

双成药业（002693）

多肽药业务稳步发展，内生外延前景看好

增持（首次）

2016 年 2 月 5 日

证券分析师——洪阳

执业资格证书号码：S0600513060001

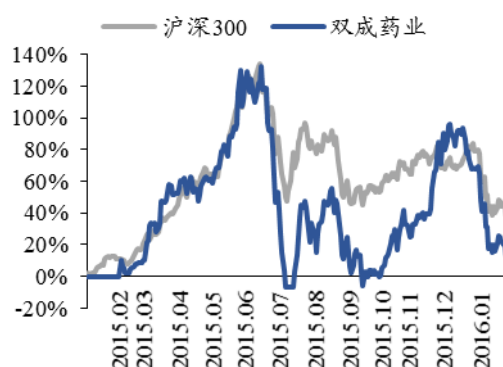
0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

投资要点

- **国内领先的特色多肽制剂生产企业：**公司上市后一直保持良好的经营状况，销售业绩长期保持增长。预计 2015 年可实现营业收入 2.30 亿元，同比增长 42.62%，归属上市公司股东的净利润达到 6457 万元，同比增长 9.57%。宁波双成建设项目进入建设投入阶段，收购杭州澳亚 46% 股权等造成公司管理费用和财务费用大幅增长，使得公司净利润增速落后于销售收入增速。
- **主力产品市场竞争优势明显，在研产品蕴含潜力：**公司目前已成为我国化学合成多肽药物行业的骨干企业之一，主导产品胸腺法新是我国自主研发的免疫调节药物大品种，全国市场销售额达到 60 亿元以上。胸腺法新市场竞争环境良好，受益于慢性肝病和肿瘤治疗的千亿市场空间，长期保持增长。竞品胸腺五肽受到招标降价冲击严重，胸腺法新有望抢占胸腺五肽市场份额。艾塞那肽（制剂+原料药）年内有望获批生产，比伐卢定（制剂+原料药）也已进入申报生产阶段，依替巴肽已进入临床试验阶段。新品种的上市将改善公司产品结构，并有望推动公司业绩新一轮的增长。
- **提高生产技术工艺，参股杭州澳亚：**公司多个生产车间顺利通过 GMP 认证。公司与昂博等国内外知名研发企业合作，进行研发外包或项目指导，目前已完成了奥曲肽等 6 个品种的工艺确认工作。公司主导产品注射用胸腺五肽经过工艺升级，已达到原研药水平。公司收购杭州澳亚 46% 股权，掌握先进的冻干生产技术和管理经验，可降低公司生产成本并获得长期股权投资收益，未来继续收购杭州澳亚剩余股权预期强烈。
- **外延并购+内生扩建，全力打造肿瘤产品新平台：**公司拟通过 7000 万至 2 亿元收购德国 Lyomark 和 Bendalis 两家制药公司各 74.9% 的股权。德国收购项目不仅可以极大地丰富公司肿瘤产品线，更为未来制剂出口打下基础。公司设立宁波双成全资子公司，加码抗肿瘤药物和口服固体制剂产品的研发和生产。宁波双成未来将成为艾塞那肽、抗肿瘤药物等新品种的生产基地。
- **盈利预测和投资建议：**预计公司 2015~2018 年将实现净利润 0.65 亿、0.87 亿、1.11 亿和 1.50 亿，对应 EPS 分别为 0.15、0.21、0.26 和 0.36，对应 PE 分别为 64.4、47.9、37.5 和 27.6 倍。公司多肽药物主业稳步健康发展，宁波双成建设项目推动内生增长，德国海外项目和杭州澳亚等外延并购预期强烈。我们首次推荐为“增持”评级。
- **风险提示：**药品政策性降价风险；新药研发风险；外延并购进展低于预期，商业减值风险。

股价走势



市场数据

市场数据	
收盘价（元）	9.92
一年最低价/最高价	8.39 / 21.62
市净率	4.2
流通A股市值（百万元）	2496.6

基础数据

基础数据	
每股净资产（元）	2.33
资产负债率（%）	30.31
总股本（百万股）	419.19
流通A股（百万股）	251.68

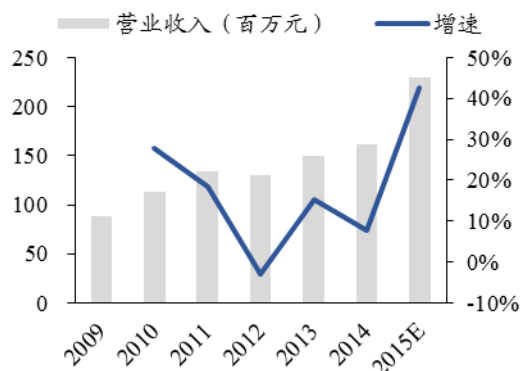
相关报告

重磅产品的摇篮，“小生态”悄然成为行业热点
多肽药物专题报告 2015.08.21

1. 国内领先的特色多肽制剂生产企业

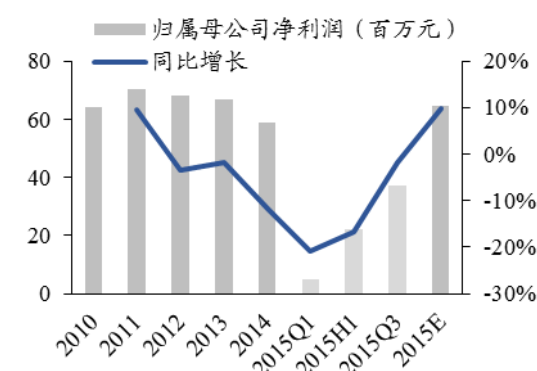
双成药业是国内领先的特色多肽制剂生产企业，2012 年上市后，公司经营状况良好，销售业绩长期保持增长。根据公司 2015 年业绩快报数据，预计 2015 年可实现营业收入 2.30 亿元，同比增长 42.62%，归属上市公司股东的净利润达到 6457 万元，同比增长 9.57%。

