

科伦药业

产品线逐步升级，拐点已现

首次覆盖

投资亮点

首次覆盖科伦药业公司（002422）给予确信买入，目标价 23.50 元，对应估值倍数 2017/2018 年 P/E 为 42X/33X。理由如下：

- **优秀的管理团队：**刘革新董事长带领公司在做大输液领域做到全国第一之后，在新疆扎根五年，以全球最高的环保标准推动原料药项目投产；王晶翼院长从无到有，帮助公司构建了完备的研发体系，加速公司产品线由大输液、原料药向制剂升级的步伐。刘革新董事长的坚定意愿+王晶翼院长的研发能力，使得公司转型前景值得期待。
- **压制股价因素逐步解除：**目前市值仍然与五年前一样，原因有两点：1、大输液行业的不景气；2、市场对于原料药项目的看法有分歧。但目前公司对传统产业的投资已经基本结束，后续制剂的获批将帮助公司突破束缚。收入端目前公司仍以大输液为主，后续原料药和仿制药的收入占比会持续提升，明年疏红和 7-ACA 预计能贡献近 19 个亿收入，仿制药有望突破 20 亿。
- **受益于药审和环保政策：**帮助公司腾飞的政策红利有两点：药审改革+环保核查。较高的质量标准以及行业政策的驱动，将使得公司制剂线有望实现弯道超车，2017 年公司仿制药有望陆续获批，制剂线即将进入收获期。同时环保核查使得国内原料药产业处于高压状态，公司新疆产能以全球最高环保标准投产，未来有望受益于环保核查驱动的行业去产能，原料药和中间体价格的上涨将为公司带来较大利润弹性。
- **未来公司有望逐步升级成为国内仿制药+创新药的龙头。**随着 2017 年开始仿制药陆续获批，借助药审改革的契机，未来五年公司有望在国内仿制药市场占据一席之地，并构建起成熟的制剂销售体系；未来十年公司有望逐步推出自己的创新药，在仿制药基础上成为国内创新药龙头。

我们与市场的最大不同？认为公司基本面出现拐点在这个时点已经出现，政策红利有望加速基本面好转。

潜在催化剂：1、原料药产能加速释放；2、仿制药陆续获批。

盈利预测与估值

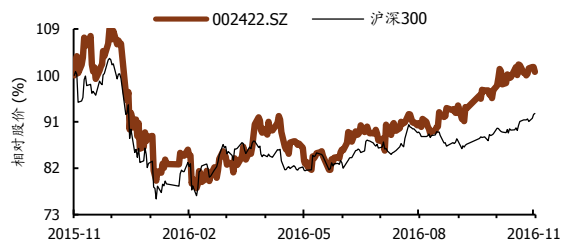
预计公司 2016~2018 年 EPS 分别为 0.49 元、0.56 元、0.71 元，CAGR 为 20.8%。目标价 23.5 元相对目前股价有 34.4% 的上涨空间，对应公司市值为 338 亿人民币。

风险

抗生素原料药价格下降；仿制药制剂开发进度不及预期。

首次覆盖确信买入

股票代码	002422.SZ
评级	* 确信买入
最新收盘价	人民币 17.48
目标价	人民币 23.50
52 周最高价/最低价	人民币 19.36~13.13
总市值(亿)	人民币 252
30 日日均成交额(百万)	人民币 122.49
发行股数(百万)	1,440
其中：自由流通股(%)	64
30 日日均成交量(百万股)	6.99
主营行业	制药与生物技术



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	8,023	7,763	8,253	9,889
增速	17.5%	-3.2%	6.3%	19.8%
归属母公司净利润	1,002	645	703	811
增速	-7.2%	-35.6%	8.9%	15.4%
每股净利润	0.70	0.45	0.49	0.56
每股净资产	7.46	7.68	8.03	8.44
每股股利	0.25	0.14	0.15	0.17
每股经营现金流	0.85	0.86	1.19	1.13
市盈率	25.1	39.0	35.8	31.1
市净率	2.3	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	15.1	18.0	17.3	15.8
股息收益率	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%
平均总资产收益率	5.1%	2.9%	3.1%	3.5%
平均净资产收益率	9.8%	5.9%	6.2%	6.8%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

邹朋

分析师

peng.zou@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080513090001

SFC CE Ref: BCC313

何子瑜

联系人

ziyu.he@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080116050011

强静，CFA

分析师

jiang.qiang@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080512070005

SFC CE Ref: AWU229



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
利润表					成长能力				
营业收入	8,023	7,763	8,253	9,889	营业收入	17.5%	-3.2%	6.3%	19.8%
营业成本	4,608	4,506	4,702	5,990	营业利润	-5.2%	-47.3%	12.3%	17.9%
营业税金及附加	71	76	80	96	EBITDA	7.8%	-14.2%	12.5%	5.9%
营业费用	1,049	1,028	1,081	1,236	净利润	-7.2%	-35.6%	8.9%	15.4%
管理费用	855	1,061	1,139	1,266	盈利能力				
财务费用	213	461	610	548	毛利率	42.6%	42.0%	43.0%	39.4%
其他	-138	-59	4	7	营业利润率	13.6%	7.4%	7.8%	7.7%
营业利润	1,089	574	644	760	EBITDA 利润率	24.1%	21.4%	22.6%	20.0%
营业外收支	81	143	147	151	净利率	12.5%	8.3%	8.5%	8.2%
利润总额	1,149	681	751	867	偿债能力				
所得税	164	139	113	130	流动比率	1.54	1.19	1.25	0.99
少数股东损益	-17	-103	-64	-74	速动比率	1.17	0.90	0.89	0.68
归属母公司净利润	1,002	645	703	811	现金比率	0.36	0.24	0.08	0.03
EBITDA	1,936	1,662	1,869	1,980	资产负债率	48.3%	50.6%	48.9%	48.9%
资产负债表					净债务资本比率	26.5%	31.3%	50.8%	41.1%
货币资金	2,030	1,851	532	261	回报率分析				
应收账款及票据	3,786	3,891	3,992	4,361	总资产收益率	5.1%	2.9%	3.1%	3.5%
预付款项	261	212	222	282	净资产收益率	9.8%	5.9%	6.2%	6.8%
存货	2,073	2,207	2,304	2,708	每股指标				
其他流动资产	554	992	992	992	每股净利润 (元)	0.70	0.45	0.49	0.56
流动资产合计	8,704	9,153	8,041	8,604	每股净资产 (元)	7.46	7.68	8.03	8.44
固定资产及在建工程	10,302	11,357	12,560	12,945	每股股利 (元)	0.25	0.14	0.15	0.17
无形资产及其他长期资产	1,905	1,745	1,789	1,830	每股经营现金流 (元)	0.85	0.86	1.19	1.13
非流动资产合计	12,254	13,152	14,399	14,825	估值分析				
资产合计	21,203	22,583	22,718	23,707	市盈率	25.1	39.0	35.8	31.1
短期借款	2,038	3,142	3,282	3,750	市净率	2.3	2.3	2.2	2.1
应付账款及票据	1,814	1,691	1,765	2,246	EV/EBITDA	15.1	18.0	17.3	15.8
其他流动负债	1,802	2,868	1,375	2,655	股息收益率	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%
流动负债合计	5,654	7,701	6,423	8,651					
长期借款和应付债券	3,735	3,416	4,389	2,630					
非流动负债合计	4,579	3,719	4,692	2,933					
负债合计	10,232	11,419	11,114	11,583					
股东权益合计	10,739	11,060	11,563	12,157					
少数股东权益	231	104	40	-34					
负债及股东权益合计	21,203	22,583	22,718	23,707					
现金流量表									
净利润	1,002	645	703	811					
折旧和摊销	496	569	619	679					
营运资本变动	-680	-524	-150	-333					
其他	-266	-210	-162	-307					
经营活动现金流	1,219	1,239	1,720	1,630					
投资活动现金流入	-231	-260	30	33					
投资活动现金流出	-2,758	-1,840	-1,898	-1,137					
投资活动现金流	-2,989	-2,100	-1,868	-1,104					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	1,447	370	-353	-23					
其他	209	1,367	0	0					
筹资活动现金流	1,134	1,093	-1,170	-797					
汇率变动对现金的影响	-5	-1	0	0					
现金净增加额	-641	232	-1,319	-271					

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

公司简介

科伦药业生产和销售包括大容量注射剂(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、腹膜透析液以及原料药、医药包材、医疗器械, 以及抗生素中间体等共计 578 个品种 959 种规格的产品。其中, 拥有 110 个品种共 267 种规格的输液产品、378 个品种共 596 种规格的其它剂型医药产品、还拥有 45 个品种共 47 种规格的原料药、9 个品种的抗生素中间体, 是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之一。以具体产品计, 公司有 117 个品种纳入《国家基本药物目录》, 是目前国内产业链最为完善的大型医药集团。



目录

科伦药业：立足大输液与中间体，积极投入制剂研发	5
国内大输液和抗生素中间体的行业龙头	5
制剂板块：仿制+创新引领转型之路	7
股权激励：行权条件释放积极信号	8
大输液板块：业务结构调整将带来盈利小幅稳定提升	10
大输液行业告别黄金时代，行业集中度进一步提升是必然趋势	10
科伦通过结构升级带来毛利率的上升，将抵消收入小幅下滑带来的影响	11
增持石四药股份，强者更强	12
原料药抗生素板块：巨资解决环保问题，快速上量指日可待	13
巨额投入解决环保问题	13
产能逐步提升，贡献新利润	14
制剂板块：以仿制为基础推动创新，后发优势明显	17
药品审评趋严，科伦后发优势明显	17
先仿制：17 年开始将逐渐步入收获期	18
后创新：小分子靶向+生物大分子全线布局	21
盈利预测与投资建议	22
盈利预测	22
投资建议	25
风险提示	25

图表

图表 1：科伦股权结构	5
图表 2：输液板块加快行业并购整合	6
图表 3：抗生素主要中间体简介	6
图表 4：伊犁川宁生物技术有限公司抗生素中间体建设项目	6
图表 5：抗生素产业链布局	7
图表 6：科伦研发布局	7
图表 7：科伦研发团队	8
图表 8：2015 年研发投入超过 4 亿的 A 股上市公司	8
图表 9：公司近年来研发投入	8
图表 10：各年度业绩考核目标	9
图表 11：大输液市场容量历年变化	10
图表 12：我国大输液行业集中度提升	10
图表 13：科伦输液板块业务结构——按包装占比	11
图表 14：科伦各业务结构毛利率——按包装	11
图表 15：科伦在四川省历年大输液招标价格情况	11
图表 16：目前科伦输液板块业务结构——按品种占比	12
图表 17：科伦各业务毛利率——按品种	12
图表 18：石四药输液板块业务结构	12
图表 19：近年来石四药收入和净利润情况	12
图表 20：逾 17 亿的巨额投入创新性解决环保问题	13
图表 21：国内硫氰酸红霉素单价走势图	14



图表 22: 国内三家主要硫红厂商生产成本	14
图表 23: 国内 7-ACA 单价走势图	15
图表 24: 国内 6-APA 单价走势图	15
图表 25: 国内青霉素工业盐单价走势	15
图表 26: 成熟后各抗生素中间体预计净利润贡献占比	16
图表 27: 2016 年上半年临床数据自查核查结果	17
图表 28: 2015 年化药 3 类临床批件数量企业 Top10	18
图表 29: 公司已获批或申报中的原 6 类临床批件药物中销售额超 1 亿人民币的品种	18
图表 30: 我国帕瑞昔布市场-样本医院数据	19
图表 31: 我国紫杉醇市场-样本医院数据	19
图表 32: 我国紫杉醇竞争格局	19
图表 33: 原研药 Abraxane 全球销售额	20
图表 34: 公司已获批申报中的原 3 类临床批件药物中销售额超 1 亿美元的品种	20
图表 35: 2016~2018E 公司收入拆分预测	22
图表 36: 2016~2018E 公司主要财务数据预测	23
图表 37: 2016~2018E 公司资产负债表数据预测	24
图表 38: 2016~2018E 公司现金流量表数据预测	25
图表 39: 公司历史 P/E Band	26
图表 40: 公司历史 P/B Band	26
图表 41: 可比公司估值表	26



