

三发驱动，驶向新的未来

——科伦药业（002422）深度报告

2015年01月13日

强烈推荐/维持

科伦药业 深度报告

报告摘要：

- **科伦药业价值被严重低估。**目前公司市值仅仅是部分反映出其在大输液行业中的市场地位，而在抗生素全产业链运作中的优势和强大的研发产品线并未体现出其应有的价值，市场低估了科伦药业的投资价值。
- **大输液行业集中度将进一步提高，公司盈利能力将回升。**公司通过持续的产业升级和品种结构调整，不断巩固和强化包括输液在内的注射剂产品集群的总体优势，继续保持科伦在输液领域的绝对领先地位。新版 GMP 的实施，落后产能被淘汰，公司超越行业平均增速水平，市场占有率进一步提高。新一轮地方药品招标浪潮中，安徽等唯低价是取的方式不应该是主流，山东、宁夏等地的“质量优先、价格适中”的方式更可取，塑瓶等输液的价格将企稳。同时，公司输液结构进一步优化，可立袋等软袋占比将继续提升，PP 软袋将随招标放量，双室袋和三室袋等产品将陆续获批，丰富公司高端输液梯队，大输液盈利能力将回升。
- **抗生素全产业链运作是发展的又一车轮。**通过对优质自然资源的创新性开发和利用，构建从中间体、原料药到制剂的抗生素全产业链竞争优势，最终掌握抗生素的全球话语权。1月1日新环保法的实施，将加速抗生素中间体与原料药等领域落后产能的淘汰，价格将回升，行业集中度将大幅提高。公司将凭借成本优势占领竞争制高点，并通过四个抗生素制剂生产基地打造全产业链运作，且渠道与大输液重叠度高，有利于快速形成销售。
- **研发实力的积累将爆发。**通过研发体系的建设和多元化的技术创新，对优秀仿制药、创新型小分子药物、新型给药系统和生物技术药物等高技术内涵药物进行研发。公司治疗糖尿病系列药物西格列汀、替格列汀和利格列汀等均为国内首仿申请生产，抗肿瘤类系列靶向药物舒尼替尼、索拉非尼、厄洛替尼和吉非替尼等均在申请生产的前列，预计未来两年公司研发开始进入收获期。
- **公司盈利预测及投资评级。**我们认为目前公司的价值被市场低估，传统大输液领域通过产品集群优势确保市场占有率和利润的稳定提升，中间体、原料药和抗生素制剂的全产业链运作将进入利润贡献期，强大的糖尿病和抗肿瘤类药物的产品研发线提升公司的估值预期。我们预计公司 2014-2016 年净利润 11\15\20 亿元，对应 EPS 分别为 1.52/1.87/2.29 元，对应市盈率为 21/17/14 倍，维持公司“强烈推荐”评级。给予公司 6 个月目标价 48 元。
- **投资风险警示：**因公司涉嫌信息披露违法违规，目前正在被证监会立案调查。根据证监会《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》和《深圳证券交易所股票上市规则（2014 年修订）》的有关规定，如公司存在或涉嫌存在欺诈发行或重大信息披露违法行为的，公司股票将被深圳证券交易所实施退市风险警示并暂停上市。

财务指标预测

联系人：张文录

Tel:010-66554022

Email zhang-wl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480114100

分析师：宋凯

Tel:010-66554087

Email songkai@dxzq.net.cn

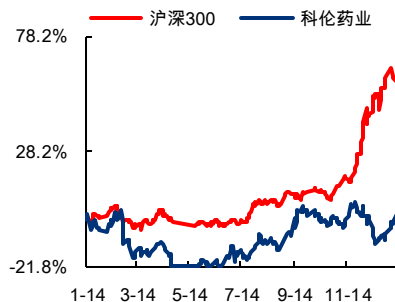
执业证书编号

S1489512040001

交易数据

52 周股价区间（元）	32.15-47.43
总市值（亿元）	231.48
流通市值（亿元）	114.1
总股本/流通 A 股（万股）	72000/35489
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.58

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《科伦药业（002422）：伊犁宁川抗生素项目将产生戴维斯双击效应，股价至少 50% 上升空间》2014-11-18

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	5,885	6,831	8,400	10,505	12,450
增长率(%)	5,885	6,831	8,400	10,505	12,450
净利润(百万元)	14.33%	16.07%	22.96%	25.06%	18.51%
增长率(%)	1,094	1,091	1,094	1,347	1,649
净资产收益率(%)	13.80%	-0.20%	0.23%	23.13%	22.40%
每股收益(元)	12.35%	11.06%	9.40%	10.70%	12.00%
PE	2.27	2.25	1.52	1.87	2.29
PB	14.05	14.17	20.99	17.04	13.93

目 录

1. 公司市场价值被低估	3
2. 公司三大驱动力布局形成	4
2.1 大输液行业集中度将进一步提高	4
2.1.1 现有输液品种结构调整保持盈利	4
2.1.2 创新保持提高公司盈利能力	4
2.1.3 医药制造走向国门	5
2.2 抗生素全产业链运作	5
2.2.1 新环保法实施将加速抗生素行业整合	5
2.2.2 抗生素行业介绍	6
2.2.3 行业竞争格局	7
2.2.4 科伦药业竞争优势	9
3. 研发实力的积累将爆发	10
4. 公司估值与盈利预测	12
4.1 公司历史估值水平	12
4.2 营业收入预测表	12
4.3 投资评级与投资风险提示	13

