

打造肿瘤精准诊疗平台

——北陆药业（300016）深度报告

2015年11月03日

强烈推荐/维持

北陆药业 深度报告

报告摘要:

- 公司布局肿瘤一体化精准治疗。**公司2014年通过收购中美康士、参股南京世和,从肿瘤基因测序到肿瘤细胞免疫治疗已经形成诊断到治疗服务的完善产业链。中美康士2015前三季度并表的营业收入为5277万元,实现的净利润1411万元,其中归属于上市公司股东的净利润628万元,随着合作医院数量以及开展病例数量的提升,将成为公司重要的利润增长引擎。公司使用5000万元与平安财智共同发起成立总额不低于7亿元的健康产业投资并购基金,肿瘤诊疗一体化平台加速搭建。
- 主业对比剂稳定发展。**随着CT与MRI的每百万人的人均保有量以及综合利用率提升,对比剂行业的市场空间在一倍以上。对比剂是公司主要产品,收入占比85%左右,今年以来收入增速在30%左右;公司的新药碘帕醇注射液生产批件已于5月份取得,并于8月份获批效期由18个月延长为24个月,碘帕醇注射液已参加北京招投标,随后将陆续参加各地招投标,明年有望成为公司新的利润增长点。
- 公司财务指标向好。**公司收入和利润增速均优于行业平均水平,上市以来一直保持低负债经营,2014年以来主动增加资金杠杆撬动公司发展。受益于过硬的科研实力与前瞻性的产业布局,公司毛利率与净利率明显高于市场平均水平,盈利能力突出。
- 公司盈利预测及投资评级。**公司主营业务对比剂稳定增长的基础上,通过控股中美康士、参股南京世和迅速切入细胞免疫治疗和基因诊断领域。我们看好公司在打造肿瘤一体化精准治疗平台方面的发展前景,预计公司2015-2017年EPS分别为0.38/0.52/0.73元,对应PE分别为75/54/39倍,给予公司“强烈推荐”评级。我们选取了4家主业与公司相仿的企业进行比较,公司估值水平高于传统抗癌药物生产企业,低于基因检测龙头。考虑到公司在肿瘤精准治疗方面的发展前景,按照行业2016-2017年平均PE为80X和63X计算,我们认为对应公司股价为41元-45元较为合理。

财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	331.6	440.0	603.6	807.3	1,045.6
增长率(%)	21.0%	32.7%	37.2%	33.8%	29.5%
净利润(百万元)	66.0	94.2	127.0	175.1	243.7
增长率(%)	4.7%	42.7%	34.9%	37.8%	39.2%
净资产收益率(%)	11.8%	13.9%	16.8%	20.2%	23.9%
每股收益(元)	0.21	0.28	0.38	0.52	0.73
PE	132.8	101.0	75.0	54.2	38.8
PB	15.4	14.1	12.6	10.9	9.3

刘阳

010-66554029

liu_yang@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480515080003

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

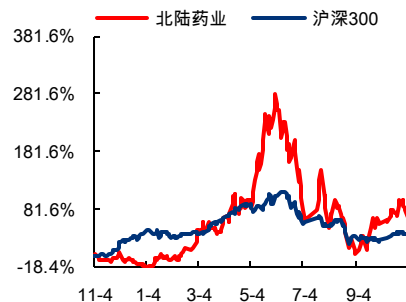
执业证书编号:

S1480510120014

交易数据

52周股价区间(元)	28.16-17.26
总市值(亿元)	87.61
流通市值(亿元)	66.85
总股本/流通A股(万股)	31113/23738
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	3.23

52周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

- 《北陆药业(300016): 业绩平稳增长, 精神科用药、基因测序和细胞治疗是未来发展大方向》2014-10-23
- 《北陆药业(300016): 业绩开始加速, 进入癌症基因检测等领域提升公司估值》2014-08-22

目 录

1. 发力精准医疗	4
1.1 收购中美康士布局细胞免疫治疗	4
1.2 参股南京世和涉足癌症基因测序	5
1.3 肿瘤精准治疗市场空间巨大	6
1.4 并购基金助力肿瘤诊疗一体化平台	7
2. 公司主营业绩增长稳定	7
2.1 对比剂提供成长基石	7
2.1.1 对比剂市场空间大	8
2.1.2 碘帕醇有望成为公司新的利润增长点	9
2.2 九味镇心前景良好	10
3. 股权激励增加团队凝聚力	10
3.1 公司股权情况	10
3.2 股权激励完善公司治理	11
4. 公司财务状况良好	11
4.1 公司收入与利润增长较快	11
4.2 加大资金杠杆撬动公司发展	12
5. 盈利预测及估值	13

表格目录

表 1: 并购基金拓展公司发展空间	7
表 2: 2009 年不同级别医院 CT 利用比例情况 (单位: %)	9
表 3: 碘帕醇进口替代比例对公司业绩影响	9
表 4: 股权激励	11
表 5: 公司收入预测表 (单位: 百万元)	13
表 6: 同类型医药上市公司市盈率比较 (元/股)	14
表 7: 公司盈利预测表	15

