

# 科伦药业(002422)

## 输液龙头完成抗生素产业链布局，研发创新带动业绩爆发 买入（首次）

2015年7月27日

证券分析师—洪阳

执业资格证书号码：S0600513060001

0512-62938572

[Hongyang614@gmail.com](mailto:Hongyang614@gmail.com)

证券分析师—许希晨

执业资格证书号码：S0600512080001

021-63123162

[jenny1727@gmail.com](mailto:jenny1727@gmail.com)

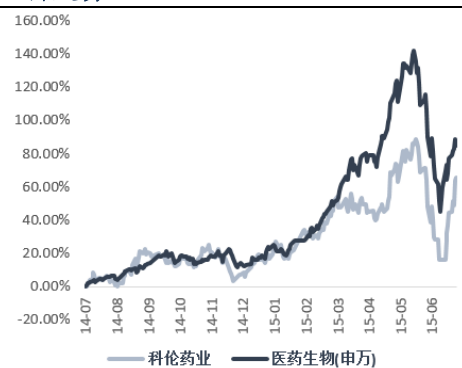
### 盈利预测与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	8023.4	10216.6	14277.9	20234.5
同比(%)	17.50%	27.3%	39.9%	41.8%
归母净利润(百万元)	1001.9	1128.6	1590.3	2230.6
同比(%)	-7.20%	12.65%	40.90%	40.26%
毛利率(%)	42.60%	40.13%	39.50%	42.80%
摊薄每股收益(元)	1.39	0.78	1.10	1.55

### 投资要点:

- **黎明前的黑暗，科伦将进入业绩爆发期：**科伦药业(002422)是国内输液领域的全产业链集成者。2014-2015年输液行业处于调整期，输液主导产品毛利率下降。公司川宁项目、广西科伦等在建项目处于建设完成期和初步磨合期。产品毛利下降及折旧费用增加使公司利润略有下滑。2015年下半年开始，随着输液行业完成调整，公司在输液领域市场份额进一步提高，未来公司将逐步提高可立袋等高毛利率产品市场份额。川宁项目初步完成磨合，一期项目年内盈利。公司已走出业绩低谷，步入业绩爆发通道。
- **大输液产业龙头，产业内结构优化、产业整体升级提升输液领域利润空间：**公司通过收购国内输液生产商、软塑包材产业完成了产业内部整合，发挥产业规模化集群优势在输液领域实现超过33%的市场占有率。科伦KAZ项目中亚市场拓展进展顺利，2016年将为公司贡献利润。而科伦在输液领域将继续推动可立袋、PP软袋、塑料安瓿等毛利率较高的创新包材替代毛利率低的玻璃瓶和塑料瓶包材。公司在输液领域的三腔袋等新品种、创新包材将提升公司在输液领域的利润空间。
- **川宁项目进展顺利，公司研发渐入收获期：**川宁项目一期硫红项目步入满产阶段，年内实现盈利。利用新疆优质的粮食、煤炭资源，构建抗生素中间体产业，配合公司四大抗生素原料制剂生产基地，科伦已实现抗生素全产业链的构建。科伦的仿制药研发已步入收获期。注重仿制药及创新药研发将使科伦有望实现输液领域及非输液领域等强局面。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2015-2016年归母净利润分别为11.29亿元和15.90亿元，对应EPS为0.78和1.10。考虑到公司输液领域的龙头地位，未来研发投入的回报预期及川宁项目盈利预期，我们首次给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**(1)川宁项目折旧大幅增加的风险；(2)川宁项目不能按计划完成的风险；(3)公司输液业务招标进展缓慢，未能达到预期市场效果的风险；(4)公司研发产品未能通过临床，研发产品审批不通过的风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	22.21
一年最低价/最高价	13.27 / 26.16
市净率	3.0
流通A股市值(百万元)	15792.2

### 基础数据

每股净资产(元)	15.19
资产负债率(%)	48.17
总股本(百万股)	1440.00
流通A股(百万股)	711.04

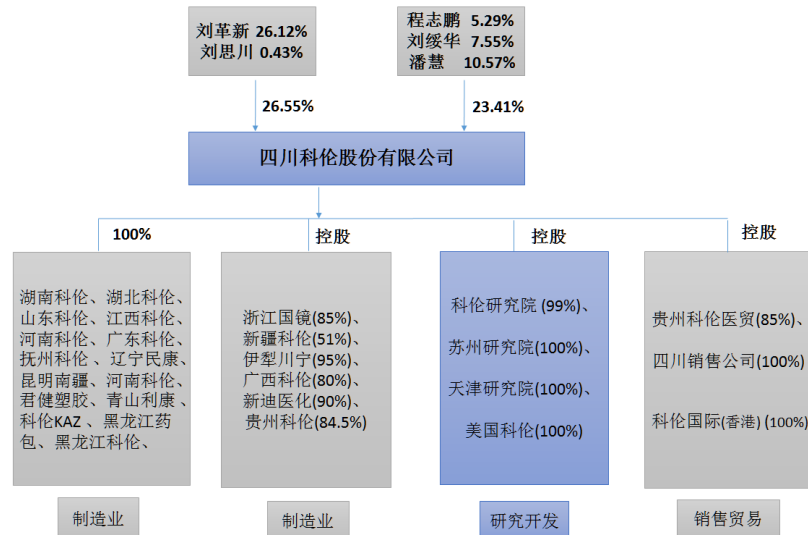
## 目录

1. 输液、抗生素全产业链运营，三发驱动动力强劲 .....	3
2. 大输液产业龙头，产业升级提升利润空间 .....	5
2.1. 输液产业链整合，产业内结构优化提高盈利能力.....	6
2.2. 输液领域创新增强公司持续盈利能力 .....	9
3. 川宁项目进展顺利，全产业链布局抗生素业务 .....	10
3.1. 硫氰酸红霉素需求稳定，环保要求高，近年需求多于供应.....	11
3.2. 头孢系列中间体市场稳定，价格处于历史低谷未来反弹可能性大.....	13
3.3. 借助生产成本优势、抗生素全产业链优势，川宁项目前景乐观.....	15
4. 研发创新发力，实现非输液、输液板块等强 .....	17
5. 盈利预测与投资建议 .....	20
6. 投资风险 .....	21

## 1. 输液、抗生素全产业链运营，三发驱动动力强劲

科伦药业（002422）最早成立于 1996 年，经过多年发展公司已成为中国输液行业中品种最为齐全、包装形式最为完备的医药制造企业，亦是目前国内产业链最为完善的大型医药集团之一。公司目前实际控制人为刘革新先生。

图表 1: 科伦药业（002422）公司结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

科伦药业（002422）目前经营范围覆盖医药产品、医药包材、医疗器械以及抗生素中间体产品。公司主营医药制剂主要有大容量注射剂（输液）、小容量注射剂（水针）、注射用无菌粉针（含分装粉针及冻干粉针）、片剂、胶囊剂、颗粒剂、口服液、腹膜透析液等 24 种剂型，其中 107 个品种共 257 种规格为输液产品，377 个品种共 591 种规格为其他剂型产品。所有 24 个剂型 484 种药品中，117 种药品进入《国家基本药物目录》，82 种药品被列入 OTC 品种目录，293 种药品进入国家医保目录。科伦在原料药和大宗抗生素中间体上亦有较多产品，目前有 45 个品种共 47 种规格的原料药及医药中间体。根据公司规划，科伦可能成为国内最大的硫氰酸红霉素，GCLE、7-ACA、7-ADCA 类头孢系列中间体生产工艺商之一。而在医药包材和医疗器械上，科伦拥有 27 个品种的医药包材以及 4 个品种共 8 个品规的医疗器械。科伦的医药包材和医疗器械类品种多为输液产业延伸产品，其中医药包材上，公司研发了新型直立式聚丙烯医用输液袋包材，相关技术获得了 2014 年度国家科学技术进步二等奖。科伦以输液领域为起点，先后整合了各省份重要基础和高端输液生产商、输液包材生产商、输液包材新技术生产企业，铸造成为国内输液领域的全产业链航母。