表格目录

表 1:合成各类头孢抗生素所需中间体情况	6
表 2:公司主要类别抗生素制剂产品线列表	9
表 3:公司重要在报生产产品列表	11
表 4:营业收入预测表	12
表 5: 公司盈利预测表	13

插图目录

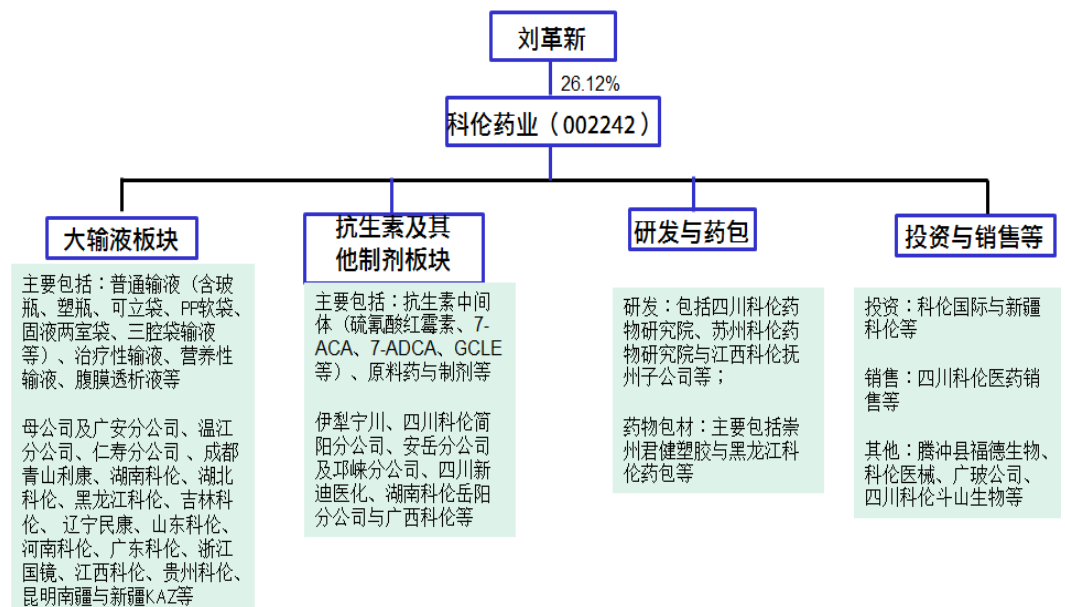
图 1:科伦药业业务板块情况	3
图 2:科伦药业 2011H1-2014H1 大输液产品收入情况及增速	4
图 3: 华润双鹤 2011H1-2014H1 大输液产品收入情况及增速	4
图 4:科伦药业和华润双鹤输液基地覆盖情况	5
图 5:近五年硫氰酸红霉素价格走势	7
图 6:近五年 7-ACA 价格走势	7
图 7:7-ADCA 主要公司产能情况	8
图 8: 近五年 7-ADCA 价格走势	8
图 9: 近五年 GCLE 价格走势	8
图 10:公司历史估值水平	12

1. 公司市场价值被低估

目前公司市值仅仅是部分反映出其在大输液行业中的市场地位，而在抗生素全产业链运作中的优势和强大的研发产品线并未体现出其应有的价值，市场低估了科伦药业的投资价值。

“三发驱动”是公司发展三大动力，一是通过持续的产业升级和品种结构调整，不断巩固和强化包括输液在内的注射剂产品集群的总体优势，继续保持科伦在输液领域的绝对领先地位，目前公司拥有有 108 个品种共 258 种规格的输液产品；二是通过对优质自然资源的创新性开发和利用，构建从中间体、原料药到制剂的抗生素全产业链竞争优势，最终掌握抗生素的全球话语权；目前公司拥有包括抗生素制剂在内的 377 个品种共 590 种规格的医药产品，45 个品种共 47 种规格的原料药，2 种抗生素中间体；三是通过研发体系的建设和多元化的技术创新，对优秀仿制药、创新型小分子药物、新型给药系统和生物技术药物等高技术内涵药物进行研发，2012 年 11 月首席科学家王晶翼加盟科伦药业，中国最大处方药、销量超过 50 亿元的神经节苷脂（商品名：申捷）的主要参与者，此前在齐鲁制药任职 10 年。王博士的加入必将为公司的研发实力带来重大变化，2013 年公司研发投入超过 4 亿元，占比营业收入 5.86%，而同期恒瑞医药的研发支出为 5.63 亿元，可以看出公司的研发投入是巨大的。2013 年公司申报 A 类项目 42 项，其中品牌仿制药 22 项（申报临床 12 项，申报生产 10 项）、新型给药系统 2 项（申报临床、生产各 1 项），包括达比加群等重磅抗凝血药物的 14 个项目拥有国内首家上市机会申报。