图表 1：双成药业营业收入持续增长



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

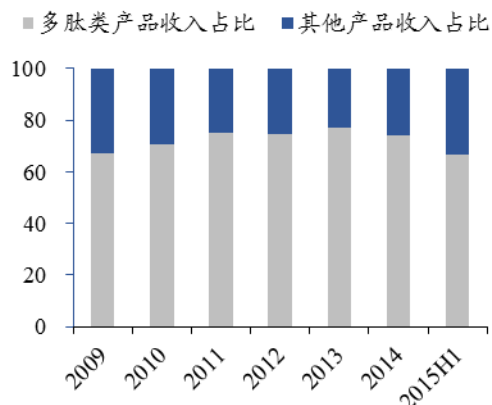
图表 2：双成药业净利润增长情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

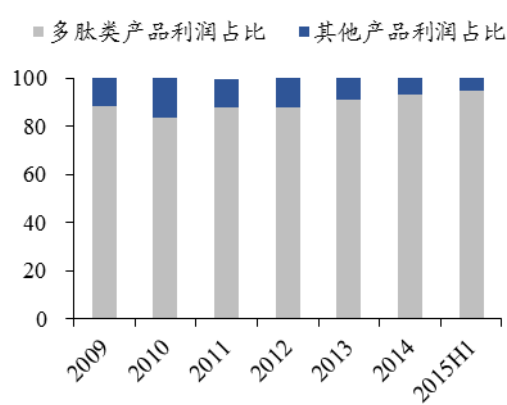
公司主要产品为胸腺法新、生长抑素等多肽类产品，占公司营业收入总额的 70% 以上。此外，盐酸克林霉素、左卡替尼等其他化药二线品种占公司营业收入总额的 30% 左右。胸腺法新是国内抗肿瘤和免疫调节药物的大品种，临床效果受到广大医生认可，同时胸腺法新等化学合成多肽药物的行业竞争壁垒较高，一直保持较高的销售毛利率。2014 年公司多肽类产品的销售毛利率为 81.82%。多肽类产品贡献的销售毛利润占公司毛利润总额的 90% 以上。

图表 3：公司销售收入以多肽类产品为主



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4：公司多肽类产品贡献的毛利润占比逐年提高

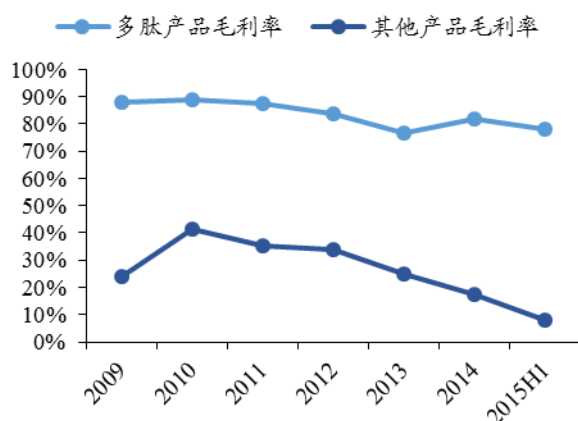


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

盐酸克林霉素、左卡替尼等二线品种受招标降价等影响，销售毛利率逐年下降，2014 年公司二线品种的销售毛利率为 17.27%。近年来，公司二线品种贡献的毛利润占比逐年降低，2014 年公司二线品种贡献的毛利润占公司毛利润总额的 6.80%。

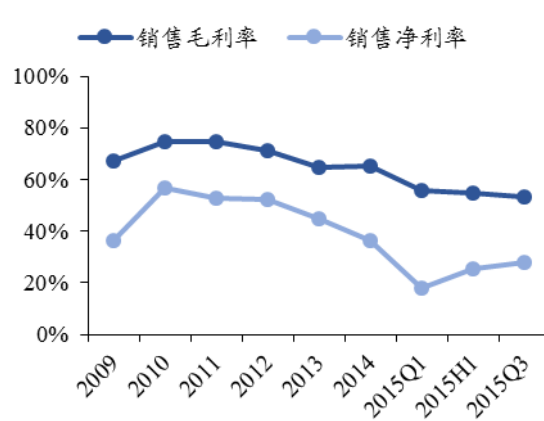
公司的销售毛利率稳中有降，2014 年公司的销售毛利率为 65.31%。2014 年公司销售净利率为 36.56%，由于公司收购杭州澳亚、宁波双成建设项目等造成公司营业成本和费用大幅增长，导致公司销售净利率明显降低。但 2015 年一季度以后，公司销售净利率又重新恢复增长。