科伦药业：立足大输液与中间体，积极投入制剂研发

国内大输液和抗生素中间体的行业龙头

公司是中国输液行业中品种最齐全、包装形式最完备的医药制造企业，也是国内产业链最为完善的大型医药集团之一。公司拥有 576 个品种共 959 种规格的医药产品、医药包材、医疗器械以及抗生素中间体。公司目前总股本 1.44 亿股，前三大股东分别是董事长、实际控制人刘革新（持股比例 26.33%），副总经理潘慧（持股 10.57%）和前副总经理刘绥华（持股 7.55%）。

图表 1：科伦股权结构

刘绥华		刘革新		潘慧		程志鹏		其他	
7.55%		26.33%		10.57%		5.29%		50.26%	
四川科伦药业股份有限公司									
制造业		研究开发业		贸易		进出口、投资业		养殖业	
100%	湖南科伦	100%（间接）	抚州科伦	100%	销售公司	100%	科伦国际	70%（间接）	福德生物
100%	湖北科伦	100%	苏州研究院	85%（间接）	贵州科伦医贸				
100%	山东科伦	100%	天津研究院	100%（间接）	湖南科伦贸易				
100%	江西科伦	100%（间接）	美国科伦	85%（间接）	湖北科伦贸易				
100%	昆明南疆	100%（间接）	湖南研究院						
100%	黑龙江科伦								
100%	辽宁民康								
100%	黑龙江药包								
100%	科伦研究院								
100%	河南科伦								
85%	浙江国镜								
100%	伊犁川宁								
100%（间接）	广东科伦								
80%	广西科伦								
100%	君健塑胶								
100%（直接+间接）	新迪医化								
85%	贵州科伦								
56%	青山利康								
51.12%（间接）	哈萨克斯坦科伦								
100%	新开元制药								

资料来源：科伦年报，中金公司研究部

不断整合壮大的输液版图

横向并购整合+纵向上下游产业链整合，不断巩固输液行业第一地位。2010 年上市后，公司凭借良好的资金实力，加快并购步伐进入新型市场。截至 2016 年 10 月 25 日，公司通过公开市场和其他合法方式对石四药持股比例已达 14.17%。同时，公司将上游的玻璃、原料药生产，中游的生产科研到下游的医药物流进行垂直整合，有效降低了交易成本，形成了明显的成本效益优势，加快提升行业集中度的步伐。



图表 2：输液板块加快行业并购整合



资料来源：科伦公告，中金公司研究部

抗生素中间体业务：打通上下产业链

2015 年我国抗生素市场规模达 1861 亿人民币，其中头孢菌素类、青霉素类、大环内酯类三者累计市场份额占 85%。硫氰酸红霉素（以下简称硫红）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。头孢类抗生素具有活性强、抗菌谱广、毒性及副作用小、疗效好及致敏性低的优点，其主要中间体包括 7-ACA、7-ADCA 等。

图表 3：抗生素主要中间体简介

名称	简称	介绍	用途
硫氰酸红霉素	硫红	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。也可用作兽药。
7-氨基头孢霉烷酸	7-ACA	头孢菌素中最常用的母核	头孢类抗生素具有活性强、抗菌谱广、毒性及副作用小、疗效好及致敏性低的优点，在临床上得到了较为广泛的应用。
6-氨基青霉烷酸	6-APA	生产半合成青霉素的重要原料	主要用于革兰氏阳性菌所致的感染。

资料来源：公司公告，中金公司研究部

2010 年公司设立伊犁川宁生物技术有限公司（以下简称川宁），主要从事抗生素中间体的生产。项目分为两期，第一期建设 20,000 立方米发酵硫氰酸红霉素以及与整个项目配套的热电联产动力系统及环保站。第二期建设 21,000 立方米发酵体积头孢中间体及配套的环保站。目前困扰公司多年的环保问题已得到解决，一期硫红 3000 吨产能在 2016 年上半年已实现满产。

图表 4：伊犁川宁生物技术有限公司抗生素中间体建设项目

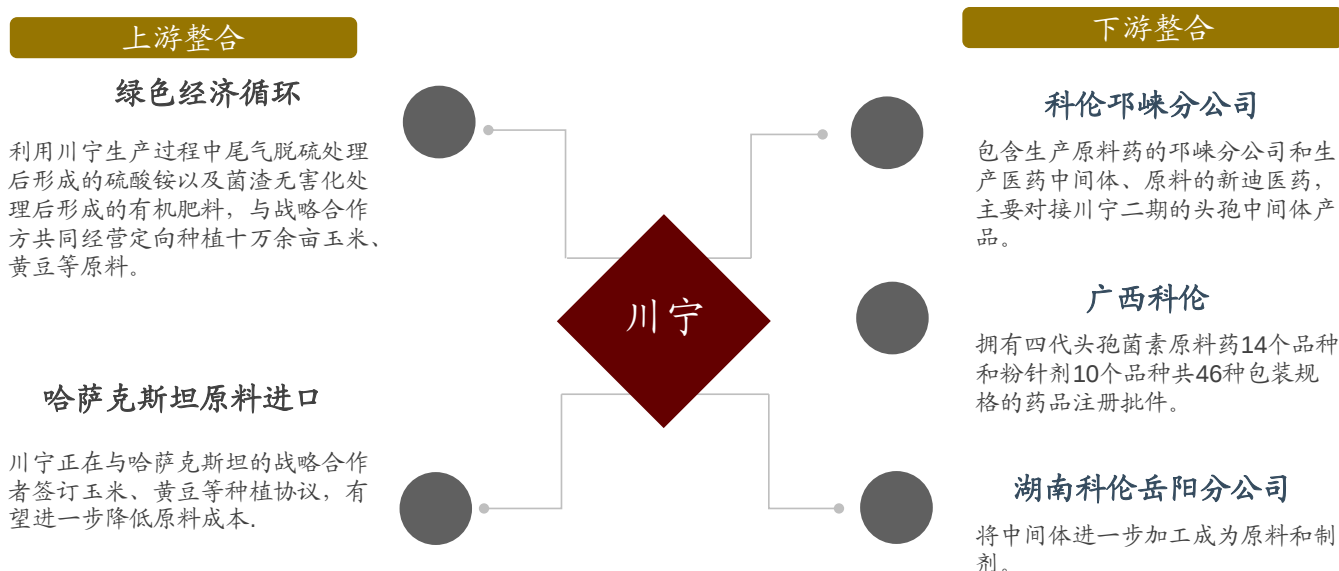
阶段	生产线	发酵体积规模 (立方米)	满产后年产能 (吨)	目前进度
第一阶段	硫氰酸红霉素	10,000	3,000	已满产
第二阶段	头孢系列中间体生产线三条	10,000	10,000	4000吨7-ACA预计明年能满产

资料来源：公司公告，中金公司研究部



目前科伦已基本实现上下游产业链整合。上游对于抗生素中间体的原料等进行绿色经济循环整合，且计划从哈萨克斯坦进口玉米等原料，进一步降低生产成本，下游通过设立和并购新的企业整合，构成将川宁中间体近一步加工成为原料和制剂的产业链格局。对于川宁的成本优势，下游的原料药、制剂产业链将出现逐级传导，大幅度增强整个科伦抗生素板块的竞争水平。

图表 5：抗生素产业链布局

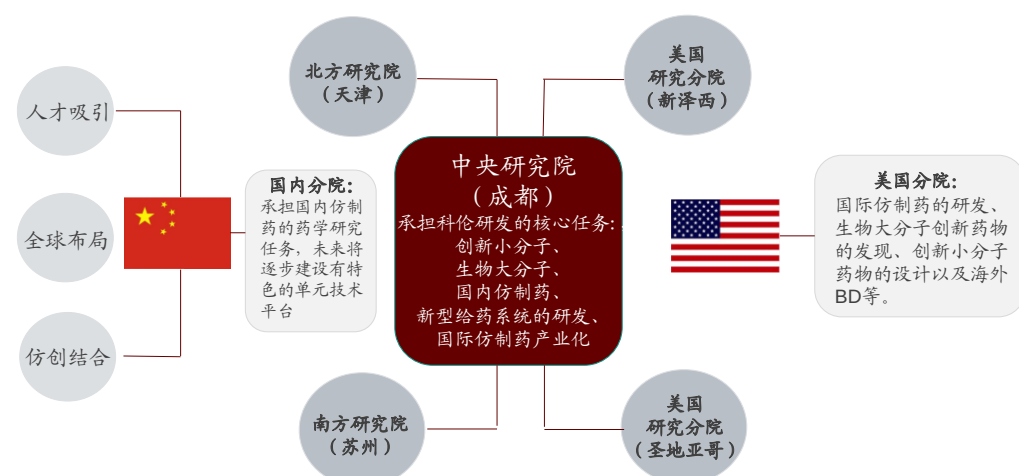


资料来源：公司公告，中金公司研究部

制剂板块：仿制+创新引领转型之路

“五位一体”的研发机构布局。2013 年科伦成立研究院，在王晶翼博士加盟后，确立了“以仿制药为基础、创新药驱动未来，仿制推动创新”的研发思路，全面推进仿制和创新产品的布局。目前公司形成了以成都研究院为核心，苏州、天津研究分院为两翼的国内研发体系。2015 年又在美国新泽西和圣地亚哥组建了国际仿制药、创新大分子和创新小分子研究分院。

图表 6：科伦研发布局

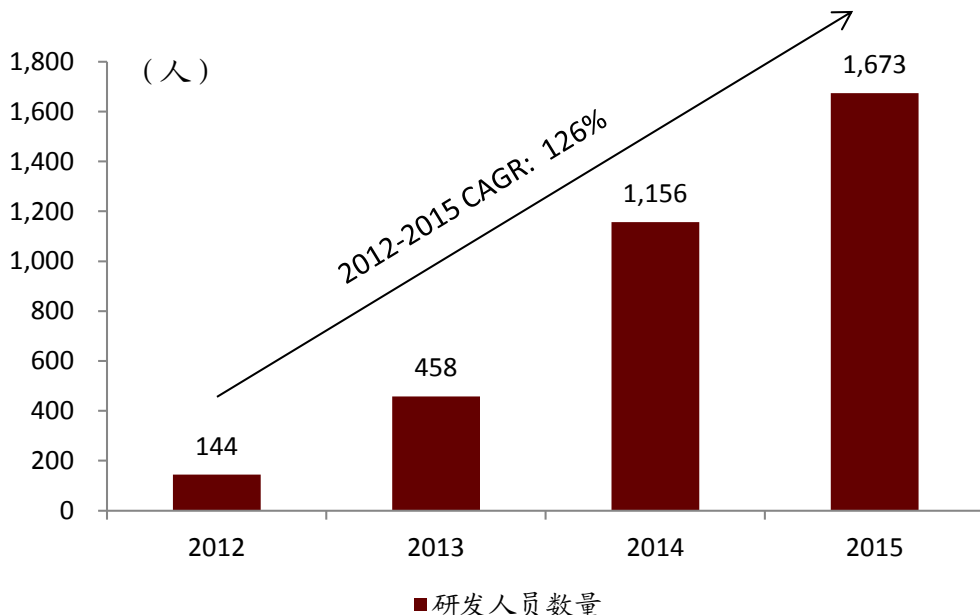


资料来源：公司公告，中金公司研究部



科伦已经建立了一支超过 1600 人的高素质研发团队。随着“五位一体”研发布局的建立，公司在全球吸引和批量引进了美国仿制药研发、创新药小分子设计和生物大分子创新等专业领域，在辉瑞、默克、礼来、雅培、诺华、梯瓦等知名跨国药企从事研发工作多年的高端人才。从 2012 年的 144 人到 2015 年底的 1673 人，3 年扩招 CAGR 达 126%。