图 1:科伦药业业务板块情况



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2. 公司三大驱动力布局形成

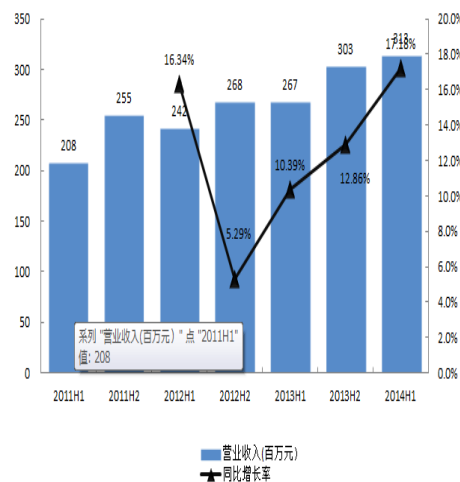
2.1 大输液行业集中度将进一步提高

大输液通过持续的产业升级和品种结构调整，不断巩固和强化包括输液在内的注射剂产品集群的总体优势，保持公司在输液领域的绝对领先地位。

2.1.1 现有输液品种结构调整保持盈利

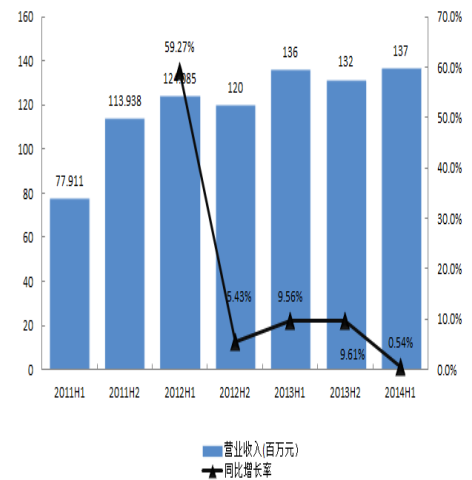
近两年大输液市场增速约在 5%，公司销售额增速约 14%，超越行业平均增速，也超越市场排名第二的华润双鹤的增速，市场占有率进一步提高。2013 年底注射剂新版 GMP 正式实施，以玻瓶为主的小型输液企业被淘汰，以塑瓶为主的企业由于仍然有盈利空间淘汰率较低，过去两年唯低价是取的方式让塑瓶的招标价格一路走低，如安徽的 250ml 葡萄糖氯化钠（葡萄糖 12.5g: 氯化钠 2.25g）塑瓶中标价竟然只有 0.83 元，逼近了如科伦等主流企业的生产成本线，这也是科伦药物近两年输液盈利能力下降重要原因之一。2014 年山东地区的招标中，塑瓶 250ml 葡萄糖氯化钠的中标价为 1.24 元，与上一轮价格齐平，不再唯低价是取，宁夏的中标价 2.1 元，更为乐观些。我们认为，“质量优先、价格适中”的方式更可取，塑瓶等输液的价格将企稳，盈利能力 2015 年将稳步回升。2011 年年中公司软、塑、玻瓶包装销量占比大约 2:4:4，目前比重调整为 4:4:2，未来三年公司力争包材结构变为 6:2:2，高毛利品种的上升将带动公司盈利能力不断增强。

图 2: 科伦药业 2011H1-2014H1 大输液产品收入情况及增速



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 3: 华润双鹤 2011H1-2014H1 大输液产品收入情况及增速



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

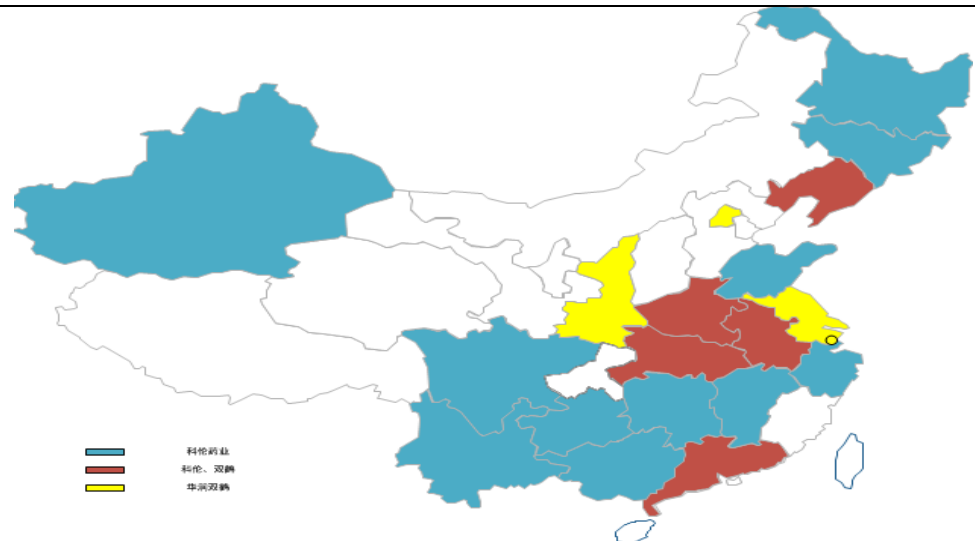
2.1.2 创新保持提高公司盈利能力

公司在包材上不断的创新，2013 年又推出了 PP（聚丙烯）软袋输液，目前子公司山

东科伦和贵州科伦已获得生产, 此外, 仅有安徽双鹤拥有此批文, 竞争格局良好, 将随各地招标放量。

公司在国内首家获得了塑料包装小水针系列产品的生产资质。塑料安瓿替代玻璃安瓿是国际小水针包装材料的发展趋势和潮流, 将成为我国药品包装领域的又一次重大变革; 其在安全性、环保性和方便性方面具有独特优势和重大推广价值; 双室袋输液预计今年将获批, 三室袋输液预计明年获批, 将成为公司的高端输液品牌。在投放市场后, 公司的产品体系将更为完备, 对公司发展将产生巨大的推动作用。总体来说, 在可立袋、pp 软袋、双室袋和三室袋等中高端输液上, 公司与华润双鹤等共同开发壮大市场, 民营体制机制灵活, 发展速度将更快。

图 4:科伦药业和华润双鹤输液基地覆盖情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.1.3 医药制造走出国门

