

科伦药业 (002422.SZ)

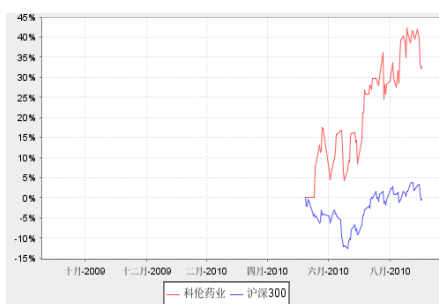
独享大输液的第二次产业升级

评级: **买入** 前次:
 目标价(元): **127-139**
 联系人: 分析师
 胡德军: 程彬彬
 消费品小组: S0740210020002
 0531-81776395
 hudj@qlzq.com.cn
 2010年9月20日

基本状况

总股本(百万股)	240.00
流通股本(百万股)	60.00
市价(元)	110.50
市值(百万元)	26520.00
流通市值(百万元)	6630.00

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2,621.39	3,245.99	4,197.17	5,051.12	6,331.99
营业收入增速	29.18%	23.83%	29.30%	20.35%	25.36%
净利润增长率	43.28%	38.07%	57.66%	41.25%	33.30%
摊薄每股收益(元)	1.72	2.38	2.81	3.97	5.29
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	0.00	41.93	29.69	22.27
PEG	0.00	0.00	0.73	0.72	0.67
每股净资产(元)	6.52	8.71	30.18	34.15	39.45
每股现金流量	1.23	1.39	2.66	3.34	4.27
净资产收益率	26.41%	27.29%	9.31%	11.62%	13.42%
市净率	0.00	0.00	3.90	3.45	2.99
总股本(百万股)	180.00	180.00	240.00	240.00	240.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **公司业绩的快速增长源自规模扩张和第一次产业升级。**我们认为前期公司业绩的快速增长因素有二: 第一是公司在输液行业产能过剩期及时采取并购手段实现区域和规模扩张; 第二是公司是第一批软塑瓶生产企业, 通过软袋和塑瓶包装快速替代玻瓶实现了业绩的快速增长, 我们称为第一次产业升级;
- **市场独一无二的可立袋将引领大输液包装第二次产业升级。**大输液行业增长驱动力包括规模增长和产品包装升级, 目前行业软塑瓶替代玻瓶已进入尾声, 产品进入规模化扩张阶段; 公司自主研发的可立袋兼具软袋和塑瓶优点, 未来极有可能成为临床输液主流包装, 预计公司 10 年软塑包装输液收入和销量增速将分别达到 60%和 50%, 产品升级效果开始显现, 我们认为输液包装的第二次升级时代已经来临;
- **公司市场占有率第一, 营销模式突出。**公司市场占有率达 22%, 对比双鹤大输液产业, 公司除研发外, 公司产业布局广阔、产品结构多样, 买断营销模式更是实现了公司和经销商的双赢, 产业优势明显;
- **广安可立袋生产基地今年下半年投产, 我们预测 10 年可立袋产品收入有望增长 90%以上, 11 年和 12 年增速保持 35%以上。**公司今年 6 月广安分厂通过可立袋包材注册后马上投产, 新增产能 3 亿袋, 我们预计 10 年增速将达 90%以上; 目前公司申报包装材料注册的还有云南和湖南, 有望在未来两年内通过;
- **公司未来并购将着重沿海布局。**公司目前覆盖 12 个地区和省份, 但沿海地区几无涉及, 我们预测今年公司还会完成 1-2 家沿海输液企业的收购任务;
- **估值与投资建议:** 我们预计公司 2010 年—2012 年的 EPS 分别 2.81 元、3.97 元和 5.29 元, 净利润增速分别为 57.66%、41.25%和 33.30%; 根据可比公司和医药行业平均估值, 我们认为公司 11 年合理估值区间为 32-35 倍, 对应股价为 127 元—139 元, 给予公司“买入”的投资评级。

内容目录

内容目录.....	- 2 -
我们的逻辑思路.....	- 4 -
科伦成功模式：先大后强=规模扩张→产品升级.....	- 4 -
两大途径实现规模扩张.....	- 4 -
技术引领产业升级.....	- 4 -
公司未来将向高端、服务和产品多元化方向升级.....	- 5 -
输液需求步入自然增长期，产品升级驱动收入高速增长.....	- 6 -
大输液未来需求增长以自然增长为主，增长区间 6%—9%.....	- 6 -
第一次包装升级实现了行业的第一次高增长.....	- 7 -
可立袋将引领第二次产品升级，公司软塑产品将进入高速增长期.....	- 8 -
可立袋 2010 年增长超过 90%，双腔袋 2011 年贡献业绩.....	- 10 -
公司可立袋独一无二，未来将是公司扩产重点.....	- 10 -
可立袋未来毛利率有望稳中有升.....	- 11 -
可立袋 2010 年增长超 90%，2011 年和 2012 年增长超 35%.....	- 12 -
双腔软袋输液立足高端市场，11 年有望贡献业绩.....	- 12 -
新建静脉药物配置中心（PIVAS）是公司的高端市场联系的桥梁.....	- 14 -
公司大输液市场占有率第一，营销能力突出.....	- 14 -
公司市场占有率达 22%，2010 年有望达到 30%.....	- 14 -
公司聚焦大输液，营销能力突出.....	- 15 -
扩张战略不变，未来着重沿海地区布局.....	- 16 -
公司沿海地区控制力低，未来将覆盖沿海地区.....	- 16 -
公司并购经验丰富，并购是公司实现规模增长的主要手段.....	- 17 -
并购促使行业快速集中，符合大输液发展趋势.....	- 18 -
公司并购有望延续，未来三年有望保持每年 1-2 家收购.....	- 19 -
中南和珍珠是公司外延式拓展的先行地.....	- 19 -
假设与盈利预测.....	- 20 -
关键假设.....	- 20 -
公司盈利预测.....	- 22 -
估值与投资建议.....	- 22 -
风险提示.....	- 22 -