插图目录

图 1: 中美康士布局全国	4
图 2: 南京世和临床案例	5
图 3: 老年人癌症死亡率高	6
图 4: 不同年龄段癌症死亡人数占比	6
图 5: 全球药品销售前五类药物 (单位: 亿美元)	6
图 6: 北陆药业对比剂收入增长较好 (单位: 百万元)	8
图 7: 我国 CT 每百万人口拥有量 (台)	8
图 8: 国际 CT 每百万人口拥有量 (台)	8
图 9: 九味镇心颗粒	10

图 10: 公司主要股权结构.....	11
图 11: 收入增速略高于行业均值.....	12
图 12: 净利润平均增速明显高于行业均值.....	12
图 13: 公司销售毛利率高于行业均值.....	12
图 14: 公司销售净利率高于行业均值.....	12
图 15: 公司资产负债率趋于行业均值.....	13

北陆药业是国内对比剂龙头企业，通过收购中美康士、参股南京世和，迅速切入基因检测和细胞免疫治疗领域，打造肿瘤精准诊疗平台。

1. 发力精准医疗

1.1 收购中美康士布局细胞免疫治疗

2014年，公司收购中美康士生物科技有限公司51%的股权，切入肿瘤生物治疗领域。中美康士是国内最早一批从事免疫细胞治疗的公司，产品主要包括CIK、DC瘤苗、DC-CIK、CTL细胞，技术储备包括NK细胞、TIL细胞、多靶点CTL细胞、微移植、Car-T、免疫细胞分泌PD1抗体等，技术国内领先。

中美康士是业内合作医院数量最多的公司，预计三年内可以达到合作100家以上医院的规模。2014年收购纽赛尔生物75%股权，后者正与307家医院合作研究微移植血液病与肿瘤免疫细胞治疗技术，并增强了中美康士在血液病及肿瘤免疫细胞治疗领域的核心技术竞争力。

图 1：中美康士布局全国



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2015年前三季度，中美康士并表的营业收入为5277万元，实现的净利润1411万元（资产评估摊销后净利润1239万元），其中归属于上市公司股东的净利润628万元。预计明年正常并表后将为公司业绩增长做出更大的贡献。

1.2 参股南京世和涉足癌症基因测序

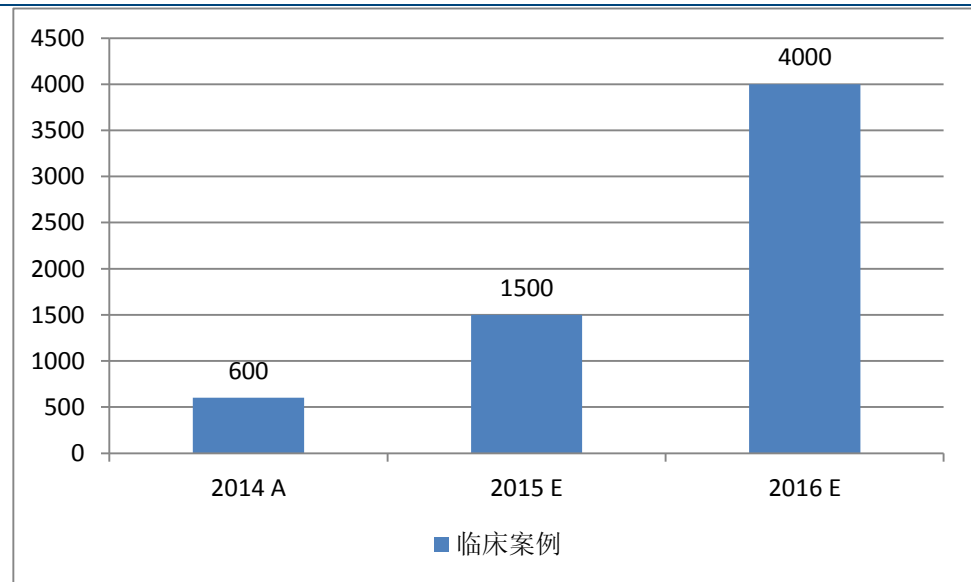
公司于 2014 年参股南京世和基因生物技术有限公司 20%的股权。南京世和主要从事基因检测技术服务，包括高通量全景癌症基因检测、罕见病基因检测、科研测序及合作服务等业务。

高通量基因测序技术在准确性、高效性、指导靶向药物用药等方面优于传统技术（如聚合酶链式反应/PCR、桑格测序法、生物芯片等）是行业发展趋势。

南京世和的核心技术是高通量基因测序、大数据分析及癌症生物学全面解读，公司与北京肿瘤医院（600 个胃癌病例）、华山医院、瑞金医院等国内大型医院都有合作，通过“技术服务+合作实验室”的形式进行。独立申请第三方牌照、以及与医院联合申请牌照这两方面都在进行中。

目前世和以扩大下游渠道、提升合作医院数量为目标，暂时未有盈利。公司合作医院数量从 2014 年的十几家拓展为目前的 60 余家，乐观估计三年内可达到 1 万例的临床数据目标，我们预计届时公司会注重盈利能力的提升。