公司在新疆成立科伦 KAZ 输液公司, 凭借过硬的质量优势和成本控制能力, 将与百特等国际输液巨头在哈萨克斯坦竞争输液产品。KAZ 公司一期输液项目已经建成投产, 产品塑瓶包材输液的终端零售价约是国内的六倍 (国内不超过 RMB1 元, 国外 \$1 美元), 若能顺利中标预计今年将销售 4000 万袋, 可贡献约 4000 万净利润。制造业走出国门符合新一届政府的思路, 哈萨克斯坦只是公司中亚和东欧等地的第一步, 未来值得期待。

2.2 抗生素全产业链运作

2.2.1 新环保法实施将加速抗生素行业整合

通过对优质自然资源的创新性开发和利用, 构建从中间体、原料药到制剂的抗生素全产业链竞争优势, 最终掌握抗生素的全球话语权。

1 月 1 日新环保法开始实施。新环保法实施的一大亮点是监管力度大、惩罚力度大,

各个地方环保事业由国家环保局直接干预，以前地方政府睁一只眼闭一只眼对待本地企业环保问题将一去不复返。例如，2014年许多投资额较小的头孢侧链等企业退出生产，头孢侧链企业如金城医药和普洛药业等盈利能力开始回升，而今年开始投资规模较大的头孢母核企业部分由于常年盈利不佳预计也将逐步退出。新法的实施将加速抗生素与中间体等领域的整合，企业将大幅减产或者停产，以前市场认为的科伦伊犁川宁项目会拖公司发展的后腿是不客观的，公司将是抗生素行业整合的最大受益者。

2.2.2 抗生素行业介绍

全球抗生素市场规模大约在 500 亿美元左右，目前，全球抗感染药物市场的三大主导药物是头孢菌素/半合成青霉素类、氟喹诺酮类和大环内酯类，这三类药物合计占了 80% 的抗感染药物市场份额。

硫氰酸红霉素为生产大环内酯类原料药的母核，是红霉素、无味红霉素、琥乙红霉素、罗红霉素、阿奇霉素、克拉霉素、泰利霉素等大环内酯类药物的基础原料，主要用于治疗革兰氏阳性菌和支原体、衣原体等感染。硫氰酸红霉素也可作兽药，具有广阔的市场空间。

7-ACA 是头孢菌素中最常用的母核，7-ACA 有两个活性基团，3-位的乙酰氧基和7-位的氨基，在这两个活性基团上连接不同的侧链，就构成不同性质的头孢类抗生素，如头孢噻肟、孢三嗪、头孢唑啉、头孢呋辛和头孢哌酮等；7-ADCA，主要用于合成头孢氨苄、头孢拉定和头孢羟氨苄等药物；GLCE 主要用于合成第四代高端头孢类抗生素。

表 1:合成各类头孢抗生素所需中间体情况

头孢产品	特点	主要产品	对应中间低
第一代	耐青霉素酶，对革兰阳性菌（包括耐青霉素的金黄色葡萄球菌）相当有效	头孢硫脒、头孢噻吩、头孢噻啶、头孢氨苄、头孢唑啉、头孢拉定、头孢乙腈、头孢吡硫、头孢羟氨苄和头孢硫脒等	7-ACA、 7-ADCA
第二代	对革兰阳性菌的抗菌效能与第一代相近或较低，而对革兰阴性菌的作用较为优异，	头孢呋辛钠、头孢呋辛酯、头孢孟多、头孢克洛、头孢替安、头孢美唑、头孢西丁、头孢丙烯、头孢尼西、头孢雷特	7-ACA、 GCLE（头孢尼西）
第三代	第三代头孢菌素对革兰阳性菌的抗菌效能普遍低于第一代，对革兰阴性菌的作用较第二代头孢菌素更为优越。	头孢噻肟钠、头孢哌酮、头孢他啶、头孢曲松、头孢唑肟、头孢甲肟、头孢匹胺、头孢替坦、头孢克肟、头孢泊肟酯、头孢他美酯、头孢地秦、头孢噻肟、头孢地尼、头孢特仑、头孢拉奈、拉氧头孢、头孢布烯、头孢米诺、头孢罗齐。	7-ACA、 7-ADCA、 GCLE
第四代	对革兰阳性菌（包括耐青霉素的金黄色葡萄球菌）和革兰阴性菌作用都很突出	头孢吡肟、头孢匹罗、头孢唑肟。	GCLE