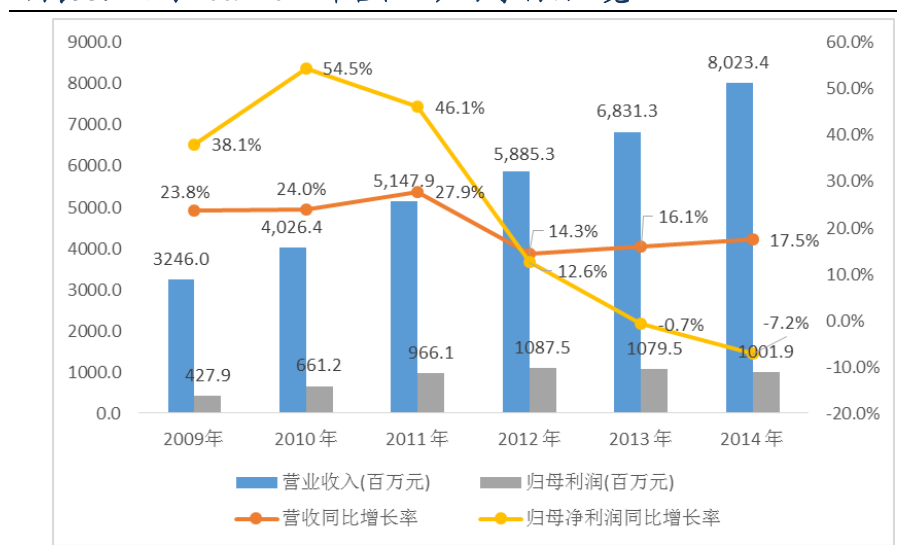
图表 2: 科伦药业 (002422) 产品构成

产品大类	产品构成	统计汇总
医药制剂	大容量注射剂 (输液)、小容量注射剂 (水针)、 注射用无菌粉针 (含分装粉针及冻干粉针)、	107 个品种, 257 种规格的输液类产品
	片剂、胶囊剂、颗粒剂、口服液、腹膜透析液	377 个品种, 591 种规格的非输液产品
原料药及中间体业务	12 种头孢类抗生素、33 种其他药物原料药	45 个品种的原料药
	硫氰酸红霉素, GCLE、7-ACA、7-ADCA 头孢类 抗生素中间体	硫氰酸红霉素及头孢类抗生素中间体
医药包材和医疗器械	聚丙烯塑料安瓿等输液包材、 一次性使用真空采血针等输液器械	27 个品种的医药包材、8 个品规的医疗器械

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2014 年是科伦战略规划调整的重要时间节点, 其业绩增长率也处于历年的低谷。2014 年公司实现营业收入 80.2 亿元, 同比增加 17.5%, 实现归属母公司所有者净利润 10 亿元, 同比下降 7.2%。科伦销售收入增长放缓和净利润下降的一个原因是公司主营的输液项目处于行业调整期。输液产业在新版 GMP 认证潮之后产能过剩, 同时国家基药及医保政策影响下, 塑料包装输液产品价格及毛利率大幅下降。另一个原因是公司两个新建项目生产处于调整阶段, 产能利用率较低。公司伊犁川宁抗生素中间体业务产能利用率未达到规划水平。川宁项目的一期硫氰酸红霉素项目虽然在 2014 年第二季度初期就通过环保验收, 但由于公司二期头孢类抗生素中间体业务尚未建成, 环保设施处于建设期, 硫氰酸红霉素项目处于试生产阶段, 产能未能及时跟进。该项目 2014 年亏损 5733.4 万元。而广西科伦也因为新厂建设后产能未能释放, 全年亏损 2295.6 万元。

图表 3: 公司 2009-2014 年营收及归母净利润一览



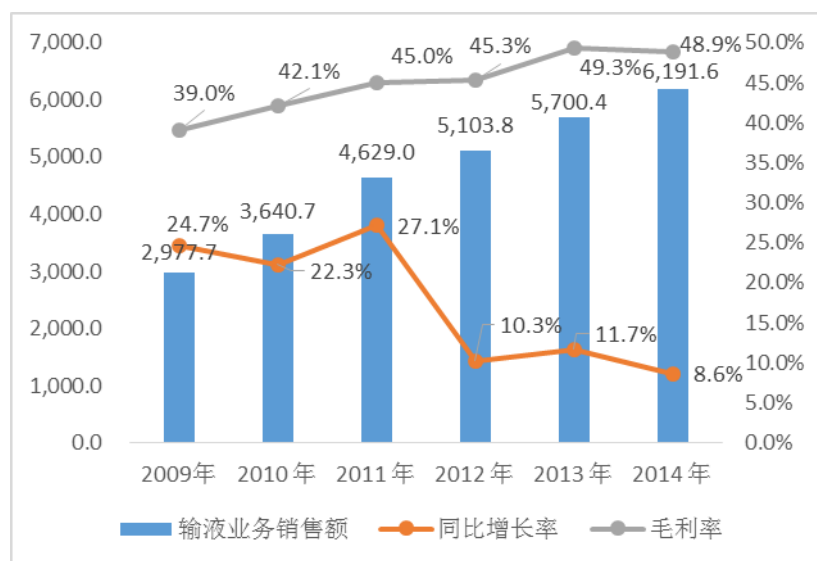
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

而 2015 年将是科伦新一轮增长的战略起点。公司 12 年提出的三发驱动发展战略已经初步成熟。在大输液项目上，通过新型输液包装产品的升级换代和产品结构的优化，科伦实现输液项目毛利的提升和产业升级。在高新技术内涵药物的开发上，公司近三年研发投入累计接近 10 亿元，在创新小分子药物、高附加值仿制药及生物创新药物上均有布局。目前公司拥有在研项目 274 项(3 项创新小分子药物、11 项生物药)，涉及肿瘤、糖尿病、精神类药物及抗感染等领域。科伦在非输液领域增长迅速，未来有望将出现输液、非输液等强局面。同时科伦在抗生素全产业链布局已经初步成型，2014 年公司川宁项目一期硫氰酸红霉素已经逐步量产，今年三季度将实现满产年底将实现盈利，二期头孢类中间体项目已经完成试生产。与川宁项目对接的广西科伦、新迪化工、邕崆分公司也已完成了首期建设。公司在抗生素产业链上延伸了上下游资源，未来在多领域将实现增长。

## 2. 大输液产业龙头，产业升级提升利润空间

输液业务是科伦一块拥有核心竞争力的业务。公司拥有 107 个品种共 257 种规格的输液产品，是目前中国输液行业中品种最为齐全和包装形式最为完备的医药制造企业之一。科伦药业（002422）2014 年输液类产品销售额为 61.92 亿元，占公司总营收的 77.9%。在药品招标采购进展缓慢、输液企业产能过剩、塑瓶输液产品价格下降等因素影响下，2014 年输液行业竞争加剧，产品毛利率下降。但科伦加大高毛利软塑包装治疗性输液产品的推广力度，公司输液业务 2014 年销售同比增长 8.6%，同时输液产品毛利率稳定在 49%。

图表 4: 公司 2009-2014 年输液业务销售额及毛利率一览



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

我国输液行业已经从市场成熟的前期阶段逐步向市场成熟期过渡。随着行业内优势企业研发投入的增加、研发水平的提升、生产自动化程度的提高、生产集中度和专业度的提升，大输液行业终将以集约化方式增长。同时，随着行业内优势企业对技术和生产设备的更新以及规模效应的形成，小规模生产企业在盈利空间萎缩的局面下将逐步退出市场。公司在输液领域的市场份额、产品毛利率、产品包材创新上都极具竞争优势，公司将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。