图 2：南京世和临床案例

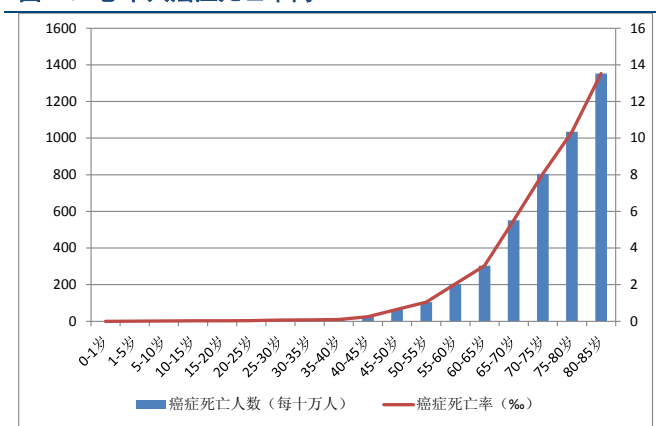


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.3 肿瘤精准治疗市场空间巨大

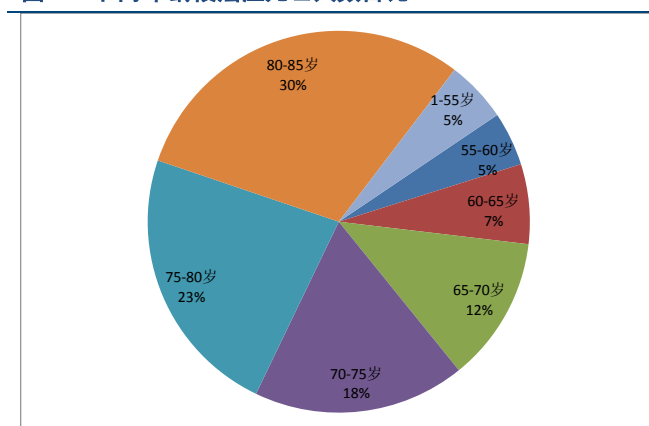
目前我国每年新增恶性肿瘤病例约 310 万、死亡病例 200 万，其中 60 岁以上约占全部死亡的 90% 以上。如此多的新增病患以及较高的死亡率导致药品需求量增长迅速。

图 3：老年人癌症死亡率高



资料来源：《中国肿瘤登记年报》，东兴证券研究所

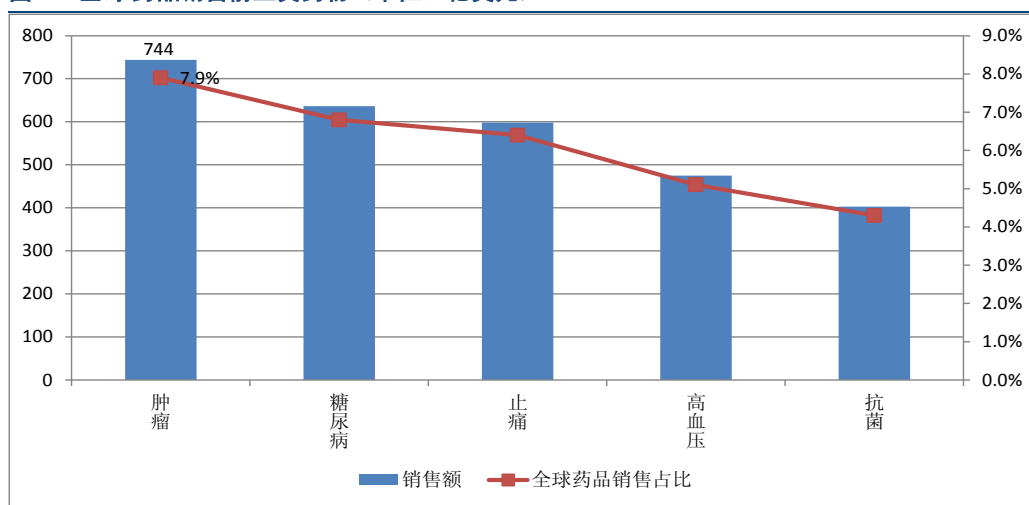
图 4：不同年龄段癌症死亡人数占比



资料来源：《中国肿瘤登记年报》，东兴证券研究所

根据 IMS 数据，2014 年全球抗癌药物销售额 744 亿美元，以 7.9% 的比例占据全球药品销售量榜首；2013 年中国肿瘤药物市场规模达 320 亿人民币，按照近 10 年 24% 的年均复合增长率计算，2014 年我国肿瘤药物市场规模在 400 亿元人民币左右。

图 5：全球药品销售前五类药物（单位：亿美元）



资料来源：IMS，东兴证券研究所

由于肿瘤病患部位不同、致病机理不同，“对症下药”成为迫切需求，国际市场靶向药物的使用已成为主流趋势（占比 70%）；我国抗癌药物市场仍以传统化疗药物为主（70%）、靶向药物占比较低（20%），中国市场成长空间巨大。基因测序是肿瘤精准治

疗的前提 (包括易感基因检测和靶向药物靶点检测), 国内市场空间 100 亿元左右, 其背后指导靶向用药的市场空间未来在 300 亿元左右。

细胞免疫治疗副作用小、高效性、特异性好, 对药物治疗有补充和替代左右, 如果替代 50% 的药物治疗, 目前我国市场空间在 200 亿元左右。

2015 年度诺贝尔化学奖授予了对于 DNA 修复的机理研究做出突出研究的三位科学家。DNA 修复尚处于初级阶段, 随着技术进步, 未来有望打通对于癌症早期诊断和预防等一系列难题的通道。我们持续看好基于基因检测技术的个体精准治疗领域的前景。

