

浙江医药 (600216)

2018年01月10日

VE 底部反转，出口制剂有望突破 买入（首次）

投资要点

■ **VE 格局有望持续向好。**短期看，巴斯夫柠檬醛装置停车，导致其 VE 生产中断，市场平衡偏紧。中期看，随着帝斯曼参股 Amyris，收购其巴西工厂，我们认为帝斯曼将寻求对 VE 的市场掌控力，VE 价格有望实现底部反转。公司目前 VE 油产能 2 万吨，弹性较大。

■ **VA 供给存在缺口，公司产能逐步释放。**短期看，由于巴斯夫的柠檬醛装置停车，影响到巴斯夫、安迪苏以及部分国内企业的原料供应，VA 供给存在刚性缺口。公司现有 VA 油名义产能 800 吨，在建的 1500 吨 VA 油有望于 18 年上半年逐步释放产能。

■ **喷雾干燥技术有望带动公司制剂出口。**传统制剂生产采用的冷冻干燥技术，存在诸多缺点，公司推出喷雾干燥技术代替传统的冷冻干燥技术，注射用盐酸万古霉素和注射用达托霉素已经获得 FDA 同意以 505b2 的方式提交 NDA 申请，并接受了 FDA 的 POV 访问。喷雾干燥技术属于平台型技术，可拓展空间大，相关动向值得关注。

■ **创新药具备一定的市场空间。**公司的创新药种类较多，其中定点偶联 HER2 抗体 ADC 药物 AS269 偶联注射液以及有选择性的激酶抑制剂 XCCS605B 的进展比较值得关注。

■ **随着昌海基地稳产达产，公司的生产经营有望持续转好。**过去几年公司的生产经营略有波动，主要是由于 VE 行业波动较大。此外，从 13 年开始，公司进行袍江基地的搬迁和昌海基地的建设也对公司利润产生了一定影响。时至今日，昌海基地已经陆续投用，VE 行业格局也出现积极变化，公司生产经营低点已过，未来生产经营有望持续转好。

■ **公司的激励机制较为高效。**16 年 9 月，公司实施了首期限限制性股票激励计划，完善长效奖励机制。事实上，公司从上世纪 80 年代就确立了“科技兴厂、专家治厂”的发展思路，目前的管理团队均为技术型专家，公司的持续创新能力值得期待。

投资建议

我们预计公司 17-19 年营业收入为 53.00 亿元、67.38 亿元和 70.12 亿元，净利润为 3.37、11.87 和 10.34 亿元，EPS 为 0.35、1.23 和 1.07 元，PE 为 46X、13X 和 15X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：维生素价格大幅波动，新产品推广不及预期。

盈利预测与估值	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5279	5300	6738	7012
同比(%)	17%	0%	27%	4%
净利润(百万元)	450	337	1187	1034
同比(%)	178%	-25%	252%	-13%
每股收益(元/股)	0.47	0.35	1.23	1.07
P/E	34.70	46.43	13.20	15.14

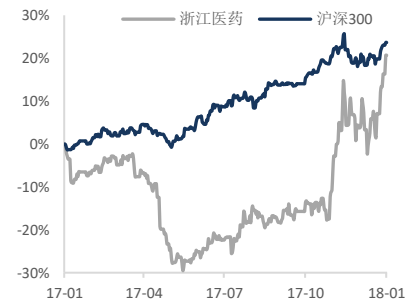
资料来源：Wind，东吴证券研究所

证券分析师 柴沁虎
执业证号：S0600517110006
021-60199761
chaiqh@dwzq.com.cn

证券分析师 全铭
S0600517010002
quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智
S0600516120001
jiaodzh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.22
一年最低/最高价	8.73/16.67
市净率(倍)	2.24
流通市值(百万元)	15,353.85

基础数据

每股净资产(元)	7.24
资产负债率(%)	19.86
总股本(百万股)	965.61
流通股(百万股)	946.60

相关研究

目录

1. 公司简介	4
1.1. 营养品和医药制造是公司的核心业务	4
1.2. 公司历史业绩波动较大，未来有望改善.....	5
2. VE 有望反转，VA 盈利大幅度提升	6
2.1. VA 存在刚性缺口，格局稳步向好.....	7
2.1.1. 维生素 A 生产集中度高，供需格局较为稳定	7
2.1.2. 维生素 A 技术壁垒较高.....	8
2.1.3. 未来应关注中间体柠檬醛的供应格局	9
2.1.4. 维生素 A 供给存在刚性缺口，巴斯夫复产前，价格有望再创新高.....	10
2.2. 维生素 E：行业存在反转可能	10
2.2.1. 维生素 E 市场容量较大	10
2.2.2. 技术创新带动维生素 E 格局变化.....	12
2.2.3. 维生素 E 价格触底回升	13
3. 医药制造业务具备较大成长空间	14
3.1. 降糖领域市场空间大，公司降糖药品实现稳定发展	14
3.2. 立足抗生素，实现多元发展	17
3.2.1. 替考拉宁市占率第一，增速稳定为公司提供利润	18
3.2.2. 左氧氟沙星市占比稳定，为公司持续提供现金流	18
3.2.3. 苹果酸奈诺沙星国内上市，首个无氟喹诺酮产品增长可期.....	19
3.2.4. 万古霉素稳定增长，市场集中度提升加速公司发展	19
3.2.5. 达托霉素 FDA 申请上市，有望实现出口转内销	20
3.3. 创新药重组人源化抗 HER2 单抗具备较大发展潜力	20
4. 盈利预测与估值	21
4.1. 基本假设	21
4.2. 盈利预测与估值.....	21
5. 风险提示	22
5.1. 维生素价格大幅波动.....	22
5.2. 新产品推广不及预期.....	22

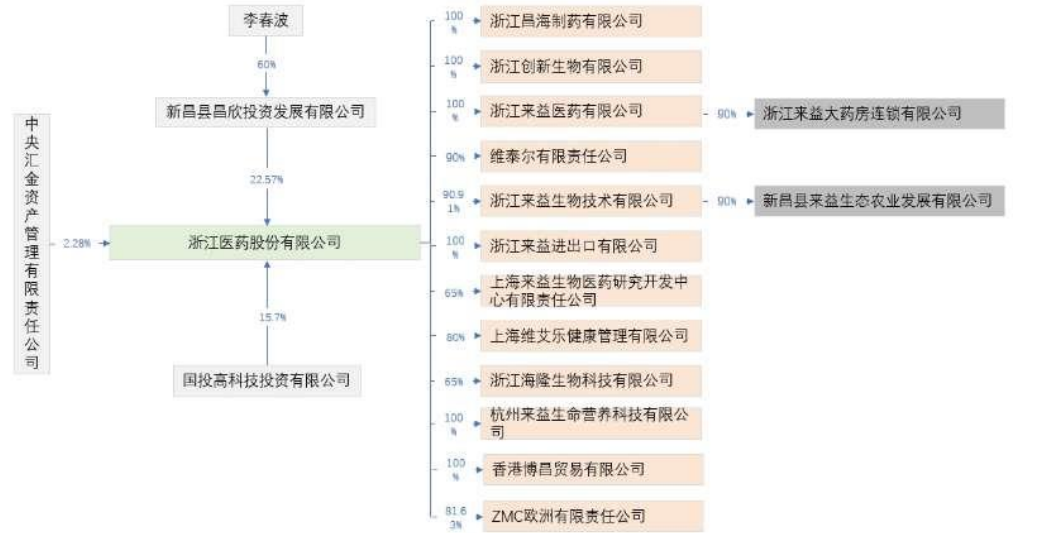
图表目录

图表 1: 公司的组织结构示意图.....	4
图表 2: 营业收入及同比增速.....	5
图表 3: 归母净利润及同比增速.....	5
图表 4: 营收构成(按产品分, %).....	5
图表 5: 营收构成(按行业分, %).....	5
图表 6: 公司主要行业板块毛利率情况(%).....	6
图表 7: 公司营业收入地区来源占比(%).....	6
图表 8: 维生素 A 供应格局(2015 年产量, %).....	7
图表 9: 维生素 A 产量(吨).....	7
图表 10: 在建维生素 A 产能(吨).....	8
图表 11: 维生素 A 下游需求占比(%).....	8
图表 12: 维生素 A 需求量.....	8
图表 13: 维生素 A 的合成工艺路线.....	9
图表 14: 维生素 A 历史价格(元/千克).....	10
图表 15: 维生素 E 供应格局(2015 年产量, %).....	11
图表 16: 维生素 E 产量(吨).....	11
图表 17: 2017 年新增维生素 E 产能.....	11
图表 18: 维生素 E 下游需求占比(%).....	12
图表 19: 维生素 E 需求.....	12
图表 20: 维生素 E 合成路线.....	13
图表 21: 维生素 E 价格走势(元/千克).....	14
图表 22: 全球抗糖尿病药物销售额.....	15
图表 23: α -葡萄糖苷酶抑制剂作用机理.....	15
图表 24: 2012-2017Q3 重点城市样本医院米格列醇销售额及增速.....	16
图表 25: 2012-2017Q3 米格列醇市占比情况(%).....	16
图表 26: 米格列醇中标情况(单位: 元/粒).....	17
图表 27: 重点城市样本医院各类抗生素市场占比(%).....	18
图表 28: 重点城市样本医院替考拉宁销售额及增速.....	18
图表 29: 重点城市样本医院替考拉宁各企业占比(%).....	18
图表 30: 重点城市样本医院左氧氟沙星销售额及增速(单位: 亿元).....	19
图表 31: 重点城市样本医院左氧氟沙星各企业占比(%).....	19
图表 32: 苹果酸奈诺沙星胶囊中标省份.....	19
图表 33: 重点城市样本医院万古霉素销售额及增速(单位: 亿元).....	20
图表 34: 重点城市样本医院万古霉素各企业占比(%).....	20
图表 35: 抗体药物偶联物作用机制.....	21
图表 36: 公司分版块盈利预测(单位: 万元).....	21
图表 37: 可比公司估值表.....	22

1. 公司简介

浙江医药股份有限公司（600216）总部位于浙江省绍兴市，是由原浙江新昌制药股份有限公司、浙江仙居药业集团股份有限公司和浙江省医药有限公司等企业以新设合并的方式组建于1997年5月16日的大型股份制制药企业。公司股票于1999年10月21日在上海证券交易所挂牌交易。实际控制人为李春波。