## 2.1. 输液产业链整合，产业内结构优化提高盈利能力

集中输液行业的优势资源，集约化成本控制，规模化生产使得公司的输液业务发展迅速。由于输液产品尤其是玻璃瓶包装输液，销售区域受运输半径制约，最初输液类企业有区域性经营的特点，但随着行业内优势企业凭借其完整的产品体系和全国性生产基地的布局，输液行业集中度不断提升，2006 年至 2008 年输液行业前十强的企业集中度从 22.4% 上升至 48.4%。公司 2003 年并购湖南科伦后市场占有率仅为 7.3%，随后 2006 年公司收购了黑龙江科伦、湖北拓朋、山东科伦等大输液生产企业，到 2010 年，科伦上市前收购辽宁明康后，公司已在 14 个省市设有生产基地，输液类市场占有率已经达到 33%。另外通过收购崇州君健和认购利君国际 5% 的股份，公司将产业链延伸至软塑包材，也提高了软塑包装输液毛利率。公司已经形成全国性产业生产布局，拥有遍布全国超过 57 个片区的经销商销售网络，有效消除了大输液产品销售运输半径的制约。

图表 5: 科伦药业 (002422) 输液领域并购发展时间表

阶段	所并购或合作的公司	时间	统计汇总
上市前	湖南科伦	2003 年	增加大输液产品湖南市场份额
	黑龙江科伦、湖北拓朋、山东科伦、 江西科伦、昆明南疆、四川药包	2006 年	增加大输液产品市场份额
	辽宁民康	2008 年	增加大输液产品辽宁市场份额
	上市后	河南科伦、广东科伦	2010 年
	浙江国镜	2010 年	升级输液品种，布局浙江市场
	崇州君健塑胶	2011 年	布局软塑包装产业，降低成本
	广西科伦(桂林大华制药)	2011 年	打通头孢类产品链
	利君国际	2014 年	受让利君国际 5% 股份，增强公司在京津冀地区销售能力，促进输液产业升级

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

► 输液包材产业升级，输液产品结构优化提升产品毛利率

科伦在输液包材上技术积累丰富，“新型直立式聚丙烯医用输液袋制造技术与产业化”项目获得 2014 年国家科技进步二等奖。以此为契机，公司继续积极推进大输液包材产品结构产业升级。目前国内大输液包装形式为玻璃瓶、塑瓶、软袋和直立式软袋四种形式，其中软袋包装分为 PVC 软袋和非 PVC 软袋包装，我国大输液市场中软袋包装主要为非 PVC 软袋。由于使用中需要空气回路易受二次污染，且包装易存在细缝破损，玻璃瓶包装已逐渐被淘汰。塑瓶由于生产和运输成本较低，是目前输液产品的主要包装。但由于塑瓶和玻璃瓶一样需要空气回路易受空气污染，未来有进一步被软袋包装取代的趋势。直立式软袋和普通软袋在使用中都可自身产生负压无需空气回路，使用安全且安全运输成本低。而相较于普通软袋，直立式软袋更符合临床使用习惯。故而公司近年一直致力于升级输液产品的包材产业，提升直立式软袋的市场占有率。

图表 6：四种大输液包装形式的具体特征对比



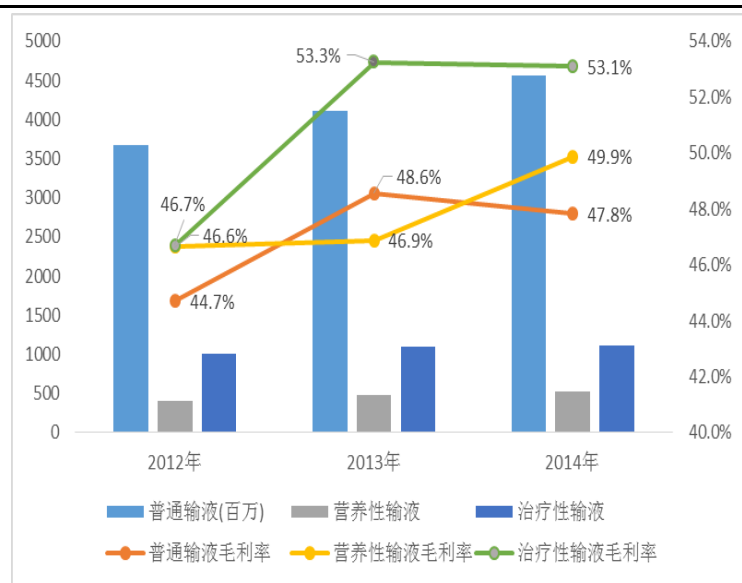
资料来源：公司网站，东吴证券研究所

科伦致力于推动输液包材产业升级，推动更安全方便、毛利率更高的可立软袋、PP软袋品种替代低毛利率有安全缺陷的玻璃瓶及塑瓶包材品种。2009 年公司输液包材中，玻璃瓶、塑瓶、可立袋、软袋的市场占有率各为 52%、31.74%、13.13%、2.74%。到 2014 年，在公司的推动下，塑瓶、直立袋市场占有率分别为 50%、35%，而玻璃瓶的市场份额急剧降低，玻璃瓶和软袋市场份额总共约为 15%。四种包材的毛利率由高到低分别为可立袋、软袋、玻璃瓶、塑瓶。塑瓶所占市场份额最大，但由于产能过剩竞争加剧，在招标过程中降价幅度也最大，所以毛利率处于下降趋势。公司不断

推广的可立袋包材价格略低于软袋，而成本较软袋低，毛利率最高。另外除仁寿分公司、湖北科伦、青山利康和科伦 KAZ 外，公司下属所有输液生产企业已经完成产业升级，已经或将在 2015 年内取得可立袋、PP 袋或高端软袋输液产品的生产资质。未来公司将继续推动输液包装向可立袋、PP 软袋及新型非 PVC 软袋方向发展，逐步替代毛利率低的玻璃瓶和塑料瓶包装输液，进一步巩固公司在输液领域的优势地位。

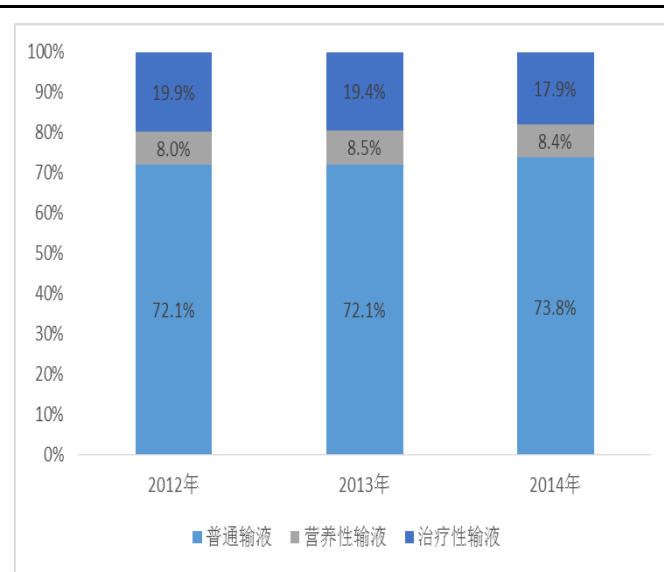
公司输液品种主要有葡萄糖输液、氯化钠输液、葡萄糖氯化钠输液、替硝唑输液、氧氟沙星输液、左旋氧氟沙星输液、甲硝唑输液、环丙沙星输液、氨基酸输液、脂肪乳输液、复方氯化钠输液、诺氟沙星输液等 107 个输液品种。2014 年，普通输液品种销售额 45.7 亿元，同比增长 11.1%。普通大输液仍然是输液业绩的主要销售来源，收入占比为 73.8%，治疗性输液占比 17.9%，营养性输液占比 8.4%。随着公司研发战略的深度进行，未来公司治疗性输液产品毛利率将上升，同时治疗性的输液的营收占比也有望提高。