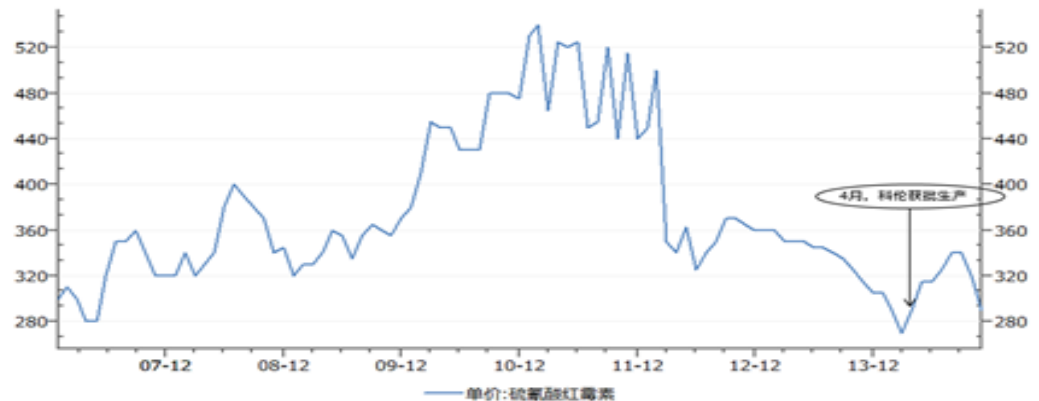
资料来源：东兴证券研究所

2.2.3 行业竞争格局

a、硫氰酸红霉素

目前硫氰酸红霉素生产厂家主要有科伦(产能 3000 吨)、宜都东阳光(产能 3000 吨)、宁夏启元(产能 3000 吨)、宁夏多维和河南华星等(产能几百到上千吨)几家企业,由于环保投入的成本上升,部分企业由于厂区规划环保面积不足和资金压力增大,被迫开始减产,外卖量逐渐减少,这个过程是不可逆,而科伦在这一过程中由于成本等优势明显,得以逆势扩张抢占市场。290 元/公斤的价格已经开始逼近大部分企业生产成本线,而科伦拥有最主要的优势是能源和原材料等价格优势,仍有 20%以上的毛利空间。我们预计今年 290 元/公斤是价格底部区,后续价格有一定的上升空间。

图 5:近五年硫氰酸红霉素价格走势

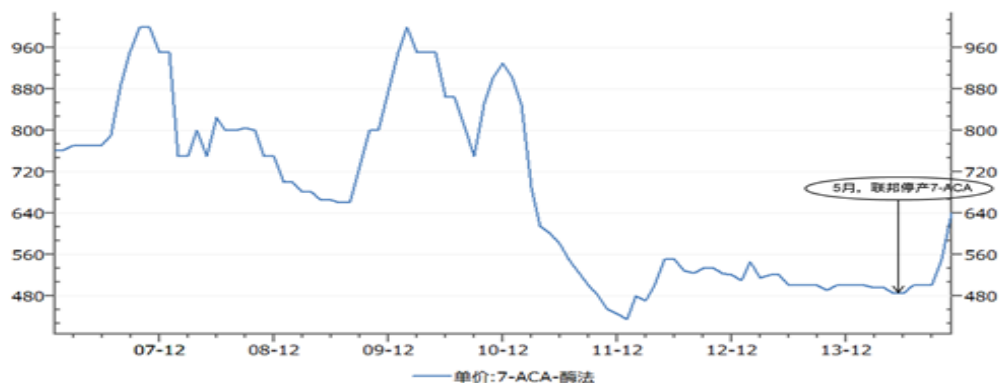


资料来源: wind、东兴证券研究所

b、7-ACA

7-ACA 的总产能近万吨水平,主要有华北制药(3000 吨)、健康元焦作(1800 吨)、石药集团(1600 吨)、国药威奇达(1200 吨)、联邦制药(700 吨,目前已经停产)、哈药股份(1000 吨)、鲁抗医药、福抗药业和山东齐鲁等。2014 年最大的变化是联邦制药停产 7-ACA,鲁抗(2013 年年报显示收头孢中间体等收入 2.36 亿元)、福抗和齐鲁等开始逐步退出 7-ACA 生产,转向国内采购。由于联邦停产等因素,2014 年 10 月 7-ACA 终于走出了 3 年的底部,从 500 元/公斤上升到目前的 650 元/公斤,后续仍有较大上涨空间(预计 2014 年行业成本线在 500-550 元/公斤左右)。

图 6:近五年 7-ACA 价格走势



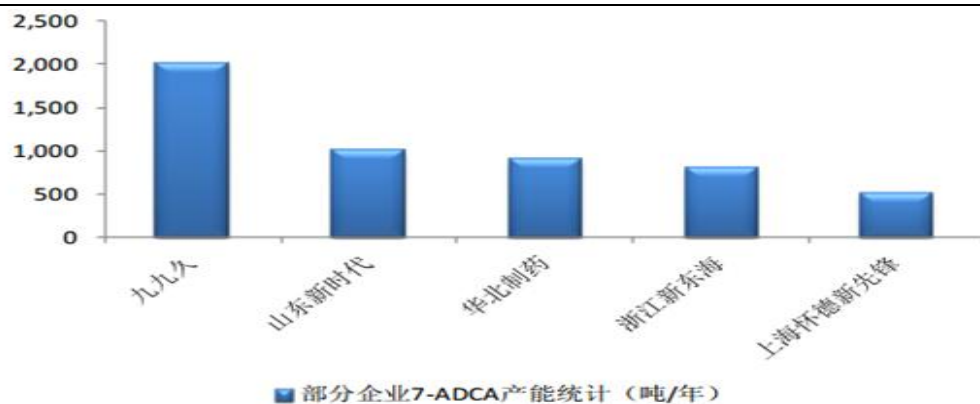
资料来源: wind、东兴证券研究所

c、7-ADCA、GCLE

7-ADCA 总产能约 7000 吨，其价格走势与 7-ACA 类似，主要厂商有九九久、新时代、华北华民等企业，近 3 年行业基本上也处于微利或者微亏状态。

GLCE 国内总产能约为 2000 吨，主要有天津信汇、天药津康、宁波人健、菏泽睿鹰、江苏海慈和常州康丽等。由于生产难度较大，且终端产品主要是第四代高端抗生素，所以国际采购占了很大一部分。