图表1：公司的组织结构示意图



资料来源：Wind，东吴证券研究所

1.1. 营养品和医药制造是公司的核心业务

公司核心业务主要是营养品、医药制造、医药商业和保健品业务四大板块。其中医药制造又可以细分为国内制剂、出口原料药、出口制剂和创新药四大业务。

公司的生产基地主要集中在新昌和昌海。公司子公司中，浙江来益医药主要负责医药商业部分，上海维艾乐主要负责公司保健品业务，昌海制药、创新生物主要负责公司医药制造板块，来益生物研发则主要承担研发任务。

公司是国内最早一批进入维生素生产领域的企业，已经成为国内合成维生素E的生产龙头。除合成维生素E以外，公司生命营养品板块的产品还包括合成维生素A、天然维生素E、维生素H、维生素D3、辅酶Q10、β-胡萝卜素以及斑蝥黄等脂溶性维生素和类胡萝卜素产品。其中不少品种，比如天然VE、生物素、辅酶Q10等，都是浙江医药率先在国内实现产业化的品种。目前，公司的合成维生素E、天然维生素E、β-胡萝卜素和斑蝥黄素产量都是国内最大。

公司的原料药业务主要是围绕抗感染类药物布局，涉足的品种包括喹诺酮类抗生素、抗耐药菌抗生素、糖肽类抗生素等。此外，抗疟疾药（比如本芬醇、蒿甲醚）、糖苷酶抑制剂类糖尿病药物以及营养补充剂类药物也是公司的特色产品。展望未来，公司重点研发的方向主要包括抗感染药物、维生素类药物、糖尿病药物、抗肿瘤药物等。

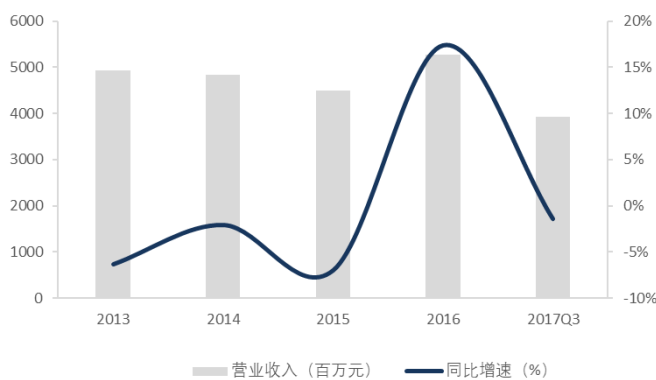
海外业务目前主要是原料药为主，但是随着喷雾干燥粉针剂技术成功应用，公司的出口制剂业务值得期待。当前公司开发的盐酸万古霉素喷雾干燥粉针剂项目已经报备FDA，有望于18年通过认证。喷雾干燥粉针剂技术属于平台型技术，如若认证通过，后续应该还有其他品种可以期待。

1.2. 公司历史业绩波动较大，未来有望改善

2013-2016年，公司营业收入的复合增长率为2.29%，净利润的复合增长率为-0.15%。2016年，维生素E市场情况好转，公司合成维生素E量价齐升，销售收入同比增长46.80%。此外，公司另一重要盈利产品维生素A 2016年市场价格连续上涨，销售收入同比增加93.00%。2016年公司生命营养类产品实现销售收入同比增加37.28%，有力改善了公司业绩。2017年上半年，由于维生素E价格持续下行，公司业绩同比下滑。

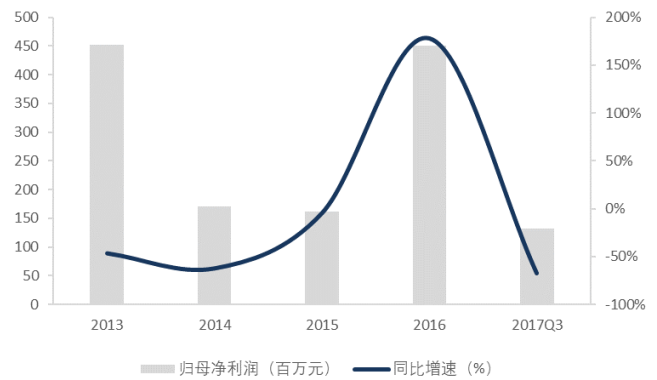
从按产品分类的收入结构来看，社会产品配送和合成维生素E是公司的主要收入来源；从按行业分类的收入结构来看，生命营养品和医药商业产品是公司的主要收入来源。由于研发和销售费用较高，2016年医药制造类业务仍为亏损状态。

图表2：营业收入及同比增速



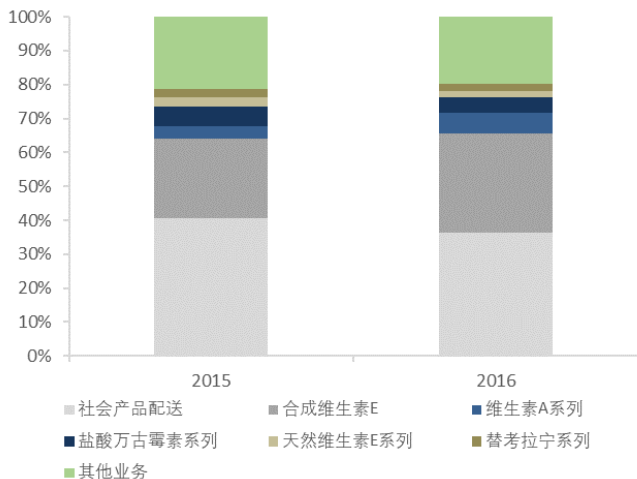
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表3：归母净利润及同比增速



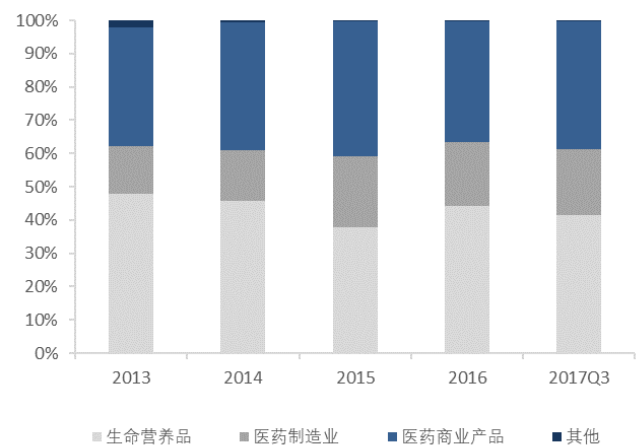
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表4：营收构成（按产品分，%）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表5：营收构成（按行业分，%）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

浙江医药的历史业绩波动较大，我们认为主要原因有三点：

首先，02年9月，公司走出新昌，到袍江设立生产基地，但是随着13年7月嘉绍大桥开通，袍江的功能定位发生变化，袍江基地面临搬迁。因此，公司生产经营受到一定影响。随后，公司启动昌海基地的建设，昌海基地16年9月份陆续投用。

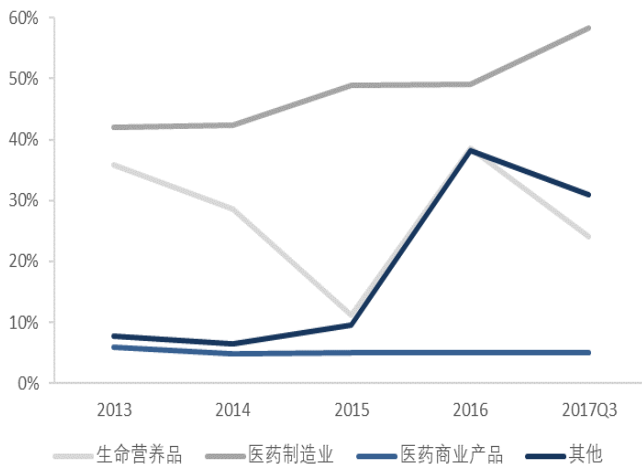
其次，公司的主营产品维生素E因为行业格局发生变化，价格波动较大，17年上半

年价格大幅回落。

最后，出口制剂业务和创新药业务是高投入、高风险品种，公司的研发费用和销售费用投入较高。

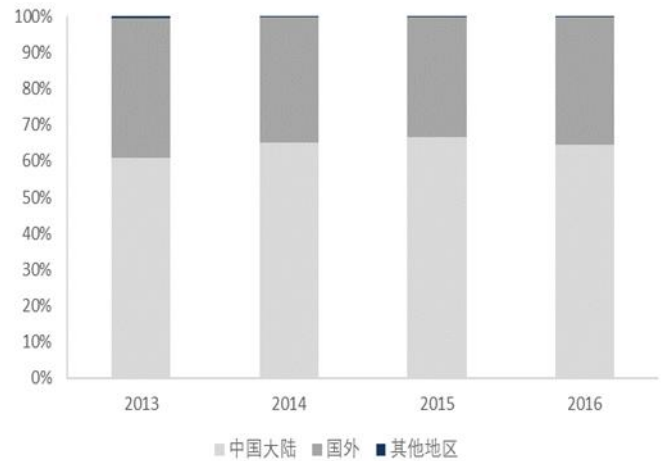
站在目前的时点看，昌海基地的营养品业务和医药制造业务的产能逐步释放，且面临较好的价格上行契机。出口制剂业务方面，喷雾干燥盐酸万古霉素制剂项目认证在即，考虑到喷雾干燥技术属于平台型技术，未来出口制剂业务有较大成长空间。

图表6：公司主要行业板块毛利率情况（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图表7：公司营业收入地区来源占比（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. VE 有望反转，VA 盈利大幅度提升

公司的生命营养品主要为合成维生素 E、天然维生素 E、维生素 A、维生素 H、维生素 D3、辅酶 Q10、β-胡萝卜素、斑蝥黄、虾青素等脂溶性维生素和类胡萝卜素产品。

从需求端来看，维生素的下游主要是饲料添加，刚性需求，增长稳定。

从供给端来看，维生素的生产工艺一般较为复杂，三废处理难度大，进入门槛较高。环保趋严的背景下，小企业不断退出相关领域的业务经营，行业秩序明显好转。一个很明显的特征就是周期弱化，行业龙头扩张并不导致产品价格发生暴跌。

