

政策催化行业集中度提升，产能进一步扩张

——山河药辅公司深度

增持|首次评级

报告要点：

● 公司是国内药用辅料龙头企业，产能扩张顺利进行

公司深耕药用辅料行业，在产品广度和深度上具有较强的优势，上市以来增长稳健，并收购了业内排名第三的曲阜天利，拓宽了产业链优势。目前公司募投二期进展顺利，微晶纤维素项目顺利投产，将有2500吨的新增产能情况。此外，曲阜天利新厂区已经建成，去年底进入试生产状态，曲阜天利的倍他环糊精、糊精、淀粉为优势品种，产能规模将有较大提升，预计曲阜天利新厂区在上半年全面投产。

● 一致性评价+关联审评审批有利于行业集中度提升

一致性评价的大背景下，仿制药企业对药物制剂的质量要求提高，促使药企加强对辅料供应商的选择，一致性评价的核心是药物制剂的处方和工艺，辅料的质量会直接影响制剂的质量、稳定性和疗效。此外，在新版《药品管理法》的实行也将推动行业集中度提升。从共同审评审批制度的细分规则来看，国内相关政策与美国DMF政策较为接近，更强调将药品视为由原料药、药包材、辅料组成的有机整体，而辅料的监管相对更为接近备案制，强调制剂企业的主体责任，促使其寻找质量可控的辅料企业，有利于行业集中度不断提升。

● 公司关联审评审批进度领先，未来有望不断贡献收入

从CDE的辅料登记平台来看，目前山河药辅登记和激活数量较为领先。目前公司已登记28个品种，其中23个品种已被激活，未被激活的品种品类较小，激活类型主要为进口企业。目前国内辅料与进口辅料价差较大，在集采降价的压力下，仿制药企业有望寻求质量一致，价格更具优势的国产辅料企业，公司有望受益。

● 投资建议与盈利预测

随着公司产能逐步扩张，我们预计公司2020-2022年营业收入为5.92/7.22/8.66亿元，归母净利润为1.13/1.42/1.75亿元，2020-2022年EPS分别为0.81/1.02/1.26元，对应当前PE分别为34/27/22倍，考虑到公司为国产药用辅料龙头企业，行业集中度有望提升，给予“增持”评级。

● 风险提示

新建产能投产计划和产能利用率情况存在不确定性；一致性评价相关品种的集采中标存在不确定性；公司成本端受上游原材料影响存在价格波动。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	428.56	464.07	592.14	722.44	865.87
收入同比(%)	26.28	8.29	27.60	22.00	19.85
归母净利润(百万元)	70.11	84.37	112.85	141.96	175.38
归母净利润同比(%)	39.28	20.34	33.75	25.80	23.54
ROE(%)	14.22	16.05	18.69	19.77	20.26
每股收益(元)	0.50	0.61	0.81	1.02	1.26
市盈率(P/E)	55.57	46.18	34.53	27.45	22.22

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价 27.99元

基本数据

52周最高/最低价(元): 29.18 / 13.68

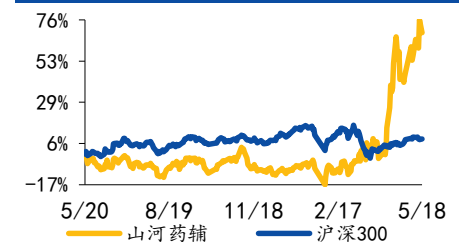
A股流通股(百万股): 109.86

A股总股本(百万股): 139.20

流通市值(百万元): 3075.02

总市值(百万元): 3896.21

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 常启辉

执业证书编号 S0020517090001

电话 021-51097188-1936

邮箱 changqihui@gyzq.com.cn

联系人 刘慧敏

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

联系人 汤芬芬

电话 021-51097188

邮箱 tangfenfen@gyzq.com.cn

目 录

1. 公司深耕辅料行业，产品积累深厚.....	4
1.1 收入端和利润端增长稳健.....	5
1.2 毛利率维持较高水平，核心产品提价带动综合毛利率上行.....	6
1.3 三费控制良好，经营性现金流波动较大.....	6
1.4 曲阜天利受新建厂房影响，收入有所波动.....	7
2. 辅料对制剂质量至关重要，公司深耕细分品规.....	8
2.1 国内辅料发展起步慢，高质量发展势在必行.....	10
2.2 药用辅料同一品类用途广泛，工艺研发是关键.....	11
2.3 公司以新品规为切入点，紧跟海外发展趋势.....	12
3. 仿制药一致性评价+关联审批利好行业集中度提升.....	16
3.1 关联审批和一致性评价原辅包质量要求提升，重塑行业竞争格局.....	16
3.2 一致性评价+集采降价压力推动辅料国产替代.....	17
4. 盈利预测.....	20
5. 风险提示.....	21

图表目录

图 1：公司股权结构和控股子公司.....	4
图 2：公司营业收入（亿元）及同比增速（%）.....	5
图 3：公司净利润（亿元）及同比增速（%）.....	5
图 4：公司分产品业务营收（亿元）.....	5
图 5：2019 年公司分产品业务营收占比（%）.....	5
图 6：2012-2019 年公司海外收入变化（万元）和同比增速.....	6
图 7：2015-2020Q1 公司整体毛利率水平（%）.....	6
图 8：2018-2019 年公司分产品毛利率水平（%）.....	6
图 9：2015-2020Q2 公司三费变动情况（%）.....	7
图 10：曲阜天利收入和净利润情况（单位：万元）.....	7
图 11：辅料在制剂工艺中的运用.....	8
图 12：中国和欧美的辅料品类数量及相关标准.....	10
图 13：国内医药行业销售情况（单位：亿元）.....	10
图 14：药用辅料行业规模（单位：亿元）.....	10
图 15：药用辅料相关企业类型.....	11
图 16：公司微晶纤维素产品销售情况和毛利率.....	14
图 17：公司羟丙甲纤维素产品销售情况和毛利率.....	15
图 18：带量采购进入常态化.....	18
表 1：公司募投项目二期新增产能情况.....	4
表 2：主要辅料类型及其功能.....	9
表 3：药用辅料使用类型及其相关浓度.....	11

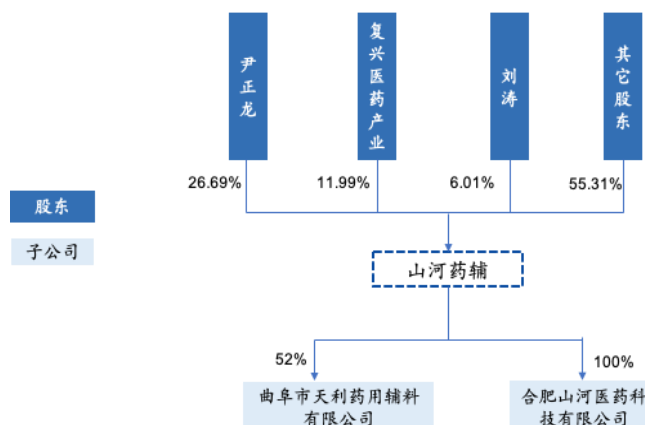
表 4：不同微晶纤维素的产品特性	12
表 5：公司主要辅料类型、型号数量和用途	13
表 6：公司微晶纤维素不同型号产品情况	13
表 7：公司羟丙甲纤维素不同型号产品情况	14
表 8：药用辅料关联审评审批相关政策.....	16
表 9：国内共同审评审批和美国 DMF 制度对比	17
表 10：山河相关辅料的登记和激活情况.....	19
表 11：山河药辅盈利预测表（单位：百万）	20

1. 公司深耕辅料行业，产品积累深厚

公司为国内药用辅料龙头企业。公司专注于药用辅料的研发、生产和销售，是专业的药用辅料生产企业，位居国产口服固体制剂药用辅料生产供应商前列。公司产品涵盖填充剂、黏合剂、崩解剂、润滑剂、包衣材料等常用口服固体制剂类药用辅料，产品主要包括纤维素类、淀粉类、丸芯类、聚维酮类、硬脂酸类、包衣类、树脂类和其他。公司客户主要为制药企业，与上药、广药、石药、扬子江、哈药等大型制药集团建立了长期的业务关系，同时与赛诺菲、辉瑞等国际药企建立了良好的合作关系。