图表 7：科伦研发团队



资料来源：公司公告，中金公司研究部

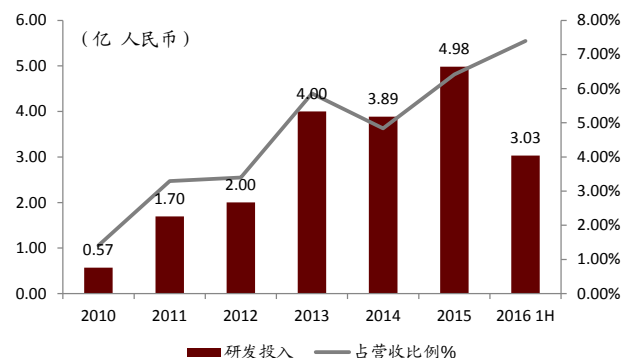
近年来公司不断加大对药物研发的投入，截至目前已累计投入超过 20 亿。2015 年研发投入为 4.98 亿，占营业收入的 6.4%，且占比仍然继续提升，2016 年上半年投入持续增加为 3.03 亿，占营业收入 7.4%。截至 2016 年 7 月，公司已有 38 个优秀药物获批临床。短短几年时间，科伦已跻身全国第一研发梯队。

图表 8：2015 年研发投入超过 4 亿的 A 股上市公司

企业名称	2015 年研发投入 (亿人民币)	同比增长	研发费用占比
恒瑞医药	8.92	36.8%	9.6%
复星医药	8.30	21.3%	6.6%
海正药业	8.28	48.4%	9.4%
上海医药	6.18	20.6%	5.2%
天士力	5.03	37.2%	3.8%
科伦药业	4.98	28.2%	6.4%
健康元	4.96	28.2%	5.7%
人福医药	4.04	21.0%	4.0%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 9：公司近年来研发投入



资料来源：科伦年报，中金公司研究部

股权激励：行权条件释放积极信号

2016 年 10 月 28 日，公司公告发布 2016 年限制性股票激励方案（草案），拟授予的限制性股票数量 748.1067 万股，占公告时公司股本总额 144,000 万股的 0.52%，标的股票来源为公司二级市场回购。计划授予的激励对象总人数为 312 人，包括公司或公司子公司任职的公司高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）人员。



此次股权激励涉及人员广泛，充分调动公司高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）人员的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，有利于公司长期发展。股权激励行权条件规定 2017 年、2018 年净利润相对于 2016 年增长分别不低于 15% 和 45%，显示了公司在医药行业增速放缓、研发投入逐年增长情况下仍对于未来几年业绩稳定增长的信心。

图表 10：各年度业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一次解除限售	以 2016 年净利润为基数，2017 年净利润增长率不低于 15%
第二次解除限售	以 2016 年净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 45%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

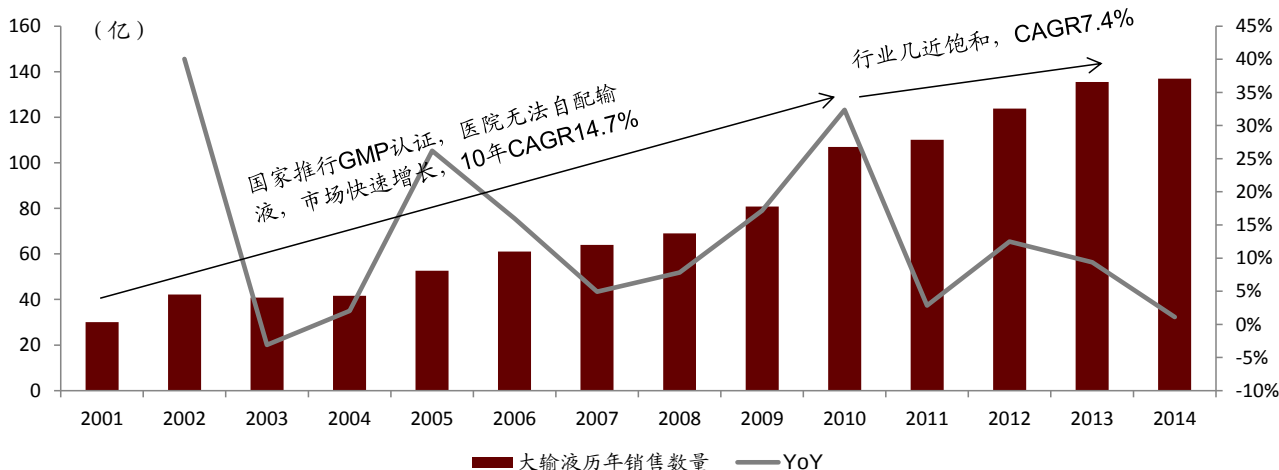


大输液板块：业务结构调整将带来盈利小幅稳定提升

大输液行业告别黄金时代，行业集中度进一步提升是必然趋势

自 2014 年以来，大输液行业开始进入微利时代。大输液是指容量在 50ml 或以上的大容量注射剂。随着限抗及限输液的政策频出，安全用药监管的逐渐加强，市场环境发生了巨大的变化，输液销售增长乏力。

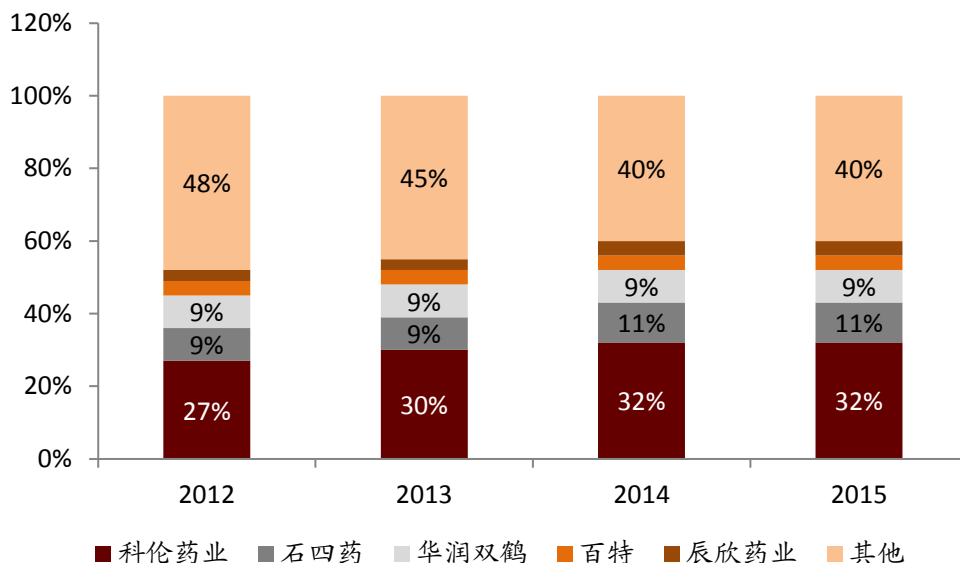
图表 11：大输液市场容量历年变化



资料来源：辰欣药业招股说明书，中金公司研究部

近年来我国大输液行业的集中度逐渐上升，2015 年前三大企业的市场份额已达 52%，与发达国家相比仍然有上升空间。在欧洲，费森尤斯卡比、贝朗以及百特各占~30%的市场份额；美国百特一家独大，约占 80% 市场份额；日本大冢制药约占 50%。在国家政策趋严、行业下滑的过程中，生产设备和管理水平落后的小企业将逐步被市场淘汰，龙头企业的市场份额将进一步提升。

图表 12：我国大输液行业集中度提升



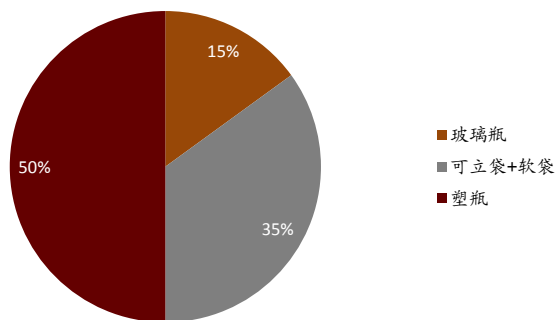
资料来源：辰欣药业招股说明书，中金公司研究部



科伦通过结构升级带来毛利率的上升，将抵消收入小幅下滑带来的影响

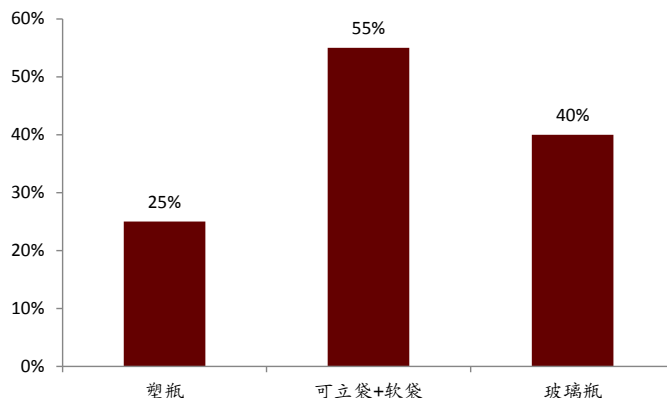
板块结构优化仍有进一步提升空间。目前科伦年产量达 48 亿瓶，塑瓶占比为 50%，但因塑瓶市场整体供过于求，竞争激烈，导致该部分业务的毛利率仅为 25%。软袋（主要为可立袋）占比约为 35%，其毛利率大幅高于塑瓶，约为 55%。

图表 13：科伦输液板块业务结构——按包装占比



资料来源：公司资料，中金公司研究部

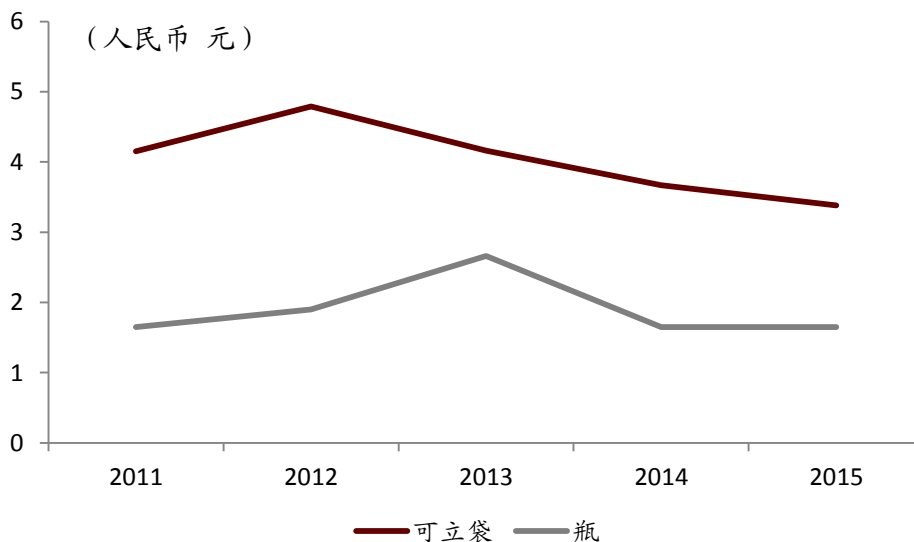
图表 14：科伦各业务结构毛利率——按包装



资料来源：公司资料，中金公司研究部

可立袋招标价格在下降，玻璃瓶、塑瓶价格已见底。可立袋为公司首创拥有多项专利技术，在招标过程中具有较强的议价能力。从几个代表性省份的招标数据来看，可立袋的招标价格多在 3~4 元，远高于玻璃瓶和塑瓶的 1~2 元。近年来随着输液行业竞争的激烈化，可立袋招标价格出现一定的下滑，以四川省为例招标价由 2013 年超过 4 元降至目前 3 元多，预计未来下滑趋势仍会延续，但玻璃瓶、塑瓶的价格已见底稳定在 1~2 元。但随着公司输液板块的结构升级调整，总体毛利率将稳步上升，我们预计公司未来输液板块可稳定提供约 10 亿的净利润，为公司的现金流提供强有力的保障。