短期看，受环保压力和海外装置非计划检修影响，维生素市场比较火爆，维生素 A、维生素 E、生物素等产品纷纷涨价，公司作为维生素生产的龙头企业，有望受益于产品涨价。

长期看，维生素行业的周期性正在弱化，龙头企业控价能力较强，未来维生素价格有望长期走强。

公司目前经营的产品中，VE 贡献了生命营养板块中的大部分的利润。展望未来，我们认为这个板块存在的积极因素有两方面：首先是 VE 的底部反转较为确定，值得市场关注；其次，公司的 VA、VD3、β-胡萝卜素等品种都在稳步上量，且产品价格处于景气上升周期。

目前 VD3、生物素这些品种景气度都较好，但是考虑到他们的利润体量和 VA、VE 还难以抗衡，本报告不做重点讨论，重点分析 VA、VE 的产业情况。

2.1. VA 存在刚性缺口，格局稳步向好

VA 是为数不多的行业供给秩序较好的大吨位维生素品种，需求平稳增长，供给集中于帝斯曼、巴斯夫、新和成等六大企业。

短期看，巴斯夫路德维希柠檬醛工厂着火后，导致巴斯夫、安迪苏以及部分国内企业的原料供应出现问题，市场供给存在刚性缺口，价格有望持续上行。

中期看，随着帝斯曼入股 Amyris，以及随后能特终止和 Amyris 合作开发 VA 关键中间体，我们认为行业格局将进一步固化。在这个过程中，龙头企业或有扩产，但是不必过分担心价格暴跌。

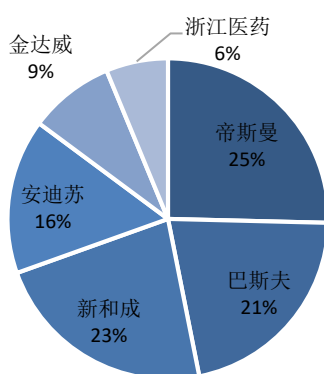
浙江医药袍江基地有 800 吨 VA 油的名义产能，昌海基地的 1500 吨 VA 油正处于试生产阶段。由于 VA 容易氧化，昌海基地 VA 粉生产线调试仍需一段时间，当前公司维生素 A 的产能利用率较低。未来应持续关注昌海基地 VA 粉的产能释放节奏。我们预计随着昌海基地的 VA 粉逐步投产，袍江基地的产能会根据市场情况逐步关停。

2.1.1. 维生素 A 生产集中度高，供需格局较为稳定

据博亚和讯统计，全球维生素 A 总产能约 3 万吨（折 50 万 IU），2015 年总产量约为 2.56 万吨，总需求量约 2.45 万吨，供需基本平衡。

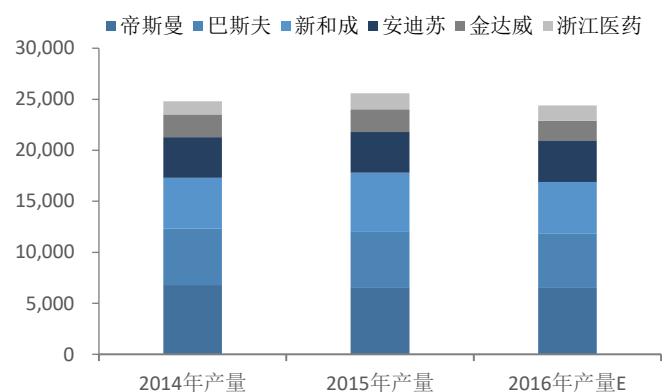
维生素 A 的生产比较集中，全球主要有 6 家生产商，国外厂家有帝斯曼、巴斯夫、安迪苏，国内主要是新和成、浙江医药、金达威。按照博亚和讯统计的 2015 年产量供应数据，国内三家公司年产量在 9600 吨，占全球总供应量的 38%。

图表8：维生素 A 供应格局（2015 年产量，%）



数据来源：cnki，东吴证券研究所

图表9：维生素 A 产量（吨）



数据来源：cnki，东吴证券研究所

维生素 A 的供应格局比较稳定，基本没有新进入者。目前在建的维生素 A 产能均来自现有厂商，据博亚和讯统计，最近投产的是金达威的 800 吨维生素 A 油（单位：250 万 IU，折合 50 万 IU 为 4000 吨），远期还有巴斯夫的 1500 吨（单位：280 万 IU，折合 50 万 IU 为 8400 吨）扩产项目。届时市场格局可能会有所变化，但是短期来看，供应格

局相对稳定。

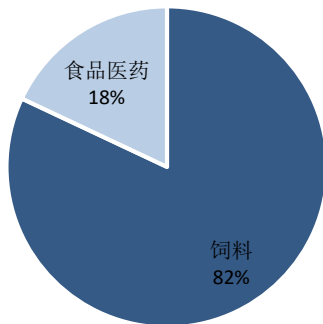
图表10: 在建维生素 A 产能 (吨)

	维生素 A (50 万 IU), 吨	建设时间	预计投产时间
巴斯夫	8400	2016 年 10 月	2020 年
金达威	4000	2015 年	预计 2018 年投产

资料来源: 博亚和讯, 东吴证券研究所

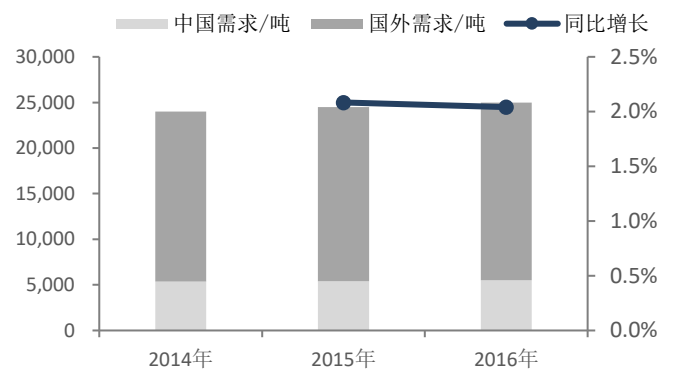
维生素 A 的需求稳定增长, 年增速在 2% 左右。维生素 A 主要应用于饲料和食品医药, 其中饲料是主要的应用领域, 需求占比 82% 左右。据博亚和讯统计, 2015 年全球维生素 A 需求 2.45 万吨, 2016 年大约在 2.5 万吨, 需求年增速约 2%。其中, 中国维生素需求占比 22%, 年需求量约在 5500 吨。

图表11: 维生素 A 下游需求占比 (%)



数据来源: 博亚和讯, 东吴证券研究所

图表12: 维生素 A 需求量



数据来源: 博亚和讯, 东吴证券研究所

2.1.2. 维生素 A 技术壁垒较高

维生素 A 又被称为视黄醇及其衍生物, 由于视黄醇遇酸, 空气, 氧化性物质, 高温, 紫外线容易被破坏, 因此维生素 A 在市场上一般以视黄醇乙酸酯、视黄醇棕榈酸酯的形式存在。目前维生素 A 的合成主要有 Roche 和 BASF 两种工艺:

RocheC₁₄+C₆ 合成工艺大致可以分成六碳醇的合成 (以乙炔锂、丁烯酮为起始原料), 十四醛的合成 (以 β - 紫罗兰酮为起始原料), 双格氏反应得到维生素 A 的主碳骨架, 然后进一步选择加氢、酰化、上脱溴等工序进行侧链的化学改造, 得到维生素 A 醋酸酯。

Roche 合成工艺的优点是技术较成熟, 收率稳定, 各反应中间体的立体构形比较清晰, 不必使用很特殊的原料。缺陷是使用的原辅材料高达 40 余种, 数量较大。

BASFC₁₅+C₅ 合成工艺同样以 β - 紫罗兰酮为起始原料, 和乙炔进行格氏反应生成乙炔-β - 紫罗兰醇, 选择加氢得到乙烯-β - 紫罗兰醇, 再经 Witting 反应之后, 在醇钠催化下, 与 C₅ 醛缩合生成维生素 A 醋酸酯。

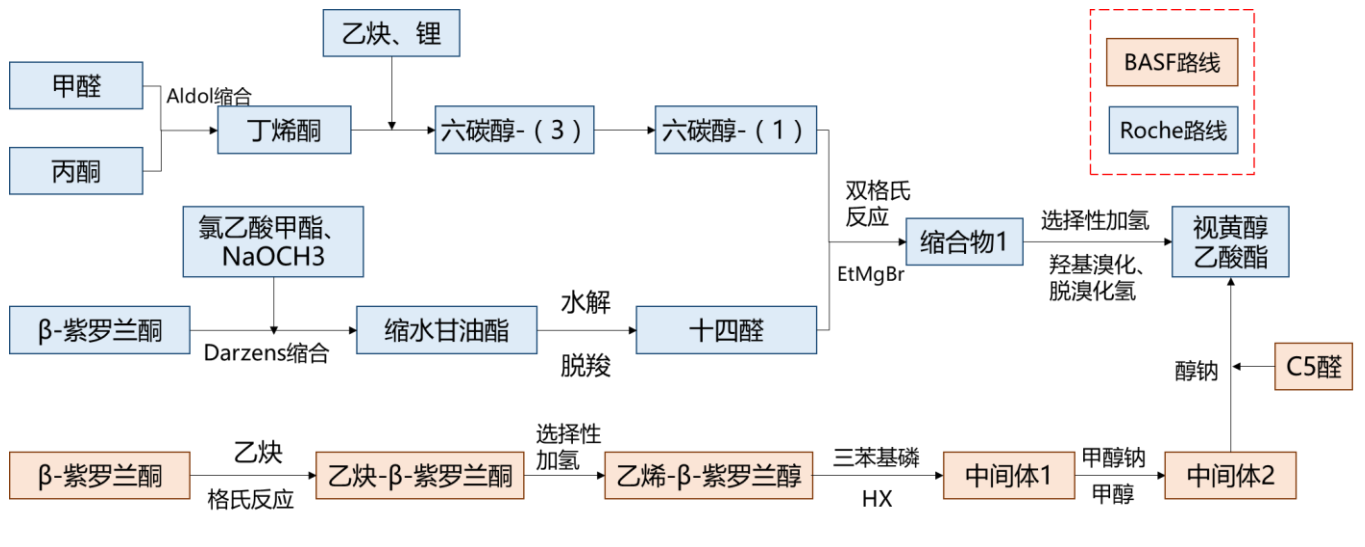
BASF 成工艺明显的优点是反应步骤少, 工艺路线短, 收率高。但工艺中的乙炔化,