公司董事长、总经理尹正龙先生是公司控股股东及实际控制人，持有公司 26.69% 股权，第二大股东是上海复兴医药产业发展有限公司，持有公司 11.99% 股权，第三大股东刘涛持有公司 6.01% 股权，剩余股东共持有 55.31% 股权。公司下属拥有 2 个控股子公司：合肥山河医药科技有限公司和曲阜市天利药用辅料有限公司，分别持股 100% 和 52%，其中曲阜市天利药用辅料有限公司 2017 年被公司收购，是国内排名前三的口服固体制剂药用辅料生产供应商。

图 1：公司股权结构和控股子公司



资料来源：Wind，国元证券研究中心

注：截至 2020 年 3 月 30 日

公司募投新产能和曲阜新产能落地在即。公司募投二期进展顺利，微晶纤维素项目顺利投产，预计 2020 年将有 2500 吨的新增产能释放。此外，曲阜天利新厂区已经建成，去年底进入试生产状态，曲阜天利的倍他环糊精、糊精、淀粉为优势品种，产能规模将有较大提升，预计曲阜天利新厂区在上半年全面投产。

表 1：公司募投项目二期新增产能情况

品种	目前产能	新增产能
微晶纤维素	山河药辅 4500 吨，曲阜天利 1500 吨	2500 吨
交联聚维酮	60 吨	300 吨
交联羟甲纤维素钠	100 吨	300 吨

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

1.1 收入端和利润端增长稳健

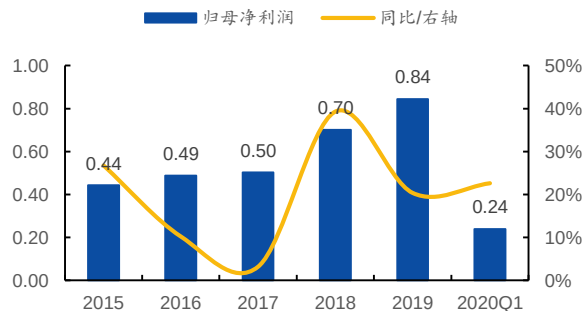
2015-2019 年公司营业收入保持稳健增长，年复合增长率 (CAGR) 为 15.71%，2019 年实现营收 4.64 亿元，同比增长 8.3%，增速有所放缓，主要系公司纤维素及其衍生物和淀粉及其衍生物这两大产品业务营收增速放缓，2018 年曲阜并表及产品提价导致高基数、高增长，2018 年营收增长达到 26.28%；另一方面受到曲阜工厂进入建设周期，产能受到一定限制。2019 年归母净利润为 0.84 亿元，同比增长 20.3%，维持较高增长水平且高于营收增速，主要由于产品提价，毛利率较同期有所提升。2020 年一季度公司实现营收和归母净利润分别为 1.25 亿元、0.24 亿元，分别同比增长 8.5% 和 22.6%，受疫情影响较小。

图 2：公司营业收入（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

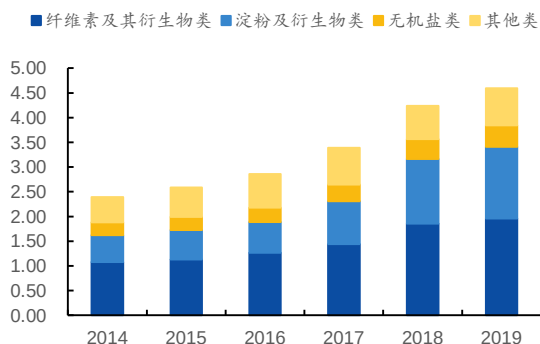
图 3：公司净利润（亿元）及同比增速（%）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

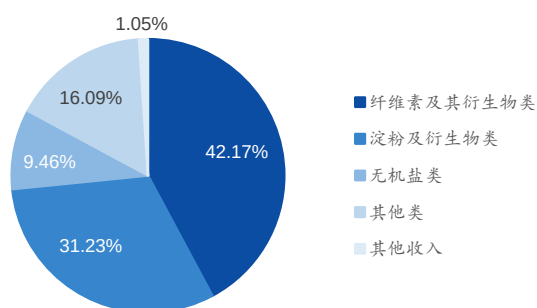
核心品类贡献主要营收，优势品种精益求精。纤维素及其衍生物类产品和淀粉及其衍生物类贡献 73% 营收。公司收入主要来自纤维素及其衍生物类、淀粉及其衍生物类、无机盐类和其他产品。其中前两者为公司主要业务，纤维素及其衍生物类主要包括微晶纤维素和羟丙甲纤维素，2019 年营收达 1.96 亿元，占比高达 42.17%，同比增长 5.43%；淀粉及其衍生物类产品主要包括羧甲淀粉钠和药用糊精，2019 年营收达 1.43 亿元，占比 31.23%，同比增长 9.17%。

图 4：公司分产品业务营收（亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 5：2019 年公司分产品业务营收占比（%）

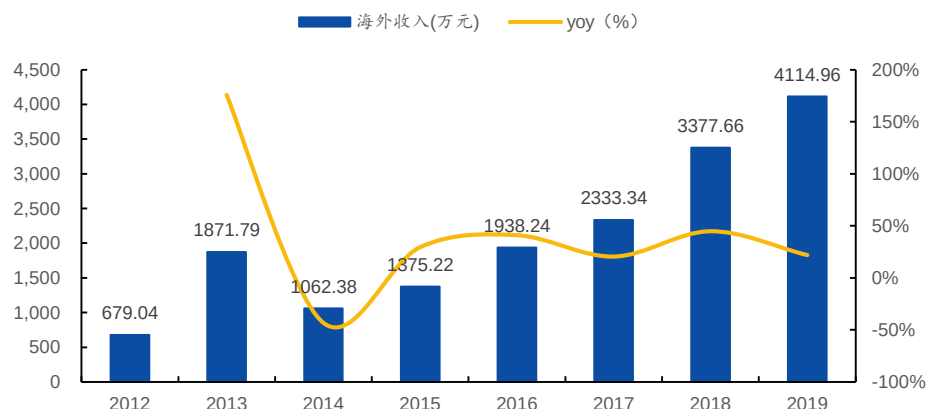


资料来源：Wind，国元证券研究中心

国内业务为主，海外收入极具潜力。目前公司主要收入来自国内，海外收入占比不足 10%，但整体保持高速增长。2012-2019 年海外营收从 679.04 万元增长至 4114.96

万元，CAGR 为 29.35%，占比从 3.76% 增长至 9.00%。公司微晶纤维素、硬脂酸镁等多个核心产品获得美国和欧盟认证，在欧美成熟市场凭借成本优势具有较高的竞争力。2020Q1 年疫情期间，在客户复工晚、运输等压力下，公司出口业务基本没有受到疫情影响，增速相对较高，一定程度上对冲了公司国内业绩下滑的影响。一方面，海外合作印证公司在部分品类已经达到较高水平，满足海外制剂企业更高要求；另一方面，海外制剂企业经验足、要求高，和公司共同磨合，有望促进公司整体实力提升。