图表 15：科伦在四川省历年大输液招标价格情况

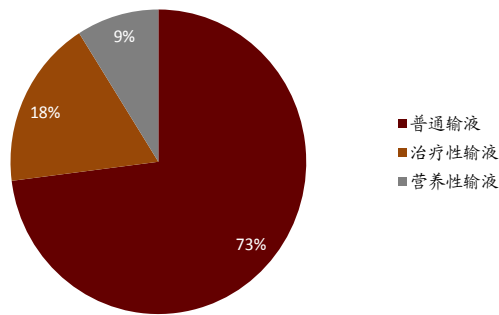


资料来源：PDB，四川省政府采购招标网站，中金公司研究部。注释：该招标产品为 250ml，25g 葡萄糖注射液

按品种分类来看毛利率最高的治疗性输液目前仅占 9%。普通输液收入占比 73%，治疗性输液占比 18%。公司治疗性输液主要包括心脑血管类、抗病源微生物类、水电解质平衡类以及血容量扩充剂等共十几个品种的注射剂。近年来公司不断加大对于高端输液的研发，2015 年注射用乳糖酸阿奇霉素/氯化钠注射液（液固双室袋）获“中国人民解放军总后勤部卫生部军队医疗机构制剂批件”，复方醋酸钠林格注射液品种获 FDA 注册批件。输液板块向高端产品的升级仍然有较大的空间。

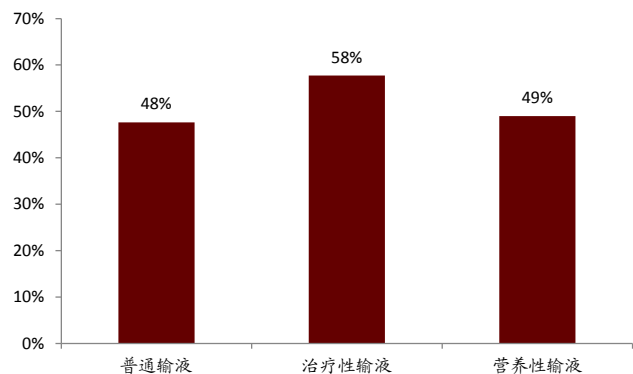


图表 16：目前科伦输液板块业务结构——按品种占比



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 17：科伦各业务毛利率——按品种

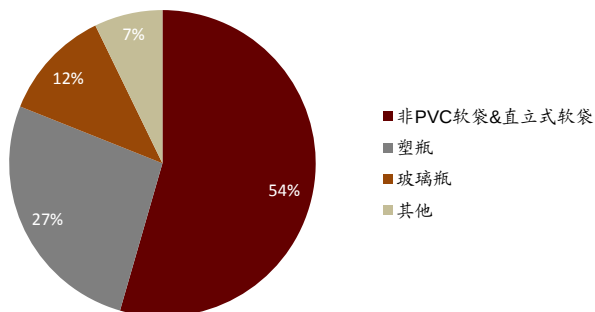


资料来源：公司资料，中金公司研究部

增持石四药股份，强者更强

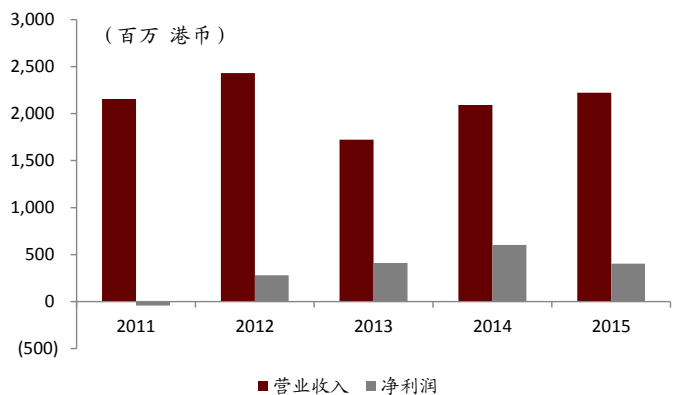
石四药（前利君国际）大输液目前在国内市场份额约为 11%，仅次于科伦。2015 年石四药营业收入 22 亿港元，净利润 4.03 亿港元。输液板块的收入占总收入的 98%，非 PVC 软袋&直立式软袋占比 54%，塑瓶占比 27%。截至 2016 年 10 月 25 日，科伦通过公开市场和其他合法方式购买石四药股份累计达 14.17%，且公司将视经营情况及公司的发展策略，持续考虑对其投资的进展，进一步巩固国内输液板块龙头的地位。

图表 18：石四药输液板块业务结构



资料来源：石四药年报，中金公司研究部

图表 19：近年来石四药收入和净利润情况



资料来源：石四药年报，中金公司研究部



原料药抗生素板块：巨资解决环保问题，快速上量指日可待

2015 年我国抗生素市场规模为 1861 亿人民币，同比增长 8.4%¹。我国抗生素市场主要为头孢菌素类、青霉素类、大环内脂类，三类累计市场份额达 85%。中国是抗生素的消费大国，也是抗生素原料药和中间体的生产大国。但抗生素产业分布较为分散，在技术研发、环境保护方面的投入均较低。在国家针对抗菌药物合理使用的政策频出、新《环保法》对环境严苛治理的双重压力下，抗生素原料药和中间体产业一度进入产能受限的瓶颈。

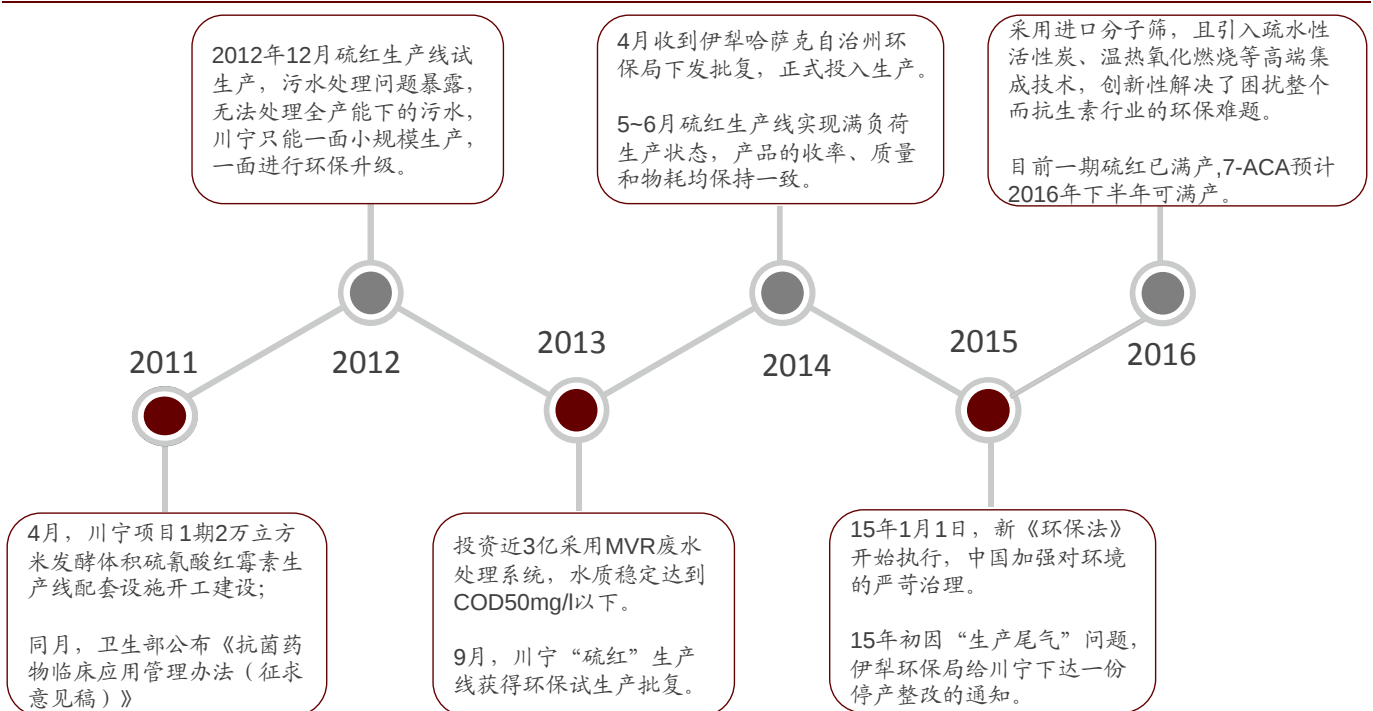
巨额投入解决环保问题

抗生素原料药中间体由于高污染、高排放的特性，一直是环保部门重点治理对象之一。2015 年 1 月 1 日，新环保法出台后各项环保指标均有提升，环保成本越来越高，整个行业承受了前所未有的环保压力，进入重新洗牌阶段。

川宁选址新疆伊犁后具有巨大成本优势，环保问题成为掣肘快速发展的最大因素。伊犁质优价廉的玉米、黄豆、棉籽等抗生素中间体的原材料和生产所需的煤炭资源，在满产的情况下相比内地企业每年有 7 亿的成本优势。凭借极强的价格成本优势，依靠“价格战”快速打破原有市场格局，科伦后来居上。

逾 17 亿的投入创新性解决环保问题，未来将继续投入 2 亿。川宁项目自建设初期便一直饱受环境问题困扰。2011 年至今，公司在川宁项目环保方面的投入已经超过了 17 亿元，较最初的计划增长了近 7 倍。公司采用进口分子筛，配合疏水性活性炭温热氧化燃烧等高端集成技术，彻底解决了抗生素尾气异味问题。且随着川宁环保技术的日趋成熟，已经形成自己的一套高标准，通过先进的技术对污水进行处理回收再利用，预计每年可节省 1~2 亿的成本。

图表 20：逾 17 亿的巨额投入创新性解决环保问题



资料来源：公司公告，中金公司研究部

¹ 数据来源：中康 CMH



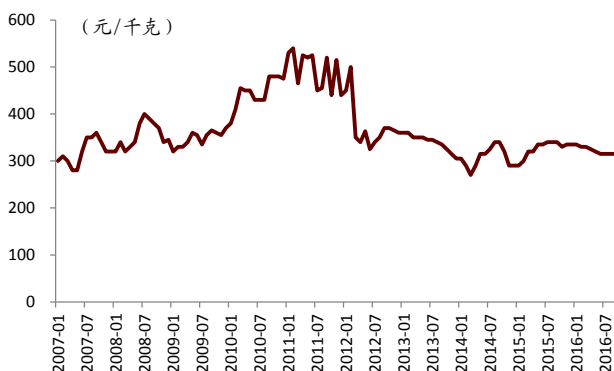
产能逐步提升，贡献新利润

► 一期硫红已满产

2016 年 4 月，公司一期硫红 3000 吨已实现满产。全球硫红需求量约为 9000 吨，目前市场上主要有 3 家企业生产，产能最大的为东阳光药业约为 5000 吨，其次为川宁和宁夏启元，各 3000 吨。川宁凭借巨额投入解决环保问题后，硫红产量快速上升，目前已实现满产，东阳光减产至 3000 多吨，宁夏启元则为 1000 多吨。

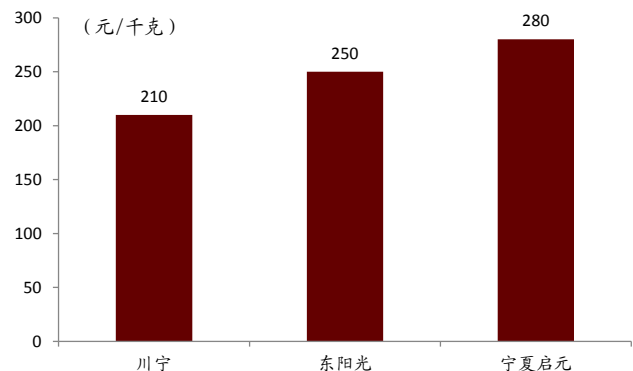
成熟后硫红生产线有望贡献约 2 亿净利润。从国内硫红单价走势图来看，按照 270 元/kg 的历史最低价计算，川宁成本为 210 元/kg，每年约 7000 万的费用计算，目前公司满产后的净利润约为 1 亿。后续公司有望通过将废渣转化为肥料种植玉米进一步降低成本至 180 元/kg，未来成熟后的硫红生产线有望提供约 2 亿的净利润。目前硫红价格稳定在 315 元/kg，若价格进一步上升，硫红线净利润仍有进一步上升空间。