1.4 并购基金助力肿瘤诊疗一体化平台

2015 年 5 月, 公司与平安财智签署了《合作设立并购基金协议书》, 公司使用 5000 万元自筹资金与平安财智共同发起成立总额不低于 7 亿元的健康产业投资并购基金。该并购基金投资领域主要瞄准了肿瘤基因测序、细胞免疫治疗、智能服务、远程医疗等领域, 可以进一步打开公司成长空间。

公司通过南京世和与中美康士, 迅速切入了肿瘤治疗的上下游, 预计随着渠道整合推进, 各业务间的协同效力将得到发挥, 看好公司在肿瘤精准诊疗一体化平台搭建方面的持续性, 外延式发展值得期待。

表 1: 并购基金拓展公司发展空间

投资方向	内容
1 新一代健康诊疗技术	基因测序等新型个性化诊疗技术, 尤其是在肿瘤检测以及肿瘤个性化用药领域
	肿瘤细胞免疫治疗
	移动医疗
	智能医疗服务
2 高端医疗器械	远程医疗
	高端影像学检查设备、治疗设备等
3 诊断试剂	高端体内、体外检测试剂
4 高端药品	围绕公司药品开发重点领域的高附加值药品

资料来源: 东兴证券研究所

2. 公司主营业绩增长稳定

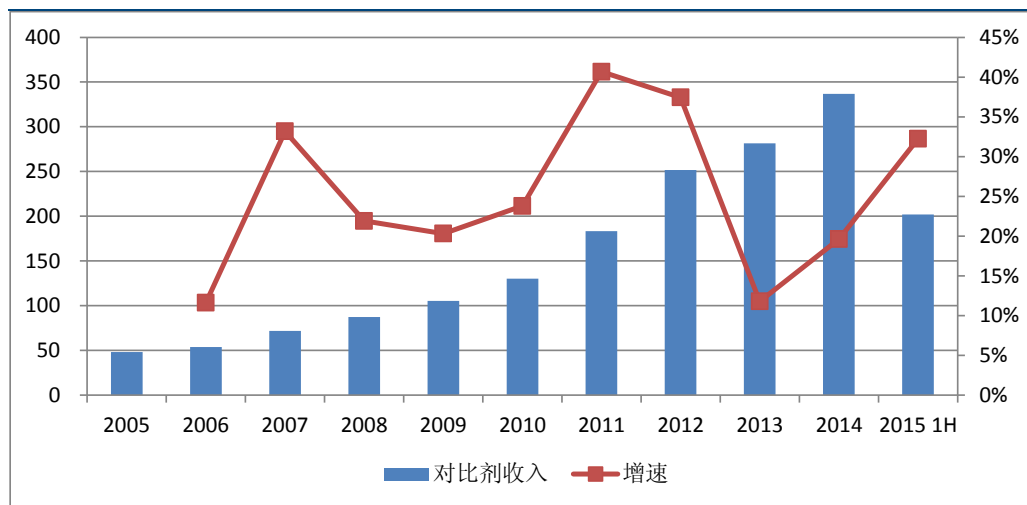
2.1 对比剂提供成长基石

对比剂是公司主要产品, 收入占比 85% 左右。主要包括磁共振对比剂、非离子型碘对比剂和口服磁共振对比剂。具体为碘克沙醇注射液、钆喷酸葡胺注射液、枸橼酸铁铵泡腾颗粒 (口服磁共振用铁对比剂)、碘海醇注射液 (非离子型碘对比剂) 四种, 适应范围包括脊髓造影、脏器、消化道、头部等。其中公司的钆喷酸葡胺注射液是国内最早获得卫生部批准上市的磁共振对比剂, 销售常年处于市场前列。