图 6：2012-2019 公司海外收入变化（万元）和同比增速

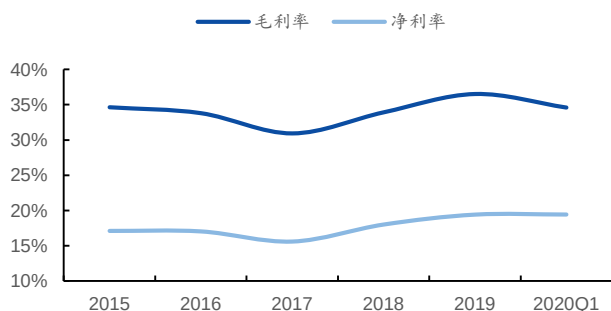


资料来源：Wind，国元证券研究中心

1.2 毛利率维持较高水平，核心产品提价带动综合毛利率上行

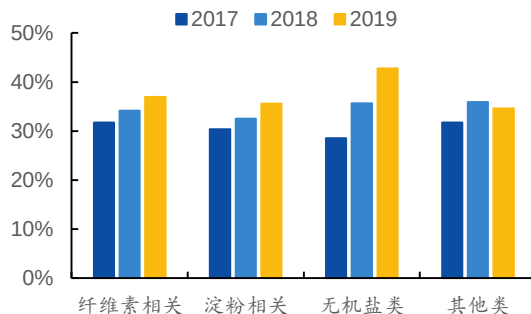
公司毛利率始终维持在较高水平，净利率呈现稳步提升。2017 年由于公司部分原料采购价格上涨导致成本上升，毛利率略有降低。2019 年公司毛利率为 36.53%，同比增长 2.63pct，主要系产品提价所致。主要产品中纤维素及其衍生物类产品毛利率为 37.0% (+2.8pct)，淀粉及衍生物类毛利率 35.5% (+2.9pct)，带动整体毛利率上行。2020Q1 毛利率略有下滑主要系疫情期间玉米淀粉等农产品价格有所调整，同时曲阜新厂落成投产折旧计提。

图 7：2015-2020Q1 公司整体毛利率水平 (%)



资料来源：公司年报，国元证券研究中心

图 8：2018-2019 年公司分产品毛利率水平 (%)



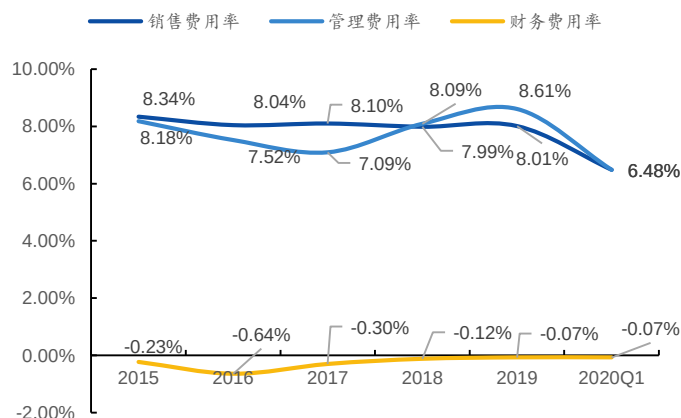
资料来源：公司年报，国元证券研究中心

1.3 三费控制良好，经营性现金流波动较大

公司三费控制良好，销售费用率和管理费用率维持在 8% 左右水平。2019 年销售费

用率为 8.0%，保持平稳；管理费用率 8.6%，同比略有增加（+0.52pct），主要系职工薪酬、研发投入增长快于营业收入所致；财务费用率为-0.07%，保持平稳。经营性现金流方面，2019 年公司经营性活动现金流净额为 0.79 亿元，同比增长 6.3%，实现小幅增长；2020Q1 为-0.06 亿元，同比下降 46.06%，主要系购销活动产生的现金流支出增加所致，随着疫情逐渐恢复，有望逐步改善。

图 9：2015-2020Q2 公司三费变动情况（%）

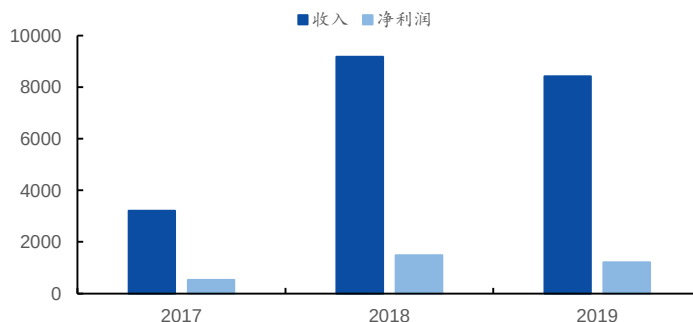


资料来源：Wind，国元证券研究中心

1.4 曲阜天利受新建厂房影响，收入有所波动

公司 2017 年以收购股权及增资的形式共投资 1.06 亿元取得曲阜天利药用辅料有限公司 52% 的控股权，并于 2017 年 9 月开始并表。曲阜天利成立于 2001 年，主要药用辅料产品为糊精、羧甲淀粉钠、预胶化淀粉、倍他环糊精、药用淀粉、微晶纤维素、硬脂酸镁及其他工业用淀粉、黄糊精等，在国内为排名第三的口服制剂辅料企业，并且在淀粉类产品上具有较强的本土化优势。目前，曲阜天利新厂区项目建设顺利完成，进入试生产状态，未来有望进一步贡献收入和利润。

图 10：曲阜天利收入和净利润情况（单位：万元）



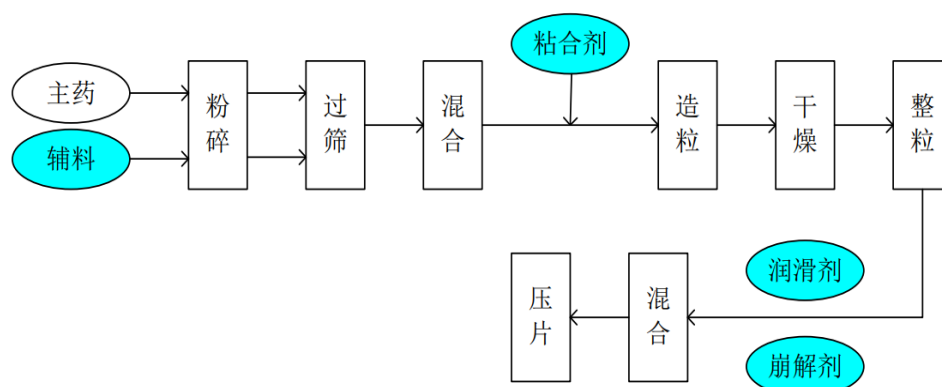
资料来源：Wind，国元证券研究中心

2. 辅料对制剂质量至关重要，公司深耕细分品规

药用辅料是指药物制剂中除主药以外的一切成分的统称，药用辅料来源广泛，品类繁多，从药物制剂的组成成分来讲，药用辅料占比通常在 80%以上。同时药用辅料并非药物发挥疗效的核心成分，但它具有赋形、充当载体、提高药品稳定性、增溶、助溶、缓控释等重要功能，是可能会影响到制剂质量、安全性和有效性的重要成分。

图 11：辅料在制剂工艺中的运用

我国主流湿法制粒压片工艺对药用辅料应用的示意图



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

在不同的制剂类型中，药用辅料也具备不同的功能，对于注射剂而言，药用辅料主要有抗氧化剂、助溶剂和等渗调节剂等；对于口服固体类制剂，药用辅料主要有润滑剂、填充剂、粘合剂和稀释剂等；对于口服液体制剂，药用辅料主要有分散剂、稳定剂和助悬剂等；对于外用药，药用辅料主要有抗粘着剂、矫味剂、抛射剂等。

在药物制剂中使用的药用辅料通常具有特定的功能性，归属不同功能类别，而对辅料功能性和制剂性能具有重要影响的物理化学性质，可称为药用辅料的功能性相关指标（functionality-related characteristics, FRCs），例如辅料的粒径的变化可能会影响装量的一致性，因此，对功能性相关指标的测定、分级和制定限度范围对保证制剂的质量具有重要意义。

