备一代”的科研方针，坚持“自主创新为主，产学研合作与产品引进相结合”的研发模式，保证了研发的连续性和前瞻性。公司目前有 11 种头孢正在申请生产，8 种头孢拟申报生产，1 种头孢在申报临床，4 种头孢拟申报临床，盐酸奈必洛尔、奥拉西坦、卡培他滨、阿戈美拉汀等专科药是公司重点发展的方向。

表格 5：公司在研产品线

进展近况	品种
申报生产	硫酸氯吡格雷、罗库溴铵、富马酸喹硫平、 <b>奥拉西坦</b> 、盐酸乐卡地平、注射用头孢地嗪钠、头孢丙烯、注射用头孢替安、注射用呋布西林钠、注射用头孢孟多酯、头孢美唑钠、阿莫西林钠舒巴坦钠、注射用磺苄西林钠、注射用头孢替唑钠、
申报临床	头孢替坦、托伐普坦、注射用头孢替坦二钠
临床研究	<b>盐酸奈必洛尔</b>

拟申报生产

头孢他啶、注射用美洛西林舒巴坦钠、注射用头孢替安、头孢丙烯分散片、头孢妥仑匹酯、头孢布烯、瑞格列奈、**卡培他滨**、阿加曲班、厄洛替尼、伊马替尼、阿立哌唑、硫酸氢氯喹、左西替利嗪、左乙拉西坦、多烯磷脂酰胆碱

拟申报临床

头孢拉宗、伊潘立酮、**阿戈美拉汀**、拉科酰胺、盐酸头孢替安酯、

资料来源：招股说明书，东兴证券

## 5. 募集项目分析

### 5.1 氨曲南原料药技改扩产项目

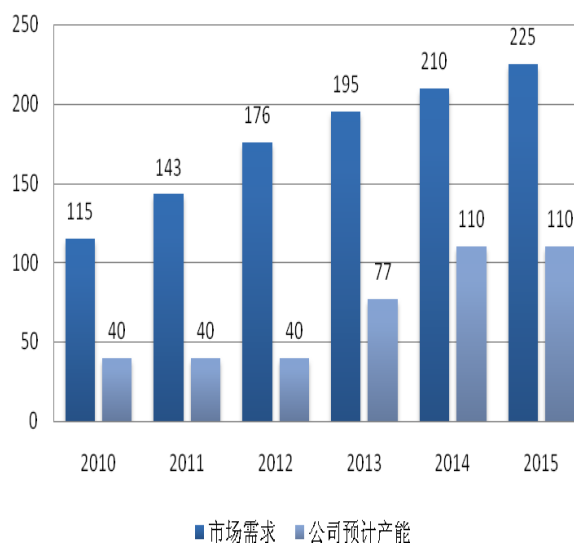
公司拥有先进的氨曲南原料药工艺技术，2009 年氨曲南原料药市场占有率为 48.09% 稳居市场第一位。公司计划总投资 12771 万元新建氨曲南原料药车间，达产后公司氨曲南原料药生产能力由目前的 40 吨/年提高到 110 吨/年，项目建设期为 2 年。庆余堂氨曲南制剂项目达产后每年向公司采购氨曲南原料药 30 吨，有效消化公司的新增产能。