图表 5：多肽类产品的毛利率保持稳定



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

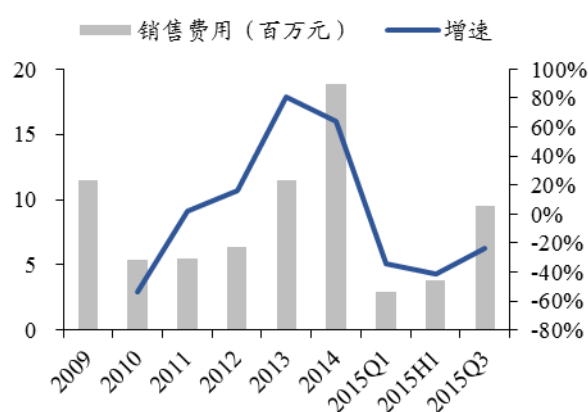
图表 6：公司净利率从 2015 年一季度回升



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

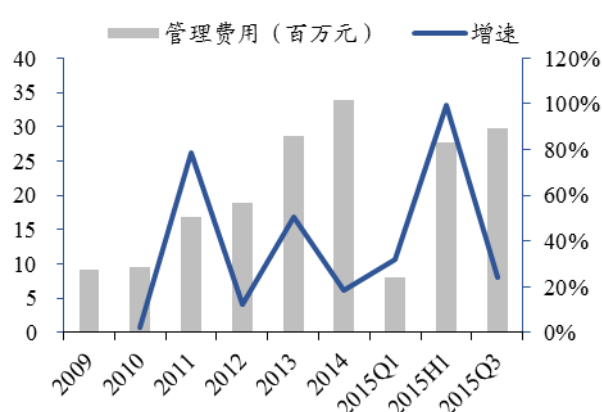
受益于公司多年来销售渠道的拓展，2015 年公司实现销售收入大幅增长的同时，公司 2015 年销售费用大幅下降。但由于收购杭州澳亚 46% 股权，2015 年上半年公司管理费用大幅增长。

图表 7：公司 2015 年销售费用大幅降低



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 8：公司 2015 年管理费用大幅增长

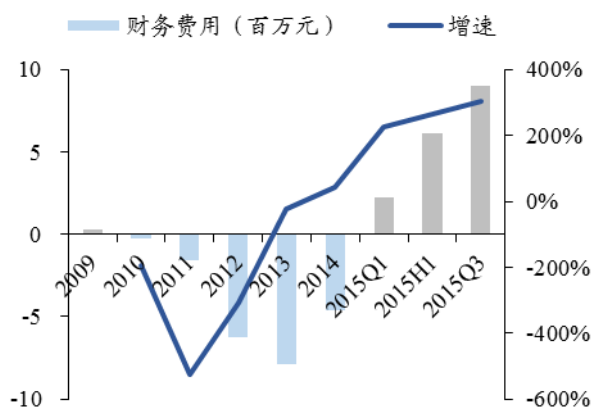


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

随着宁波双成进入建设投入期，公司用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金支出大幅增长，2015 年前三季度该项现金累

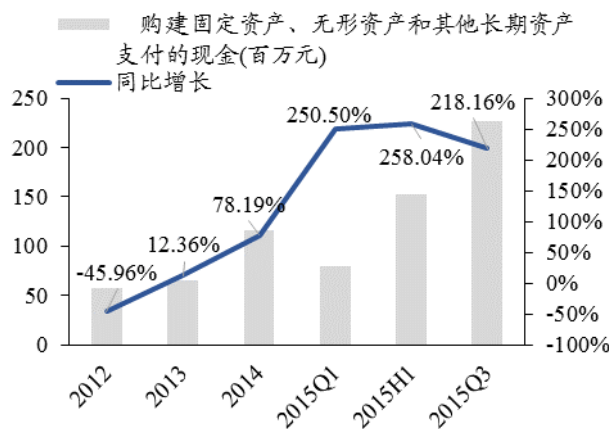
计支出为 2.26 亿元，同比增长 226.08%。相应地，由于公司借款增加，2015 年公司的财务费用大幅增长，2014 年公司的财务费用为-463 万元，2015 年前三季度公司的财务费用为 901 万，同比增长 303.84%。

图表 9：2015 年公司财务费用大幅增加



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 10：公司正处于建设投入期



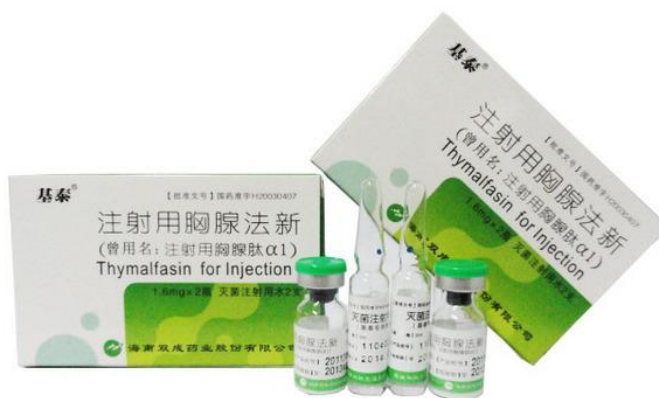
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 主力产品市场竞争优势明显，在研产品蕴含潜力

2.1. 主力产品胸腺法新——市场竞争优势明显

公司目前已成为我国化学合成多肽药物行业的骨干企业之一，一直从事化学合成多肽药物的研发、生产和销售。公司生产和销售的多肽药物包括注射用胸腺法新、注射用生长抑素、注射用胸腺五肽。