表 2：主要辅料类型及其功能

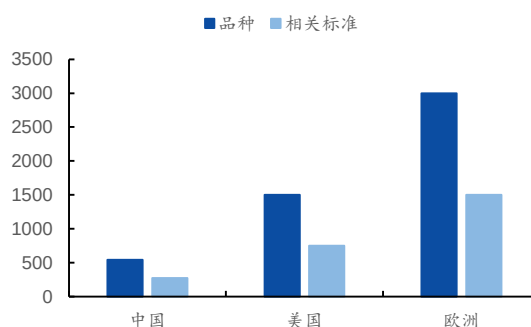
类型	主要作用	常见类型	FRCs	影响
稀释剂	增加体积或重量的成分，减少主药成分的剂量偏差，改善药物的压缩成型性。	无机盐类、纤维素类、淀粉类、糖类	(1) 结晶性；(2) 水分；(3) 粒度和粒度分布；(4) 粒子形态；(5) 比表面积；(6) 固体密度；(7) 堆密度与振实密度；(8) 引出度；(9) 溶解度；(10) 粉体流动性；(11) 压缩性等。	稀释剂可影响制剂的成型性和制剂性能（如含量均匀度、崩解性、溶出度、制剂外观、硬度、脆碎度、物理化学稳定性）。
粘合剂	使无黏性或黏性不足的物料粉末聚集成颗粒，促进压缩成型，具有黏性的固体粉末或溶液。	淀粉浆、纤维素衍生物、聚维酮、明胶和其他	(1) 结晶性；(2) 分子量和分子量分布；(3) 黏度；(4) 水分；(5) 粒度和粒度分布；(6) 比表面积；(7) 固体密度；(8) 堆密度；(9) 溶解度；(10) 粉体流动性；(11) 表面张力等。	粘合剂可改变颗粒的界面性质、密度、可压性等。在干燥过程中，黏合剂通过形成颗粒桥以提高颗粒强度与振实密度；(9) 溶解度；(10) 粉体流动性；(11) 表面张力等。
崩解剂	促使制剂迅速崩解成小单元并使药物更快溶解的功能性成分	干淀粉、羧甲淀粉钠、低取代羟丙基纤维素、交联羧甲基纤维素钠、交联聚维酮、泡腾崩解剂等	(1) 水分；(2) 粒度和粒度分布；(3) 粒子形态；(4) 膨胀率或膨胀指数；(5) 水吸收速率；(6) 粉体流动性；(7) 泡腾量等。	崩解剂应能够与水发生强烈的相互作用和排斥作用。主要有四种：膨胀、变形、毛细管作用。
润滑剂	减小颗粒间、颗粒和固体制剂生产设备金属接触面之间（如压片机冲头和冲模）的摩擦力	硬脂酸镁、微粉硅胶、滑石粉、氢化植物油、聚乙二醇类、月桂醇硫酸钠等	(1) 结晶性；(2) 熔点或熔程；(3) 水分；(4) 粒度和粒度分布；(5) 粒子形态；(6) 比表面积；(7) 固体密度；(8) 堆密度与振实密度；(9) 纯度；(10) 粉体流动性等。	界面润滑剂通过附着在固体表面（颗粒和生产设备零件）以减小颗粒间或颗粒与金属接触面间的摩擦力而发挥作用；流体薄膜润滑剂在压力下融化并在颗粒和压片机的冲头周围形成薄膜，而在压力移除后流体薄膜润滑剂将重新固化；
助流剂/抗凝剂	增加颗粒的流动性，提高粉末流速，提高制剂的均匀度；用于直接压片时，还可防止粉末的分层现象。	无机物质细粉	(1) 水分；(2) 粒度和粒度分布；(3) 粒子形态；(4) 比表面积；(5) 固体密度；(6) 堆密度与振实密度；(7) 粉体流动性；(8) 水吸收速率等。	可吸附在较大颗粒的表面，减小颗粒间黏着力和内聚力，使颗粒流动性好，防止结块。
包衣剂或增塑剂	掩盖药物异味、改善口感和外观、保护药物不受外界环境影响、调节药物释放（如膜控释和肠溶包衣）等	油类、糖类及其衍生物，水溶性增塑剂主要是多元醇类化合物，脂溶性增塑剂主要是有机羧酸酯类化合物（如柠檬酸酯和邻苯二甲酸酯）。	(1) 组成、结构和纯度；(2) 相对密度；(3) 熔点或熔程；(4) 折光率；(5) 黏度；(6) 玻璃化转变温度；(7) 脂肪与脂肪油；(8) 水分；(9) 粒度和粒度分布；(10) 溶解度；(11) 成膜性；(12) 抗拉强度；(13) 透气性；(14) 表面张力等。	糖衣一般包括隔离层、粉衣层、糖衣层和抛光层。薄膜包衣中的成膜材料和增塑剂配合可形成适宜的膜，通过加入着色剂、遮光剂或致孔剂可赋予与糖衣比更好的功能，更具掩味和易于吞咽，有利于药物稳定性，可以调节释放速度。

资料来源：《药用辅料功能性相关指标指导原则》，国元证券研究中心

2.1 国内辅料发展起步慢，高质量发展势在必行

从药用辅料发展历程来看，药用辅料的发展与药品制剂工业的发展一脉相承，而海外发达的制剂产业也造就了药用辅料的发展，国内制剂产业则相对落后，药用辅料也发展缓慢，品种较少。目前我国药用辅料数量为 540 余种，《中国药典》收录的辅料标准已从 2010 年版的 132 种增加到 2015 版的 270 种，但种类仍处于较低水平，而美国和欧洲正在使用的药用辅料品种数量分别约为 1500 种、3000 种，收录的药用辅料标准分别约为 750 种和 1500 种。在辅料的品种和规格型号上，我国药用辅料仍处于较为落后的水平。

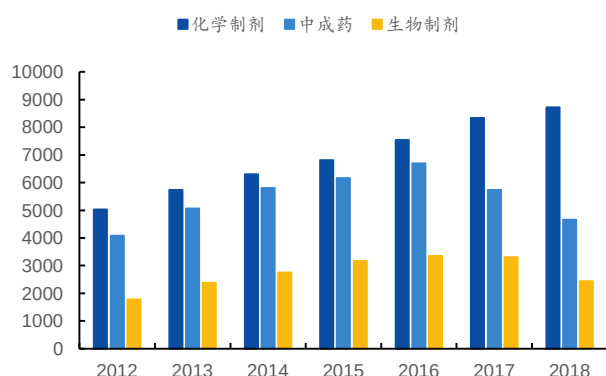
图 12：中国和欧美的辅料品类数量及相关标准



资料来源：公开资料搜集，国元证券研究中心

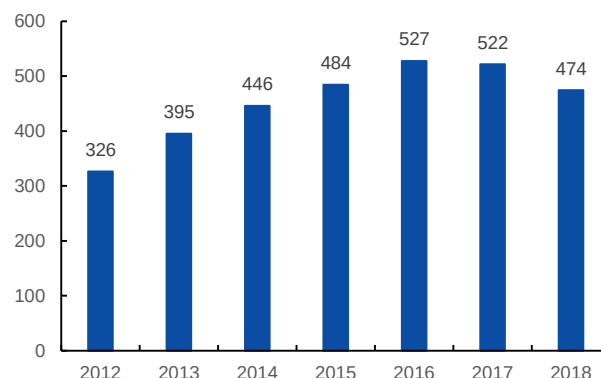
起步较晚，国内辅料市场规模预计仅在 500 亿左右，远低于海外成熟市场。从产业规模来看，国外药用辅料占整个药品制剂产值的 10%-20%，而由于我国药用辅料起步较晚，整体水平较低，辅料品种较为落后，因此国内药用辅料在整个药品中占比较低，仅在 3%-5% 左右。根据国家统计局公布的化学制剂、中成药和生物制剂的行业收入为准，以 3% 为辅料相关价值测算，我国药用辅料市场目前规模在 474 亿元左右。

图 13：国内医药行业销售情况（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，国元证券研究中心

图 14：药用辅料行业规模（单位：亿元）

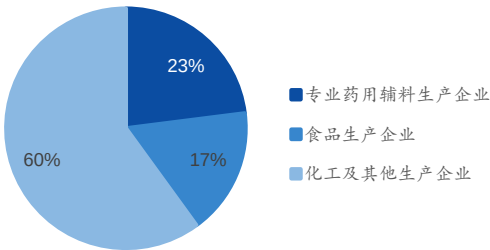


资料来源：国元证券研究中心

以上数据基于国内医疗行业销售情况的 3% 进行测算。

由于辅料品种分散，大部分药用辅料企业生产品种较少，市场份额分散，因此行业集中度较低。目前我国药用辅料生产企业共约 470 家，主要分为专门从事辅料生产的企业、化工企业和食品生产企业，专业药用辅料企业数量占比较小且大部分企业规模较小，生产品种单一，销售额在亿元以上的仅山河药辅、尔康制药、湖州展望等。整体而言，国内药用辅料市场还有较大的成长空间。