图表 20：技改后福安药业氨曲南预计产量和销量



资料来源：招股说明书，东兴证券整理

图表 21：氨曲南市场需求及福安药业产能



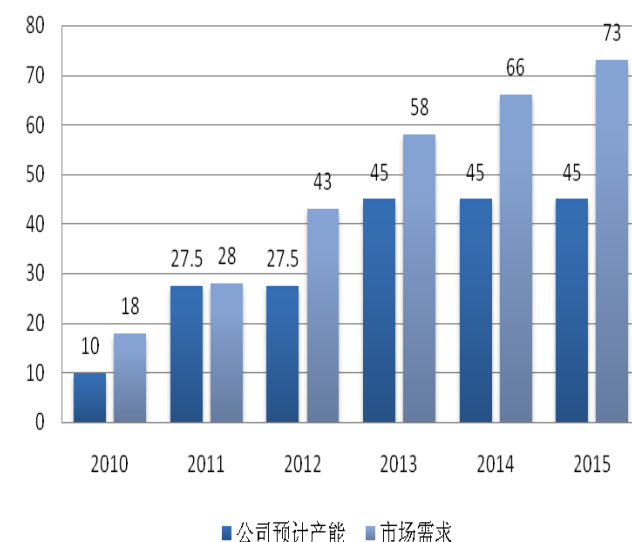
资料来源：招股说明书，东兴证券整理

### 5.2 替卡西林钠、磺苄西林钠原料药技改扩产项目

公司替卡西林钠原料药 2009 年市场占有率为 79.41%，排名第一，磺苄西林钠原料药 2009 年为本公司独家生产，处于垄断地位。

公司计划投资 8520 万元新建青霉素原料药车间，并对原有青霉素生产车间进行技术改造，彻底解决替卡西林钠和磺苄西林钠共线生产问题，同时新增替卡西林钠原料药产能 35 万吨，磺苄西林钠原料药产能 35 吨。

图表 22：福安药业替卡西林钠预计产能及市场需求



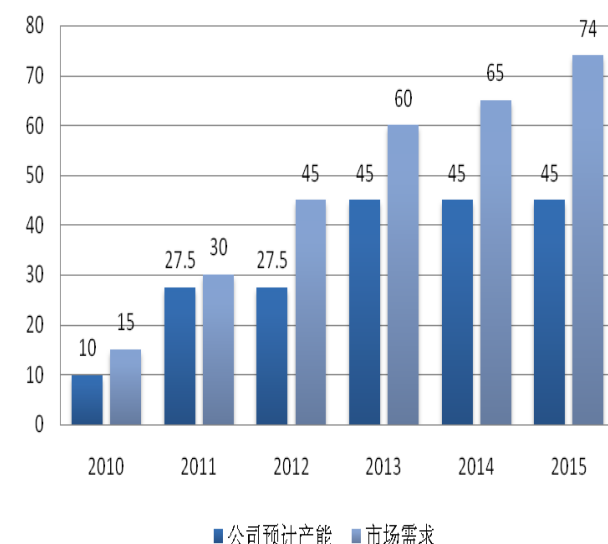
资料来源：招股说明书，东兴证券整理

图表 23：福安药业替卡西林钠预计产量及销量



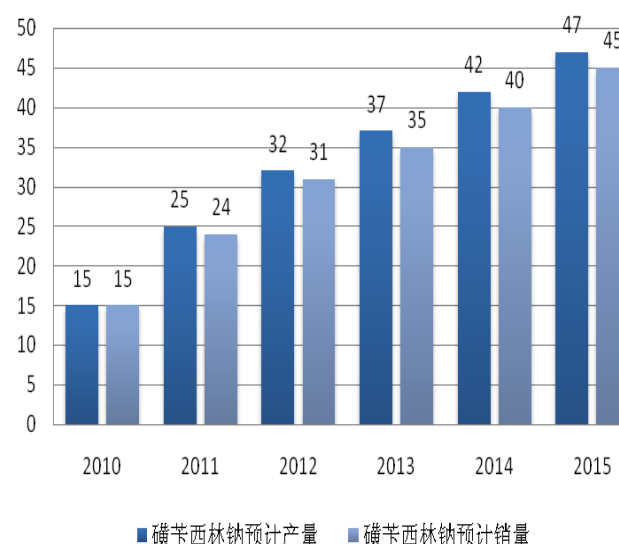
资料来源：招股说明书，东兴证券整理

图表 24：福安药业磺苄西林钠预计产能及市场需求



资料来源：招股说明书，东兴证券整理

图表 25：福安药业磺苄西林钠预计产量及销量



资料来源：招股说明书，东兴证券整理

### 5.3 头孢原料药技改扩产项目

公司计划投资 3451 万元，对公司头孢原料药车间进行技术改造，新增头孢原料药产能 60 吨/年。其中头孢替唑钠原料药 30 吨，头孢匹胺原料药 10 吨，头孢硫脒原料药 20 吨。由于公司将扩大头孢硫脒、头孢匹胺的制剂生产，公司内部将需要头孢硫脒、

头孢匹胺原料药 12 吨、13 吨，因此未来公司扩产的头孢硫脒、头孢匹胺原料药内部即可大部分消化。

#### 5.4 庆余堂二期 GMP 改造

公司拟用 12000 万元对庆余堂 GMP 二期改造，预计新增普通粉针产能 5000 万/年，用于氨曲南制剂的生产，原有普通粉针生产线将不生产氨曲南制剂，2011-2013 年公司氨曲南制剂的产能从 2000 万增加至 4000 万、4500 万、5000 万。另外，头孢粉针生产线将产能从 1000 万增加至 5000 万支产能，用于头孢硫脒、头孢匹胺、头孢唑肟钠和头孢匹罗等。