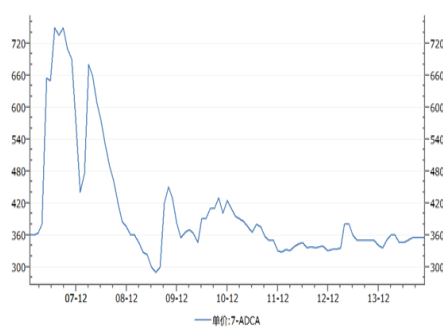
图 7: 7-ADCA 主要公司产能情况



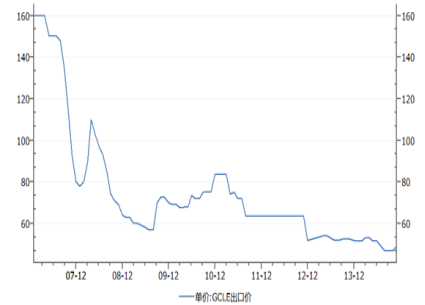
资料来源: 九九久年报、渤海证券、东兴证券研究所

图 8: 近五年 7-ADCA 价格走势

图 9: 近五年 GCLE 价格走势



资料来源：wind、东兴证券研究所



资料来源：wind、东兴证券研究所

2.2.4 科伦药业竞争优势

公司在新疆伊犁投资 60 亿元打造的全球最大抗生素中间体生产基地，主要产品有 3000 吨硫氰酸红梅（一期工程）和 10000 吨头孢中间体（其中：3000 吨 7-ACA、3000 吨 7-ADCA 和 3000 吨 GLCE，另 1000 吨待定）。

科伦主要的竞争优势有二，第一，利用新疆得天独厚的能源和原材料等和公司发酵方面的技术实力使得中间体生产成本大幅下降，低于行业平均 20%左右，使得在市场低迷的时期公司也有足够的抗风险能力，维持较为合理的盈利水平；第二，公司建立四川新迪医化、科伦邛崃分公司、广西科伦和湖南科伦岳阳分公司四大抗生素生产基地，将中间体进一步加工成为原料药和制剂，利用大输液渠道打通抗生素制剂销售市场，取得规模优势。目前公司已经有初步完善的抗生素制剂产品梯队。

表 2:公司主要类别抗生素制剂产品线列表

类别	剂型	产品名	备注
大环内酯类	口服类	注射用乳糖酸红霉素	
		注射用阿奇霉素	
		阿奇霉素分散片(欣匹特®)	
		琥乙红霉素分散片(科特加®)	
		罗红霉素片	
		罗红霉素分散片	
		乙酰螺旋霉素胶囊/片	
		红霉素肠溶片	
头孢类	注射类	琥乙红霉素颗粒	
		注射用头孢拉定	
		注射用头孢唑林钠	
		注射用头孢替唑钠	
		注射用头孢噻吩钠	
		注射用头孢呋辛钠	
	注射用头孢孟多酯钠	二代头孢	

		注射用头孢噻肟钠	三代头孢
		注射用头孢他啶	
		注射用头孢曲松钠	
		注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠	
		注射用头孢米诺钠	
		注射用硫酸头孢匹罗	四代头孢
	口服类	头孢拉定片/胶囊	一代头孢
		头孢羟氨苄片	
		头孢氨苄胶囊	
		头孢拉定颗粒	
		头孢氨苄颗粒	
	头孢克洛泡腾片	二代头孢	
青霉素类	注射类	注射用阿莫西林钠克拉维酸钾	
		注射用氨苄西林钠舒巴坦钠	
		注射用美洛西林钠	
		注射用阿洛西林钠	
	口服类	氨苄西林胶囊	
		阿莫西林胶囊	
		氟氯西林钠阿莫西林胶囊	
		青霉素V钾片	
		阿莫西林颗粒	
		氨苄西林颗粒	

资料来源：公司网站、东兴证券研究所

3. 研发实力的积累将爆发

2013年底，公司拥有557个品种共924种规格的医药产品、医药包材、医疗器械以及抗生素中间体产品。其中，有108个品种共258种规格的输液产品，375个品种共587种规格的其它剂型医药产品，45个品种共47种规格的原料药，两种抗生素中间体，24个品种的医药包材以及3个品种共6个品规的医疗器械，近期可立袋获得了国家科技进步二等奖，也为后续可立袋的推广打下了良好的基础。

公司通过研发体系的建设和多元化的技术创新，对优秀仿制药、创新型小分子药物、新型给药系统和生物技术药物等高技术内涵药物进行研发，2012年11月首席科学家王晶翼加盟科伦药业，王博士的加入必将为公司的研发实力带来重大变化。2013年公司研发投入超过4亿元（占比营业收入5.86%），较2012年的2亿元研发支出翻了一倍，而同期恒瑞医药的研发支出为5.63亿元。2013年，公司申报A类项目42项，其中包括重磅抗凝血药物达比加群等14项申报临床，20项申报生产。以下为目前重要申报生产的品种：