图 15：药用辅料相关企业类型



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心

2.2 药用辅料同一品类用途广泛，工艺研发是关键

单一品种空间广阔，不同规格造就差异性功能。药用辅料的功能性不仅在于其品种，而且对于同一种辅料、使用浓度不同，或者在不同的制剂中使用，其功能均有可能不同，因此，在研发新型辅料的同时，对于同一种辅料品种的新规格的研发也至关重要。

表 3：药用辅料使用类型及其相关浓度

辅料名称	制剂功能	使用浓度（%）
甘油	抗菌防腐剂	<20
	柔和剂	≤30
	保湿剂	≤30
	眼用制剂	0.5~3
	片剂薄膜衣包衣增塑剂	可变
	注射剂溶剂	≤50
	配剂甜味剂	≤20
硅酸镁铝	吸附剂	10-50
	粘合剂	2-10
	崩解剂	2-10
	乳化剂稳定剂（口服）	1-5
	乳化剂稳定剂（局部用）	1-10
	助悬剂（口服）	0.5-2.5
	助悬剂（局部用）	1-10
	稳定剂	0.5-2.5
	粘度调整剂	2-10
麦芽糖糊精	水性薄膜包衣	2-10
	载体	10-99
	錠剂和糖浆剂的结晶抑制剂	5-20
	溶液渗量调节剂	10-55
	喷雾干燥辅助材料	20-80

表 3：药用辅料使用类型及其相关浓度

辅料名称	制剂功能	使用浓度（%）
甲基纤维素	片剂粘合剂（直接压片法）	2-40
	片剂粘合剂（湿法制粒）	3-10
	增容通便剂	5-30
	乳膏凝胶和软膏	1-5
	乳化剂	1-5
	眼用制剂	0.5-1
	混悬剂	1-2
	缓释片剂骨架	5-75
	片剂黏合剂	1-5
	片剂包衣材料	0.5-5
	片剂崩解剂	2-10

资料来源：《中国药事》，国元证券研究中心

以微晶纤维素为例，它是一种纯化的、部分解聚的纤维素，是由多孔微粒组成的晶体粉末，可以作为药物的赋形剂和药品崩解剂。而其不同的微粒大小和含水量均有不同的性质，例如 5%~20% 浓度可用于抗黏剂，5%~15% 可用于解崩剂，20%~90% 可用于稀释剂等。而不同类别、不同品牌的纤维素在同一种制剂中使用时也会有不同的功能表现，例如不同品牌纤维素在甲硝唑制剂种，以辅料的流动性、可压性、速释片、漂浮片、控释片的溶出度等作为参数考察辅料的功能，Avicel PH101 相比于 102 有更好的可压性，但流动性稍差。因此，在同一品种的不同规格、浓度方面的细化是辅料核心竞争力。

表 4：不同微晶纤维素的产品特性

	休止角	松密度	轻敲密度	比表面积	流动性	平均粒径	含水量
Ceolus KG	49°	-	-	-	-	50	≤6
Emcocel 90M	34.4°	0.29	35	-	1.31	91	≤5
Avicel PH101	-	0.32	0.45	1.06-1.12	-	50	≤5
Avicel PH102	-	-	-	1.21-1.30	-	100	≤5

资料来源：《中国药事》，国元证券研究中心

2.3 公司以新品规为切入点，紧跟海外发展趋势

公司的研发策略目前着重于大品种下细分品规的研发，从品种来看，公司专注于大品种纤维素类、淀粉类、包衣类和部分无机盐品种。而针对市场较大的微晶纤维素品种，公司相应开发了 15 个细分品规，位居国内前列。此外，公司收购的曲阜天利在淀粉类产品上具有较强的成本优势，有助于公司开拓淀粉类产品布局。

表 5：公司主要辅料类型、型号数量和用途

类型	名称	淮南山河药辅	曲阜天利	用途	型号
纤维素类	微晶纤维素	√	√	常用作黏合剂、稀释剂、崩解剂、助流剂等	15
	交联羧甲基纤维素钠	√		常用作胶囊剂、片剂、颗粒剂的崩解剂	1
	羧甲基纤维素钠	√		常用作黏合剂、包衣剂及缓释辅料	5
	羟丙甲纤维素	√		常用作薄膜包衣的成膜剂、凝胶剂和软膏的乳化剂、悬浮剂和稳定剂	11
	低取代羟丙纤维素	√		常用作片剂崩解剂	3
	羧甲基纤维素钙	√		具有黏和特性的崩解剂	1
	硅化微晶纤维素	√		常用作片剂的黏合剂、崩解剂、助流剂、稀释剂等	2
	醋酸羟丙甲纤维素琥珀酸酯	√		肠溶包衣和高分子载体	1
淀粉类	倍他环糊精		√	载体材料	1
	羧甲淀粉钠	√	√	常用作固体制剂的崩解剂	3
	玉米淀粉	√	√	常用作固体制剂的填充剂、崩解剂、黏合剂等	5
	预胶化淀粉	√	√	常用作固体制剂的稀释剂、黏合剂、崩解剂	4
	糊精	√	√	常用作固体制剂的黏合剂，胶囊的填充剂、增稠剂、乳化稳定剂等	3
	可溶性淀粉	√		常用作增稠剂、稳定剂、填充剂和无糖药物赋形剂等	1
	马铃薯淀粉	√		常用作固体制剂的稀释剂、崩解剂、黏合剂等	1
	乳糖	√		常用作片剂和胶囊剂的填充剂或稀释剂	1
无机盐类	硬脂酸镁	√	√	常用作片剂、胶囊剂的润滑剂、助流剂或抗黏剂	5
	二氧化硅	√		常用作崩解剂和助流剂	4
	交联聚维酮	√		常用作口服制剂的崩解剂和填充剂	2
	聚维酮 K30	√		用作黏合剂、助悬剂、致孔剂、稳定剂、增稠剂等	3
包衣类	聚丙烯酸树脂 II	√		包衣材料	1
	聚丙烯酸树脂 III	√		包衣材料	1
	聚丙烯酸树脂 IV	√		包衣材料	1
	蔗糖丸芯	√		肠溶微丸制剂和缓控释微丸制剂载体	1
	胃溶型薄膜包衣粉	√		口服制剂的薄膜包衣	6
	肠溶型薄膜包衣粉	√		口服制剂的薄膜包衣	2

资料来源：公司资料，国元证券研究中心

- **微晶纤维素：**目前公司是微晶纤维素国内市场龙头企业，市占率约 20%，公司有 15 种不同型号的微晶纤维素，目前公司微晶纤维素产能共 6000 吨，其中淮南山河药辅产能约 4500 吨，曲阜天利产能约 1500 吨，此外公司募投项目二期设计产能 2500 吨，投产后公司总产能 8500 吨，位居国内首位。

表 6：公司微晶纤维素不同型号产品情况

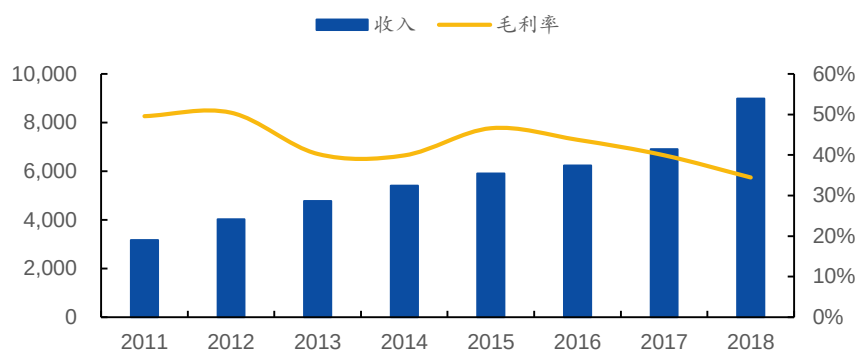
型号	粒度	水分	应用指导
SH-CG1	50μm	--	主要在口服片剂、胶囊剂、颗粒剂、丸剂等剂型中作为黏合剂、崩解剂和填充剂，适合湿法制粒
SH-101	50μm	--	是湿法制粒中运用最广泛的辅料，在空白丸芯、挤出滚丸、微丸中运用广泛，可作为黏合剂使用，适用于物料疏松的口服固体制剂，可提高片剂的硬度，也可用于直接压片
SH-102	90μm	--	具有较大的粒径，可有效改善流动性，适合全粉末直接压片
SH-103	50μm	≤3%	水分含量较低，适用于主药物活性成分较大，对水分敏感的药物制剂
SH-105	30μm	--	颗粒粒径小，具有非常好的可压性，适用于小粒径物料及活性成分含量较低的物料混合，提高含量均匀性，用于高硬度要求的片剂和晶体颗粒直接压片
SH-112	90μm	≤3%	低水分，具有良好的流动性，适用于对水分敏感的药物剂型，适合全粉末直接压片
SH-200	180μm	--	粒径大，可用来增加流动性，减少重量变化，改善含量均匀度