2005-2014 年, 公司对比剂收入年均复合增长率达到 24%。2015 上半年对比剂实现销

售收入 2 亿元、同比增长 32%，仅次于国内龙头恒瑞，远高于行业增速 12%。公司销售团队已经在二三线城市实现覆盖，预计全年增速可以维持在现有水平。

图 6：北陆药业对比剂收入增长较好（单位：百万元）

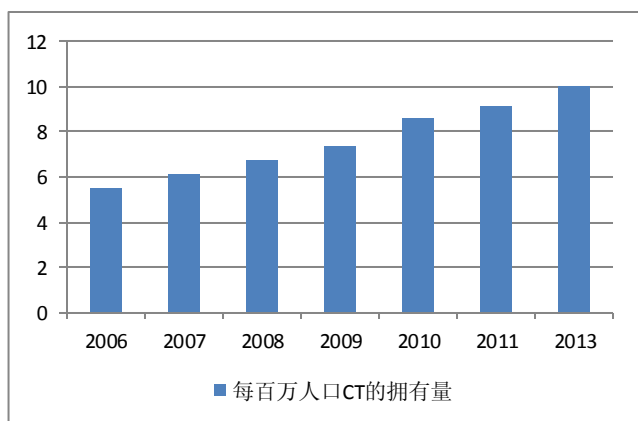


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.1.1 对比剂市场空间大

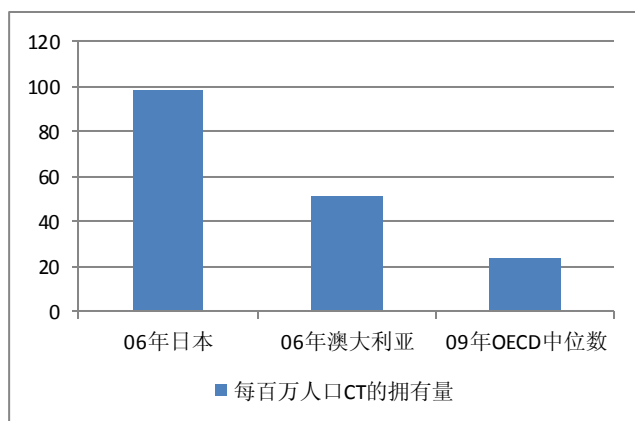
我国的对比剂主要提供商包括外国的拜耳、博莱科以及国内的恒瑞、北陆药业等，规模大概在 50 亿左右。我国 CT 与 MRI 的每百万人的人均保有量均远远低于欧美等国的平均水平，与世界平均水平相比仍有一倍以上的市场空间，对比剂市场空间也在一倍以上。

图 7：我国 CT 每百万人口拥有量（台）



资料来源：中国医学装备协会，中国卫生资源，ACMR，东兴证券研究所

图 8：国际 CT 每百万人口拥有量（台）



资料来源：中国医学装备协会，中国卫生资源，ACMR，东兴证券研究所

不同地区 CT 的利用率水平参差不齐, 三级医院的综合利用率高于二级医院, 在部分大型三甲医院目前 CT 的利用率高达 80%-90%, 而部分基层医院只有 20%左右, 未来 CT 综合利用率的提升也有助于对比剂需求的增长。

表 2: 2009 年不同级别医院 CT 利用比例情况 (单位: %)

	三级医院	二级医院
上海	36.5	66.4
陕西	64.5	33.5
浙江	59.6	51.7
湖南	46.6	33.1
均值	51.8	46.2

资料来源: 中国卫生资源, 东兴证券研究所

过去国内对比剂行业的进口依赖度高, 而近年国内对比剂产品销售额增加迅速, 年均复合增长率接近 20%, 未来对比剂产品国产化的现象会愈发明显。受益于对比剂行业的快速增长及公司自身技术与产品优势, 未来对比剂业务仍将成为公司的重要利润增长点之一。

2.1.2 碘帕醇有望成为公司新的利润增长点

公司新的对比剂产品碘帕醇注射液生产批件已于 5 月份取得, 并于 8 月份获批效期由 18 个月延长为 24 个月。碘帕醇注射液是第二代非离子型单体碘对比剂, 由意大利 Bracco 公司开发, 商品名为 Iopamiro, 在我国由上海博莱科信谊药业进行分装销售, 中文名为典比乐。该产品具有水溶性好、黏度低、含碘量高、成像效果好等优点, 对血管壁、心肌、神经组织、血脑屏障、泌尿系统等毒性低, 性质稳定, 适用于各种血管造影、CT 增强扫面、泌尿道造影以及蛛网膜下腔应用的脊髓造影、脑池造影等。

根据医药经济报数据, 2012 年国内 16 城市样本医院碘帕醇药物制剂用药金额近 1.53 亿元, 我们预计 2015 年该产品销售额在 3-4 亿元左右 (测算碘帕醇对公司业绩弹性, 按照 3 亿元)。公司去年以来净利润率保持在 21%以上, 考虑到新产品推广等因素, 我们按 20%的净利润率计算碘帕醇在招标、实现进口替代方面对公司业绩的影响:

表 3: 碘帕醇进口替代比例对公司业绩影响

项目	测算									
市场空间(百万元)	250									
进口替代比例	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
收入(百万元)	30	60	90	120	150	180	210	240	270	300
净利润率	20%									
净利润(百万元)	6	12	18	24	30	36	42	48	54	60
股本(百万股)	311.1									
EPS (元/股)	0.02	0.04	0.06	0.08	0.10	0.12	0.13	0.15	0.17	0.19

资料来源: 东兴证券研究所

碘帕醇注射液增加了公司对比剂适用范围，并已参加北京招投标，随着未来各地招投标陆续展开，明年有望成为公司新的利润增长点。如果能实现 50% 的进口替代，将为公司带来 0.3 亿元净利润，是公司 2014 年净利润 0.94 亿元的 32%。

2.2 九味镇心前景良好

九味镇心颗粒上半年销售收入略低于去年同期，主要原因是因为招标进度缓慢所致，作为中药类抗焦虑药物的代表，看好九味镇心长期的发展前景。

九味镇心颗粒是国内唯一通过国家食药局批准治疗焦虑症纯中药制剂。2014 年 5 月份，九味镇心颗粒被 CFDA 批准列为二级中药保护品种，保护期一直到 2021 年，在此期间该产品仅限北陆药业生产，说明其质量和在广泛性焦虑症临床效果得到了认可和肯定。