图表 7: 2012-2014 年公司各输液品种销售额及毛利率



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 8: 2012-2014 年公司各输液品种占输液收入占比



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

#### ➤ 以哈萨克斯坦为起点，拓展海外输液领域市场

在国内输液产能过剩、产品市场竞争加剧及药品降价幅度较大的艰难环境下，公司成立科伦 KAZ 公司以拓展哈萨克斯坦等中亚地区的海外市场。2014 年，科伦 KAZ 项目工程建设已全部完成。水针生产线建设完成，目前还处于产品注册申报阶段。塑瓶输液生产线正式投入生产，但由于产品注册申请及错过当年哈萨克斯坦国家统一招标采购时间等因素影响，2014 年输液产品还未实现生产和销售。哈萨克斯坦项目的塑瓶输液产品在今年一季度已经完成招标开始生产销售，目前每个月销售规模为 200

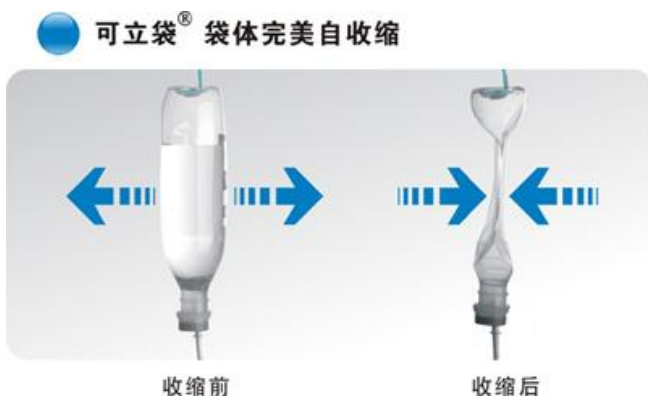
万瓶，下半年随着市场的拓展有望增加至月销售 300 万瓶。治疗性输液及抗肿瘤小水针产品的招标工作将在 2015 年 10 月进行，公司治疗性输液的 6 个品种已经在哈注册成功，10 月份极有可能中标。而抗肿瘤小水针公司目前有紫杉醇和多西他赛两个品种在哈申请注册工作，预计 9 月可完成注册工作，10 月将如期进行招标，这两个抗肿瘤品种毛利率超过 90%。科伦 KAZ 项目塑瓶输液设计产能 6000 万瓶/年，水针生产线设计产能 1000 万支/年。哈萨克斯坦是公司在乌兹别克斯坦、俄罗斯等原苏联国家市场拓展的第一步，目前公司的输液产品已经在乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦完成注册，未来一年内将在更多该地区国家注册。随着公司海外市场拓展的进行，预计 2016 年哈萨克斯坦项目将实现 4000-5000 万元的盈利。

## 2.2. 输液领域创新增强公司持续盈利能力

通过研发体系的建设和多元化的技术创新是公司不断提高持续盈利能力的驱动。公司目前主营仍然在输液领域，在输液领域公司陆续开发了多种输液包材创新品种。

为解决输液产品中塑瓶包装和玻瓶包装的产品缺陷，提高公司输液产品的毛利率。公司在软袋包装改进投入了许多研发资源。2005 年公司获得 CFDA 的可立袋“Ⅰ类药品包装用材料和容器注册证”，2007 年开始，公司逐步在各分公司推广可立袋输液产业化。2013 年公司成功开发 PP(聚丙烯)软袋输液包材。目前除仁寿分公司、湖北科伦、青山利康和科伦 KAZ 外，公司下属所有输液生产企业已经完成产业升级，已经或将在 2015 年内取得可立袋、PP 袋或高端软袋输液产品的生产资质。公司未来输液产品的包材产业将进一步升级。

图表 9: 公司可立袋产品示意图



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

图表 10: 公司 PP 软袋产品示意图

### 聚丙烯共混输液袋输液 (PP 软袋)

PP Soft Bag



科伦全新输液包装产品，采用全封闭式输液方式，避免二次污染。袋体采用二次成型工艺与无缝焊接技术，提高了产品的透明度，并彻底杜绝软袋漏液现象。

资料来源：公司网站，东吴证券研究所

在小水针输液上，公司推出聚丙烯塑料安瓿新包材品种。聚丙烯塑料安瓿是由湖北科伦独立研发创新，于 2010 年 12 月获得 CFDA“聚丙烯安瓿”包材注册证。2011 年末陆续获得该包材下的灭菌注射用水、氯化钾

注射液、葡萄糖注射液的药品补充申请生产批件。目前，浓氯化钠注射液、利巴韦林注射液等 10 余个产品正在申报新包材生产批件。相比于传统的玻璃安瓿，聚丙烯塑料安瓿开启不伤手，不产生玻屑和粉尘，可提高医护人员的职业防护和减小患者医源性感染的发生率；方便运输储存；采用一体成型、罐装、封合一体化生产满足 F0 值大于 8 的终端要求。聚丙烯塑料安瓿替代玻璃安瓿是小水针包材的发展趋势。

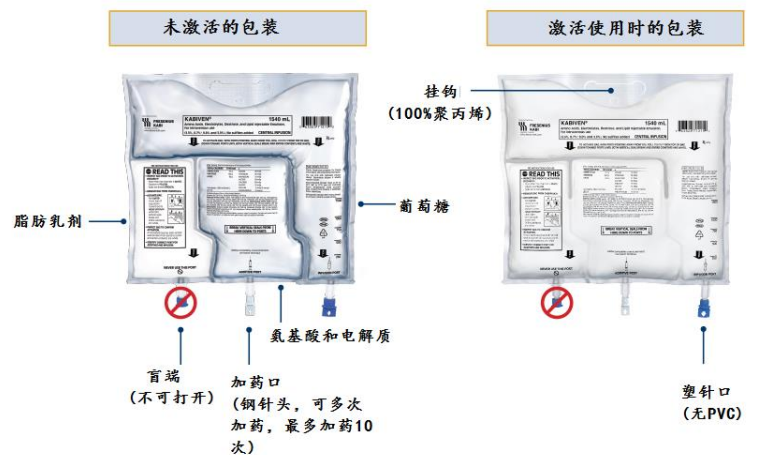
公司在高端输液技术产品上亦有进展。2015 年 4 月，公司申报的注射用乳糖酸阿奇霉素/氯化钠注射液（粉液双室袋）获得中国人民解放军总后勤部卫生部军队医疗机构制剂批件。该项产品为国内首家粉液双室袋即配型静脉输液品种，公司已建成至少两条液固双室袋输液生产线，年产能有望超过 2000 万袋，未来该技术获得 CFDA 批准之后可直接量产。除此之外，公司在双腔袋输液（氨基酸和脂肪乳）、三腔袋输液（氨基酸、脂肪乳、葡萄糖）等高端输液品种还在注册申请中。科伦研发申报的三腔袋为三层共挤输液用三袋室，由两条可剥离的封隔非 PVC 软袋分层三个独立的腔室。三个腔室分别装有葡萄糖注射液、氨基酸注射液及脂肪乳注射液，使用时无需配置，挤压袋体打开隔封，药业混合即可使用。公司申报的脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(11%)注射液(三腔袋)和中长链脂肪乳氨基酸葡萄糖注射液(三腔袋)两个三腔袋品种处于生产批件审批阶段，预计将在近年有望获批，该类品种市场预期达 5 亿元。

图表 11: 公司小水针新包材聚丙烯塑料安瓿示意图



资料来源：公司网站，东吴证券研究所

图表 12: 三腔袋产品类似品种使用示意图



资料来源：东吴证券研究所

### 3. 川宁项目进展顺利，全产业链布局抗生素业务

2011 年 3 月公司发布公告投资 39.9 亿元建设伊犁川宁生物技术有限公司抗生素中间体建设项目(川宁项目)，川宁项目计划年产硫氰酸红霉素 4,800 吨，头孢系列中间体 9,000 吨。总发酵体积规模 4.1 万 m<sup>3</sup>。2014