图表 11：注射用胸腺五肽



资料来源：公司官网

目前公司的主导产品注射用胸腺法新（商品名“基泰”）是国内第二个上市的国产品牌，主要用于治疗慢性乙型肝炎，并可以作为免疫损害患者（包括接受慢性血液透析和老年病患者等）的疫苗免疫应答增强剂，

还可以用于恶性肿瘤患者的治疗。

注射用胸腺法新先后进入 2009 年版《医保目录》和 2010 年版《中国药典》，并被 2010 版《中国国家处方集》收录于肿瘤项下，同时也是《中国慢性乙型肝炎防治指南（2010）》和《亚太慢性乙型肝炎管理共识（2008）》免疫调节治疗中唯一推荐的非特异性免疫调节剂。

图表 12：胸腺法新和胸腺五肽的市场情况对比

产品	适应症	2014 年全国 销售额	医保范围	主要供应商
胸腺五肽	慢性乙肝、自身免疫 疾病、恶性肿瘤	72.2 亿	17 省（直辖市）医 保乙类	北京世桥、海南中和、翰宇药 业等，共有制剂批文 54 个， 原料药批文 42 个
胸腺法新	慢性乙肝、疫苗免疫 应答剂	60.5 亿	国家乙类（限重症乙 肝患者的住院治疗）	Patheon、成都地奥、双成药 业等，共有制剂批文 7 个，原 料药批文 7 个

资料来源：PDB 数据库，药智数据，东吴证券研究所

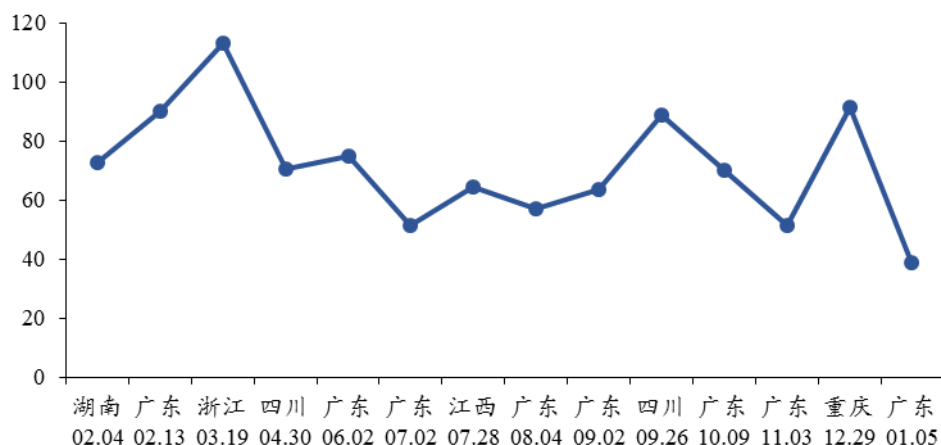
胸腺法新的疗效确切，几乎无不良反应，2014 年全国销售总额达到 60.5 亿元。胸腺法新的主要竞争产品为胸腺五肽，二者都是化学合成多肽类免疫调节药物，作用机制和治疗效果相近，但胸腺法新仍具有明显的竞争优势：

一、胸腺法新是国家医保品种，而胸腺五肽目前仅进入 17 个省（直辖市）的医保目录。

二、胸腺法新的化学结构相对复杂，技术壁垒较高。国内市场胸腺五肽的主要生产厂家是北京世桥、海南中和、翰宇药业等传统化学合成多肽生产企业，但国内共有 54 个胸腺五肽的制剂批准文号，42 个胸腺五肽原料药批准文号，市场竞争格外激烈。而国内胸腺法新制剂的生产批文只有双成药业、成都地奥、海南中和、成都圣诺、苏州天马、哈药集团、上海第一生化等 7 家，胸腺法新原料药的生产批文也只有双成药业、海南中和、成都圣诺、苏州天马、哈药集团、四川源基制药和上海苏豪逸明等 7 家，竞争环境相对缓和。

三、胸腺五肽在部分省份被列入“辅助用药目录”，临床应用受到限制，同时在招标中价格受到较大冲击。2015 年，胸腺五肽在各省的招标价格呈明显下降趋势，以 10mg 规格的冻干粉针剂为例，2015 年 2 月 13 日公布的胸腺五肽在广东省的中标价为 90.03 元，而 2016 年 1 月 5 日，相同规格的胸腺五肽产品在广东省的中标价格为 39.0 元，降价最大幅度达到 56.68%。