头孢菌素的生产，预计头孢头孢硫脒将扩大至 1700 万/年，头孢匹胺产能扩大至 1200 万/年。头孢硫脒和头孢匹罗进入医保目录，可能迎来爆发式增长。此外，公司正在申请 5 种其它头孢菌素的生产，提高头孢菌素产能十分有必要。

### 6. 盈利预测与估值

假设一：氨曲南原料药及制剂保持 15%的增速。

假设二：头孢制剂高速增长，2010、2011、2012 年的增速为 31.10%、50.00% 200.00%

假设三：替卡西林钠原料药、磺苄西林钠原料药 2011 年的增速分别为 33%、29%，2012 年的增速为 33.3%、29.1%。

基于已上假设，我们预测福安药业 2010-2012 年的 EPS 为分别 0.96 元、1.19 元、1.71 元。给予公司 2011 年 EPS 35-40 倍，合理估值区间为 41.65-47.60 元。

**表格 6：福安药业盈利预测**

万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	324.53	498.43	648.32	935.65
(+/-)%	62.1%	55.1%	30.1%	44.3%
净利润	93.06	127.26	163.52	233.15
(+/-)%	98.4%	37.2%	28.9%	43.2%
每股收益（元）	0.68	0.96	1.19	1.71

资料来源：东兴证券

利润表	2009	2010	2011	2012
营业收入	324.53	503.20	654.52	944.61
营业成本	167.24	271.79	368.01	533.91
营业费用	13.27	20.13	26.18	37.78
管理费用	35.84	50.52	65.71	94.84
财务费用	2.15	4.20	(5.49)	(5.62)
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	105.42	151.05	193.52	275.08
利润总额	109.00	149.05	191.52	273.08



所得税	15.93	21.79	28.00	39.92
净利润	93.07	127.26	163.52	233.15
归属母公司所有者的 净利润	90.67	124.38	160.36	229.68
EPS(全面摊薄)	0.68	0.96	1.19	1.71

资产负债表	2009	2010	2011	2012
货币资金	32.28	150.96	1,363.62	330.98
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	21.92	33.09	43.04	62.11
预付款项	11.42	18.21	31.09	49.78
存货	83.72	134.03	181.48	263.30
流动资产合计	151.53	340.71	1,663.48	747.47
非流动资产	122.09	109.86	227.04	419.82
资产总计	273.62	450.57	1,890.53	1,167.29
短期借款	0.00	87.03	0.00	0.00
应付帐款	48.13	74.46	100.82	146.28
预收款项	14.66	14.66	14.66	14.66
流动负债合计	74.18	186.15	126.48	172.94
非流动负债	36.13	36.05	36.05	46.05
少数股东权益	7.03	9.90	13.07	16.54
母公司股东权益	156.28	218.47	1,714.92	931.76
净营运资本	77.35	154.56	1,537.00	574.53
投入资本IC	170.23	200.24	400.17	663.13

现金流量表	2009	2010	2011	2012
净利润	93.07	127.26	163.52	233.15
折旧摊销	9.83	0.00	31.82	46.22
净营运资金增加	68.76	77.21	1,382.44	(962.47)
经营活动产生现金流	62.75	102.21	148.60	201.08
投资活动产生现金流	(34.05)	(0.43)	(190.50)	(236.50)
融资活动产生现金流	(13.21)	16.91	1,254.55	(997.22)
现金净增（减）	15.49	118.69	1,212.66	(1,032.64)

## 7. 风险提示

主要关注主导产品较为集中风险、原料药及制剂降价风险，募投项目进度风险以及国家医药产业政策风险。

### 分析师简介

#### 陈恒

先后毕业于南昌大学生物工程系、北京工商大学金融工程系，从事医药行业研究 2 年。曾任职于汇源果汁集团研发中心、汇鑫期货经纪有限公司、天相投资顾问有限公司。2010 年加盟东兴证券研究所。近期发表的研究报告有《医药行业 2010 年下半年投资策略：物以稀为贵》、《医药行业点评：深谷能容水 空箱好纳物》、《九安医疗：小荷才露尖尖角》、《天方药业：寒冬过会再逢春》、《科伦药业：最大的价值在于管理》、《仁和药业：外延式扩张为公司增长添动力》等。

#### 苏进进

北京协和医学院（清华医学部）医学硕士，2010 年加盟东兴证券。

### 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，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。

## 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。