低温及无水等技术壁垒较高，核心技术难点是 Witting 反应以及副产的三苯磷的循环利用。BASF 合成工艺使用剧毒的光气实现三苯磷的循环利用，这种工艺对工艺和设备要求高，较难实现。目前巴斯夫和安迪苏采用的是此工艺路线。

其后，国外有研究机构使用亚磷酸四乙酯与 C15 醛反应，成功的合成了 C15 醛磷酸酯，可避免传统 BASF 合成工艺使用价格高的三苯磷和剧毒的光气。

浙江医药的工艺属于 C₁₅+C₅ 工艺，流程较短，环境污染较小。

图表13: 维生素 A 的合成工艺路线



数据来源：《维生素 A 合成工艺》，东吴证券研究所

2.1.3. 未来应关注中间体柠檬醛的供应格局

维生素 A 关键原料中间体柠檬醛产能高度集中。维生素 A 生产的关键原料 β-紫罗兰酮由柠檬醛制备得到。而柠檬醛的生产集中在德国、日本少数几个企业手中，因此柠檬醛供应对于维生素 A 企业而言至关重要。

巴斯夫是全球最大的柠檬醛供应商，产能一度占全球的 60%以上，2014 年其德国路德维希工厂柠檬醛工厂火灾导致柠檬醛供应紧张，维生素 A 经历了价格上涨；2016 年上半年巴斯夫柠檬醛出货不足导致原料供应不足，路德维希工厂爆炸加剧了供应紧张局面，再叠加环保限产等因素，导致 2016 年上半年维生素 A 价格又经历了价格暴涨。

2017 年 10 月 31 日，巴斯夫路德维希柠檬醛工厂再度火灾。根据巴斯夫的公告，柠檬醛工厂启动的时间预计最早在 18 年 3 月，人类和动物营养业务预计在柠檬醛厂启动后数月恢复供应，亚洲在巴斯夫的供货体系中排位相对靠后。

从这个节奏看，柠檬醛供应短缺可能持续到 2018 年第二季度末，受此影响，巴斯夫、安迪苏以及国内部分企业的维生素 A 生产都出现原料短缺的问题，导致市场供应出现刚性缺口。

近年来，维生素 A 市场经常受到原料供应中断的影响。为了提升自身竞争力，降低原料采购成本，不少维生素 A 厂商近年来都在加码配套柠檬醛产能。但是也要注意，柠檬醛除了生产维生素 A 外，还是香精香料的重要中间体。如果巴斯夫马来西亚工厂能够稳产，单纯生产维生素 A 的企业是否有必要自我配套柠檬醛可能需要观察。

浙江医药的柠檬醛目前主要采购自日本，同时也掌握了柠檬醛的配套生产技术。我

们预计公司的中间体供应受巴斯夫柠檬醛工厂事故的影响较小。

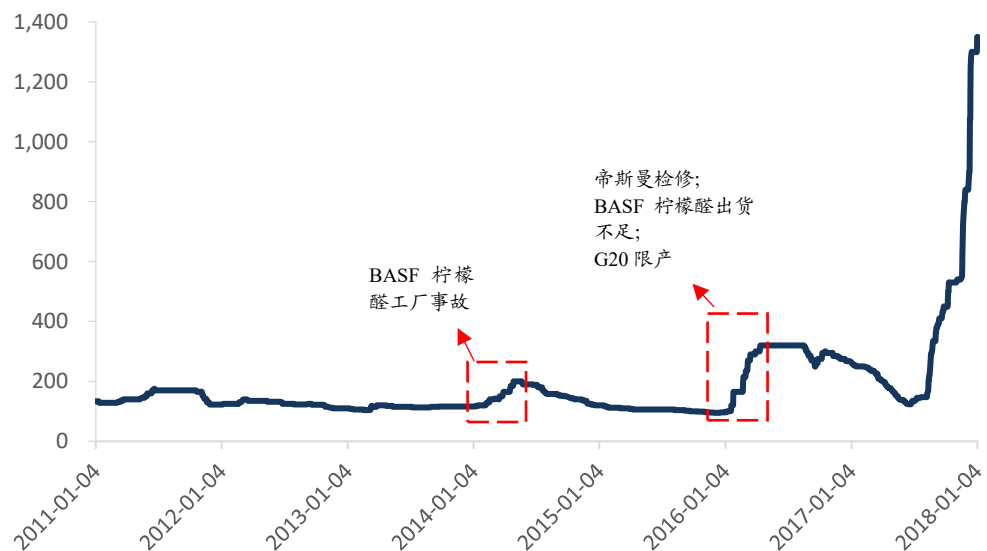
2.1.4. 维生素 A 供给存在刚性缺口，巴斯夫复产前，价格有望再创新高

维生素 A 为典型的寡头垄断格局，供求基本平衡。回顾历史价格可以发现，历次价格暴涨均与某寡头企业停产或检修相关。17 年 6 月下旬开始，维生素 A 开启新一轮上涨趋势，截止 2018 年 1 月初，VA 市场平均报价达 1000-1500 元/kg。

中国的维生素 A 产能集中在浙江（新和成，浙江医药）、福建（金达威），环保趋严对中期的供给格局也有一定影响。

海外方面，帝斯曼在欧洲宣布瑞士维生素 A 工厂升级改造计划，在 2017 年 10 月开始进行停产，持续约 6~8 周。2017 年 11 月，因为路德维希港柠檬醛装置着火，巴斯夫不得不宣布柠檬醛和异戊二烯醇的下游香原料产品遇到不可抗力，随后安迪苏也宣布维生素 A 减产。各种因素叠加，维生素 A 供给收缩，出现刚性缺口。考虑到巴斯夫认为路德维希港柠檬醛装置复产不早于 18 年 3 月份，我们预计 VA 的市场平衡可能要到 2018 年三季度，18 年上半年 VA 价格有望再创新高。

图表14：维生素 A 历史价格（元/千克）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 维生素 E：行业存在反转可能

从供求格局看，VE 的格局相比 VA 较差。但是，随着帝斯曼参股 Amyris 以及收购其巴西工厂，VE 中期格局有望改善。

短期看，我们认为，巴斯夫的事故对 VE 市场的影响程度高于市场预期。路德维希工厂的柠檬醛不仅给巴斯夫的 VA 提供基础原料，也给它 VE 工厂提供基础原料。我们认为在路德维希工厂复产前，VE 供需将维持偏紧状态。

中期看，随着帝斯曼参股 Amyris，我们认为跨国公司在 VE 市场、定价方面的掌控力有望增强，行业格局稳步向好。

2.2.1. 维生素 E 市场容量较大

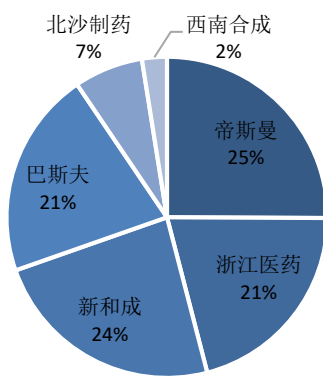
维生素 E 又被称为生育酚，是一种脂溶性维生素。由于游离的维生素 E 不稳定，在

空气中易被氧化，见光易分解，因而通常将其乙酰化，目前市场上销售的主要是维生素 E 醋酸酯。

维生素 E 是全球需求量最大的维生素品种之一。据博亚和讯统计，2015 年维生素 E 全球产能（折算成油）约 9.3 万吨，产量约 7.18 万吨，全球需求约 6.5 万吨，其中中国需求 1 万吨左右，整体市场供大于求。

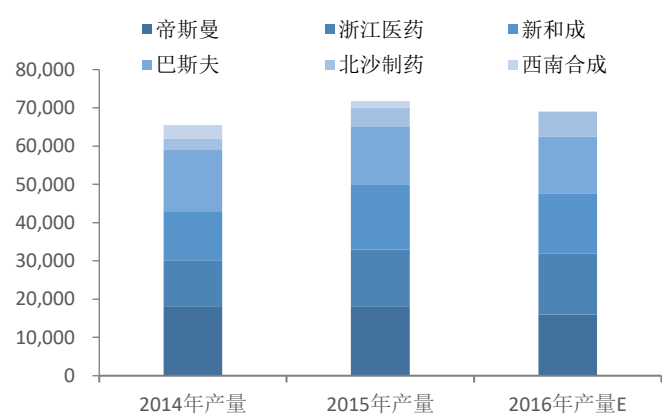
维生素 E 的生产国外主要是帝斯曼和巴斯夫两家，其余都在国内，国内供应量占比约为 54%。近年来维生素 E 产能增长较多，国内的新和成、浙江医药、北沙制药的产量增幅较大，在激烈的市场竞争下，西南合成在 2016 年停产。此外，福建海欣药业、能特科技等新厂家也纷纷投建维生素 E 产能，为供给格局带来不确定性因素。

图表15：维生素 E 供应格局（2015 年产量，%）



数据来源：博亚和讯，东吴证券研究所

图表16：维生素 E 产量（吨）



数据来源：博亚和讯，东吴证券研究所

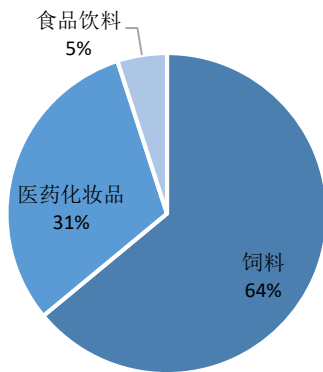
图表17：2017 年新增维生素 E 产能

公司	产能	投产进度
能特科技	2 万吨	2017 年 3 月对外销售
福建海欣药业	2500 吨维生素 E 油及 25000 吨 50% 维生素 E 粉	未知

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

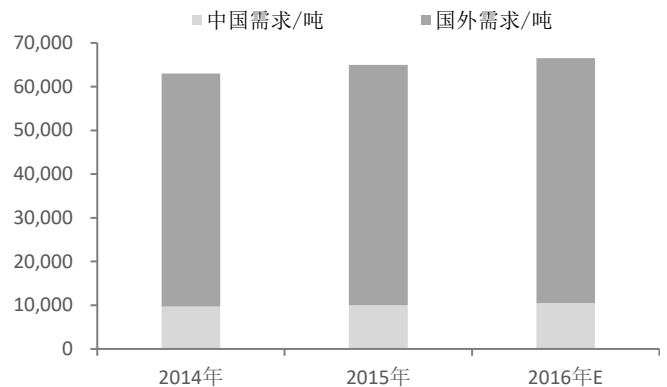
维生素的下游需求也比较稳定，全球 64% 的维生素 E 用于饲料添加，其次是医药化妆品和食品饮料。我国国产厂商生产的维生素 E 主要用于饲料添加，而国外的巴斯夫和帝斯曼生产的维生素 E 用于医药食品添加的比重较大。