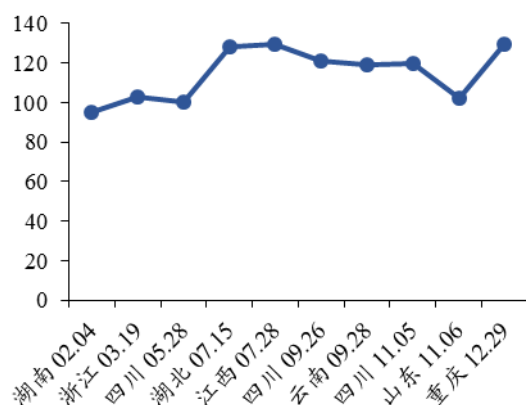
图表 13: 胸腺五肽（10mg，注射用无菌粉末和冻干粉针）的各省招标价格



资料来源：药智数据，东吴证券研究所

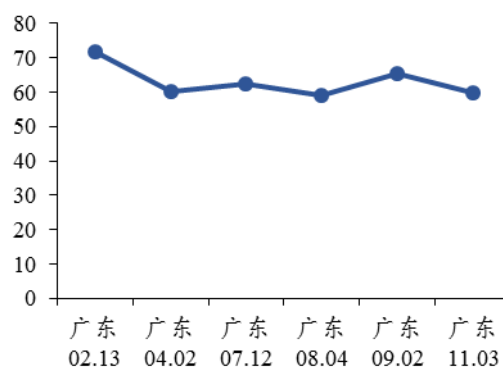
2015 年，胸腺法新的价格受招标降价影响不大，国产 1.6mg 规格的冻干粉针剂在各省的中标价基本维持在 120 元左右，只有在广东省的中标价格在 60 元左右。胸腺法新也经常被用于肿瘤患者等免疫受损患者的治疗中，由于肿瘤科患者更注重治疗效果并且对价格不敏感，未来胸腺法新有望挤占胸腺五肽在肿瘤治疗领域的市场。

图表 14: 胸腺法新（1.6mg，冻干粉针）各省（除广东省外）的中标价格



资料来源：药智数据，东吴证券研究所

图表 15: 胸腺法新（1.6mg，冻干粉针）在广东省的中标价格



资料来源：药智数据，东吴证券研究所

2015 年公司在各省份的招标工作中进展顺利，胸腺法新（1.6mg 每瓶，冻干粉针剂）的中标价格相对稳定，平均中标价格为 103.39 元。

我国目前有乙肝病毒感染者超过 9000 万人，中国现有的慢性乙肝和丙肝感染者达 1 亿人，占全球肝炎患者的四分之一。目前中国慢性乙肝受治人数为 690 万人，预计到 2022 年将达到 920 万人。我国每年新增肿瘤患者人数 300~400 万人，全国肿瘤患者人数超过一千万。我国乙肝和

肿瘤治疗领域的市场空间均超过千亿水平。胸腺法新未来还有望争夺胸腺五肽在肿瘤治疗领域的市场，因此胸腺法新市场仍有望保持每年 10%~20% 的增速。

图表 16: 公司生产的注射用胸腺法新 2015 年中标价格

时间	省份	品名	剂型	规格	单位	中标价 (元)
2015/12/29	重庆	注射用胸腺法新	粉针剂	1.6mg * 2 瓶	瓶	128.81
2015/7/15	湖北	注射用胸腺法新	粉针剂	1.6mg * 2 瓶	2 瓶/盒	194.00
2015/5/28	四川	注射用胸腺法新	粉针剂	1.6mg * 1 瓶	瓶	100.20
2015/3/19	浙江	注射用胸腺法新	粉针剂	1.6mg * 1 瓶	瓶	107.94
2015/2/4	湖南	注射用胸腺法新	粉针剂	1.6mg * 1 瓶	瓶	93.00

资料来源：药智数据，东吴证券研究所

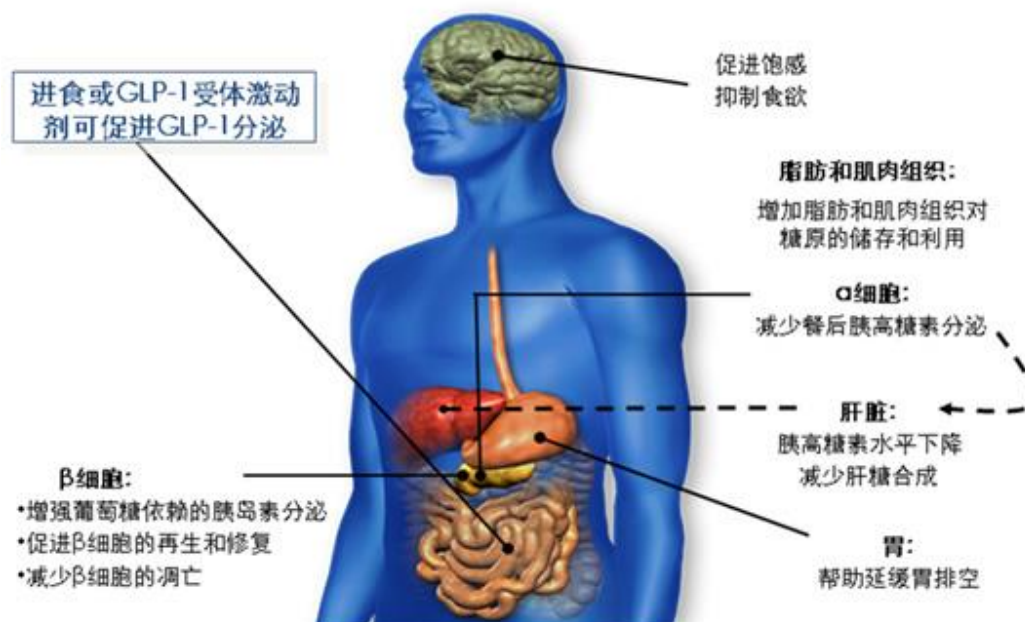
2.2. 在研品种潜力巨大

公司主要的在研品种为艾塞那肽、比伐卢定和依替巴肽等多肽药物。其中，艾塞那肽（制剂+原料药）和比伐卢定（制剂+原料药）均已处于申报生产阶段，艾塞那肽可能在 2016 年获批生产。依替巴肽仍处于临床试验阶段。