图表 21：国内硫红单价走势图



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 22：国内三家主要硫红厂商生产成本



资料来源：公司资料，中金公司研究部

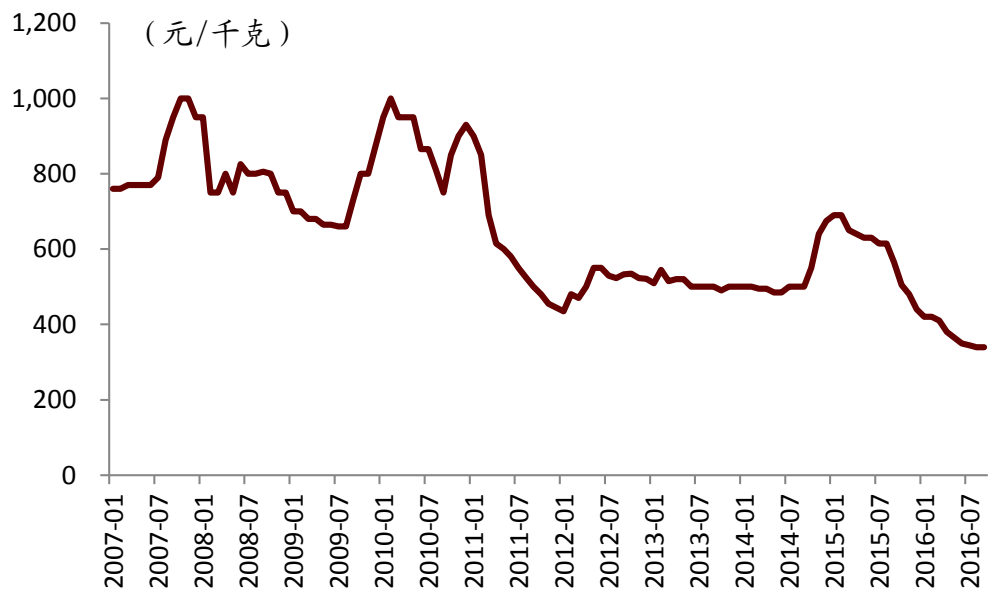
► 二期 7-ACA 有望明年满产

二期 7-ACA 预计明年可实现 4000 吨产能，成熟后有望贡献 2 个亿净利润。7-ACA 为头孢菌素中最常用的母核，市场需求量约为 6000 吨。目前国内主要生产厂商有健康元（产能 2000 吨）、威奇达（国药集团控股，产能约 1500 吨）、石药集团（产能约 1600 吨）。随着公司环保问题的解决，科伦有望延续硫红的模式，凭借低成本的优势通过新一轮“价格战”快速上量，对 7-ACA 行业重新洗牌。预计科伦 7-ACA 明年可以实现满产。

成熟后 7-ACA 有望贡献约 2 亿净利润。目前 7-ACA 价格达到 340 元/kg 的历史最低价，随着质量的提高和行业集中度提升，未来价格有望理性回归到 380 元/kg。公司目前成本为 320 元/kg（其他家成本约为 350 元/kg），后续公司计划从哈萨克斯坦进口 7-ACA 原料黄豆，进一步将成本控制在 280 元/kg。预计明年 7-ACA 能贡献约 8000 万利润，完全成熟后有望贡献超 2 亿利润，若 7-ACA 价格进一步上升回归理性，那么利润空间更大具备较强弹性。



图表 23：国内 7-ACA 单价走势图

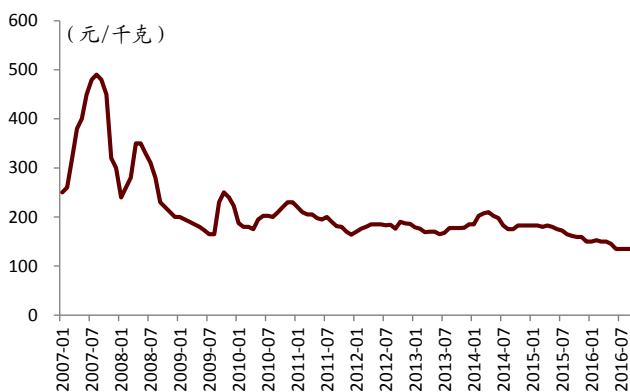


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

► 6-APA、青霉素工业盐

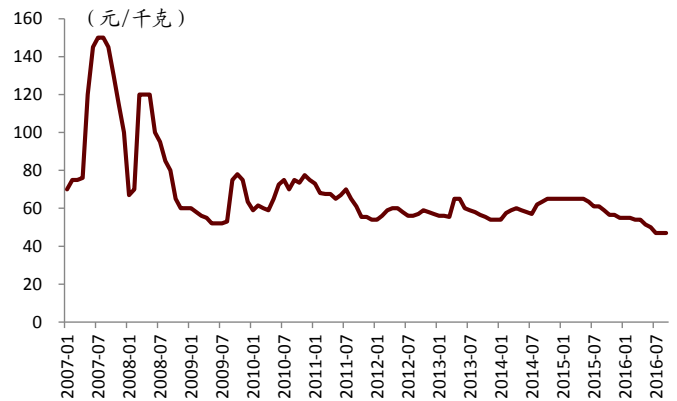
公司 6-APA、青霉素工业盐产能分别为 3000 吨和 4000 吨。目前国内 6-APA 的价格稳定在 135 元/kg，青霉素工业盐的价格稳定在~50 元/kg，倘若按照 15% 的净利润率计算（与 7-ACA 类似），预计未来成熟后 6-APA、青霉素工业盐总共可贡献约 1 亿的净利润。

图表 24：国内 6-APA 单价走势图



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

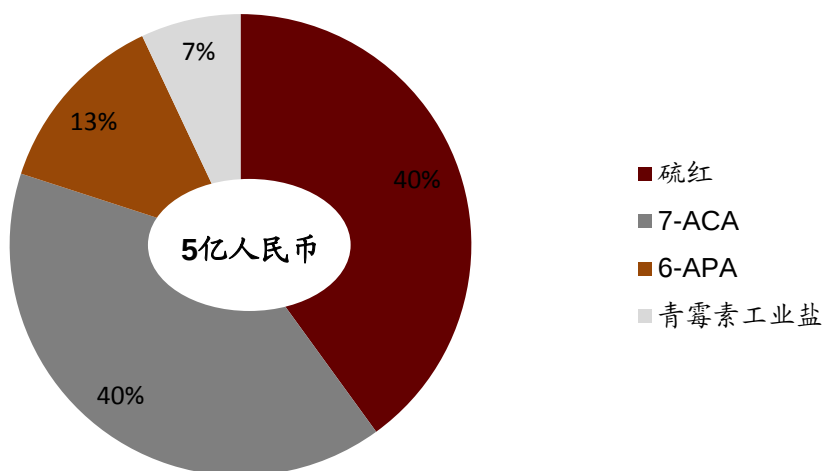
图表 25：国内青霉素工业盐单价走势图



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



图表 26：成熟后各抗生素中间体预计净利润贡献占比



资料来源：公司资料，中金公司研究部



制剂板块：以仿制为基础推动创新，后发优势明显

制剂板块大投入广布局，将在未来 5~10 年迎来收获期。输液板块以及即将满产的抗生素中间体产品线将为后续的研发提供稳定的现金流保证。近三年科伦近 13 个亿的研发投入布局了 347 个研发项目，已申报 100 项，其中 30 项为国家首家申报，涉及肿瘤、糖尿病、心血管、抗病、抗凝、抗菌、镇静等多个治疗领域。目前公司需开展临床研究的全部项目共计 72 项（含已获批项目 38 项，待获批项目 34 项），其中 BE 项目 43 项（仿制药 BE 项目 23 项，一致性评价 BE 项目 20 项），验证性临床项目 29 项。

药品审评趋严，科伦后发优势明显

为解决国内医保费用余额不足、药品质量偏低、对外竞争力不够等系列问题，自 2015 年起，国家卫生部、食品药品监督管理局等各部委等对医药行业出台系列政策，旨在提升国家药品质量、鼓励创新药研发等。医药行业特别是制药工业面临全面升级。预计未来几年随着各政策的落实，行业面临重新洗牌。

数据自查迫使临床试验从严，利于国产药品质量提升。2015 年下半年开始的针对制药企业申报的临床数据自查（即“722 风暴”）后，药品审评中心（CDE）在临床自查核查同时，对验证性临床和仿制药的队列审评整体提速。截至 2016 年上半年，全国 1622 件待查申请中主动撤回 1144 件，不批准数 48 件，总不通过率 83.40%。大量申请的撤回，在解决 CDE 申请积压问题同时，解放 CDE 审评人员腾出人手加速仿制药临床一致性评价、高质量创新药审评等工作。

图表 27：2016 年上半年临床数据自查核查结果

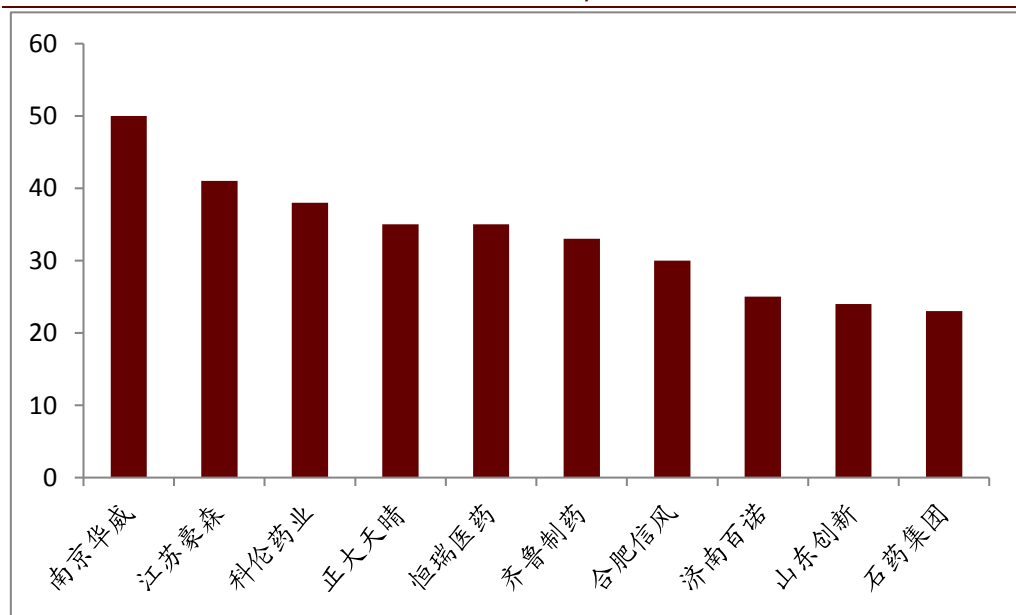
序号	项目	数量（件）	序号	项目	数量（件）
1	待查总数	1622	6	按撤回处理	6
2	减免临床	193	7	未自查不批准	10
3	需查总数	1429	8	主动撤回	1144
4	评审不通过	8	9	撤回或不批准数	1192
5	核查不通过	24	10	总不通过率	83.40%

资料来源：CDE，中金公司研究部

科伦作为仿制药的“后来者”，无论是所选药物品种、还是生产质量标准，均有明显后发优势。截至 2016 年上半年，科伦已有 38 个优秀品种获批临床，数量在国内药企中排名第三。其他排名靠前的还有南京华威、江苏豪森、正大天晴和恒瑞医药等。一方面与 CRO 公司展开广泛合作，另一方面重金快速组建研发团队，短短几年科伦已跻身国内第一研发梯队。