表 3: 公司重要在报生产产品列表

药品通用名	剂型	适用症	状态	受理日期	原研厂商专利情况
利格列汀	片剂	II 型糖尿病	首仿申请, 勃林格英格翰 2013 年国内上市	2014/1/22	国内无化合物专利
氢溴酸替格列汀	片剂	II 型糖尿病	首仿申请, 三菱株式会社 2013 年国内上市	2013/9/2	国内无化合物专利
磷酸西格列汀	片剂	II 型糖尿病	首仿申请, 默沙东 2014 年国内上市	2013/12/17	富马酸或其水合物化合物专利 (2010)
替比夫定	片剂	抗病毒 (HBV)	首仿申请, 诺华 2013 年国内上市	2013/12/24	国内无化合物专利
帕瑞昔布	粉针	镇痛	首仿申请, 辉瑞 2013 年国内上市	2013/8/7	国内无化合物专利
阿坎酸钙	肠溶片	酒精依赖	首仿申请, 国内无上市产品	2014/4/11	化合物多晶型专利 (2011)
苹果酸舒尼替尼	胶囊	胃肠道基质肿瘤和转移性肾细胞癌	前五申请, 辉瑞 2013 年国内上市	2014/1/29	舒尼替尼苹果酸盐晶型专利 (2011)
甲苯磺酸索拉非尼	片剂	胃肠道基质肿瘤和转移性肾细胞癌	前三申请, 拜尔 2013 年国内上市	2014/1/29	国内无化合物专利
盐酸厄洛替尼	片剂	非小细胞肺癌	前五申请, 辉瑞 2013 年国内上市	2014/1/22	厄洛替尼盐组分专利 (2014)
吉非替尼	片剂	非小细胞肺癌	前五申请, 罗氏 2012 年国内上市	2013/12/3	国内无化合物专利
羟乙基淀粉 (200/0.5) 乳酸钠林格	注射液	血容量扩充剂	首仿申请, 国内无上市产品	2012/12/21	无专利

资料来源: 公司公告、药智网、东兴证券研究所

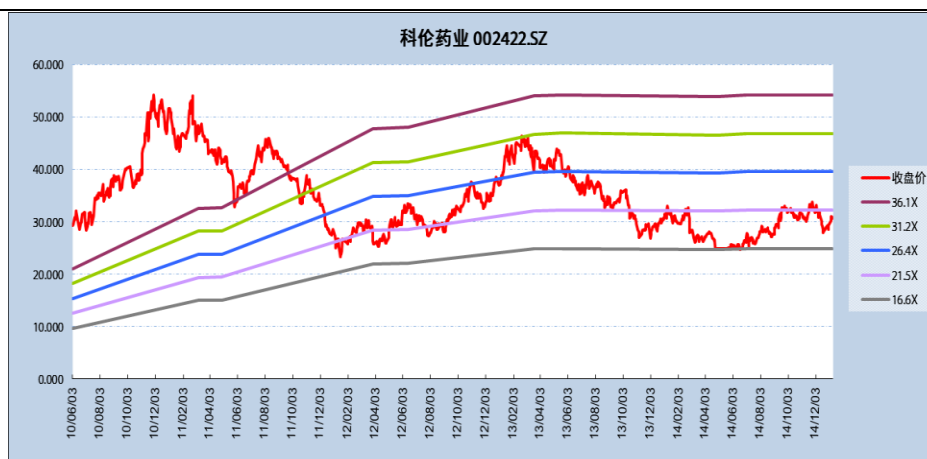
DPP-4 (二肽基肽酶) 抑制剂是近年来国际糖尿病口服药物研发的热点, 因其强效降糖、保护胰岛功能、可能延缓疾病进程、安全性良好等治疗优势而备受关注。《2013 版中国 2 型糖尿病防治指南 (征求意见稿)》, DPP-4 抑制剂正式跻身二线治疗药物。目前临床上主要使用的 DPP-4 抑制剂有西格列汀 (Sitagliptin)、维格列汀 (Vildagliptin)、沙格列汀 (Saxagliptin)、阿格列汀 (Alogliptin) 和利格列汀 (linagliptin) 等 5 种, 公司在报生产产品列表中, 西格列汀、替格列汀和利格列汀等均为国内首仿申请生产, 三个品种均为 10 亿元以上的大品种, 一旦上市将在糖尿病领域中形成强大的产品集群。

磷酸西格列汀片是第一个批准用于治疗 2 型糖尿病的 DPP-4 抑制剂, 默沙东原研, 2006 年美国 FDA 获批, 2009 年进入中国, 2012 年、2013 年全球销售分别为 25 亿、40 亿美金, 增长非常迅猛。利格列汀 2011 年美国 FDA 获批上市, 2013 年进入中国, 原研厂家勃林格英格翰。抗肿瘤类系列小分子靶向药物舒尼替尼、索拉非尼、厄洛替尼和吉非替尼等均在申请生产的前列, 预计未来两年公司研发开始进入收获期。

4. 公司估值与盈利预测

4.1 公司历史估值水平

图 10:公司历史估值水平



资料来源：wind、东兴证券研究所

公司上市之初的 10、11 年利润增速在 50%，这两年的估值水平在 40 倍左右，过去两年由于主营产品中塑瓶输液价格的下降和研发投入的大幅增加，影响了净利润增速，估值水平在 20 倍左右。我们认为，随着公司研发项目的逐渐深入、抗生素中间体和制剂产品的快速增长，公司估值水平有较大的提升空间。

4.2 营业收入预测表

表 4:营业收入预测表

类别		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
普通输液	营业收入(万)	368,024	411,204	472,884	520,173	572,190
	增长率(%)	9	12	15	10	10
治疗性输液	营业收入(万)	101,422	110,412	119,245	131,170	144,287
	增长率(%)	12	9	8	10	10
营养性输液	营业收入(万)	40,934	48,425	53,268	58,594	64,454
	增长率(%)	14	18	10	10	10
非大容量注射液	营业收入(万)	77,261	111,309	150,000	195,000	253,500
	增长率(%)	54	44	44	30	30
硫氰酸红霉素	营业收入(万)	0	0	25,000	115,000	115,000
头孢中间体	营业收入(万)	0	0	0	60,000	180,000
合计	营业收入(万)	587,641	681,349	820,397	1,079,937	1,329,430