年 4 月公司上调川宁项目投资总额至 59.7 亿元，随着硫氰酸红霉素项目发酵技术的提升及头孢类中间体市场需求的增加，公司重新调整 I 期硫氰酸红霉素年产能至 3000 吨，提高 II 期头孢系列中间体项目年产能至 1 万吨，总发酵体积规模调整至 2 万 m<sup>3</sup>。

**图表 13: 伊犁川宁项目简介**

项目阶段	规划产能	项目分析	项目进度
一期	3000 吨/年 硫氰酸红 霉素	以商品玉米淀粉、商品玉米浆、黄豆饼粉、植物油等农副产品为主要原料，采用先进的陶瓷膜分离和纳滤膜浓缩技术及重结晶技术进行生产硫氰酸红霉素，已完成建设开始投产	2015 年下半年实现满产
二期	1 万吨/年 头孢系列中 间体	以商品玉米油、商品玉米浆、葡萄糖等为主要原料，生产 GCLE、7-ADCA、7-ACA 中间体、6-APA、青霉素工业盐。	试生产阶段

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

全球抗生素市场规模已突破 500 亿美元。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。2013 年我国抗生素产量达 12.12 万吨，出口 3.43 万吨，出口值 21.91 亿美元，占整体原料药出口比重的 9.53%，是我国原料药出口规模最大的品种，在国际市场中占有 70% 份额。头孢菌素/半合成青霉素类及大环内酯类抗生素产业毛利率较高、市场规模较大。

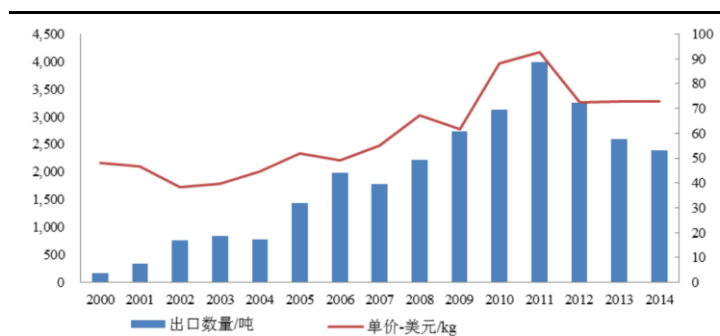
### 3.1. 硫氰酸红霉素需求稳定，环保要求高，近年需求多于供应

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，大环内酯类抗生素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。

硫氰酸红霉素原料的需求可分为出口需求量和国内第二代大环内酯类抗生素阿奇霉素、罗红霉素和克拉霉素的制剂需求量。我国是全球第一大红霉素原料药生产国，2010 年全球需求量在 1.2 万吨以上，市场增长率超过 25%，2010 年我国硫氰酸红霉素产能 1 万吨，实际年产量约 7000 吨，占全球需求量的 58.3%，我国生产的硫氰酸红霉素 30%-40% 均用于出口。2012-2014 年，红霉素及其衍生物出口量略有减少，但出口价格较为稳定，

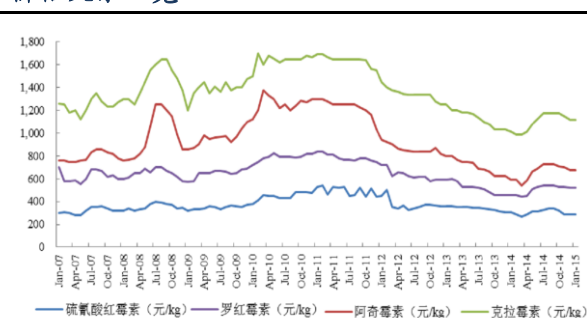
硫氰酸红霉素价格约在 100-120 美元/kg。国内方面，第二代大环内脂抗生素阿奇霉素、罗红霉素和克拉霉素在 2005 年以来的销量快速上升，目前这三者已占据了大环内酯类超过 80% 的市场份额。三种第二代大环内脂抗生素在国内需求量上升。在价格上，硫氰酸红霉素价格与三大第二代大环内脂抗生素价格变化起伏相关性较大，2013-2015 年硫氰酸红霉素价格起伏不大，目前国内硫氰酸红霉素价格在 330-400 元/kg 之间波动。

图表 14: 红霉素及其衍生物历年出口数量与出口价格一览



资料来源: 米内网、东吴证券研究所

图表 15: 硫氰酸红霉素价格与国内三大二代红霉素价格关系一览



资料来源: 健康网、东吴证券研究所

硫氰酸红霉素人工合成难度大成本不具有优势,该品种主要为纯发酵产品,发酵废液中还有剧毒的硫氰酸,发酵生产环保要求高废物处理技术难度大。目前国内硫氰酸红霉素生产厂家主要有科伦药业(002422)(3000 吨/年)、宜都东阳光(4000 吨/年)、宁夏启元(5000 吨/年)。另外四川山山药业、山东东药等企业也分别规划了 3000 吨/年, 3000 吨/年及 1500 吨/年的项目投资。目前硫氰酸红霉素设计产能已超过 1 万吨/年的需求量,但目前实际产能并未达到 1 万吨/年。新环保法的实施进一步推高了污染较大的硫氰酸红霉素生产成本。另外硫氰酸红霉素的持续盈利还有赖于发酵所用的菌种及发酵技术,短时间内没有技术积累的企业难以获得质量可靠、环保过关的硫氰酸红霉素产品。许多企业由于综合考虑环保压力、资金压力都被迫减产并优先供应自身企业原料需求,外售硫氰酸红霉素进一步减少。硫氰酸红霉素的供应还未能完全市场需求。硫氰酸红霉素自 2013 年末的 260 元/Kg 低谷后,目前价格反弹至为 340 元/Kg 水平。

图表 16: 2007-2013 年硫氰酸红霉素历史价格波动一览

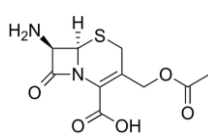
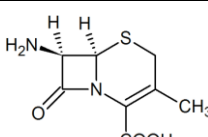
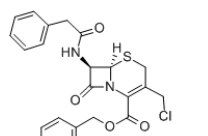


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.2. 头孢系列中间体市场稳定, 价格处于历史低谷未来反弹可能性大

头孢类抗生素在临床上得到了较为广泛的应用, 其市场需求量逐年增长。GCLE、7-ACA 和 7-ADCA 是在头孢类药物合成中应用广泛的三个中间体。

图表 17: GCLE、7-ACA 和 7-ADCA 简介

中间体名称	应用
	用于头孢噻肟、头孢三嗪、头孢唑啉、头孢唑辛、头孢哌酮、头孢克罗、头孢呋新钠等头孢品种的合成
7-ACA	
	用于头孢氨苄、头孢拉定、头孢羟氨苄等头孢常用品种的合成
7-ADCA	
	80 年代由日本新开发的头孢类抗菌素半合成的中间体, 用于头孢泊肟、头孢地尼、头孢他啶, 头孢克肟等第三, 第四代头孢产品及新头孢类品种头孢丙烯的合成,
GCLE	以 7-ACA 为母核制备的头孢菌素品种中, 有 60% 以上品种都可以用 GCLE 替代

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

7-ACA 是生产头孢类半合抗产品的重要中间体, 我国具有 7-ACA 规模化生产的企业主要有石药集团河北中润制药(1600 吨)、华北制药(3000

吨)、哈药总厂(1000 吨)、河南健康元(1800 吨)、山西威奇达(1200 吨)等。从总产能来看,目前国内仍有产能已经接近万吨,全球实际需求仅在 4000 吨左右,7-ACA 的产能已经过剩。2014 年联邦制药、鲁抗及福建抗生素集团减少 7-ACA 的生产改变了产能过剩的状况,7-ACA 的价格开始回升。但 7-ACA 的市场竞争已经进入产业链竞争时代,拥有稳定且良好成本控制的企业将才拥有竞争优势。公司川宁项目规划 7-ACA 产能 3000 吨/年(市场规划为 25% 供应制剂生产、60% 供应国内需求、15% 供应出口)在成本上有一定优势。2011 年开始,7-ACA 的价格开始回升,2014 年 11 月价格约为 650 元/Kg。