图 9：九味镇心颗粒



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

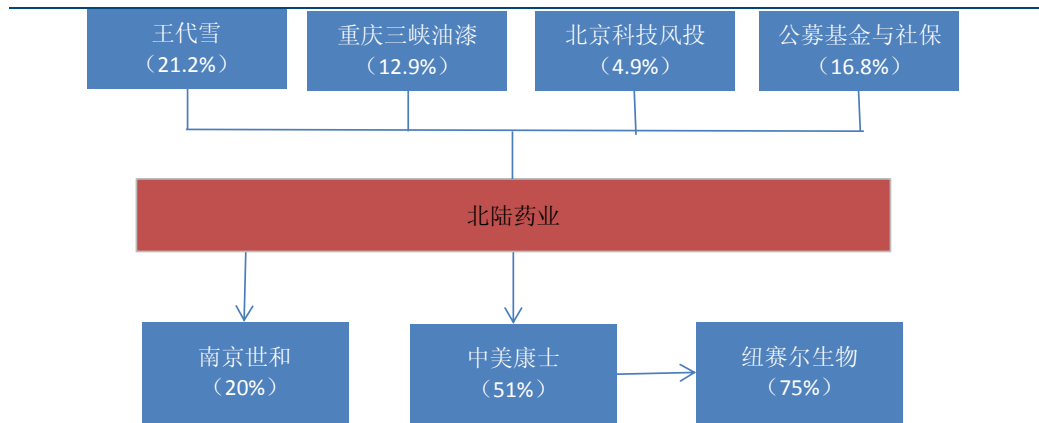
今年上半年九味镇心颗粒实现收入 2 千万元（-3.4%），下降的主要原因是因为招标进度缓慢（目前只进入了北京和山西的医保），且由于医生用药习惯偏向于西药，使得九味镇心颗粒推广进度不达预期，公司正在积极推动进入全国医保的工作。随着推广力度加大，作为中药类抗焦虑药物的代表，我们看好九味镇心长期的发展前景。

3. 股权激励增加团队凝聚力

3.1 公司股权情况

北陆药业成立于 1992 年，是我国对比剂行业的市场领先者。公司第一大股东王代雪（董事长）是公司的实际控制人，拥有公司 21.2% 的股权。

图 10: 公司主要股权结构



资料来源: wind, 东兴证券研究所

3.2 股权激励完善公司治理

2014年1月15日,公司于2014年1月23日召开第五届董事会第六次会议,审议通过了《关于向激励对象授予限制性股票的议案》及其他相关议案,决定授予日为2014年1月23日,同意向49名激励对象授予577.6万股限制性股票。

公司股权激励行权条件较为合理:2014-2016年业绩增速分别达到同比增长21%、37%、33%,三年复合增速达36%,有利于保障公司业绩持续增长;对公司的稳定经营以及管理团队的高效运作都有重要的意义。

表 4: 股权激励

姓名	职务职级	获授股票数量(万股)	获授股票期权占总股本比例
1.武瑞华	董事、总经理	140	0.46%
2.段贤柱	副董事、副总经理	130	0.43%
3.李弘	董事、财务总监	50	0.16%
4.中层管理人员及核心技术(业务)46人		257.6	0.84%
合计		577.6	1.89%

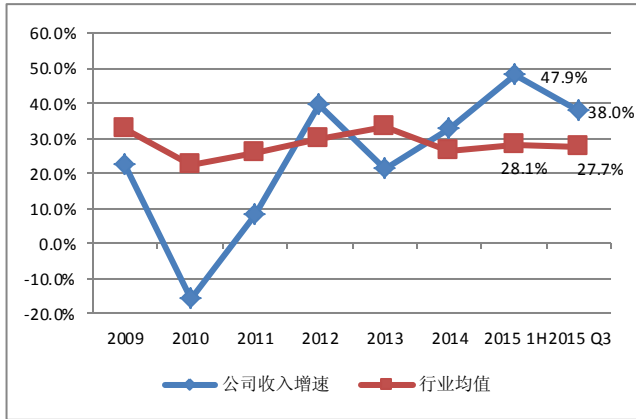
资料来源:公司公告,东兴证券研究所

4. 公司财务状况良好

4.1 公司收入与利润增长较快

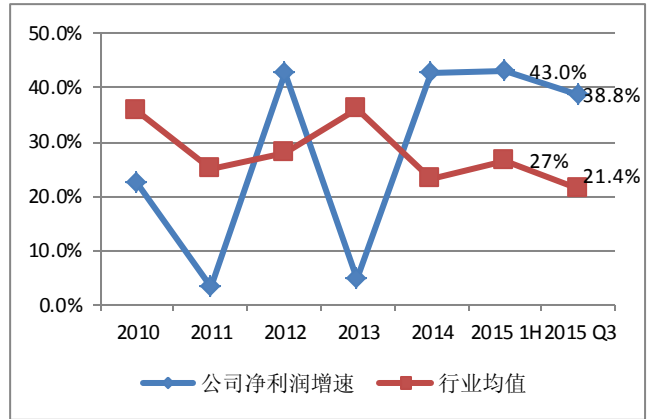
公司是对比剂行业龙头,布局癌症基因测序及肿瘤细胞免疫治疗,公司借助自身的科研实力以及方向正确的资本运作,使公司收入和利润维持了较快的增速以及较好的盈利能力。公司2015年前三季度实现收入3.97亿元(+38%)、净利润0.78亿元(+29%),特别是对比剂保持了较好的增速,中美康士并表也为公司成长做出了贡献。