图表18: 维生素 E 下游需求占比 (%)



数据来源: 博亚和讯, 东吴证券研究所

图表19: 维生素 E 需求



数据来源: 博亚和讯, 东吴证券研究所

2.2.2. 技术创新带动维生素 E 格局变化

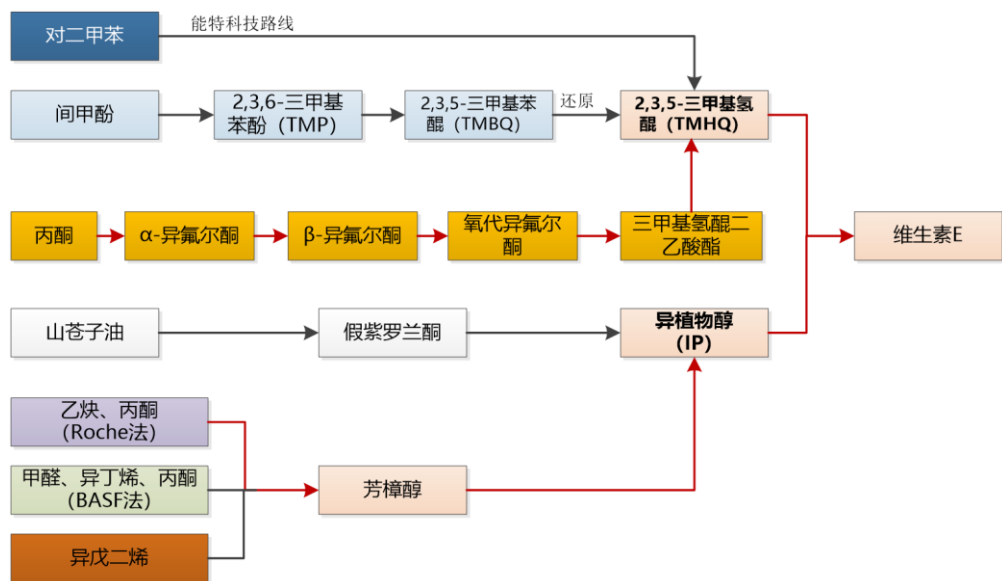
合成维生素 E 的工艺路线较多, 合成工艺分为三个工段: 异植物醇合成、三甲基氢醌合成和维生素 E 合成。其中, 三甲基氢醌占成本的 35%, 异植物醇占成本的 65%。

传统的三甲基氢醌合成采用以间甲酚为原料, 受制于技术, 间甲酚 (三甲酚) 的生产控制在 Merisol、巴斯夫、三菱等企业手中, 大量依赖进口。相关企业中, 新和成全部改用以丙酮为原料的异氟尔酮工艺, 能特科技采用对二甲苯作为原料, 浙江医药主要以间甲酚为原料。由于近年来, 间甲酚价格下跌较多, 三种路线, 成本相差不大。

异植物醇的合成普遍采用丙酮与乙炔工艺 (芳樟醇工艺)。该工艺根据原料的不同又可分为罗氏法、异丁烯-甲醛法、异戊二烯-格氏试剂法等, 生产过程安全风险较大。巴斯夫主要是采用柠檬醛和与丙酮缩合制备异植物醇, 这是其路德维希柠檬醛工厂关闭导致巴斯夫也不得不宣布 VE 遇到不可抗力的主要原因。公司也表示“只有在柠檬醛供应恢复、获得维生素 A 和 E 所需中间体的时候这些装置才能重启”。

浙江医药主要是采用异戊醛技术路线。

图表20：维生素 E 合成路线



数据来源：《合成维生素 E 的研究进展》，环评报告，东吴证券研究所整理

2.2.3. 维生素 E 价格触底回升

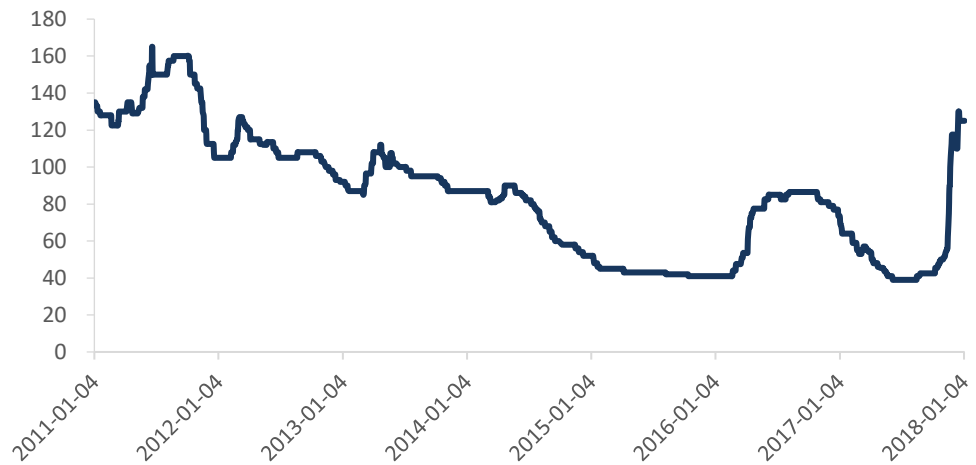
回顾历史看，维生素 E 竞争激烈，行业格局不明朗，2017 年上半年价格也是一路跌至十年来的历史低位。但是我们有理由对其未来的前景持乐观态度。

首先，行业格局正在发生一些积极变化。17 年 5 月，帝斯曼闪电入股 Amyris。17 年 11 月，帝斯曼公告，将收购 Amyris 巴西工厂，帝斯曼会继续执行同 Amyris 或其他相关方的供货协议，会协助 Amyris 在巴西投建第二座生产工厂。考虑到法尼烯对降低帝斯曼的 VE 的综合生产成本贡献相对有限，收购意图需要进一步关注。

另一个值得关注的动向是，帝斯曼增持入股 Amyris，随后冠福控股发布公告，公司和 Amyris 在维生素 A 方面的合作谈判失败。

另一个重要的催化剂就是路德维希工厂的柠檬醛火灾。巴斯夫主要是采用柠檬醛和与丙酮缩合制备异植物醇。路德维希工厂已经有十几年的历史，2014 年的火灾曾导致柠檬醛供应中断一个月。虽然目前难以判断柠檬醛工厂的复产时间，但是我们认为工厂停产时间可能会持续 4-6 个月。考虑到巴斯夫在 VE 领域的市占水平和 VE 闲置产能的情况，当前海外的缺口只能由新和成、浙江医药、帝斯曼等几家企业来满足，供给或存在缺口。

图21：维生素 E 价格走势（元/千克）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 医药制造业务具备较大成长空间

公司医药产品线丰富，主要以抗生素为主，同时涉足口服降糖药领域。

由于历史渊源，公司主要是围绕抗感染类药物布局，涉足的品种包括喹诺酮类抗生素、抗耐药菌抗生素、糖肽类抗生素等。公司同时布局抗疟疾药（比如本苄醇、蒿甲醚）、以及营养补充剂类药物。

公司医药板块的业务立足国内市场，正在向国际市场迈进：万古霉素、达托霉素等产品均报批 FDA，有望实现出口。

支撑国内制剂收入的主要是“来立信”（乳酸左氧氟沙星注射液及其片剂）、“来可信”（注射用盐酸万古霉素）、“加立信”（注射用替考拉宁），展望未来，抗生素品种中，奈诺沙星制剂值得期待，其他原料药中，米格列醇存在放量可能。

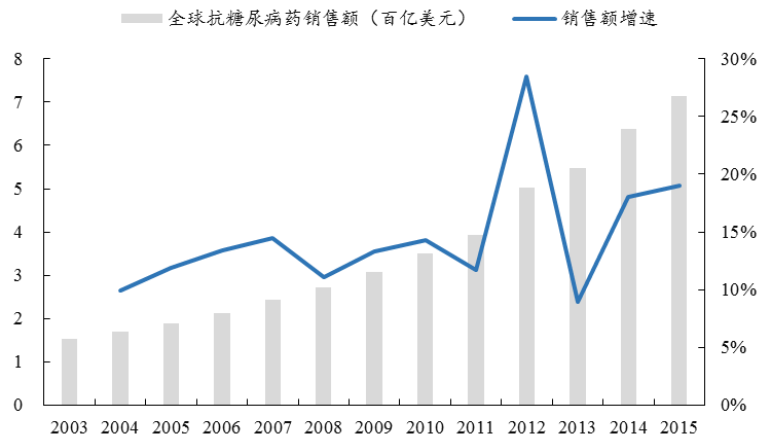
海外业务目前主要是原料药为主，但是制剂业务有望打开成长空间。公司开发的盐酸万古霉素喷雾干燥粉针剂项目已经报备 FDA，我们预计有望于 18 年通过认证并批准。