**图表 18: 2007-2014 年 7-ACA 历史价格波动一览**

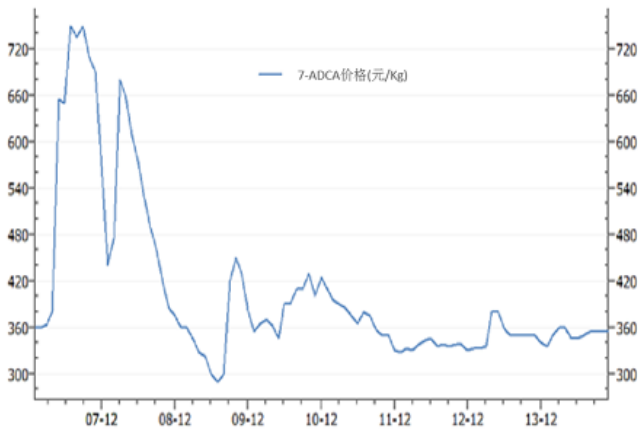


资料来源: wind, 东吴证券研究所

7-ADCA 可用于生产包括头孢氨苄、头孢拉定和头孢克罗等国内临床消耗量较大的头孢菌素类产品。2014 年 7-ADCA 总产能约 7000 吨,主要生产商为江苏九九久、山东新时代、华北华民等。由于生产厂商较多,该品种毛利率不高,7-ADCA 价格处于历史低谷,价格约为 360 元/Kg。未来 7-ADCA 价格不太可能达到 600 元/Kg 的历史高位。

头孢类抗生素的重要中间体 GCLE,可以应用于合成几十种头孢产品,特别是第三、第四代头孢产品,如头孢哌酮、头孢他啶、头孢曲松、头孢克肟、头孢吡肟、头孢布烯等。GCLE 下游药物如头孢克肟、头孢丙烯、头孢地尼、头孢泊肟的仿制药上市,一度拉动 GCLE 需求的快速增长,后经过竞争和产业淘汰之后,国内具备较高产能的仅剩菏泽睿鹰制药、江苏海慈生物、天津津康制药等三家,2013 年产能近 1600 吨,产能的很大一部分为出口消化。2014 年第二季度出口价格不到 70 美元/kg,90% 主要销往印度几家生产头孢克肟的厂家,如 OrchidChemicals、AurobindoPharma 等。

图表 19: 2007-2013 年 7-ADCA 历史价格波动一览



资料来源: wind、东吴证券研究所

图表 20: 2007-2013 年 GCLE 出口价格波动一览



资料来源: wind、东吴证券研究所

### 3.3. 借助生产成本优势、抗生素全产业链优势，川宁项目前景乐观

川宁项目是公司提出的“三发驱动”发展战略的重要一环。通过对水、煤炭、农副产品等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。目前一期硫氰酸红霉素项目已经投入生产，预计 2015 年第三季度初期该项目将实现满产。另外二期头孢类中间体生产项目 2015 年试生产阶段进展顺利，第三季度将投入生产运营。川宁项目位于新疆伊犁河谷，相较于内地抗生素中间体生产项目，拥有原料、能源、土地资源等一系列成本优势。再结合公司自身的全国大输液产业链资源运作，川宁项目有良好的持续盈利前景、产业链规模化前景。

#### ➤ 川宁项目发酵原料、能源等生产资源极具成本优势

川宁项目位于新疆伊犁河谷，该地区煤矿、农作物、水资源等自然资源丰富且相对于内地有成本优势。川宁项目抗生素主要使用天然发酵和酶发酵法，需要使用大量玉米、黄豆、棉子油等农副产品作为原料。伊犁地区的玉米相较于内地价格便宜 4%，棉籽油相较于内地企业发酵使用的大豆油便宜 50%，煤炭价格相较于内地企业使用的煤炭节约 50%以上，川宁项目使用的煤炭大部分由距离最近的伊犁伊北煤矿供应，公司已经和伊北煤炭有限公司签订稳定且价格合适的煤炭供应合同。川宁项目使用的原料、能源等生产成本将比内地企业生产成本低 20%以上，原料供应将比内地企业更稳定可靠。

#### ➤ 环保投资占比超过 20%，项目环保审批顺利

目前硫氰酸红霉素和头孢类抗生素几个重要中间体的价格回升的重

要原因是生产中的环保成本进一步提高了。随着国家新环保法的实施，未来抗生素原料的环保成本将进一步加大。川宁项目立项时就关注到环保问题。川宁环保项目分为两期，公司在环保项目的投资规模已由 4.8 亿元上升至 13 亿元，超过川宁项目总投资的 20%。川宁项目环保设施系统面积超过 300 亩，占厂区总面积的四分之一，川宁项目环保部下设 5 个环保生产车间，有接近 300 名员工。川宁项目的 40 项环保整改项目、其他 80 余项相关环保检修、技改和两套 MVR 系统调试项目已全部完成。拥有先进的环保项目将保证川宁抗生素中间体及原料项目抵御未来可能爆发的抗生素环保问题行业洗牌，实现项目平稳运营。

➤ 生产规模优势、技术优势及产业链优势，抵御风险能力高

伊犁川宁项目研发部门设有菌种研究室、发酵研究室、提取研究室和酶工程研究室等部分。一期工程的项目种子室、化验室、提取室和硫红发酵室的调试工作 2014 年就已经完成，二期项目的技术工作也全部按期完成。另外公司发酵采用的 500m<sup>3</sup> 发酵罐已经投入生产。相比于其他企业使用的 275m<sup>3</sup> 及其他类型的中小发酵罐，500m<sup>3</sup> 发酵罐的单位产量能耗更低，生产效率更高。

公司输液产业及非输液产业将与川宁项目形成行业集群优势。公司已经建立邛崃子公司、新迪医药化工、湖南科伦及广西科伦四家抗生素原料及制剂生产基地。公司已经拥有头孢替唑钠、头孢呋辛钠、头孢哌酮钠、硫酸头孢匹罗阿奇霉素、头孢噻利等多项头孢原料药及相关抗生素制剂生产资质。川宁项目的运营将降低公司自身的抗生素业务生产成本。同时公司非输液板块制剂销售的增长促进内部消化原料药中间体的增长，可有效缓解对于产能过剩的风险。本项目建成后正常生产硫氰酸红霉素 3000 吨/年，头孢类中间体系列产品 1 万吨/年，我们预测 2015-2017 年度川宁项目预计销售收入分别为 4.76 亿元、13.80 亿元及 32.36 亿元，预期经济效益较好，项目具有一定抗风险能力。