图表 28：2015 年化药 3 类临床批件数量企业 Top10



资料来源：医药魔方，中金公司研究部

先仿制：17 年开始将逐渐步入收获期

原 6 类申报品种广泛覆盖各治疗领域，品种总价值超百亿元人民币。通过对科伦已获批临床或申报中的品种梳理，按原 6 类申报（原 6 类新药指已有国家药品标准的原料药或者制剂）的布局品种中，15 年销售额超 1 亿人民币（PDB 样本医院数据）的有 21 个。治疗领域包括癌症及其辅助用药、抗感染、镇静、镇痛、心绞痛、乙肝等。预计 17 年开始，科伦的仿制药将陆续进入收获期。

图表 29：公司已获批或申报中的原 6 类临床批件药物中销售额超 1 亿人民币的品种

通用名	申报时间	最新状态	15 年样本医院销售额 (亿人民币)	适应症
注射用紫杉醇(白蛋白结合型)	2016/3/7	申请临床	14.84	卵巢癌、乳腺癌、NSCLC 等
盐酸氨溴索注射液	2014/1/24	申请生产	8.29	肺病
盐酸莫西沙星氯化钠注射液	2013/12/19	申请生产	5.71	抗细菌感染
盐酸帕洛诺司琼	2015/7/8	申请 BE	5.40	止吐
注射用还原型谷胱甘肽	2014/8/18	申请生产	5.13	保肝，化疗等辅助
唑来膦酸注射液	2015/1/21	申请生产	4.99	骨质疏松
氟比洛芬酯注射液	2014/6/3	申请生产	4.92	镇痛
奥氮平片	2012/9/14	批准临床(含 BE)	4.27	精神病
注射用头孢硫脒	2012/9/6	申请生产	4.22	抗细菌感染
盐酸右美托咪定注射液	2014/6/20	申请生产	3.56	全麻时镇静
吉非替尼片	2014/1/17	批准临床(含 BE)	3.08	NSCLC
盐酸曲美他嗪片	2013/2/27	批准临床(含 BE)	3.07	心绞痛预防
替比夫定片	2014/3/17	批准临床(含 BE)	2.85	乙肝
碘帕醇注射液	2014/1/22	申请生产	2.52	造影
帕瑞昔布钠	2013/8/7	申请生产	2.09	镇痛
左乙拉西坦片	2013/10/15	批准临床(含 BE)	1.86	癫痫
利伐沙班	2014/10/20	批准临床(含 BE)	1.84	预防静脉血栓
盐酸厄洛替尼片	2014/2/19	批准临床(含 BE)	1.75	NSCLC
甲苯磺酸索拉非尼	2014/1/29	批准临床(含 BE)	1.70	肝、肾癌
昂丹司琼口腔速溶膜	2015/10/12	批准临床(含 BE)	1.55*	止吐
盐酸莫西沙星片	2013/10/15	批准临床(含 BE)	1.47	感染
盐酸普拉克索片	2013/12/27	批准临床(含 BE)	1.29	帕金森

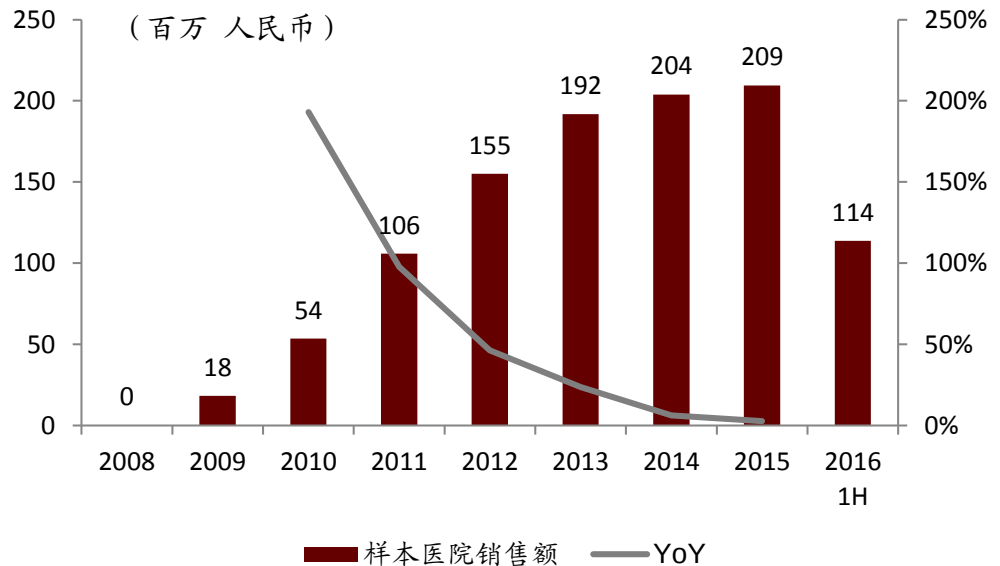
资料来源：医药魔方，PDB，中金公司研究部。注释：本表中销售数据均为国内样本医院销售额。原 6 类新药指已有国家药品标准的原料药或者制剂。*昂丹司琼样本医院总销售额不分剂型



► 帕瑞昔布钠: 第一个有望获批上市的过亿大品种, 预计 17 年可上市

帕瑞昔布钠为选择性 COX-2 抑制剂, 主要用于手术后疼痛的短期治疗。帕瑞昔布钠原研药商品名为特耐, 为辉瑞公司原研药物, 专利将于 2017 年到期。特耐自 2008 年在我国上市后, 销售额逐年攀升, 2015 年国内市场为 2.1 亿人民币 (样本医院数据, 预计国内总销售额超 5 亿人民币) 占昔布类药物的 49.88%。科伦药业已于 2013 年 8 月申请生产, 进度排名为前三, 预计 2017 年可上市, 有望成为销售额过亿的大品种。

图表 30: 我国帕瑞昔布市场-样本医院数据



资料来源: PDB, 中金公司研究部

► 注射用紫杉醇 (白蛋白结合型): 销售额有望过亿的品种

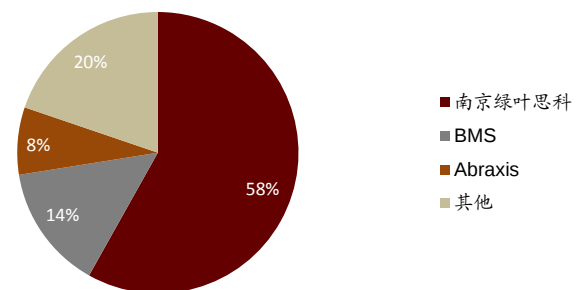
我国紫杉醇总市场超过 30 亿人民币。紫杉醇具有广谱抗癌作用, 作为卵巢癌、乳腺癌、NSCLC 的一、二线药物, 临床上应用广泛。近年来, 我国紫杉醇销售额逐年上升, 根据 PDB 数据, 2015 年国内样本医院紫杉醇的销售额近 15 亿, 实际市场大小超过 30 亿人民币。目前国内市场份额最大的绿叶思科的紫杉醇脂质体, 2015 年占紫杉醇类药物市场份额 48.9%。

图表 31: 我国紫杉醇市场-样本医院数据



资料来源: PDB, 中金公司研究部

图表 32: 我国紫杉醇竞争格局

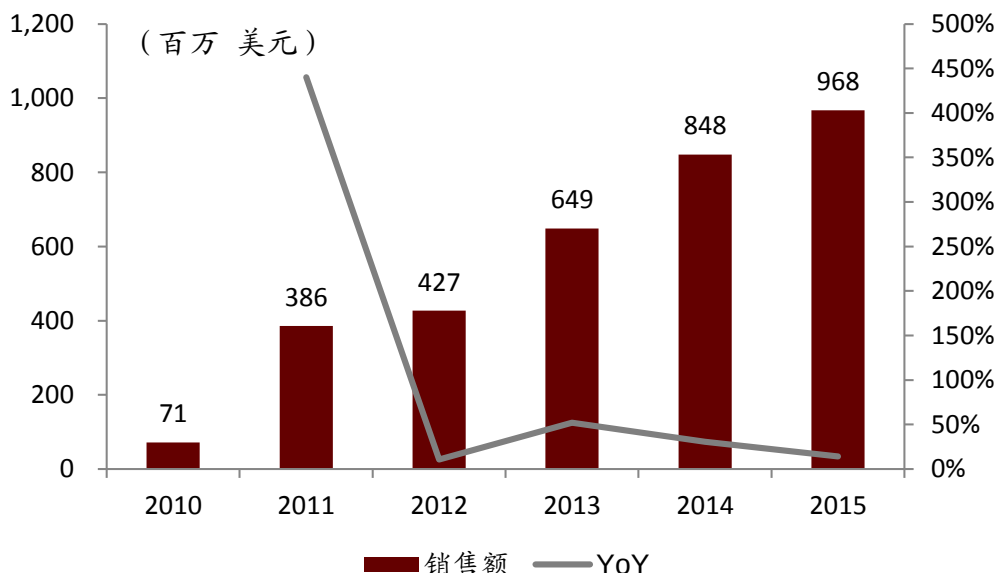


资料来源: PDB, 中金公司研究部



目前国内有 8 家企业正在进行注射用紫杉醇（白蛋白结合型）的研发，科伦目前正申报临床阶段，进度排名靠前。与脂质体相比，白蛋白结合型注射时不需预处理，提高用药时的效率。白蛋白结合型紫杉醇上市后，有望成为其强劲的对手，对现有的传统注射型紫杉醇进行替代升级。白蛋白结合型紫杉醇原研药 Abraxane 15 年全球销售接近 10 亿美元。目前传统剂型紫杉醇国内市场仍超 20 亿，科伦作为排名前列的生产厂商，按照 10% 的传统剂型替代率计算，有望成为年销售额过亿的大品种。

图表 33：原研药 Abraxane 全球销售额



资料来源：Celgene 年报，中金公司研究部

原 3 类品种重点布局癌症和糖尿病。按照原 3 类申报（原 3 类新药指已在国外上市销售但尚未在国内上市销售的药品，即首仿）的布局品种中，15 年销售额超一亿美元的有 15 个。包括恩杂鲁胺、阿昔替尼、卡巴他赛、阿法替尼等靶向抗肿瘤药物，以及卡格列净、沙格列汀、恩格列净等新型治疗糖尿病的药物。虽然 CFDA 新政策原 3 类新药申报的优势已不如从前，需与原 6 类一起集中申报使得竞争更加激烈，但数目众多的优秀品种对于科伦来说是绝对的增量。从布局产品线看来，绝大部分药物为刚上市不久或仍在临床阶段的优秀新品种，专利到期时间多为 2020 年后，为科伦研发“弯道超车”提供足够时间。

图表 34：公司已获批申报中的原 3 类临床批件药物中销售额超 1 亿美元的品种

通用名	原研药企	15 年全球销售额 (百万美元)	适应症	专利到期时间
索非布韦	Gilead	3,460	丙肝	2024
卡格列净	Johnson&Johnson	1,333	糖尿病	2024
恩杂鲁胺	Astellas Pharma	1,240	前列腺癌	2026
尼达尼布软胶囊	Boehringer Ingelheim	664	特发性肺纤维化	2020
枸橼酸托法替布	Pfizer	523	类风湿性关节炎	2020
马来酸阿塞那平	Merck	297	精神分裂	2020
恩格列净	Lilly	284	糖尿病	2027
罗氟司特	Takeda		COPD 咳嗽	2024
卡巴他赛	Sanofi	194	前列腺癌 2 线	2016
马来酸阿法替尼	Boehringer Ingelheim	178	NSCLC 一线、 HER2 阳性乳腺癌	2022
瑞戈非尼	Bayer	168	结直肠癌靶向	2031
奥拉帕尼	Astra Zeneca	101	卵巢癌	2024