我国糖尿病患者人数超过 1.1 亿，同时还有 1.5 亿人处于糖尿病前期，即血糖值不正常，但未达到糖尿病的诊断标准，还介于糖尿病与非糖尿病之间，是糖尿病患者的“后备军”。目前我国糖尿病的知晓率仅 40%，23% 的患者未接受治疗。2013 年，我国糖尿病药物市场规模已达到 173.77 亿元。

GLP-1 类药物是糖尿病药物的一大研发热点，GLP-1 类药物全球销售额的年复合增长率超过 30%。其中，2012 年艾塞那肽的全球销售额突破 10 亿美元大关，2013 年利拉鲁肽的全球销售额达到 20.7 亿美元。艾塞那肽的全球专利将于 2016 年到期，目前已成为国内仿制药的研发热点。目前国内大部分的艾塞那肽仿制药还处于临床试验或临床前阶段，双成药业的艾塞那肽（制剂+原料药）已进入申请生产阶段，具有明显的先发优势。公司的艾塞那肽有望在今年内获批生产，未来将成为新的利润增长点。

图表 17: GLP-1 受体激动剂的治疗机制



资料来源：仁会生物官网

比伐卢定主要作为成人择期经皮冠状动脉介入治疗(PCI)的抗凝剂。依替巴肽主要用于治疗急性冠状动脉综合征患者(不稳定性心绞痛、非ST段抬高性心肌梗死),包括接受药物治疗的患者和进行PCI手术的患者。2011年我国PCI手术量达33万例,年复合增长率35.16%。美国PCI手术比例达到0.4%,欧洲地区PCI手术比例达到0.14%,而我国仅为0.02%,故手术量还有较大的上行空间。

公司的比伐卢定(制剂+原料药)也已进入申报生产阶段,目前国内仅有江苏豪森和信立泰两家公司上市。公司的依替巴肽还处于临床试验阶段,目前国内仅有江苏豪森和翰宇药业两家公司上市。这两个品种未来的销售额都可能突破一亿元。

2015年7月,CFDA启动了药品审评审批制度改革和临床数据核查等工作。在此过程中,国内一大批药品研发和生产企业受到波及。公司先后撤回了枸橼酸钾枸橼酸钠片、盐酸美金刚胶囊、阿德福韦酯胶囊和匹伐他汀钙片等四个药品注册申请。公司会对这些品种的临床价值和市场前景做进一步评估后,确定是否进行深入的与原研药对比研究工作。

3. 提高生产生产工艺, 参股杭州澳亚

近年来,公司不断增加生产工艺升级和产能扩容投入。冻干粉第一车间、第二车间和新建的第四车间目前都已顺利通过国家新版GMP认证。公司与美国昂博Ambiopharm, Inc.等多个国内外知名研发公司合作,

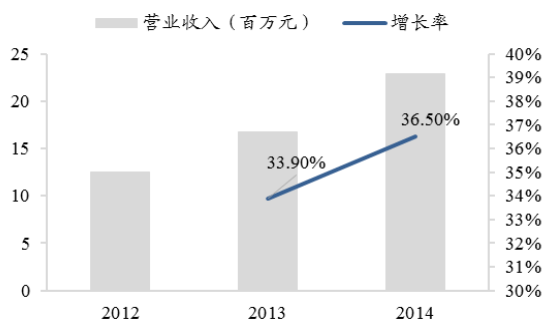
进行研发外包或项目指导。目前已完成了奥曲肽等 6 个品种的工艺确认工作。为了公司的主打品种“注射用胸腺法新”能在市场上继续保持竞争优势，研发部门完成“胸腺法新”的质量标准达到原研药水准，领先于国内同行业生产厂家的产品质量标准。

公司在 2015 年上半年完成收购杭州澳亚 46% 股权。杭州澳亚致力于为制药行业提供无菌生产解决方案和职业化、个性化的客户服务，现已成为全国最大的冻干粉针加工外包企业（CMO）之一，现已建成 3 条新版 GMP 认证的冻干粉针剂生产线，与复旦复华、沈阳新马、山东绿叶、北京四环、奥赛康、武汉启瑞等多家大型制药企业建立了广泛长期的战略合作关系。

2014 年，杭州澳亚分别实现营业收入 2.3 亿元，净利润 1.0 亿元，复合增长 42.6%。

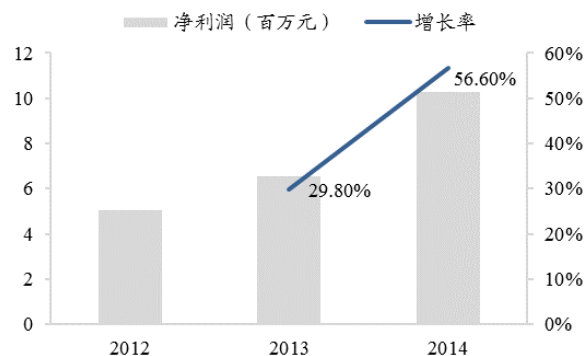
杭州澳亚规模化低成本的生产管理模式以及稳定高效的产品质量体系，可提升双成药业现有冻干生产的技术水平，强化规模优势，提高生产效率，降低生产成本，也为公司储备品种快速推向市场提供生产保障。通过资源整合，公司的核心竞争力将得到有效提升。