图表 21: 伊犁川宁项目营收预测

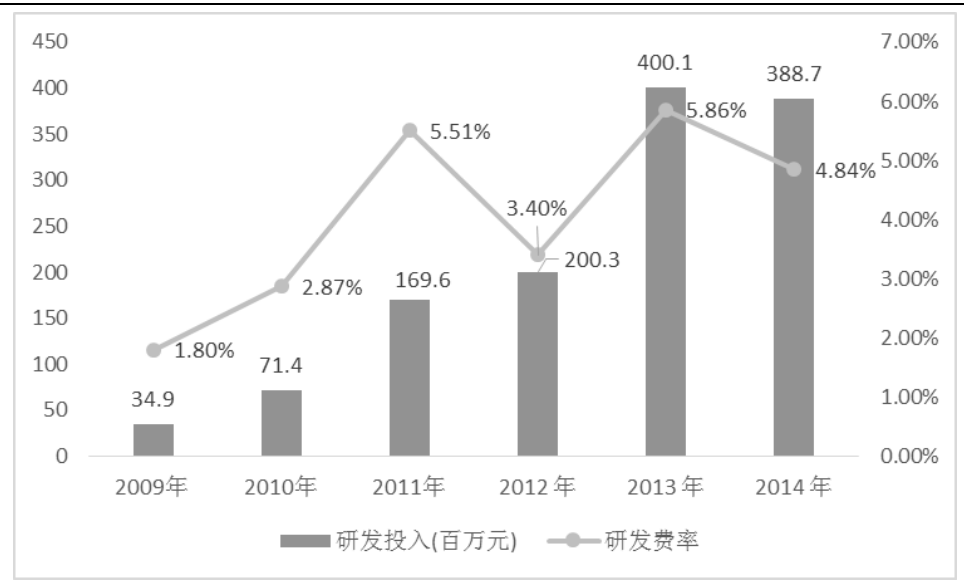
中间体名称	设计产能	2015 价格与产量估计	2016 价格与产量估计	2017 价格与产量估计
硫氰酸红霉素	3000 吨	350 元/Kg, 1500 吨	370 元/ Kg, 3000 吨	380 元/ Kg, 3000 吨
7-ACA	3000 吨	630 元/ Kg, 0 吨	630 元/ Kg, 600 吨	630 元/ Kg, 1740 吨
7-ADCA	2000 吨	330 元/ Kg, 0 吨	330 元/ Kg, 400 吨	330 元/ Kg, 1160 吨
GCLE	2000 吨	450 元/ Kg, 0 吨	450 元/ Kg, 400 吨	450 元/ Kg, 1160 吨
6-APA	2000 吨	180 元/Kg, 0 吨	180 元/Kg, 400 吨	180 元/Kg, 1160 吨
收入合计	/	4.74 亿元	13.80 亿元	32.36 亿元

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所(2015 年硫红项目 9 月起满产, 1-8 月产能利用 20%; 2016-2017 年硫红项目实现满产; 硫红中间体目前价格开始回升; 而川宁二期项目 2016 年中期将进行试生产, 2016 年四季度有望投产, 预计全年产能利用率 10%; 2017 年下半年二期项目有望满产, 全年产能利用率 58%)

#### 4. 研发创新发力, 实现非输液、输液板块等强

通过研发创新带动业绩长期发展是公司既定的三大战略之一。公司三发驱动战略指出: 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, 积累企业基业长青的终极驱动力量。公司注重创新研发, 有较高经费投入和并创新人才引进。2012 年末公司聘请王晶翼博士作为公司研发部门负责人, 随后公司研发投入大幅增加且研发体系进一步扩容。王院长加入的第一年 2013 年公司研发投入 4 亿元, 同比增长 99.8%, 2014 年公司研发投入仍保持在接近 4 亿元投入。公司分别建立以成都中央研究院为核心、以南方研究院(苏州)、北方研究院(天津)、海外研究院(美国)为分支机构的研发体系。其中, 成都中央研究院有研发有包括化学工艺、药化设计、创新药筛选、生物大分子等关键技术岗位人员 20 名的 458 人团队; 北方研究院有 26 人, 15 年将增加至 150 人; 南方研究院有近 20 人的团队; 美国中心首批规划立项 5 个品种, 总经理、分析主管、制剂经理都已到位。

图表 22: 2009-2014 年公司研发投入及研发费率一览



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

目前公司有已立项 274 个项目, 97 个品种已申报 CFDA 审批, 有超过 20 个品种在申报生产阶段。公司研发立项在短期、中期、长期都有相应规划。目前公司确立五大主要研发方向:

- 品牌仿制药物是公司申报较多较为成熟的研发体系, 科伦首仿药物开发中已进入国内企业第一梯队, 有近 90 个该类品种在申报。另外公司在美国设立的研发中心有 11 人的团队, 目前有三个品种在美国申请 ADNA。
- 新型给药系统研发方向, 公司已经构建纳米粒、微球、脂质体及纳米微晶 4 个核心技术平台。目前有 17 个产品在研, 未来一年内将有 8 个品种申报。
- 生物技术药物, 刚刚在 2013 年成立的生物药开发团队已立项 11 个品种, 其中 6 个为生物仿制药、5 个为生物创新药物。目前该方向已经有 5 个药物申请临床, 其中一个为独家的输液抗肿瘤生物仿制药物。
- 创新小分子药物, 目前公司在创新小分子药物开发方向有 65 人的团队, 已开发 70 多个潜力分子, 预计 16 年一季度有首个创新小分子临床药物申报。

目前公司有超过 50 种仿制药品种申报生产批准, 涉及抗感染、抗肿瘤、普通输液、肠外营养液、心血管药物、中枢神经系统药物、麻醉镇痛药物、呼吸系统等多个领域。2015 年, 公司申请的复方醋酸钠林格注射液获批生产, 该品种以醋酸、葡萄糖酸和枸橼酸作为代谢性阴离子缓冲体系, 是有较好缓冲能力的体液平衡类输液, 目前该品种只有公司和莱美药

业两家获批生产。而公司处于审批末期值得关注的品种有脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(11%)注射液(三腔袋)及中长链脂肪乳氨基酸葡萄糖注射液(三腔袋)两个三腔袋肠外营养液品种，双腔袋输液品种、塑料安瓿氯化钠注射液、兰索拉唑等品种。

图表 23: 公司目前在申报生产的药物一览

治疗领域	药品名称	注册分类
抗生素	注射用硫酸头孢噻利、注射用比阿培南	3.1 类
	注射用头孢硫脒、注射用头孢哌酮钠他唑巴坦钠、注射用头孢美唑钠、注射用盐酸头孢甲肟、加替沙星滴眼液、伏立康唑片、利奈唑胺注射液、注射用哌拉西林钠舒巴坦钠	6 类
抗肿瘤	达沙替尼片、吉非替尼片、注射用还原性谷胱甘肽、唑来膦酸注射液	3.1 类
	盐酸厄洛替尼片、甲磺酸索拉菲尼片、苹果酸舒尼替尼胶囊、	6 类
普通输液及肠外营液品种	羟乙基淀粉(200/0.5)乳酸钠林格注射液	3.1 类
	转化糖电解质注射液、复方氨基酸注射液(18AA-VII)、复方氨基酸注射液(18AA-II)脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(11%)注射液、羟乙基淀粉 200/0.5 氯化钠注射液、高渗羟乙基淀粉 200/0.5 氯化钠注射液(PP 软袋)、乳酸钠林格注射液、羟乙基淀粉 130/0.4 电解质注射液(可立袋)、	6 类
心血管药物	替格瑞洛片、利伐沙班片、肝素钠封管注射液、盐酸倍他司汀、盐酸赖氨酸注射液、盐酸曲美他嗪片、盐酸法舒地尔注射液、盐酸赖氨酸注射液	6 类
糖尿病药物	利格列汀片、磷酸西格列汀片	6 类
抗病毒药物	替比夫定片、富马酸替诺福韦二吡呋酯片	6 类
中枢神经系统	阿坎酸钙肠溶片、盐酸普拉克索片、左乙拉西坦片、普瑞巴林胶囊	6 类
麻醉镇痛药物	注射用帕瑞昔布钠、丙泊酚注射液、丙泊酚中/长链脂肪乳注射液、氟比洛芬酯注射液	6 类
其他治疗领域	盐酸氨溴索氯化钠注射液、碘帕醇注射液、盐酸氨基葡萄糖胶囊、	6 类

资料来源: 公司公告, CDE 网站, 东吴证券研究所

公司在 2013 年以来的大量投入有望在 2017 年之后获得突出的研发成果。5 年期内, 公司重磅的仿制药物将使提高公司非输液项目的销售额和毛利率, 公司有望实现输液产业和非输液产业等强的局面。公司长期的小分子创新药物、新型给药系统及创新生物技术药物的开发将为公司提供更为广阔的市场增长空间。

## 5. 盈利预测与投资建议

关键假设:

1、我们预计 2015 年科伦药业（002422）公司实现营业收入 80.2 亿元，同比增速 27.3%，到 2016 年总营收预计可达 142.9 亿元，

2、科伦药业（002422）的营收根据收入来源可分为普通输液业务收入、营养性输液业务收入、治疗性输液业务收入、非输液业务收入、川宁抗生素业务业务收入及其他业务收入等六个部分。预计 2015-2016 年普通输液业务收入分别为 53.1 亿元和 60.1 亿元；预计 2015-2016 年营养性输液业务收入分别为 5.8 亿元和 6.8 亿元；预计 2015-2016 年治疗性输液业务收入分别为 12.2 亿元和 14.4 亿元；预计 2015-2016 年非输液业务收入分别为 24.5 亿元和 34.6 亿元；预计 2015-2016 年川宁抗生素业务收入分别为 4.76 亿元和 13.80 亿元，预计 2015-2016 年公司其他业务收入 8650 万元和 9680 万元。

3、公司费率上，目前公司非输液业务的品种不断增多，销售推广费用增加。另外 2015 年为新一轮招标及医院拓展的高峰时间，预计公司的销售推广投入和市场推广费用将会增加，预计公司 2015 年-2016 年销售费用分别为 13.01 亿元和 15.61 亿元，对应销售费率 12.7%和 10.9%。公司管理费用，由于公司目前研发投入及川宁项目研发投入的增加，川宁项目一期工程投入使用及二期工程逐步投入使用后，公司折旧费用将会大幅增加，预计未来两年管理费率将有所上升。

4、公司大规模研发投入还不能带来利润，川宁项目建成后开始生产开始计算折旧而未有利润产生，预计 2015 年公司业绩增长还较为平缓，但公司川宁项目产能跟进后，公司业绩和利润将有较大提升。公司在研发的巨额投入开始回报，新获批的品种借助公司输液平台快速上量，公司将在近年走出业绩低谷。我们预计公司 2015-2016 年归属母公司净利润分别为 11.29 亿元和 15.90 亿元，对应 EPS 为 0.78 和 1.10。

5、考虑到公司输液领域的主导地位，未来研发投入的回报预期及川宁项目盈利预期，我们首次给予公司“买入”评级。

## 6. 投资风险

- 1、川宁项目折旧大幅增加，环保投入增加，公司环保工程未能达到预期治理效果的风险；
- 2、川宁项目一期硫氰酸红霉素生产不能按计划完成的风险。二期头孢类抗生素中间体有项目进度滞后的风险；
- 3、川宁项目硫氰酸红霉素、一系列头孢类中间体价格波动大，价格低于生产成本，该项目停产的风险；
- 4、公司输液业务招标进展缓慢，未能达到预期市场效果的风险；
- 5、公司研发产品未能通过临床，研发产品审批不通过的风险；

图表 24：公司盈利假设性预测

产品	项目	2014A	2015E	2016E	2017E	
输液业务	普通输液	收入(百万元)	4567.2	5311.7	6007.5	6926.6
		毛利率	47.82%	48.50%	49.30%	50.60%
	营养性输液	收入(百万元)	518.9	581.2	680.0	822.8
		毛利	49.87%	52.10%	53.10%	54.20%
	治疗性输液	收入(百万元)	1105.6	1216.2	1435.1	1765.1
		毛利	53.10%	52.10%	53.10%	54.20%
输液业务汇总		收入(百万元)	6191.6	7109.0	8122.5	9514.5
		毛利	48.94%	49.94%	51.03%	52.40%
非输液业务		收入(百万元)	1753.2	2454.5	3460.8	4845.1
		毛利率	21.44%	25.23%	27.43%	32.27%
川宁抗生素业务		收入	/	567.6	2610.0	5790.0
			/			
其他业务		收入(百万元)	78.6	86.5	96.8	110.4
总收入		收入	8023.4	10217.5	14290.2	20260.1
		同期增长率	17.5%	27.3%	39.9%	41.8%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 科伦药业主要财务数据

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>8704.2</b>	<b>11176.1</b>	<b>15657.8</b>	<b>21686.0</b>	<b>营业收入</b>	<b>10216.6</b>	<b>10216.6</b>	<b>14277.9</b>	<b>20234.5</b>
现金	2029.8	2606.2	3651.3	5057.1	营业成本	6949.6	8409.0	10931.7	14976.4
应收款项	2623.1	3368.1	4648.0	6414.2	营业税金及附加	71.0	90.2	117.2	158.2
存货	2073.5	2662.3	3674.0	5088.5	销售费用	1048.9	1301.0	1561.2	2043.7
其他	475.1	610.0	854.6	1183.7	管理费用	855.4	1052.1	1220.4	1452.3
<b>非流动资产</b>	<b>12498.7</b>	<b>16048.3</b>	<b>22483.7</b>	<b>31139.9</b>	财务费用	212.9	253.3	195.4	110.2
长期股权投资	47.2	60.6	85.0	117.7	投资净收益	14.9	20.2	21.1	22.3
固定资产	5960.7	7653.5	8878.1	10121.0	资产减值损失	153.2	194.5	223.7	264.0
无形资产	979.7	1023.4	1043.4	1083.4	<b>营业利润</b>	<b>1088.8</b>	<b>1226.0</b>	<b>1727.6</b>	<b>2428.1</b>
其他	347.5	446.2	625.2	865.9	营业外净收支	60.0	60.0	60.0	60.0
<b>资产总计</b>	<b>21202.8</b>	<b>27224.4</b>	<b>38141.4</b>	<b>52825.9</b>	<b>利润总额</b>	<b>1148.7</b>	<b>1293.5</b>	<b>1822.6</b>	<b>2561.7</b>
<b>流动负债</b>	<b>5653.9</b>	<b>7259.6</b>	<b>8493.7</b>	<b>10107.5</b>	所得税费用	164.0	185.0	260.6	366.3
短期借款	1987.8	2552.3	2986.2	3553.6	少数股东损益	-17.2	-20.1	-28.3	-35.2
应付账款	1641.5	2107.7	2466.0	2934.6	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1001.9</b>	<b>1128.6</b>	<b>1590.3</b>	<b>2230.6</b>
预收款项	24.8	31.9	37.3	44.4	EBIT	1301.3	1403.8	1968.2	2755.1
<b>非流动负债</b>	<b>4578.6</b>	<b>5878.9</b>	<b>8236.4</b>	<b>11407.3</b>	EBITDA	1627.0	1892.3	2554.4	3380.8
长期借款	850.0	1091.4	1276.9	1519.6					
其他	/	/	/	/	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
<b>负债总计</b>	<b>10232.5</b>	<b>13138.5</b>	<b>16730.1</b>	<b>21514.9</b>	每股收益(元)	1.39	0.78	1.10	1.55
少数股东权益	230.9	296.5	346.9	412.8	每股净资产(元)	15.2	9.8	14.9	21.7
归属母公司股东权益	10970.4	14086.0	16480.6	19611.9	发行在外股份(百万股)	720	1440	1440	1440
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>21202.8</b>	<b>27224.4</b>	<b>33210.6</b>	<b>41126.7</b>	ROIC(%)	8.82%	8.62%	12.05%	12.58%
					ROE(%)	9.30%	9.80%	12.21%	12.72%
					毛利率(%)	42.60%	40.13%	39.50%	42.80%
					股息率	0.50%	0.25%	0.37%	0.60%
					销售净利率(%)	12.30%	11.10%	11.80%	12.40%
					资产负债率(%)	48.12%	48.26%	48.26%	43.86%
					收入增长率(%)	17.50%	27.35%	39.86%	41.78%
					净利润增长率(%)	-9.80%	12.65%	40.90%	40.26%
					P/E	28.1	49.9	35.4	25.2
					P/B	1.88	4.00	2.63	1.80
					EV/EBITDA	14.5	9.5	8.2	7.1

资料来源: 东吴证券研究所

## 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 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

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>