表 6：公司微晶纤维素不同型号产品情况

型号	粒度	水分	应用指导
SH-301	50μm	--	更大的松密度和较好的流动性，可增加流动性改善混合特性，高密度，流动快，适用于快速崩解的片剂
SH-302	90μm	--	密度高于 102，流动性更好，崩解快，适合全粉末直接压片
SH-802	50μm	--	高性能辅料，成型性好，用量少，压片脆碎度低，可压性好，适合低压力使用
SH-12	150μm	--	同 200，粒径略小
丸芯型	--	--	主要用作肠溶微粒制剂和缓控释微粒制剂的载体
SH-101B	50μm	--	可压性优于 SH-101
SH-102B	90μm	--	可压性优于 SH-102
胶囊型	--	--	细粉少，适用于胶囊填充剂并有助流作用

资料来源：公司资料，国元证券研究中心

图 16：公司微晶纤维素产品销售情况和毛利率



资料来源：公司财报，国元证券研究中心

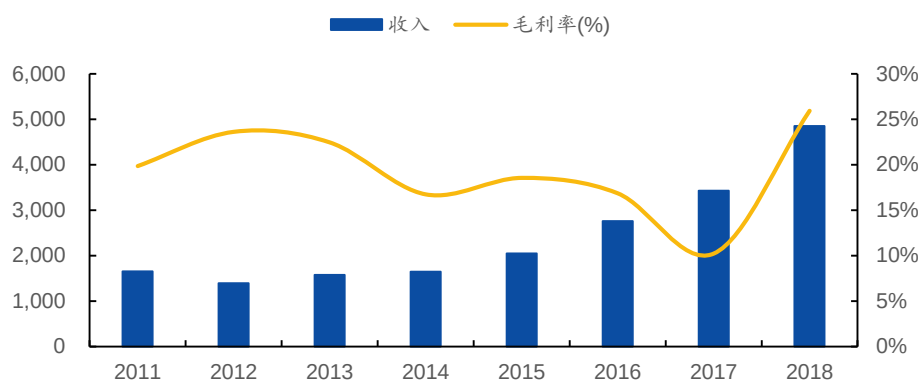
- **羟丙甲纤维素：**公司是国内羟丙甲纤维素龙头企业，目前产能为 **1100 吨**。公司羟丙甲纤维素近年来实现较快的收入增速，同时在产能利用率提高的背景下毛利率也不断增长。

表 7：公司羟丙甲纤维素不同型号产品情况

取代型	型号	甲氧基含量 (%)	羟丙氧基含量 (%)	热凝胶温度	应用
2910	SH-E3	27.0-30.0	7.0-12.0	60°C	湿法制粒的黏合剂，常规的薄膜包衣材料，封闭芯片
	SH-E5				
	SH-E15				
	SH-E30				
	SH-E50				
2208	SH-E100	19.0-24.0	4.0-12.0	75°C	应用于缓控释制剂骨架片
	SH-K4M				
	SH-K10M				
	SH-K15M				
	SH-K100M				
	SH-SR	-	-	-	缓控释专用

资料来源：公司资料，国元证券研究中心

图 17：公司羟丙甲纤维素产品销售情况和毛利率



资料来源：公司财报，国元证券研究中心

公司羧甲淀粉钠目前产能约 3000 吨，硬脂酸镁产能约 2000 吨，聚维酮 K30 产能约 2000 吨，均处于国内领先水平，公司是亚洲最大的硬脂酸镁生产企业，市占率约 40%。此外，交联聚维酮和交联羧甲基纤维素钠将新建产能各 300 吨。

3. 仿制药一致性评价+关联审批利好行业集中度提升

3.1 关联审批和一致性评价原辅包质量要求提升，重塑行业竞争格局

药用辅料作为药物制剂的重要组成部分，对制剂的安全性至关重要。过去由于辅料使用不当而造成的药害事件频频发生，比如 2006 年巴拿马某制药公司生产的止咳糖浆中使用了有毒物质二甘醇导致 107 人死亡，同年我国发生的“齐二药”事件和 2012 年“铬超标胶囊”事件都是由于药用辅料的使用不当造成了重大药源性事故。

我国药用辅料行业发展起步较晚，专门从事药用辅料生产的企业较少，而且行业门槛低，许多辅料生产企业都是由于食品添加剂企业或者化工企业转型而来，这类企业通常缺乏对药用辅料的严格管理和审批制度。另一方面，我国药品生产常用的 543 种药用辅料执行标准存在较大差异，包括药典标准、局部颁标准、国标/化工/企业标准等，且缺乏统一的监督和管理，导致了不同企业间药用辅料产品质量参差不齐，甚至企业的同一批产品都存在质量差异。

针对上述药用辅料存在的突出问题，2016 年 8 月，国家药品监督管理局发布《关于药包材、药用辅料与药品关联审评审批有关事项的公告》，明确规定药用辅料不再单独审批，而是关联药品注册申请时一并审评审批，对药用辅料质量提出了新要求，将过去孤立、分散的药用辅料与制剂相关联，统一在一个平台管理，这就意味着药用辅料的质量很大程度上将决定制剂审批结果。此外，关联审批明确了责任主体，制剂企业对药用辅料的使用负责，因此会优先选择和提供质量高、安全性有保障的药用辅料的供应商进行合作，一些质量差、生产不规范的企业将会陆续出局，这将极大带动药用辅料行业产品质量提升，行业集中度也有望进一步提升，利好优质药用辅料生产企业。

表 8：药用辅料关联审评审批相关政策

政策/文件	时间	部门	相关内容
《关于药包材、药用辅料与药品关联审评审批有关事项的公告》	2016 年 5 月	国家药监局	将直接接触药品的包装材料和容器（以下简称药包材）、药用辅料由单独审批改为在审批药品注册申请时一并审评审批
《原料药、药用辅料及药包材与药品制剂共同审评审批管理办法（征求意见稿）》	2017 年 12 月	国家药监局	1. 实施原辅包技术主卷档案管理制度，建立“原辅包登记平台”，原辅包企业可单独提交原辅包登记资料； 2. 药审中心对制剂及其使用的原辅包进行共同审评，原辅包登记资料不符合相关技术要求的，药审中心告知原辅包企业补充资料。制剂及其使用的原辅包均提交补充资料后，重新启动审评程序。
《国家药监局关于进一步完善药品关联审评审批和监管工作有关事宜的公告（2019 年第 56 号）》	2019 年 7 月	国家药监局	1. 原辅包登记人按照登记资料技术要求在平台登记，获得登记号 2. 药品制剂注册申请与已登记原辅包进行关联，药品制剂获得批准时，即表明其关联的原辅包通过了技术审评，登记平台标识为“A”；未通过技术审评或尚未与制剂注册进行关联的标识为“I”。
《中华人民共和国药品管理法》（2019 年 8 月修订版）	2019 年 8 月	十三届全国人大常委会	国务院药品监督管理部门在审批药品时，对化学原料药一并审评审批，对相关辅料、直接接触药品的包装材料和容器一并审评，对药品的质量标准、生产工艺、标签和说明书一并核准。

资料来源：NMPA 官网，国元证券研究中心

目前，在新版《药品管理法》的实行背景下，我国对辅料的监管审评将逐渐与欧美企业接轨。从共同审评审批制度的细分规则来看，国内相关政策与美国 DMF 政策较为接近，更强调将药品视为由原料药、药包材、辅料组成的有机整体，而辅料的监管相