喷雾干燥粉针剂项目是公司的原创平台型技术，如若认证通过，后续陆续还有新品推出。

3.1. 降糖领域市场空间大，公司降糖药品实现稳定发展

糖尿病用药市场广阔，2003 年以来，全球糖尿病用药市场一直处于快速增长阶段。2015 年，全球抗糖尿病药物市场高达 715 亿美元，且增速达 19%。

图表22：全球抗糖尿病药物销售额



资料来源：Wind、东吴证券研究所

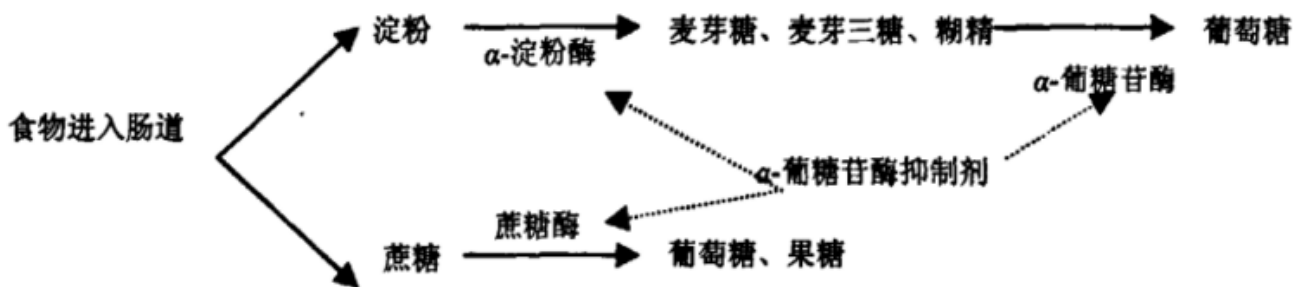
我国糖尿病患者众多，根据 IDF 的研究来看，20-79 岁人群中患者数量从 2013 年的 9800 万人增长到 1.1 亿人。我们认为，随着居民生活水平的提高、城镇化进一步推进和人口老龄化加剧，未来糖尿病患者数量将进一步增长。

公司制剂药物米格列醇为 α -葡萄糖苷酶抑制剂，为口服降糖药的一种，主要用于 II 型糖尿病的治疗。

作用机制为可逆竞争性抑制，通过延缓碳水化合物的吸收来降低餐后血糖。米格列醇的结构与葡萄糖相似，能够可逆地竞争性抑制假单糖 α -葡萄糖苷酶，对小肠绒毛刷缘的 α -糖苷酶都有抑制作用，是蔗糖酶的高效抑制剂，且不抑制 α -淀粉酶的活性。

米格列醇并不完全抑制葡萄糖的吸收，而是延缓了葡萄糖的吸收过程，使消化道各区域对葡萄糖的吸收更平均，从而平缓了餐后碳水化合物消化吸收所产生的尖锐血糖峰值。

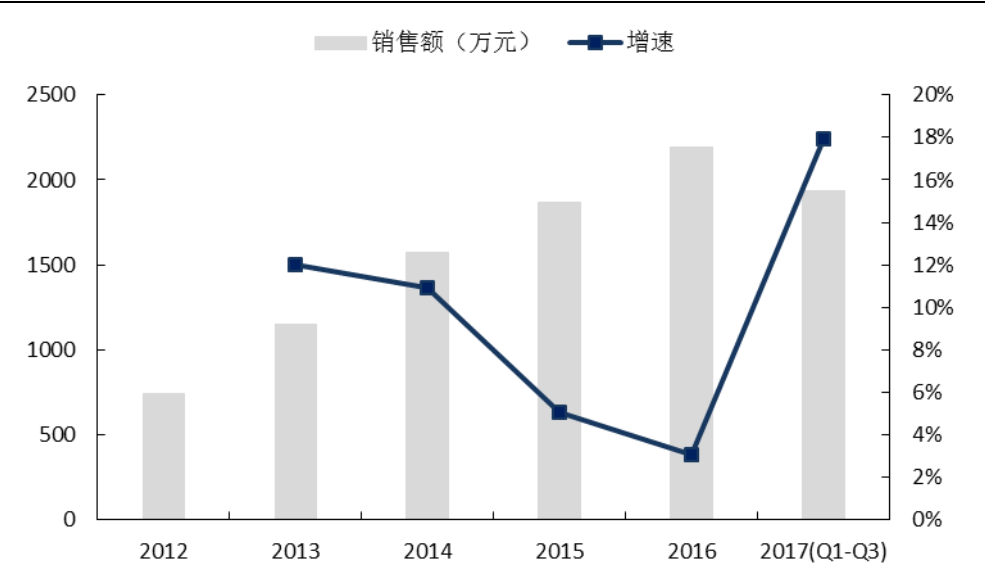
图表23： α -葡萄糖苷酶抑制剂作用机理



数据来源：广东化工，东吴证券研究所

从 PDB 的数据来看，在重点城市样本医院中，米格列醇的销售额呈逐年递增的趋势，且增速稳定。2017 年前三季度的销售额达 1900 万元，同比增长 18%。

图表24：2012-2017Q3 重点城市样本医院米格列醇销售额及增速

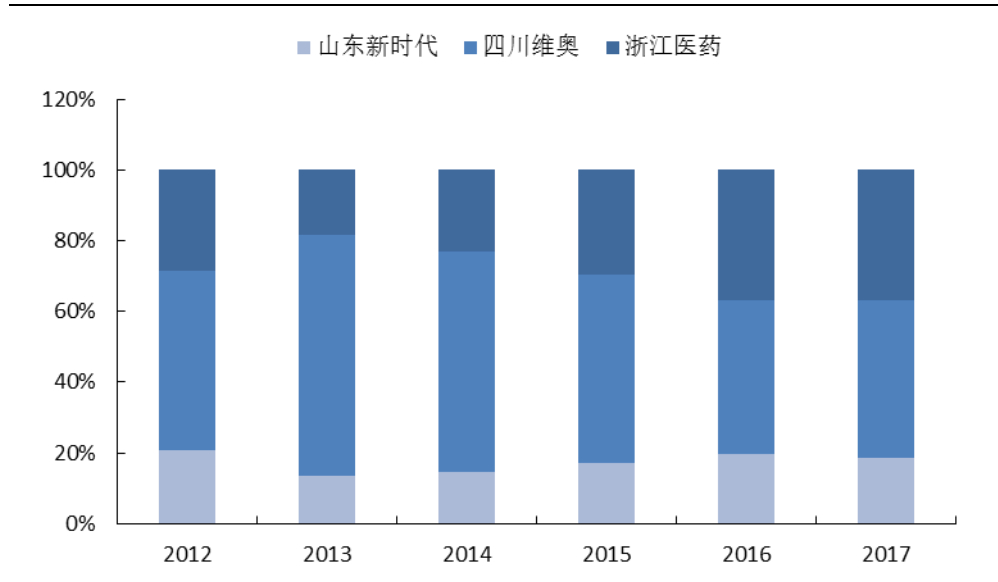


资料来源：PDB、东吴证券研究所

CMH 监测数据显示，2016 年 α -糖苷酶抑制剂在零售药店市场规模为 19 亿元，其中阿卡波糖占比 90%，伏格列波糖仅占比 7%，米格列醇占比 3%。表面看，米格列醇占比不高，但是米格列醇作用机理多元，而且能够降糖减重，比较有产业前景。2017 年，米格列醇新调整进入医保目录，我们认为其增速将会进一步提高。

目前我国米格列醇市场占比最大的企业为四川维奥，浙江医药位居第二，但其市占比逐年增长，2017 年前三季度为 37%。

图表25：2012-2017Q3 米格列醇市占比情况 (%)



资料来源：PDB、东吴证券研究所

浙江医药的米格列醇在我国 21 个省份中标，在进入国家医保目录之前，在 6 个省份进入了地区医保目录。随着新调整进入国家医保目录，该药品可在中标的 21 个省份进行医保支付，未来有望加速增长。

图表26：米格列醇中标情况（单位：元/粒）

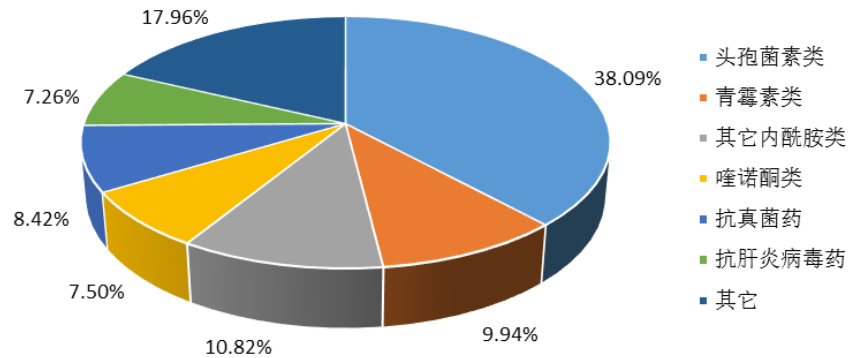
米格列醇			公司中标价		
省份	年份	规格	山东新时代	四川维奥	浙江医药
北京	2017	50mg	1.86	1.84	1.84/1.78
		25mg	1.28		
广东	2017	50mg	1.87		
湖北	2017	50mg	1.79	1.91	1.78
江苏	2017	50mg	1.79	1.84	1.78
江西	2017	50mg	1.91	2.67	1.96
辽宁	2017	50mg	1.83	1.87	1.78
		25mg	1.28		
湖南	2017	50mg	1.81		1.78
宁夏	2017	50mg	1.83	1.91	1.78
山西	2017	50mg	1.79	1.84	1.83/1.78
四川	2017	25mg	1.28		
		50mg	1.79	1.84	1.78
		100mg	3.84		
浙江	2017	50mg			1.81
	2015	50mg	1.86		
广西	2016	50mg	2.15	1.98	2.15
内蒙古	2016	50mg	2.35	2.10	1.83
上海	2016	50mg			2.73
福建	2015	50mg	1.79		1.78
海南	2014	50mg	2.17	2.08	1.95
吉林	2014	50mg	2.12	2.02	2.08
新疆	2014	50mg	2.08		
青海	2012	50mg		2.10	2.00
陕西	2012	50mg	2.15/2.10/2.07		1.84/1.82
云南	2011	50mg	2.29	2.20	4.00
贵州	2011	50mg		2.00	
甘肃	2010	50mg	2.29	2.30	3.54
河南	2010	50mg	2.11	1.98	2.00