图 11: 收入增速高于行业均值



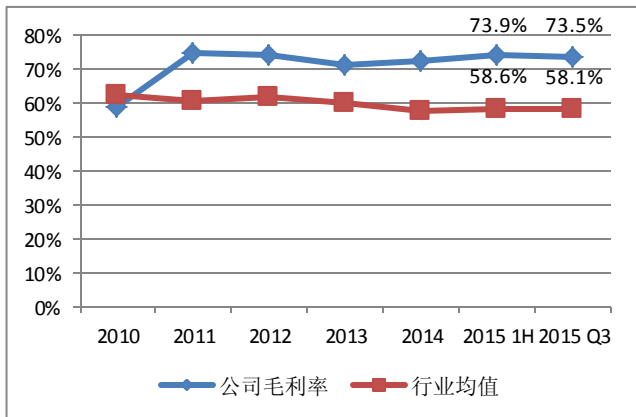
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 12: 净利润平均增速明显高于行业均值



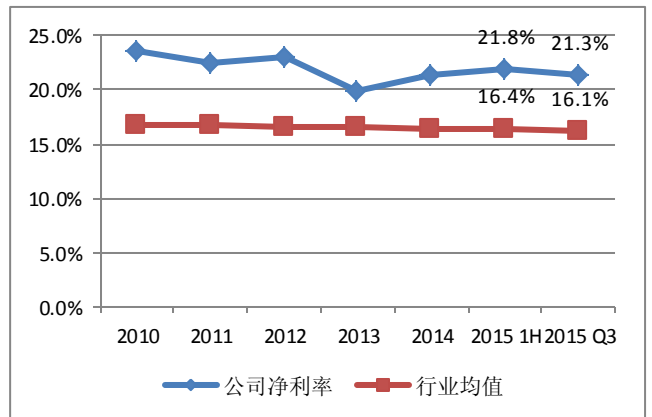
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 13: 公司销售毛利率高于行业均值



资料来源: wind, 东兴证券研究所

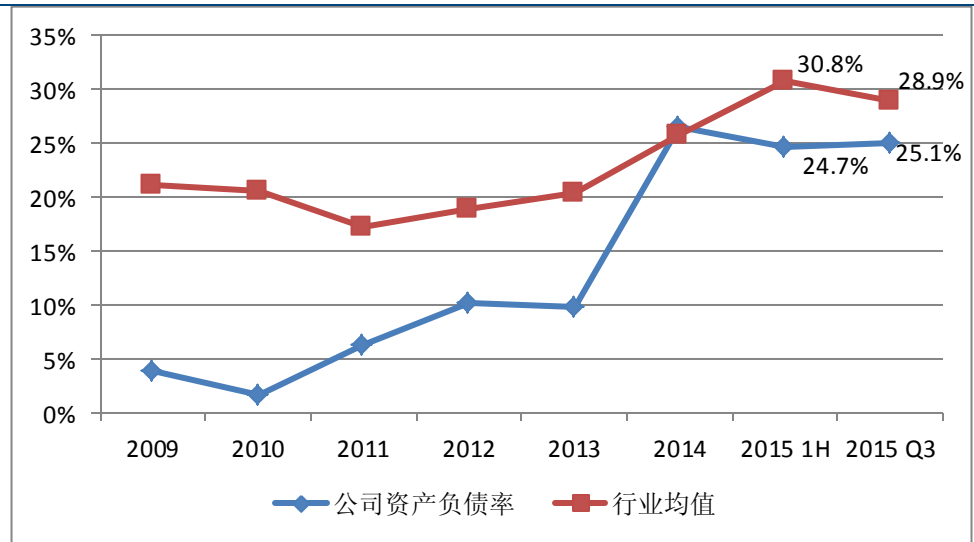
图 14: 公司销售净利率高于行业均值



资料来源: wind, 东兴证券研究所

4.2 加大资金杠杆撬动公司发展

公司自上市以来以低负债稳健经营为核心，在 2014 年开始资本运作后资产负债率水平较以往有明显提升。目前杠杆率仍然较低、只有 25% 的资产负债率，不排除继续加大资金杠杆撬动公司发展。

图 15: 公司资产负债率趋于行业均值


资料来源: wind, 东兴证券研究所

5. 盈利预测及估值

公司在主营业务对比剂稳定增长的基础上, 通过控股中美康士、参股南京世和迅速切入细胞免疫治疗和基因诊断领域, 看好公司在打造肿瘤一体化精准治疗平台方面的发展前景。我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.38/0.52/0.73 元, 对应 PE 分别为 75/54/39 倍, 给予公司“强烈推荐”评级。

表 5: 公司收入预测表 (单位: 百万元)

		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
对比剂	销售收入	281.4	336.7	454.5	590.8	738.5
	增速	11.8%	19.6%	35%	30%	25%
	毛利率	71.8%	71.1%	72%	72%	72%
九味镇心颗粒	销售收入	36.0	50.4	45.3	45.3	45.3
	增速	112.1%	39.9%	-10%	0%	0%
	毛利率	67.8%	71.4%	70%	69%	68%
降糖产品	销售收入	11.4	22.3	31.2	40.6	52.7
	增速	220.8%	95.2%	40%	30%	30%
	毛利率	70.6%	78.6%	77%	76%	75%
细胞治疗	销售收入		27.9	72.6	130.6	209.0
	增速			160%	80%	60%
	毛利率		89.3%	88%	87%	86%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