对更为接近备案制，强调制剂企业的主体责任，有利于激活辅料企业的研发积极性。

表 9：国内共同审评审批和美国 DMF 制度对比

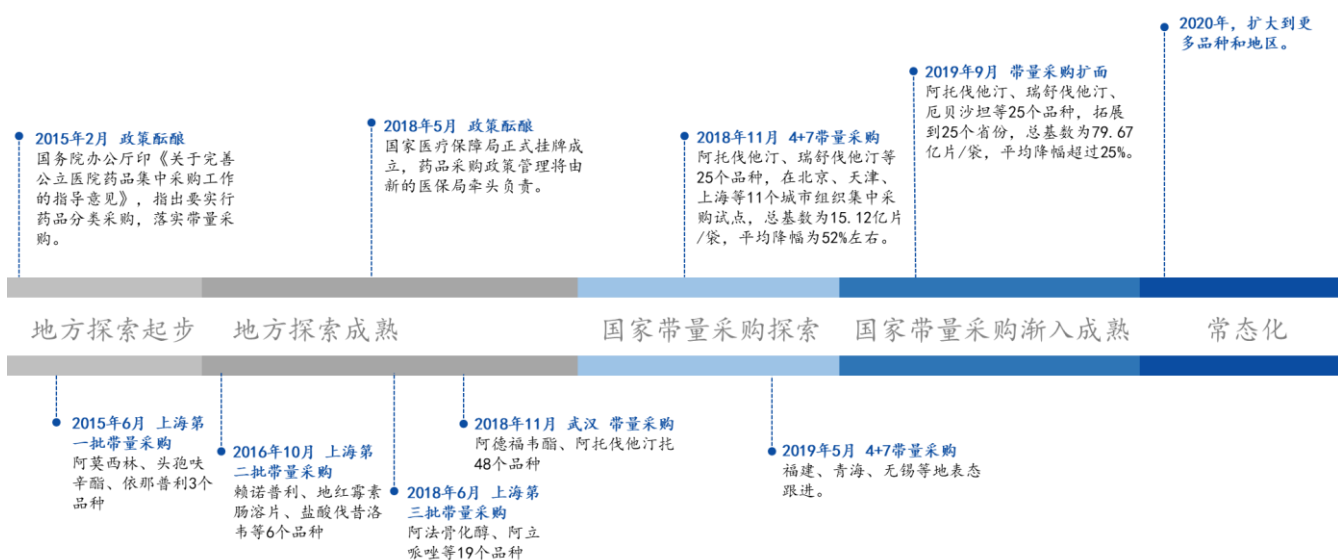
	中国药品共同审评审批制度	美国 DMF 制度
批准与编号	完成登记后发登记号	完成备案后发 DMF 备案号
制度目的	对知识产权信息的保护，建立和维护日常监管的依据	对知识产权信息的有效提交及保护
关联审评	授权信形式授权共同审评	授权信方式授权关联审评
缺陷通知	直接向企业发布，通知制剂企业	直接向企业发布，通知制剂企业
资料提交	允许辅料企业独立提交资料	允许辅料企业独立提交资料
年度报告	有	有
范围	半强制性，包括各类制剂申请种使用的辅料，不纳入共同审评自愿，美国药典中收藏的辅料一般不提交的辅料未明确	
资料要求	按 CTD 格式，试行申报资料要求	按 CTD 要求，无明确资料要求
变更要求	需要及时提交变更并通知制剂企业，变更指导原则制定中	需要及时提交变更并通知制剂企业，变更指导原则
平台和数据库	共同审评登记平台（建设中），公示信息列表	DMF 数据库，DMF 公式清单，IID，SRS-UNII

资料来源：《中国新药杂志》，国元证券研究中心

3.2 一致性评价+集采降价压力推动辅料国产替代

两轮带量采购开标，规则基本确立，成为未来招采常态化做法。2018 年 12 月，首轮国家级带量采购开标，11 个城市参与，采用同品种比价，再跨品种比降幅的方式进行，实行“独家中标”模式。25 个品种成功中选，平均降幅达到 52%，最高降幅达到 96%。2019 年 9 月，“4+7”带量采购中标品种扩面，招标规则有所放松，“独家中标”原则转为“多家中标（≤3 家）”。但经过接近一年的时间的“4+7”采购执行，招标方案修正，更加适应目前药品采购、生产、销售方式，促进良性竞争的同时，完善药品供应保障问题。在扩面采购阶段，多数品种的竞争格局变得更为紧张、采购涉及的市场更大、采购周期更长，中标品种平均降幅超过 25%，主要系竞争格局较差品种影响。根据近期政府工作会议指出“扩大集中采购和使用药品品种范围，优先将原研药与仿制药价差较大的品种，及通过仿制药质量和疗效一致性评价的基本药物等纳入集中采购，以带量采购促进药价实质性降低”，预计未来将有更多品类和地市执行集采，形成常态化操作，且仿制药降价压力不断显现。

图 18：带量采购进入常态化



资料来源：政府文件，国元证券研究中心

仿制药一致性评价提升辅料质量要求，利好优质药用辅料企业。一致性评价的核心是药物制剂的处方和工艺，作为药物制剂处方重要组成部分的药用辅料，虽然并无生理活性，但是和药物发生相互作用会产生配伍禁忌，而且辅料的质量会直接影响制剂的质量、稳定性和疗效，因此药用辅料的筛选是仿制药一致性评价的重要研究内容，从药物的溶出到吸收，药用辅料是影响药品制剂溶出曲线和药物代谢动力学的重要因素。

在一致性评价政策下，制剂企业和药用辅料供应商将从传统的产业链上下游供应关系转变成战略合作关系，一方面为了保证质量稳定性和降低成本，制剂企业会优先考虑长期合作的药用辅料供应商共同参与制剂的一致性评价工作，在生产过程中也需要药用辅料企业的积极参与保障产品质量的稳定。另一方面，质量和性能优异的供应商将会成为制剂企业的首选，一致性评价在加速仿制药去产能的同时也会提升药用辅料行业集中度，具有产品和技术优势的企业将会加速抢占市场份额，淘汰小、差、不规范的药用辅料生厂商，行业竞争格局将有望得到重塑。

从 CDE 的辅料登记平台来看，目前山河药辅登记和激活数量较为领先。目前公司已登记 28 个品种，其中 23 个品种已被激活，未被激活的品种品类较小，激活类型主要为进口企业。目前国内辅料与进口辅料价差较大，在集采降价的压力下，仿制药企业有望寻求质量一致，价格更具优势的国产辅料企业，公司有望受益。

表 10：山河相关辅料的登记和激活情况

辅料名称	已登记数量	激活数量	激活占比	激活进口数量	激活国产数量
十二烷基硫酸钠	22	15	68.18%	1	14
倍他环糊精	17	10	58.82%	0	10
胃溶型薄膜包衣粉	19	14	73.68%	0	14
肠溶型薄膜包衣粉	16	8	50.00%	0	8
蔗糖丸芯	24	17	70.83%	7	10
聚丙烯酸树脂II	14	9	64.29%	0	9
聚丙烯酸树脂III	14	9	64.29%	0	9
聚丙烯酸树脂IV	13	9	69.23%	0	9
聚维酮 K30	40	28	70.00%	8	20
交联聚维酮	31	18	58.06%	7	11
可溶性淀粉	21	9	42.86%	0	9
羧甲基纤维素钠	18	13	72.22%	1	12
交联羧甲基纤维素钠	13	8	61.54%	3	5
二氧化硅	28	15	53.57%	3	12
糊精	63	38	60.32%	0	38
预胶化淀粉	46	29	63.04%	7	22
玉米淀粉	63	40	63.49%	1	39
马铃薯淀粉	8	2	25.00%	0	2
羟丙甲纤维素	63	45	71.43%	20	25
低取代羟丙纤维素	25	17	68.00%	1	16
羧甲淀粉钠	53	38	71.70%	4	34
硬脂酸镁	58	39	67.24%	5	34
微晶纤维素	135	104	77.04%	64	40
硅化微晶纤维素	4	2	50.00%	2	0
醋酸羟丙甲纤维素琥珀酸酯	5	1	20.00%	1	0
乳糖	116	58	50.00%	46	12
羧甲基纤维素钙	3	1	33.33%	1	0