资料来源：中标网、药智网、东吴证券研究所

3.2. 立足抗生素，实现多元发展

抗生素是公司的起家品类，涉足的品种包括抗感染类药物，比如喹诺酮类抗生素、抗耐药抗生素、糖肽类抗生素等。

图表27：重点城市样本医院各类抗生素市场占比（%）



资料来源：PDB、东吴证券研究所

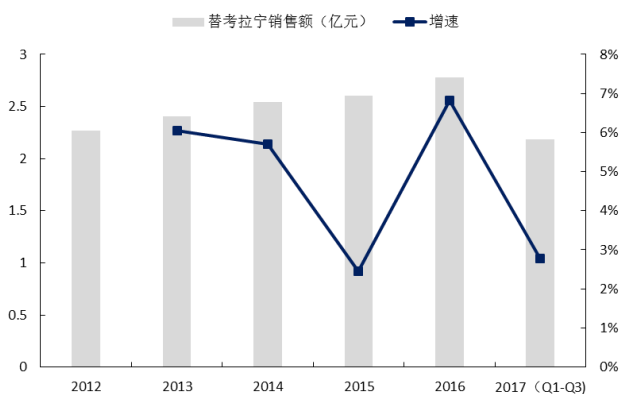
抗生素是国内各类用药市场中规模较大的一类临床基础用药，公司生产的左氧氟沙星、盐酸万古霉素、替考拉宁原料药产量位居世界前列。

3.2.1. 替考拉宁市占率第一，增速稳定为公司提供利润

替考拉宁为多肽类抗生素，在这类抗生素中市占比仅次于万古霉素，位列第二。根据重点城市样本医院的数据，替考拉宁2017年前前三季度的销售额占多肽类抗生素的36%。

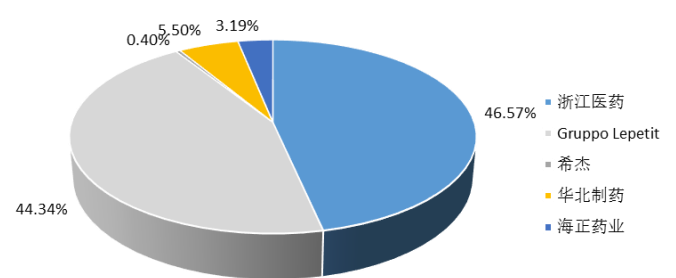
浙江医药的替考拉宁市占比最高，是我国该产品的龙头。从PDB的数据可以看出，其市占比达47%。我国替考拉宁的市场常年维持稳定，作为该产品的龙头，浙江医药从中获得稳定的收入。

图表28：重点城市样本医院替考拉宁销售额及增速



资料来源：PDB、东吴证券研究所

图表29：重点城市样本医院替考拉宁各企业占比（%）



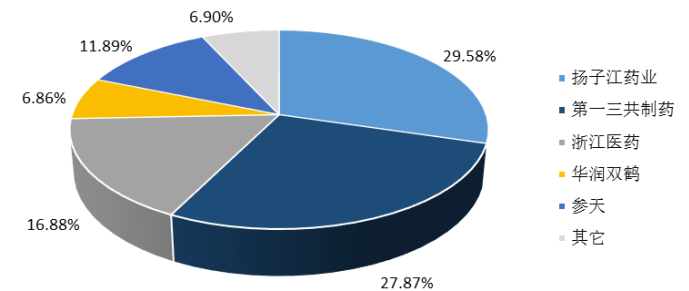
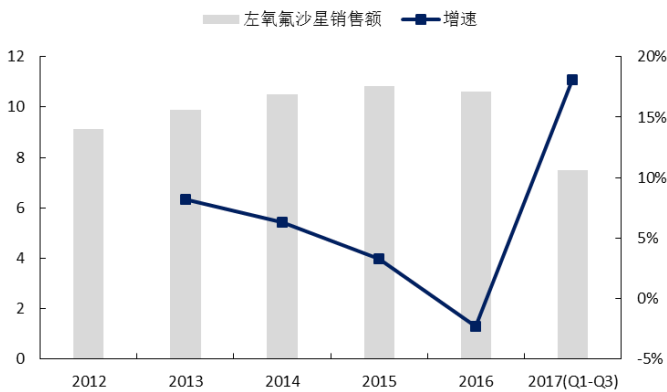
资料来源：PDB、东吴证券研究所

3.2.2. 左氧氟沙星市占比稳定，为公司持续提供现金流

左氧氟沙星为喹诺酮类抗生素，销售额占比在同类产品中排名第二，为39%。从PDB的数据看，左氧氟沙星虽然市场大，但生产企业众多，竞争较为激烈。浙江医药的市占比一直维持在第三位，该产品持续为公司提供稳定的现金流。

图表30: 重点城市样本医院左氧氟沙星销售额及增速
(单位: 亿元)

图表31: 重点城市样本医院左氧氟沙星各企业占比 (%)



资料来源: PDB, 东吴证券研究所

资料来源: PDB, 东吴证券研究所

3.2.3. 苹果酸奈诺沙星国内上市, 首个无氟喹诺酮产品增长可期

喹诺酮类药物市场庞大, 2015 年全球销售额达到 20.23 亿美元, 国内市场重要城市医院用药销售额为 15.59 亿元。

近年来, 莫西沙星等传统氟喹诺酮类的用药安全性受到很大质疑, 研究发现氟喹诺酮类药物可能引起肝脏毒性和光毒性等不良反应, 且在近年临床应用过程中, 氟喹诺酮抗菌药耐药肺炎链球菌存在交叉耐药性。2017 年 7 月, CFDA 发布《总局关于修订全身用氟喹诺酮类药品说明书的公告》中明警告该类药品有严重不良反应。

2012 年 6 月, 浙江医药与太景生技签署《技术授权及合作协议》, 获得苹果酸奈诺沙星在中国境内的 20 年的专利使用权及销售权。该产品是全球首个无氟喹诺酮产品。苹果酸奈诺沙星的作用机制是通过抑制细菌 DNA 回旋酶的活性而抑制细菌 DNA 复制。

另外奈诺沙星产品在糖尿病并发症肢体溃烂方面具有独特的治疗效果, 我们认为该产品的上市将对市场上在售的氟喹诺酮类药物起到替换作用, 未来市场空间广阔。

目前浙江医药的苹果酸奈诺沙星胶囊已于 2016 年 6 月获批上市, 目前中标省份 10 个, 其它地区的招标工作正在陆续推进。我们认为, 随着其招标的陆续推进及注射剂获批生产, 莫西沙星等传统氟喹诺酮类的用药市场将会受到冲击, 市场将被挤占。而公司的苹果酸奈诺沙星将为公司的业绩带来增量。

图表32: 苹果酸奈诺沙星胶囊中标省份

已中标省份	山西、广西、黑龙江、重庆、上海、浙江、山东、湖北、四川、甘肃
-------	--------------------------------

资料来源: 中标网、药智网、东吴证券研究所

3.2.4. 万古霉素稳定增长, 市场集中度提升加速公司发展

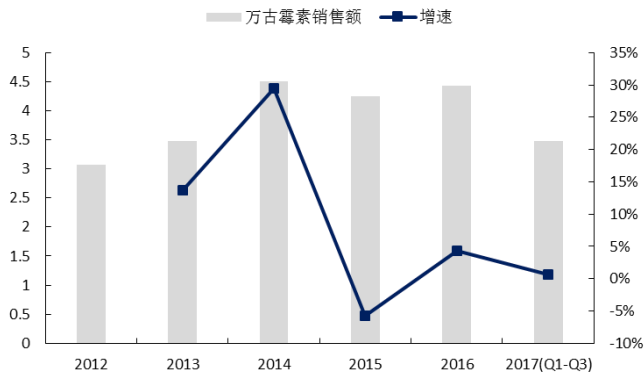
盐酸万古霉素是礼来公司 1958 年原研并开发的糖肽类抗生素, 作用机制是抑制细菌细胞壁的合成, 它主要和敏感细菌细胞壁前体肽聚末端的丙氨酰丙氨酸结合, 阻断构成细菌细胞壁的高分子肽聚糖合成, 导致细胞壁缺损而杀灭细菌。此外, 它也可能改变细菌细胞膜渗透性, 并选择性地抑制 RNA 的合成。

盐酸万古霉素为窄谱抗生素, 仅对革兰阳性菌有效, 对于 MRSA (耐甲氧西林金黄色葡萄球菌) 引起的败血症, 心内膜炎, 骨髓炎, 肺内感染均有良好疗效。万古霉素为多肽类抗生素占比最大的一类, 2017 年前三季度销售额占比达 58%。从 PDB 的数据来看, 重点城市样本医院万古霉素的销售额逐步趋于稳定, 但我们认为其市场集中度将进

一步提高。

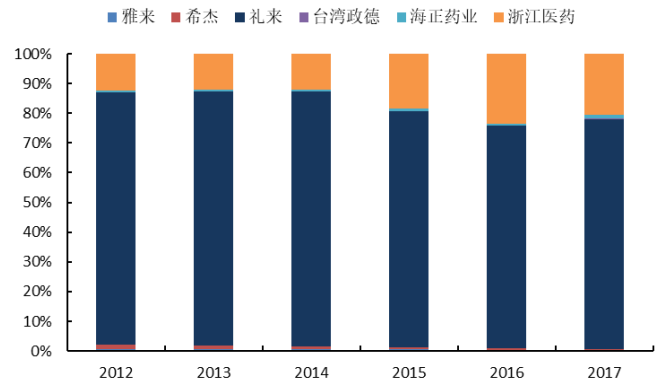
浙江医药的万古霉素市占比在我国位居第二，第一为礼来。通过规模优势，我们认为浙江医药的市场份额有望进一步提高，从而实现增长。

图表33: 重点城市样本医院万古霉素销售额及增速
(单位: 亿元)



资料来源: PDB、东吴证券研究所

图表34: 重点城市样本医院万古霉素各企业占比 (%)



资料来源: PDB、东吴证券研究所

2017年,浙江医药子公司创新生物的注射用盐酸万古霉素产品向FDA提交了NDA申请。若成功实现出口,不仅为公司提供业绩增量,同时有助于国内产品市场份额的进一步提升。

3.2.5. 达托霉素 FDA 申请上市,有望实现出口转内销

达托霉素是礼来公司 2004 年研发生产的第二代肽类抗生素药。作用机制是干扰一种广泛存在于细菌细胞壁上的特殊酶肽聚酶的生物合成,使致病菌无法顺利合成其细胞壁,最终死亡。

达托霉素在耐药性方面和绝大多数抗生素无交叉,对在体外已呈甲氧西林、万古霉素和利奈唑胺等耐药性分离菌株仍具强力活性,比普通抗生素拥有更长的生命周期。主要用于对现行疗法没有响应的革兰氏阳性菌感染。