图表 18: 杭州奥亚近三年营业收入



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 19: 杭州奥亚近三年净利润



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 外延并购+内生扩建，全力打造肿瘤产品新平台

4.1. 收购德国制药企业，完善公司产品线

2015 年 5 月，公司与 Dr. Lothar Böning 和 Dr. Helmut Wolf 签订了《意向书》，有意向通过购买对方的现有股权从而获得 Lyomark Pharma GmbH 和 Bendalis GmbH 各 74.9% 的股权。Dr. Lothar Böning 和 Dr. Helmut Wolf 两位自然人分别持有 Lyomark 公司和 Bendalis 公司各 50% 的股权。预计交易价格在 7000 万元至 2 亿元人民币。

Lyomark 是一家原料药、制剂和 R&D 化学品供应商。Lyomark 专营专利药，仿制药，以及用于治疗罕见病的孤儿药，包括使用预充注射器、西林瓶和安瓿瓶包装的无菌注射剂和冻干制剂。截止 2014 年 12 月 31 日，

Lyomark 总资产 660 万欧元，销售收入为 760 万欧元，净利润 85 万欧元

Bendalis 是一家专业制药公司，专注于在德国和国际市场上开发（与第三方合作）和推广高技术门槛仿制药和专利肿瘤药。截止 2014 年 12 月 31 日，Bendalis 总资产 280 万欧元，销售收入为 540 万欧元，净利润 20 万欧元。

图表 20: Lyomark 和 Beddalis 两家德国制药公司的产品线

标的公司	多肽类药物	抗肿瘤药物	抗感染药物	其他品种
Lyomark	生长抑素 奥曲肽 贝拉坦		氟康唑 左氧氟沙星 万古霉素	他克莫司 霉酚酸
Bendalis	奥曲肽	卡铂、奥沙利铂、顺铂 伊立替康、拓扑替康、长春瑞滨、多柔比星、表柔比星、多西他赛、紫杉醇 依西美坦、阿那曲唑、来曲唑、氟尿嘧啶、氟达拉滨、吉西他滨、甲氨蝶呤	万古霉素	阿仑膦酸 亚叶酸钙

资料来源: Drugs.com, 东吴证券研究所

两家德国制药公司除了奥曲肽、生长抑素、贝拉坦等多肽类产品以外，还具有丰富的抗肿瘤品种产品线，如多种铂类抗肿瘤药物、多西他赛、伊立替康、表柔比星等天然产物类抗肿瘤药物以及氟尿嘧啶、发达拉滨等抗代谢类抗肿瘤药物。此外，还有抗感染、免疫抑制、骨质疏松等治疗药物。

收购这两家德国制药公司，不仅可以给公司带来完善的抗肿瘤等产品线，改变公司单一的产品结构，更可以为公司未来开拓国际市场打下良好的基础。目前公司完成了对这两家德国制药公司的尽职调研工作，收购工作已取得了部分进展。

2015 年 10 月 23 日，石河子分公司与北京旗隆医药签订了《合作意向书》，双方共同出资成立医药健康产业并购基金，规模 20 亿元，加速公司产业并购项目落地。

4.2. 建设宁波生产基地，打造肿瘤药物平台

2014 年 7 月 28 日，公司与宁波杭州湾新区开发建设管理委员会签订了《投资协议书》，设立宁波双成全资子公司，在宁波杭州湾新区投资建

设“抗肿瘤药物和口服固体制剂产品的研发和生产项目”，项目总投资为 5.4 亿元人民币。

宁波双成项目将采用一次规划，分期实施的原则，总建筑面积约为 17 万 m²。

其中项目一期工程主要建设内容包括：综合楼，质检、研发中试车间，职工活动中心，冻干车间一，固体制剂车间一，动力车间，循环、消防水池，工程楼，危品库，污水处理等以及总体工程(门卫、围墙、大门、厂区道路、停车位等)；

二期工程包括冻干车间二，固体制剂车间二，研发楼，仓库一；

三期工程包括固体制剂车间三，冻干车间三，仓库二，仓库三。

项目建设期六年，共分三期进行，每期两年。

图表 21：宁波双成项目的产能分析

指标名称	设计指标		
	冻干制剂 (万瓶/a)	小容量注射剂 (万支/a)	无菌头孢粉针剂 (万瓶/a)
一期	17510	5130	
二期	3060	3000	
三期	6008	5900	4400
合计	26578	14030	4400

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

宁波双成项目建成后，生产冻干制剂产能可达到 2.66 亿瓶，小容量注射剂 1.40 亿支和无菌头孢粉针剂 4400 万瓶。目前已进入项目二期建设阶段。

公司力争于 2016 年通过 GMP 认证，并根据生产品种对相应生产线进行 FDA 和欧盟认证。未来宁波双成可以借鉴杭州澳亚先进的冻干生产技术和管理经验，降低公司整体生产成本；而且宁波双成很可能负责生产艾塞那肽和抗肿瘤药物等毛利新品种，是公司未来重要的生产平台。

5. 盈利预测和投资建议

关键假设：

1. 公司的主导产品为胸腺法新，主要用于慢性乙肝、免疫力受损患者和肿瘤患者的治疗。我国乙肝和肿瘤治疗市场空间超过千亿，行业整体仍可保持快速增长。同时，由于竞品胸腺五肽受到招标降价影响显著，胸腺法新可能占领胸腺五肽的部分市场。随着公司销售渠道不断拓