资料来源：NMPA，国元证券研究中心

注：加深项为山河药辅尚未激活产品

此外，随着国际形式的不确定性增强以及疫情带来的供应链危机，国际贸易的去全球化趋势逐渐显现，药用辅料作为制剂的重要组成部分，供应的稳定性至关重要，因此国内药企有望逐步提高国产辅料使用率，公司作为国内药用辅料龙头企业，将率先受益。

4. 盈利预测

核心假设：

(1) 纤维素及其衍生物类产品预计将实现 80%左右的产能增长贡献，预计 2020-2022 增速分别为 33.33%、25%和 22%；

(2) 随着曲阜天利的新建厂房投产，预计 2020-2022 年淀粉及衍生物类业务规模增速分别为 30%、23%和 20%；

(3) 无机盐类产品有望享受公司主要产品增长的协同作用，预计 2020-2022 年收入增速分别为 20%、18%和 18%；

(4) 其他产品业务规模增速分别为 15%、15%和 15%。

随着公司产能逐步扩张，我们预计公司 2020-2022 年营业收入为 5.92/7.22/8.66 亿元，归母净利润为 1.13/1.42/1.75 亿元，2020-2022 年 EPS 分别为 0.81/1.02/1.26 元，对应当前 PE 分别为 34/27/22 倍，考虑到公司为国产药用辅料龙头企业，行业集中度有望提升，给予“增持”评级。

表 11：山河药辅盈利预测表（单位：百万）

	项目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
纤维素及其衍生物	营业收入	143.98	185.64	195.71	260.95	326.18	397.94
	增长率(%)		29%	5%	33%	25%	22%
	毛利率(%)	32%	34%	37%	37%	37%	37%
淀粉及其衍生物	营业收入	84.00	130.83	142.83	185.68	228.39	274.06
	增长率(%)		56%	9%	30%	23%	20%
	毛利率(%)	30%	33%	36%	37%	38%	38%
无机盐类	营业收入	33.86	40.28	43.88	52.66	62.13	73.32
	增长率(%)		19%	9%	20%	18%	18%
	毛利率(%)	29%	64%	57%	57%	57%	57%
其他类产品	营业收入	70.76	66.95	74.66	85.86	98.74	113.55
	增长率(%)		-5%	12%	15%	15%	15%
	毛利率(%)	32%	36%	35%	35%	35%	35%
其他业务	营业收入	6.77	4.85	6.98	7	7	7
	增长率(%)		-28%	44%	0%	0%	0%
	毛利率(%)	23%	20%	25%	25%	25%	25%
营业收入合计		339.36	428.55	464.06	592.14	722.44	865.87

资料来源：公司财报，国元证券研究中心

5. 风险提示

新建产能投产计划和产能利用率情况存在不确定性；

一致性评价相关品种的集采中标存在不确定性；

公司成本端受上游原材料影响存在价格波动。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	358.38	380.90	393.47	561.34	781.00
现金	87.53	99.07	111.05	241.97	427.27
应收账款	39.15	41.08	50.99	62.53	74.81
其他应收款	1.12	0.14	0.66	0.61	0.81
预付账款	11.51	8.81	10.24	13.13	16.10
存货	36.39	46.54	54.10	67.14	79.88
其他流动资产	182.68	185.27	166.44	175.96	182.13
非流动资产	351.36	429.27	516.94	518.85	498.04
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	129.35	329.68	408.15	418.01	406.27
无形资产	37.89	37.03	35.60	34.17	32.73
其他非流动资产	184.13	62.55	73.19	66.68	59.03
资产总计	709.75	810.17	910.41	1080.19	1279.04
流动负债	124.01	184.31	197.76	243.90	282.97
短期借款	0.00	11.08	7.38	8.62	8.21
应付账款	40.64	82.27	85.45	110.43	129.68
其他流动负债	83.37	90.96	104.93	124.85	145.09
非流动负债	27.85	29.29	30.12	29.85	29.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	27.85	29.29	30.12	29.85	29.94
负债合计	151.86	213.59	227.88	273.75	312.91
少数股东权益	64.80	70.80	78.62	88.43	100.57
股本	139.20	139.20	139.20	139.20	139.20
资本公积	66.50	66.50	66.50	66.50	66.50
留存收益	284.97	343.01	421.06	535.18	682.72
归属母公司股东权益	493.09	525.78	603.91	718.00	865.56
负债和股东权益	709.75	810.17	910.41	1080.19	1279.04

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	74.76	79.47	147.95	184.49	207.85
净利润	77.20	90.17	120.67	151.77	187.52
折旧摊销	0.57	0.57	29.10	32.71	34.30
财务费用	-0.50	-0.31	-3.66	-6.71	-13.23
投资损失	-5.89	-4.67	-5.08	-4.94	-4.99
营运资金变动	-11.06	-29.46	7.05	11.05	3.78
其他经营现金流	14.44	23.17	-0.13	0.61	0.46
投资活动现金流	-92.27	-30.68	-110.15	-30.67	-8.52
资本支出	81.81	59.84	115.44	36.22	14.11
长期投资	17.00	-24.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	6.54	5.16	5.29	5.55	5.59
筹资活动现金流	-20.18	-39.87	-25.82	-22.90	-14.02
短期借款	0.00	11.08	-3.69	1.23	-0.41
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	46.40	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-46.40	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-20.18	-50.95	-22.12	-24.14	-13.61
现金净增加额	-37.69	8.92	11.99	130.92	185.30

利润表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	428.56	464.07	592.14	722.44	865.87
营业成本	283.21	294.52	365.07	443.24	531.21
营业税金及附加	4.15	4.47	5.72	6.97	8.36
营业费用	34.22	37.17	47.39	57.83	69.31
管理费用	20.47	23.74	29.62	36.41	43.53
研发费用	14.20	16.19	19.43	21.37	23.51
财务费用	-0.50	-0.31	-3.66	-6.71	-13.23
资产减值损失	-0.37	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.05	0.03	0.04	0.03
投资净收益	5.89	4.67	5.08	4.94	4.99
营业利润	88.37	103.69	138.81	174.53	215.75
营业外收入	2.54	0.58	1.23	1.01	1.09
营业外支出	0.52	1.03	0.86	0.92	0.90
利润总额	90.39	103.24	139.19	174.63	215.94
所得税	13.19	13.07	18.52	22.86	28.42
净利润	77.20	90.17	120.67	151.77	187.52
少数股东损益	7.09	5.80	7.82	9.81	12.14
归属母公司净利润	70.11	84.37	112.85	141.96	175.38
EBITDA	88.44	103.95	164.26	200.54	236.83
EPS (元)	0.50	0.61	0.81	1.02	1.26

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	26.28	8.29	27.60	22.00	19.85
营业利润 (%)	45.42	17.35	33.87	25.73	23.61
归属母公司净利润 (%)	39.28	20.34	33.75	25.80	23.54
获利能力					
毛利率 (%)	33.92	36.53	38.35	38.65	38.65
净利率 (%)	16.36	18.18	19.06	19.65	20.26
ROE (%)	14.22	16.05	18.69	19.77	20.26
ROIC (%)	15.42	21.44	23.49	29.74	37.80
偿债能力					
资产负债率 (%)	21.40	26.36	25.03	25.34	24.46
净负债比率 (%)	0.00	5.19	3.24	3.15	2.62
流动比率	2.89	2.07	1.99	2.30	2.76
速动比率	2.60	1.81	1.72	2.03	2.48
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.61	0.69	0.73	0.73
应收账款周转率	10.96	11.23	12.67	12.49	12.39
应付账款周转率	7.48	4.79	4.35	4.53	4.42
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.50	0.61	0.81	1.02	1.26
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.54	0.57	1.06	1.33	1.49
每股净资产 (最新摊薄)	3.54	3.78	4.34	5.16	6.22
估值比率					
P/E	55.57	46.18	34.53	27.45	22.22
P/B	7.90	7.41	6.45	5.43	4.50
EV/EBITDA	42.89	36.49	23.09	18.92	16.02

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188