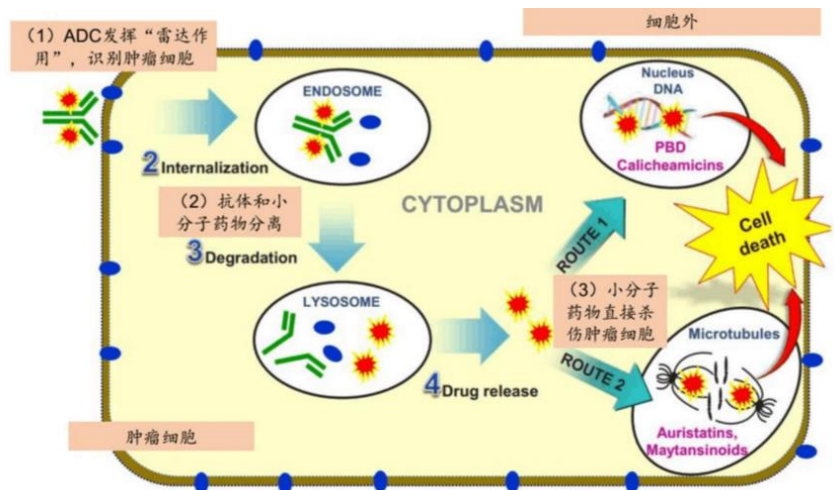
16年2月公司公告,根据美国FDA对PIND文件审核的意见及官方会议纪要,公司向美国FDA提交的注射用达托霉素五个开发规格可按照505(b)(2)新药注册法规途径申报。目前公司已获得FDA同意按照上述途径进行申报。此申报方法主要用于“已获批药物的改变”,因此不需要大量研发投入,申报风险相对较低。

3.3. 创新药重组人源化抗HER2单抗具备较大发展潜力

全球肿瘤流行病学统计数据(GLOBOCAN)认为乳腺癌是中国女性最常见的癌症,年龄标化率(ASR)为每10万人21.6例。HER2靶点作为治疗乳腺癌的一个重要靶点而广受关注。目前上市的药品中,以HER2为靶点的主要有曲妥珠单抗、拉帕替尼、帕妥珠单抗、阿法替尼和T-DM1等。

2013年6月浙江医药发布公告,公司与AMBRXInc.签署合约,采用其蛋白质定点偶联专利技术开发HER2抗体ADC药物AS269偶联注射液,同时,双方同意委托药明康德负责抗HER2-ADC产品的临床前研究和生产工艺开发。抗HER2-ADC产品属于单克隆抗体药物(与Her2靶点结合的、偶联了抗肿瘤化疗药物的单克隆抗体药物结合物)。

图表35：抗体药物偶联物作用机制



数据来源：Pumed，东吴证券研究所

公司在新西兰、澳大利亚的抗 HER2-ADC I 期临床试验正在进行中。Ambrx 公司向美国 FDA 提交的 ARX788(即抗 HER2-ADC)临床申请于 2016 年 8 月 17 日获批，现处于临床研究阶段。

4. 盈利预测与估值

4.1. 基本假设

假设维生素 A2017-2019 年平均价格分别为 320 元/kg、725 元/kg 和 400 元/kg；产量（折合 50 万 IU 粉）分别为 2500 吨，2800 吨，4750 吨。

假设维生素 E2017-2019 年平均价格分别为 43 元/kg、50 元/kg、50 元/kg；产量（折合 50 万 IU 粉）分别为 3.5 万吨、3.5 万吨、4 万吨。

假设盐酸万古霉素销售收入每年增长 20%，毛利率保持不变；暂不考虑米格列醇、达托霉素等新产品的销售。

图表36：公司分版块盈利预测（单位：万元）

		2016	2017	2018	2019
生命营养品	收入	232843	231188	355162	363282
	毛利率	38%	35%	57%	50%
医药制造类	收入	101629	105882	113453	122538
	毛利率	49%	50%	50%	51%
社会产品配送	收入	192014	192014	201614	211695
	毛利率	5%	5%	5%	5%

资料来源：东吴证券研究所整理

4.2. 盈利预测与估值

我们预计公司 17-19 年营业收入为 53.00 亿元、67.38 亿元和 70.12 亿元，净利润为 3.37、11.87 和 10.34 亿元，EPS 为 0.35、1.23 和 1.07 元，PE 为 46X、13X 和 15X。

对于公司维生素业务，参考同行业可比公司的估值水平，可给予 2018 年 14 倍 PE，我们估计板块净利润约为 10 亿元，对应板块市值 140 亿元；对于医药板块业务，公司当前开发步入正轨，平台型的喷雾干燥粉针剂技术有望为公司打开大剂量制剂的成长空间，参考医药行业的估值水平，可给予 2018 年 25-30 倍 PE，我们估计医药板块净利润约为 2 亿元，对应板块市值 50-60 亿元。采用分部估值法，公司合理市值在 190 亿元左右。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表37：可比公司估值表

公司	总市值	收盘价	EPS			P/E			P/B (最新)
			16A	17E	18E	16A	17E	18E	
浙江医药	156.62	16.22	0.47	0.35	1.23	34.70	46.43	13.20	2.24
新和成	513.02	40.59	1.10	1.55	1.97	17.75	26.19	20.60	6.36
冠福股份	129.85	4.93	0.11	0.09	0.36	45.52	52.67	13.62	2.85
华润双鹤	218.99	25.19	0.99	1.00	1.16	22.55	25.25	21.76	3.28
科伦药业	389.23	27.03	0.41	0.51	0.64	39.70	52.58	42.50	3.44

资料来源：Wind（除浙江医药和新和成外为 Wind 一致预期），东吴证券研究所

5. 风险提示

5.1. 维生素价格大幅波动

维生素价格受市场供需关系影响较为敏感，公司 VE 产能较大，VA 产能也在逐步释放，业绩对维生素价格的敏感度较高。未来维生素价格大幅波动或对公司业绩造成较大影响。

5.2. 新产品推广不及预期

公司医药产品研发壁垒高，市场拓展难度大，或存在新产品推广不及预期的风险。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3397	3845	3708	5079	6085
现金	1164	1317	1151	2078	2892
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	91	139	140	177	185
应收款项	916	1012	1014	1289	1341
其它应收款	138	184	185	235	245
存货	860	1028	1053	1097	1209
其他	229	164	165	203	213
非流动资产	4852	4970	4682	4422	4188
长期股权投资	9	10	10	10	10
固定资产	3134	3526	3281	3059	2859
无形资产	409	425	382	344	310
其他	1299	1009	1009	1009	1009
资产总计	8249	8814	8389	9501	10272
流动负债	1505	1592	1312	1354	1460
短期借款	350	304	0	0	0
应付账款	1028	917	940	979	1080
预收账款	14	20	21	21	24
其他	113	351	352	353	356
长期负债	128	231	231	231	231
长期借款	20	135	135	135	135
其他	108	96	96	96	96
负债合计	1634	1822	1543	1584	1691
股本	936	963	966	966	966
资本公积金	910	902	902	902	902
留存收益	4485	4889	4745	5830	6508
少数股东权益	20	14	9	(6)	(19)
归属于母公司所有者权益	6595	6978	6837	7922	8601
负债及权益合计	8249	8814	8389	9501	10272

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	107	336	722	1118	1251
净利润	162	450	337	1187	1034
折旧摊销	295	339	388	360	334
财务费用	(9)	(14)	9	(7)	(15)
投资收益	(235)	(2)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	(103)	(383)	(5)	(404)	(86)
其它	(3)	(53)	(4)	(15)	(13)
投资活动现金流	(445)	(399)	(97)	(97)	(97)
资本支出	(725)	(382)	(100)	(100)	(100)
其他投资	280	(17)	3	3	3
筹资活动现金流	191	191	(792)	(94)	(341)
借款变动	636	623	(304)	0	0
普通股增加	0	27	3	0	0
资本公积增加	0	(8)	0	0	0
股利分配	(468)	(468)	(481)	(101)	(356)
其他	23	16	(9)	7	15
现金净增加额	(148)	128	(166)	927	814

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4497	5279	5300	6738	7012
营业成本	3744	3782	3876	4038	4452
营业税金及附加	18	37	37	47	49
营业费用	218	234	424	539	561
管理费用	467	538	540	686	714
财务费用	(22)	(22)	9	(7)	(15)
资产减值损失	127	161	0	0	0
公允价值变动收益	(1)	1	1	1	1
投资收益	235	2	2	2	2
营业利润	179	553	417	1438	1254
营业外收入	29	38	38	38	38
营业外支出	15	51	51	51	51
利润总额	193	540	405	1425	1242
所得税	35	96	72	254	221
净利润	158	444	333	1172	1021
少数股东损益	(4)	(6)	(4)	(15)	(13)
归属于母公司净利润	162	450	337	1187	1034
EPS (元)	0.17	0.47	0.35	1.23	1.07

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-7%	17%	0%	27%	4%
营业利润	-34%	208%	-25%	245%	-13%
净利润	-5%	178%	-25%	252%	-13%
获利能力					
毛利率	16.7%	28.4%	26.9%	40.1%	36.5%
净利率	3.6%	8.5%	6.4%	17.6%	14.8%
ROE	2.5%	6.5%	4.9%	15.0%	12.0%
ROIC	4.1%	5.9%	5.0%	14.6%	11.7%
偿债能力					
资产负债率	19.8%	20.7%	18.4%	16.7%	16.5%
净负债比率	4.5%	5.0%	1.6%	1.4%	1.3%
流动比率	2.3	2.4	2.8	3.8	4.2
速动比率	1.7	1.8	2.0	2.9	3.3
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
存货周转率	4.5	4.0	3.7	3.8	3.9
应收帐款周转率	5.1	5.5	5.2	5.9	5.3
应付帐款周转率	3.8	3.9	4.2	4.2	4.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.17	0.47	0.35	1.23	1.07
每股经营现金流	0.11	0.35	0.75	1.16	1.30
每股净资产	7.05	7.25	7.08	8.20	8.91
每股股利	0.50	0.50	0.10	0.37	0.32
估值比率					
PE	93.8	34.7	46.4	13.2	15.1
PB	2.3	2.2	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	36.4	18.7	19.7	9.0	10.2

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>