展，我们认为公司胸腺法新等产品的销售收入有望保持 15%~25% 的增速。

2. 公司的宁波双成建设工程正处长投入周期中，同时收购杭州澳亚 46% 股权，造成公司的管理费用和财务费用大幅增长。宁波双成的建设周期较长，2016 年宁波双成将启动 GMP 认证工作。同时，公司对德国两家制药公司具有较强的并购预期。因此，我们认为在短期内公司的管理费用和财务费用仍然保持在较高水平。

3. 艾塞那肽（制剂+原料药）已处于申报生产阶段，有望在 2016 年获批，艾塞那肽产品的市场竞争环境良好，新品上市后必将带动公司业绩较快增长。比伐卢定（制剂+原料药）也已处于申报生产阶段。新品种上市将改善公司的产品结构，同时带动公司销售毛利率和销售净利率回升。

4. 不考虑外延收购，我们预计公司 2015~2016 年将实现销售收入 2.30 亿元和 2.64 亿元，分别同比增长 42.63% 和 15.00%。

5. 预计公司 2015~2018 年将实现净利润 0.65 亿、0.87 亿、1.11 亿和 1.50 亿，对应 EPS 分别为 0.15、0.21、0.26 和 0.36，对应 PE 分别为 64.4、47.9、37.5 和 27.6 倍。

公司主导产品有望保持良好增长，艾塞那肽、比伐卢定等新品种上市将推动公司业绩新一轮增长。宁波双成建设项目顺利推进，收购德国制药公司和杭州澳亚剩余股权与公司的主业具有高度协同性，外延并购预期强烈。我们首次推荐为“增持”评级。

6. 投资风险

1. 药品招标降价，使公司的收入增长低于预期的风险；
2. 新药技术开发风险；
3. 外延并购导致公司规模扩大和内部整合带来的管理风险；

双成药业主要财务数据

资产负债表 (百万元)	2015E	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015E	2016E	2017E	2018E
流动资产	753.32	809.97	517.75	702.09	营业收入	229.90	264.40	313.97	384.86
现金	88.00	105.60	126.72	152.06	营业成本	84.21	105.10	120.29	140.35
应收款项	107.89	129.47	155.36	186.43	营业税金及附加	2.00	2.00	2.00	2.00
存货	55.70	72.41	94.14	122.38	销售费用	13.00	11.00	12.00	13.00
其他	501.73	502.49	141.53	241.22	管理费用	50.00	60.00	72.00	86.40
非流动资产	1399.02	2082.78	1331.35	1805.38	财务费用	10.00	12.00	10.00	5.00
长期股权投资	600.00	660.00	726.00	798.60	资产减值损失	0.12	0.20	0.20	0.20
固定资产	250.00	372.19	237.91	322.62	投资净收益	21.00	25.20	30.24	36.29
无形资产	18.00	26.80	17.13	23.23	其他	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	531.02	1023.79	350.31	660.93	营业利润	70.57	101.30	129.72	176.20
资产总计	2152.33	2892.74	1849.10	2507.47	营业外净收支	-0.80	-0.80	-0.80	-0.80
流动负债	410.00	429.52	249.15	343.22	利润总额	73.72	102.10	130.52	177.00
短期借款	400.00	418.00	200.00	240.00	所得税费用	9.15	15.31	19.58	26.55
应付账款	10.00	10.30	10.61	10.93	少数股东损益	0	0	0	0
其他	0.00	1.22	38.54	92.30	归属母公司净利润	64.57	86.78	110.95	150.45
非流动负债	35.00	42.00	50.40	60.48	EBIT	100.77	110.50	136.92	178.40
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	74.12	81.18	104.67	142.92
其他	35.00	42.00	50.40	60.48					
负债总计	348.68	471.52	299.55	403.70	重要财务与估值指标	2015E	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.26	0.34	0.44	0.60
归属母公司股东权益	958.12	1044.90	1155.85	1306.30	每股净资产(元)	3.81	4.15	4.59	5.19
负债和股东权益总计	1306.80	1516.42	1455.40	1710.00	发行在外股份(百万股)	251.68	251.68	251.68	251.68
					ROIC(%)	4.94%	5.72%	7.62%	8.80%
					ROE(%)	16.20%	16.30%	16.20%	16.10%
现金流量表 (百万元)	2015E	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	63.37%	60.25%	61.69%	63.53%
经营活动现金流	53.55	56.23	59.04	61.99	EBIT Margin(%)	43.83%	41.79%	43.61%	46.35%
投资活动现金流	-350	-400	-200	-100	销售净利率(%)	28.09%	32.82%	35.34%	39.09%
筹资活动现金流	400	450.00	300.00	200.00	资产负债率(%)	30.30%	30.00%	28.00%	27.00%
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0	收入增长率(%)	42.62%	15.01%	18.75%	22.58%
现金净增加额	80.00	50.00	50.00	50.00	净利润增长率(%)	9.57%	34.40%	27.84%	35.61%
折旧和摊销	26.65	29.32	32.25	35.48	P/E	39	29	23	17
资本开支	18.25	20.08	22.08	24.29	P/B	3	2	2	2
营运资本变动	17.79	38.59	47.93	59.63	EV/EBITDA	38	37	27	20
企业自由现金流	88.99	79.05	96.89	127.41					

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>