增长率 (%)	14	16	20	32	23
---------	----	----	----	----	----

资料来源：东兴证券研究所

4.3 投资评级与投资风险警示

我们认为目前公司的价值被市场低估，传统大输液领域通过产品集群优势确保市场占有率和利润的稳定提升，中间体、原料药和抗生素制剂的全产业链运作将进入利润贡献期，强大的糖尿病和抗肿瘤类药物的产品研发线提升公司的估值预期。我们预计公司 2014-2016 年净利润 11\15\20 亿元，对应 EPS 分别为 1.52/1.87/2.29 元，对应市盈率为 21/17/14 倍，维持公司“强烈推荐”评级。给予公司 6 个月目标价 48 元。

投资风险警示：因公司涉嫌信息披露违法违规，目前正在被证监会立案调查。根据证监会《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》和《深圳证券交易所股票上市规则（2014 年修订）》的有关规定，如公司存在或涉嫌存在欺诈发行或重大信息披露违法行为的，公司股票将被深圳证券交易所实施退市风险警示并暂停上市。

表 5：公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	7306	8187	8280	10265	12094	营业收入	5885	6831	8400	10505	12450
货币资金	2359	2280	2016	2521	2988	营业成本	3374	3712	5061	6408	7595
应收账款	1621	2171	2301	2878	3411	营业税金及附加	59	67	76	95	112
其他应收款	84	204	251	314	372	营业费用	697	887	1134	1366	1556
预付款项	610	252	303	367	443	管理费用	519	695	861	1077	1276
存货	1332	1768	1941	2458	2913	财务费用	92	164	-2	-4	-3
其他流动资产	250	432	432	432	432	资产减值损失	10.94	160.11	1.00	1.00	1.00
非流动资产合计	7625	9760	10134	10249	10163	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	29	30	30	30	30	投资净收益	1.60	1.95	0.00	0.00	0.00
固定资产	2085.34	5101.75	#####	8840.56	9112.24	营业利润	1135	1149	1269	1563	1913
无形资产	988	1048	943	839	734	营业外收入	142.11	162.22	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	352	300	0	0	0	营业外支出	8.40	28.25	0.00	0.00	0.00
资产总计	14931	17947	18414	20514	22257	利润总额	1269	1283	1269	1563	1913
流动负债合计	2389	3276	6318	7207	7395	所得税	175	191	175	216	264
短期借款	503	1150	4342	4894	4630	净利润	1094	1091	1094	1347	1649
应付账款	823	1340	1525	1756	2081	少数股东损益	6	12	0	0	0
预收款项	13	20	104	209	334	归属母公司净利润	1088	1080	1094	1347	1649
一年内到期的非流动负债	0	2	2	2	2	EBITDA	1459	1638	1653	1944	2295
非流动负债合计	3478	4647	168	231	289	BPS (元)	2.27	2.25	1.52	1.87	2.29
长期借款	2	50	50	50	50	主要财务比率					
应付债券	3275	4366	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	5867	7923	6486	7438	7684	成长能力					
少数股东权益	261	264	264	264	264	营业收入增长	14.33%	16.07%	22.96%	25.06%	18.51%
实收资本(或股本)	480	480	720	720	720	营业利润增长	7.04%	1.21%	10.52%	23.13%	22.40%
资本公积	4645	4645	5523	5523	5523	归属于母公司净利润增长	1.35%	23.13%	1.35%	23.13%	22.40%
未分配利润	3378	4272	4928	5737	6726	获利能力					
归属母公司股东权益合计	8803	9760	11644	12587	13741	毛利率(%)	42.67%	42.50%	40.00%	41.00%	42.00%
负债和所有者权益	14931	17947	18394	20289	21689	净利率(%)	18.58%	15.98%	13.02%	12.82%	13.24%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	7.28%	6.02%	5.94%	6.57%	7.41%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	12.35%	11.06%	9.40%	10.70%	12.00%
经营活动现金流	403	1050	931	587	1122	偿债能力					
净利润	1094	1091	1094	1347	1649	资产负债率(%)	39%	44%	35%	37%	\
折旧摊销	231.73	325.68	0.00	385.41	385.41	流动比率	3.06	2.50	1.31	1.42	1.64
财务费用	92	164	-2	-4	-3	速动比率	2.50	1.96	1.00	1.08	1.24
应收账款减少	0	0	-131	-577	-533	营运能力					
预收账款增加	0	0	84	105	125	总资产周转率	0.46	0.42	0.46	0.54	0.59
投资活动现金流	-2755	-2104	-720	-501	-301	应收账款周转率	4	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.40	6.32	5.86	6.40	6.49
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	2	2	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	2.27	2.25	1.52	1.87	2.29
筹资活动现金流	2640	947	-495	215	-697	每股净现金流(最新摊薄)	0.60	-0.22	-0.39	0.42	0.17
应付债券增加	0	0	-4366	0	0	每股净资产(最新摊薄)	18.34	20.33	16.17	17.48	19.09
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	240	0	0	P/E	14.05	14.17	20.99	17.04	13.93
资本公积增加	-9	0	878	0	0	P/B	1.74	1.57	1.97	1.82	1.67
现金净增加额	288	-107	-284	301	123	EV/EBITDA	11.47	11.35	15.33	13.06	10.74

资料来源: 东兴证券研究所

联系人简介

联系人：张文录

吉林大学生物科学与金融学双学士，军事医学科学院与吉林大学药物化学硕士，医药行业从业经验七年，具有医药行业研发、销售与股票股权市场投资经历，2013年加盟东兴证券，任医药生物行业高级研究员。

分析师简介

分析师：宋凯

中小市值研究员，制药工程专业硕士，研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011年加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究。

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，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本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。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

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。