资料来源：FDA，医药魔方，彭博资讯，中金公司研究部。注释：原 3 类新药指已在国外上市销售但尚未在国内上市销售的药品。*为昂丹司琼整体销售额（不分剂型），背景标注灰色为糖尿病药物，蓝色为抗癌药。



► 癌症及辅助用药类：聚焦小分子靶向

- **恩杂鲁胺 (Xtandi)** 为 Astellas 与 Medivator 联合开发用于多西他赛治疗无效的转移性前列腺癌的小分子药物，2012 年受 FDA 批准上市。该药物可与雄性激素竞争性地结合至雄性激素受体。2015 年全球销售额已达 12 亿美元，据 Evaluate Pharma 预测，该药物在 2020 年有望达到 46 亿美元的销售额。
- **阿昔替尼 (Inlyta)** 为辉瑞公司研发的新一代肾癌靶向药物，2012 年受 FDA 批准上市。2015 年阿昔替尼获批在中国上市，用于既往接受过一种酪氨酸激酶抑制剂或细胞因子治疗失败的进展期肾细胞癌 (RCC) 的成人患者。2015 年阿昔替尼全球销售额达 4.3 亿美元。

► 糖尿病类：覆盖 SGLT2 和 DPP4 新型降血糖药物

- **卡格列净 (Invokana)** 为第一个获批的 SGLT2 抑制剂。由强生研发，2013 年获美国 FDA 批准上市。卡格列净作用于肾脏中帮助葡萄糖重吸收的 SGLT2 蛋白，使更多的糖通过尿液排出从而降低体内血糖浓度。卡格列净 15 年全球销售额已达 13 亿美元，根据 Evaluate Pharma 预测，卡格列净 2022 年销售额将超过 33 亿美元。
- **恩格列净 (商品名 Jardiance)** 是由勃林格殷格翰和礼来公司联合研制的 SGLT2 降糖药物，2014 年受 FDA 批准上市。2015 年全球销售额即达到 2.84 亿美元。根据 Evaluate Pharma 预测，恩格列净 2020 年销售额有望达到 39 亿美元。
- **替格列汀、曲格列汀** 均为新型 DPP4 抑制剂，DPP4 的作用机理为通过增加 GLP-1 水平抑制胰高血糖素进而减少肝糖输出，同时促进胰岛素的释放。目前全球最畅销的 DPP4 类药物为默克公司研发的西格列汀 (Januvia)，2015 年销售额已超过 63 亿美元。科伦在布局西格列汀的国内仿制同时，也加速布局新型 DPP4 型抑制剂，未来有望在糖尿病领域取得亮眼业绩。

后创新：小分子靶向+生物大分子全线布局

- **小分子已立项研究 34 个创新项目。**科伦持续跟踪研究频度位于全球前 20 位且有新靶点的重要疾病领域，不断布局有突破性进展和重大临床价值的创新靶点和药物。在仿制的经验和基础上，公司创新研发成功率值得期待。
- **大分子聚焦免疫检查点创新单抗和 ADC 药物。**2016 年上半年，科伦启动了成熟靶点、免疫相关颠覆性靶点、肿瘤辅助治疗及抗心脑血管疾病等多个方向的大分子项目开发。在研品种共 20 项，2016 年上半年新启动 6 项。其中重组抗表皮生长因子受体人鼠嵌合单克隆抗体注射液 (抗 EGFR 单抗) 已获批临床。
- **新型给药系统 (NDDS) 团队成功构建多个平台。**目前科伦成功构建了脂质体、微球、纳米粒、微晶等技术平台，围绕抗肿瘤、糖尿病和精神疾病等领域已布局 16 项高附加值品种，上半年推进 14 个项目进展，申报临床 1 项。



盈利预测与投资建议

盈利预测

- ▶ 目前硫氰酸红霉素已满产, 预计 2016 年提供超过 6000 万净利润; 7-ACA 预计 16 年底满产, 17 年可提供约 8000 万净利润。
- ▶ 公司的仿制药制剂 2017 年开始逐步上市, 预计 2018~2020 年制剂板块收入 YoY 将超过 30%。
- ▶ 公司 2016~2020 年将继续加大仿制药、创新药的研发投入, 预计 2016 年研发投入 6 亿, 2017 年投入 8 亿人民币。

图表 35: 2016~2018E 公司收入拆分预测

	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	4,026.4	5,147.8	5,885.3	6,831.3	8,023.4	7,763.3	8,252.7	9,889.3	11,338.2
(+/-%)		27.9%	14.3%	16.1%	17.5%	-3.2%	6.3%	19.8%	14.7%
主营业务成本	(2,373.5)	(2,945.0)	(3,374.2)	(3,712.1)	(4,607.8)	(4,505.5)	(4,701.9)	(5,990.3)	(6,852.7)
毛利率		24.1%	14.6%	10.0%	24.1%	-2.2%	4.4%	27.4%	14.4%
主营业务收入	4,026	5,148	5,885	6,831	8,023	7,763	8,253	9,889	11,338
YoY		27.9%	14.3%	16.1%	17.5%	-3.2%	6.3%	19.8%	14.7%
输液	3,641	4,629	5,104	5,700	6,192	5,929	5,854	5,897	5,978
YoY		27.1%	10.3%	11.7%	8.6%	-4.2%	-1.3%	0.7%	1.4%
普通输液		3,362.1	3,680.2	4,112.0	4,567.2	4,350.1	4,132.6	4,008.6	3,888.3
YoY			9.5%	11.7%	11.1%	-4.8%	-5.0%	-3.0%	-3.0%
治疗性输液		907.4	1,014.2	1,104.1	1,105.6	1,066.1	1,172.7	1,289.9	1,418.9
YoY			11.8%	8.9%	0.1%	-3.6%	10.0%	10.0%	10.0%
营养性输液		359.5	409.3	484.3	518.9	513.1	549.0	598.5	670.3
			13.9%	18.3%	7.2%	-1.1%	7.0%	9.0%	12.0%
原料药							541	1,894	2,842
YoY								250.0%	50.1%
硫氰酸红霉素							405.0	816.0	825.0
YoY								101.5%	1.1%
满产产能 (吨)							3,000.0	3,000.0	3,000.0
单价 (元/kg)							270.0	272.0	275.0
满产时间 (年)							0.5	1.0	1.0
7-ACA							136.0	896.0	1,400.0
YoY								558.8%	56.3%
满产产能 (吨)							4,000.0	4,000.0	4,000.0
单价 (元/kg)							340.0	320.0	350.0
满产时间 (年)							0.1	0.7	1.0
6-APA								121.5	405.0
YoY									233.3%
满产产能 (吨)								3,000.0	3,000.0
单价 (元/kg)								135.0	135.0
满产时间 (年)								0.3	1.0
青霉素工业盐								60.0	212.0
YoY									
满产产能 (吨)								4,000.0	4,000.0
单价 (元/kg)								50.0	53.0
满产时间 (年)								0.3	1.0
制剂	374	501	773	1,113	1,753	1,689	1,857	2,099	2,519
YoY		33.8%	54.2%	44.1%	57.5%	-3.7%	10.0%	13.0%	20.0%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部



图表 36：2016~2018E 公司主要财务数据预测

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
主营业务收入净额	5,885.3	6,831.3	8,023.4	7,763.3	8,252.7	9,889.3	11,338.2
增长率 %	14.3%	16.1%	17.5%	-3.2%	6.3%	19.8%	14.7%
主营业务成本	(3,374.2)	(3,712.1)	(4,607.8)	(4,505.5)	(4,701.9)	(5,990.3)	(6,852.7)
增长率 %	14.6%	10.0%	24.1%	-2.2%	4.4%	27.4%	14.4%
毛利	2,511.0	3,119.2	3,415.6	3,257.8	3,550.8	3,899.1	4,485.4
增长率 %	14.0%	24.2%	9.5%	-4.6%	9.0%	9.8%	15.0%
毛利率 %	42.7%	45.7%	42.6%	42.0%	43.0%	39.4%	39.6%
主营业务税金及附加	(59.1)	(66.6)	(71.5)	(75.6)	(80.4)	(96.3)	(110.4)
占主营业务收入 %	1.00%	0.98%	0.89%	0.97%	0.97%	0.97%	0.97%
主营业务利润	2,451.9	3,052.6	3,344.1	3,182.2	3,470.4	3,802.8	4,375.0
增长率 %	13.6%	24.5%	9.6%	-4.8%	9.1%	9.6%	15.0%
三项费用	(1,307.8)	(1,745.9)	(2,117.1)	(2,550.2)	(2,829.9)	(3,049.9)	(3,396.0)
三项费用率	22.2%	25.6%	26.4%	32.8%	34.3%	30.8%	30.0%
增长率 %	20.2%	33.5%	21.3%	20.5%	11.0%	7.8%	11.3%
销售费用	(696.7)	(887.0)	(1,048.9)	(1,027.9)	(1,081.1)	(1,236.2)	(1,394.6)
占主营业务收入 %	11.8%	13.0%	13.1%	13.2%	13.1%	12.5%	12.3%
增长率 %	0.6%	27.3%	18.2%	-2.0%	5.2%	14.3%	12.8%
管理费用	(518.9)	(695.2)	(855.3)	(1,061.0)	(1,138.9)	(1,265.8)	(1,451.3)
占主营业务收入 %	8.82%	10.18%	10.66%	13.67%	13.8%	12.8%	12.8%
增长率 %	32.3%	34.0%	23.0%	24.0%	7.3%	11.1%	14.7%
折旧与摊销	(231.7)	(325.7)	(496.3)	(568.7)	(618.8)	(678.9)	(740.6)
EBITDA	1,468.0	1,796.0	1,936.2	1,662.0	1,869.2	1,979.7	2,269.7
息税摊销前利润率	24.9%	26.3%	24.1%	21.4%	22.6%	20.0%	20.0%
EBIT	1,236.3	1,470.4	1,439.9	1,093.2	1,250.5	1,300.8	1,529.1
息税前利润率	21.0%	21.5%	17.9%	14.1%	15.2%	13.2%	13.5%
财务费用	(92.1)	(163.7)	(212.9)	(461.2)	(610.0)	(547.9)	(550.1)
占主营业务收入 %	1.6%	2.4%	2.7%	5.9%	7.4%	5.5%	4.9%
资产减值损失	(10.9)	(160.1)	(153.2)	(87.1)	(27.9)	(27.9)	(27.9)
占主营业务收入 %	0.2%	2.3%	1.9%	1.1%	0.80%	0.80%	0.80%
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	1.6	2.0	14.9	28.6	31.5	34.6	38.1
增长率 %	-122.2%	21.9%	664.5%	91.7%	10.0%	10.0%	10.0%
营业利润	1,134.8	1,148.5	1,088.8	573.5	644.0	759.6	989.2
占主营业务收入 %	19.3%	16.8%	13.6%	7.4%	7.8%	7.7%	8.7%
增长率 %	7.0%	1.2%	-5.2%	-47.3%	12.3%	17.9%	30.2%
补贴收入							
营业外收入	142.1	162.2	89.5	120.0	120.0	120.0	120.0
营业外支出	(8.40)	(28.25)	(29.52)	(12.70)	(12.7)	(12.7)	(12.7)
营业外收支净额	133.7	134.0	60.0	107.3	107.3	107.3	107.3
税前利润	1,268.5	1,282.5	1,148.7	680.8	751.4	866.9	1,096.5
营业外收入占比 %	11.2%	12.6%	7.8%	17.6%	16.0%	13.8%	10.9%
增长率 %	13.5%	1.1%	-10.4%	-40.7%	10.4%	15.4%	26.5%
所得税	(174.9)	(191.0)	(164.0)	(138.9)	(112.7)	(130.0)	(164.5)
有效税率 %	13.8%	14.9%	14.3%	20.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,093.7	1,091.5	984.7	541.9	638.7	736.8	932.1
少数股东损益	(6.1)	(12.0)	17.2	103.4	63.9	73.7	93.2
少数股东损益占比 %	0.6%	1.1%	-1.7%	-19.1%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
归属母公司所有者净利润	1,087.5	1,079.5	1,001.9	645.3	702.5	810.5	1,025.3
净利润率 %	18.5%	15.8%	12.5%	8.3%	8.5%	8.2%	9.0%
增长率 %	12.6%	-0.7%	-7.2%	-35.6%	8.9%	15.4%	26.5%