我们选取了 4 家主业与公司相仿的企业进行比较，公司估值水平高于传统抗癌药物生产企业，低于基因检测龙头达安基因。考虑到公司在肿瘤精准治疗方面的发展前景，按照行业 2016-2017 年平均 PE 为 80X 和 63X 计算，我们认为对应公司股价为 41 元-45 元较为合理。

表 6：同类型医药上市公司市盈率比较（元/股）

代码	公司	EPS				PE				股价
		2014 A	2015 E	2016 E	2017 E	2014 A	2015 E	2016 E	2017 E	
300016	北陆药业	0.28	0.39	0.53	0.71	101	75	54	39	28.16
	行业均值					124	103	80	63	
600276	恒瑞医药	0.77	1.10	1.40	1.77	66	47	37	29	51.51
300009	安科生物	0.29	0.40	0.53	0.68	86	63	47	37	25.17
2030	达安基因	0.23	0.26	0.32	0.39	180	185	153	123	41.81
300244	迪安诊断	0.46	0.6551	0.94	1.25	165	117	82	61	75.99

资料来源：wind，东兴证券研究所

表 7: 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				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	416	404	506	649	847	营业收入	332	440	604	807	1046
货币资金	246	145	179	216	290	营业成本	95	120	157	206	264
应收账款	99	154	228	305	395	营业税金及附加	4	5	6	9	11
其他应收款	3	8	11	15	20	营业费用	131	168	209	279	350
预付款项	9	3	3	1	0	管理费用	29	38	75	97	115
存货	57	81	69	90	116	财务费用	-6	-6	2	5	10
其他流动资产	0	1	1	1	1	资产减值损失	2.90	3.11	3.04	3.06	3.05
非流动资产合计	205	503	473	451	427	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	3	31	31	31	31	投资净收益	2.68	-0.19	-0.19	-0.19	-0.19
固定资产	142.17	153.82	154.42	143.01	125.93	营业利润	79	111	151	209	292
无形资产	5	25	22	20	17	营业外收入	1.44	4.94	3.77	4.16	4.03
其他非流动资产	0	1	0	1	0	营业外支出	1.23	2.10	1.81	1.91	1.87
资产总计	621	907	979	1100	1275	利润总额	79	114	153	211	294
流动负债合计	29	186	172	175	188	所得税	13	20	26	36	50
短期借款	0	60	44	44	54	净利润	66	94	127	175	244
应付账款	7	14	18	24	30	少数股东损益	0	7	10	14	18
预收款项	2	1	-1	-4	-7	归属母公司净利润	66	87	117	162	226
一年内到期的非	0	4	4	4	4	EBITDA	85	142	176	239	327
非流动负债合计	32	55	57	57	57	EPS (元)	0.21	0.28	0.38	0.52	0.73
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	61	241	228	232	245	成长能力					
少数股东权益	0	43	53	67	84	营业收入增长	21.04%	32.68%	37.18%	33.76%	29.51%
实收资本 (或股	305	311	311	311	311	营业利润增长	8.78%	41.39%	35.98%	38.35%	39.56%
资本公积	76	99	99	99	99	归属于母公司净利润	34.70%	38.20%	34.70%	38.20%	39.97%
未分配利润	142	190	205	226	255	获利能力					
归属母公司股东	559	623	698	801	945	毛利率 (%)	71.36%	72.67%	74.03%	74.46%	74.78%
负债和所有者权	621	907	979	1100	1275	净利率 (%)	19.89%	21.40%	21.05%	21.69%	23.30%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
	单位: 百万元					ROE (%)					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	10.63%	9.57%	11.93%	14.69%	17.74%	
经营活动现金流	41	42	90	105	162	偿债能力					
净利润	66	94	127	175	244	资产负债率 (%)	10%	27%	23%	21%	
折旧摊销	12.82	36.49	0.00	24.62	24.94	流动比率	14.43	2.18	2.95	3.70	
财务费用	-6	-6	2	5	10	速动比率	12.47	1.74	2.54	3.19	
应收账款减少	0	0	-74	-77	-90	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-2	-2	-3	总资产周转率	0.55	0.58	0.64	0.78	
投资活动现金流	-33	-182	3	-5	-5	应收账款周转率	4	3	3	3	
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	41.81	42.20	37.89	38.91	
长期股权投资减	0	0	6	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	3	0	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.21	0.28	0.38	0.52	
筹资活动现金流	-31	39	-59	-63	-82	每股净现金流 (最新)	-0.07	-0.32	0.11	0.12	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊)	1.83	2.00	2.24	2.57	
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	153	6	0	0	0	P/E	132.81	100.97	74.96	54.24	
资本公积增加	-153	23	0	0	0	P/B	15.38	14.07	12.56	10.94	
现金净增加额	-22	-100	34	37	74	EV/EBITDA	97.99	61.15	48.96	36.03	

资料来源: wind, 东兴证券研究所

分析师简介

刘阳

理学硕士，曾就职于国际著名医药研发机构，2011年进入金融领域，2013年开始任联讯证券医药组长，2015年加盟东兴证券研究所。

杨若木

基础化工行业小组组长，7年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

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。