资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表 37: 2016~2018E 公司资产负债表数据预测

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,358.7	2,280.1	2,029.8	1,850.7	531.9	261.0	269.1
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	1,024.8	1,039.2	979.6	1,114.3	1,040.1	1,246.3	1,428.9
应收账款净额	1,621.3	2,170.9	2,623.1	2,671.5	2,839.9	2,980.3	3,417.0
其他应收款净额	83.6	204.3	183.1	105.4	112.1	134.3	153.9
预付账款	609.8	252.1	260.8	212.5	221.7	282.5	323.2
存货净额	1,331.6	1,768.0	2,073.5	2,207.3	2,303.5	2,707.9	2,910.1
其他流动资产	275.8	472.2	554.3	991.7	991.7	991.7	991.7
流动资产合计	7,305.6	8,186.7	8,704.1	9,153.5	8,040.8	8,604.1	9,493.8
长期股权投资	28.5	30.5	47.2	49.5	49.5	49.5	49.5
固定资产净额	2,085.3	5,101.7	5,960.7	6,039.1	6,300.7	6,557.3	6,756.3
在建工程	3,701.7	2,852.3	4,341.3	5,318.0	6,259.2	6,387.6	6,284.4
无形资产	987.5	1,048.2	979.7	1,031.7	1,080.4	1,125.9	1,168.5
商誉	292.1	157.1	157.1	157.1	157.1	157.1	157.1
长期待摊费用	22.6	23.9	14.9	10.4	5.9	1.4	(3.1)
递延所得税资产	38.4	57.2	87.6	121.1	121.1	121.1	121.1
其他长期资产	468.9	489.3	910.2	703.0	703.0	703.0	703.0
资产总计	14,930.8	17,946.9	21,202.8	22,583.3	22,717.6	23,706.9	24,730.7
短期借款	503.0	1,150.0	1,987.8	2,220.0	2,359.9	2,827.9	3,242.3
应付票据	1.7	5.0	4.4	0.6	0.6	0.7	0.8
应付账款	822.8	1,340.1	1,641.5	1,466.8	1,530.8	1,950.2	2,440.7
预收账款	12.7	20.2	24.8	30.5	32.4	38.9	44.6
应付职工薪酬	21.7	25.8	23.8	31.4	33.4	40.0	45.9
应付股利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应交税金	176.9	197.6	173.0	107.9	87.5	100.9	127.7
其他应付款	74.9	114.8	144.0	192.2	200.6	255.5	292.3
一年内到期的长期负债	0.0	1.7	50.0	921.9	921.9	921.9	921.9
短期应付债券			1,488.7	2,588.0	1,114.1	2,373.4	2,267.6
其他流动负债	774.8	420.5	116.0	141.4	141.4	141.4	141.4
流动负债合计	2,388.5	3,275.8	5,653.9	7,700.6	6,422.5	8,651.0	9,525.1
长期借款	1.7	50.0	850.0	327.1	337.4	202.2	161.2
应付债券	3,274.9	4,365.7	2,884.5	3,088.8	4,051.3	2,427.4	1,936.0
其他长期负债	201.6	231.4	844.1	302.9	302.9	302.9	302.9
负债合计	5,866.7	7,922.9	10,232.5	11,419.5	11,114.2	11,583.5	11,925.3
少数股东权益	261.2	264.0	230.9	103.8	40.0	(33.7)	(126.9)
股本净额	480.0	480.0	720.0	1,440.0	1,440.0	1,440.0	1,440.0
储备及未分配利润	8,322.8	9,279.9	10,019.5	9,620.0	10,123.4	10,717.2	11,492.3
资本公积金	4,645.0	4,644.9	4,415.1	3,674.9	3,674.9	3,674.9	3,674.9
盈余公积金	299.8	363.9	441.5	494.1	564.4	645.4	748.0
未分配利润	3,378.2	4,271.9	5,073.8	5,486.4	5,884.1	6,396.8	7,069.4
外币报表折算差额	(0.1)	(0.7)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益合计	8,802.8	9,759.9	10,739.5	11,060.0	11,563.4	12,157.2	12,932.3
负债及股东权益总计	14930.78	17946.85	21202.84	22583.35	22717.64	23706.93	24730.72

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部



图表 38: 2016~2018E 公司现金流量表数据预测

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	1,087.5	1,079.5	1,001.9	645.3	702.5	810.5	1,025.3
加：少数股东损益	6.1	12.0	-17.2	-103.4	-63.9	-73.7	-93.2
资产减值准备	10.9	160.1	153.2	87.1	27.9	27.9	27.9
固定资产折旧	171.7	266.0	432.9	501.9	548.6	605.6	664.4
无形资产摊销	60.1	59.7	63.4	66.8	70.2	73.3	76.2
长期待摊费用摊销	5.2	6.2	10.6	6.2	6.2	6.2	6.2
财务费用	133.3	204.8	253.9	507.2	610.0	547.9	550.1
投资损失	-1.6	-2.0	-14.9	-28.6	-31.5	-34.6	-38.1
营运资本变化	-1,074.8	-692.2	-680.2	-523.6	-150.3	-333.0	-316.0
其他	4.3	-43.8	15.2	80.5	-	-	-
经营现金流	402.8	1,050.4	1,218.7	1,239.4	1,719.7	1,630.1	1,902.7
每股经营现金流(元)(最新股本)	0.28	0.73	0.85	0.86	1.19	1.13	1.32
资本支出	-2,773.5	-2,258.9	-2,757.7	-1,840.1	-1,898.1	-1,137.3	-907.1
其他	18.8	154.6	-230.8	-259.6	29.8	32.9	36.4
投资现金流	(2,754.7)	(2,104.3)	(2,988.5)	(2,099.7)	(1,868.3)	(1,104.3)	(870.7)
股权融资	4.8	6.4	-	0.3	-	-	-
借款变动	-916.4	-3.0	1,441.2	362.8	-361.1	-31.8	-223.8
分配股利和利息偿还	-222.4	-410.1	-516.5	-636.2	-809.1	-764.7	-800.2
其他	3,774	1,354	209	1,367	-	-	-
融资现金流	2,639.6	947.0	1,134.0	1,093.4	(1,170.2)	(796.5)	(1,024.0)

资料来源：公司数据，中金公司研究部

投资建议

我们预计 2016~2018 年净利润增长 8.9%/15.4%/26.5%，EPS 分别为 **0.49 元、0.56 元和 0.71 元**。公司已解决原料药生产遇到的环保问题，正逐渐恢复产能。目前硫氰酸红霉素已满产，预计 2016 年将贡献 6000~7000 万净利润，7-ACA 将于 2016 年底达到满产，预计 2017 年贡献 8000 万净利润。公司仿制药制剂预计 17 年开始批量上市贡献利润。

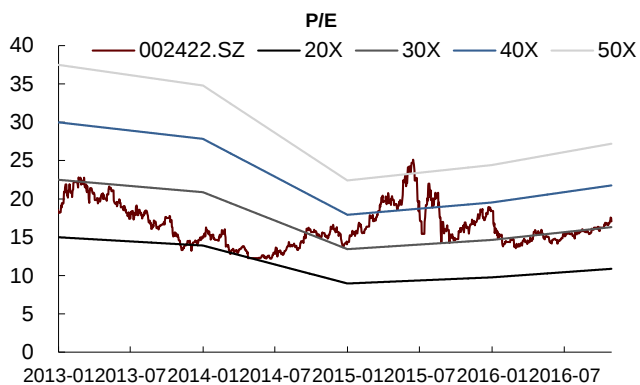
2017 年化学制剂药行业平均 P/E 估值 32 倍。考虑到科伦抗生素原料药解决环保问题即将快速上量，2017 年开始仿制药陆续获批，将为公司带来较大利润弹性，给予一定估值溢价。首次覆盖给予**确信买入**，给予 **23.5 元**目标价(相对目前股价 34.4%的上涨空间)，对应 **2017/2018 年 P/E 分别为 42 倍/33 倍**，对应公司市值为 **338 亿人民币**。

风险提示

抗生素原料药价格下降；仿制药制剂开发进度不及预期。

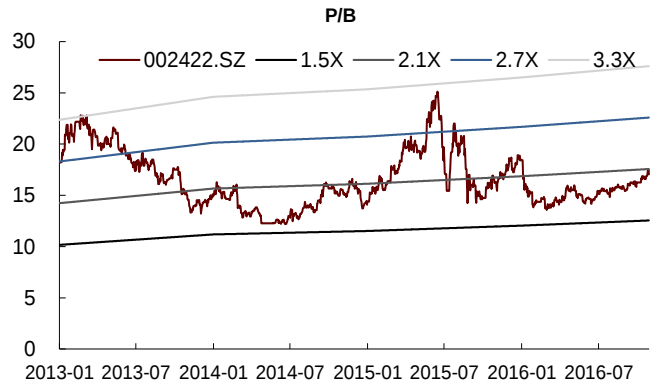


图表 39: 公司历史 P/E Band



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 40: 公司历史 P/B Band



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 41: 可比公司估值表

公司名称	代码	收盘价	总市值 (百万元)	每股收益(元)			P/E			净资产收益率		P/B			P/S	
		2016/11/23		2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E
恒瑞医药	600276	46.10	108,221	0.93	1.21	1.49	50x	38x	31x	34x	38x	22%	22%	10.9x	8.6x	6.9x
华东医药	000963	74.11	36,022	2.26	2.86	3.48	33x	26x	21x	22x	20x	37%	23%	12.1x	6.0x	5.1x
惠华药业	002262	19.46	12,274	0.41	0.49	0.58	48x	40x	33x	38x	33x	14%	14%	6.8x	5.5x	4.7x
人福医药	600079	20.05	25,785	0.51	0.72	1.01	39x	28x	20x	20x	21x	8%	10%	3.3x	2.8x	2.5x
科伦药业	002422	17.48	25,171	0.45	0.49	0.56	39x	36x	31x	21x	20x	6%	6%	2.3x	2.2x	2.1x
海思科	002653	17.81	19,240	0.34	0.41	0.47	52x	43x	38x	49x	41x	17%	18%	8.9x	7.9x	6.8x
信立泰	002294	29.75	31,119	1.21	1.40	1.66	25x	21x	18x	20x	19x	28%	27%	6.8x	5.7x	4.7x
化学制剂药——中值			9,859				65x	39x	32x	42x	40x	6%	10%	6.2x	5.5x	4.7x
化学原料药——中值			10,298				83x	47x	33x	40x	39x	6%	9%	5.0x	4.3x	3.77
生物制药——中值			18,762				61x	44x	35x	40x	41x	11%	12%	8.2x	6.6x	5.55
现代中药——中值			9,473				45x	36x	31x	36x	35x	9%	9%	4.2x	3.7x	3.38
品牌中药——中值			19,959				38x	31x	27x	30x	24x	13%	13%	5.1x	4.4x	3.70
综合性制药企业——中值			16,576				40x	19x	16x	17x	16x	11%	13%	3.6x	2.8x	2.50
医药商业——中值			13,405				62x	44x	31x	26x	27x	11%	10%	6.4x	4.5x	3.89
医疗服务——中值			14,428				78x	58x	47x	53x	45x	16%	11%	13.2x	8.8x	7.4x
器械和诊断——中值			8,903				71x	57x	45x	50x	45x	9%	10%	7.0x	5.8x	5.0x
全行业——中值			11,071				60x	45x	34x	37x	37x	10%	11%	5.4x	4.7x	4.20

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部; 注: 浅灰色背景表示的是中金覆盖公司(采用中金预测), 白色背景为未覆盖公司(采用万得一致预期)



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