图表目录

图表 1：科伦的市场占有率不断提高.....	- 4 -
图表 2：公司直立式软袋兼具塑瓶和软袋的优点.....	- 5 -
图表 3：公司未来产业升级之路.....	- 5 -
图表 4：大输液历年销售量及增长情况.....	- 6 -
图表 5：大输液历年产能及增长情况.....	- 6 -

图表 6: 美国 Baxter 公司大输液增长情况.....	- 6 -
图表 7: 我国大输液历年销售金额及增长情况.....	- 6 -
图表 8: 近三年大输液销量和床位数增速基本保持一致	- 7 -
图表 9: 大输液不同包装销售数量占比情况	- 7 -
图表 10: 大输液不同包装销售金额占比情况	- 7 -
图表 11: 我国大输液销量增长和销售金额增长对比图	- 8 -
图表 12: 公司 10 年软塑包装产品收入增速将首次超过销量增速	- 8 -
图表 13: 公司募投项目扩展产能情况	- 9 -
图表 14: 不同包装输液近三年销量及增速情况.....	- 9 -
图表 15: 公司历年不同包装产品销量占比情况.....	- 9 -
图表 16: 公司软塑包装产品销售及预测表.....	- 10 -
图表 17: 主要大输液不同包装对比情况	- 10 -
图表 18: 可立袋未来单位成本中原材料占比预测情况.....	- 11 -
图表 19: 公司产品近三年产品毛利率变化情况.....	- 12 -
图表 20: 公司可立袋产品盈利预测表	- 12 -
图表 21: 液固双腔袋大输液和普通分离型大输液比较	- 13 -
图表 22: 公司双腔袋盈利预测表	- 13 -
图表 23: 公司静脉药物配制中心数目 (个)	- 14 -
图表 24: 科伦市场占有率第一 (按销量)	- 14 -
图表 25: 科伦与双鹤输液业务竞争力对比.....	- 15 -
图表 26: 公司销售模式图	- 16 -
图表 27: 科伦和双鹤产业基地分布图	- 17 -
图表 28: 科伦药业收购扩张趋势图.....	- 17 -
图表 29: 通过并购公司市场占有率迅速提高	- 18 -
图表 30: 软塑化将是产品包装发展趋势	- 18 -
图表 31: 国内十强市场占有率和海外巨头市场占有率比较.....	- 19 -
图表 32: 公司非大输液产业项目规划	- 19 -
图表 33: 公司目前产业结构	- 20 -
图表 34: 公司规划未来产业结构	- 20 -
图表 35: 公司三项费用预测表.....	- 20 -
图表 36: 公司分产品盈利预测表	- 21 -
图表 37: 可比公司估值.....	- 22 -

我们的逻辑思路

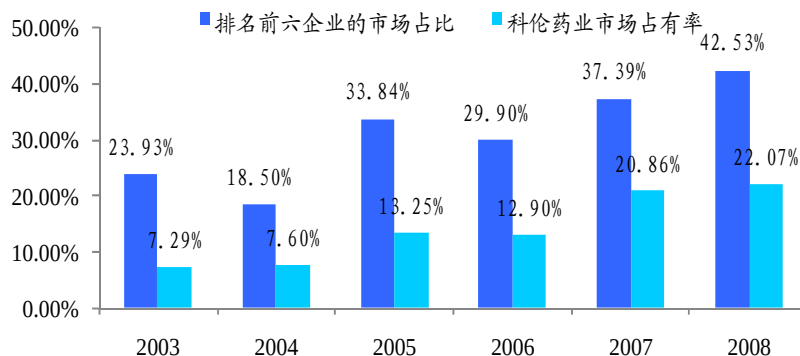
- 公司目前成功的模式是什么，未来的产业构架会怎样变化？
- 如何把握大输液行业和公司的高速增长期？
- 直立式软袋的增长是否能够持续，增速会是多少？
- 区域扩张能否继续？公司未来并购的区域布局在那？

科伦成功模式：先大后强=规模扩张→产品升级

两大途径实现规模扩张

- **并购实现区域规模，突破区域壁垒：**公司不断通过并购扩张区域规模，截止 2010 年 8 月公司共收购十四家公司，包括西南、华东、东北和华中等地区，覆盖不断扩大；
- **产能带动销售和市场规模：**公司产能从 2003 年的 3.1 亿袋（瓶）发展到 09 年 27.4 亿袋（瓶），到 2012 年产能有望达到 31.8 亿袋（瓶），规模不断扩大，市场占有率也从 03 年的 7.3% 上升到目前的 22.1%。

图表 1：科伦的市场占有率不断提高



来源：齐鲁证券研究所

技术引领产业升级

- **直立式软袋包装输液（以下简称可立袋）产品独一无二。**该包装形式拥有多项专利技术，已获国家 I 类包材批文并完成产品注册，目前市场上尚未出现类似的竞争性产品。其临床使用具有便捷性和安全性、环保性等技术领先特点，自上市以来一直处于供不应求状态；

图表 2：公司直立式软袋兼具塑瓶和软袋的优点



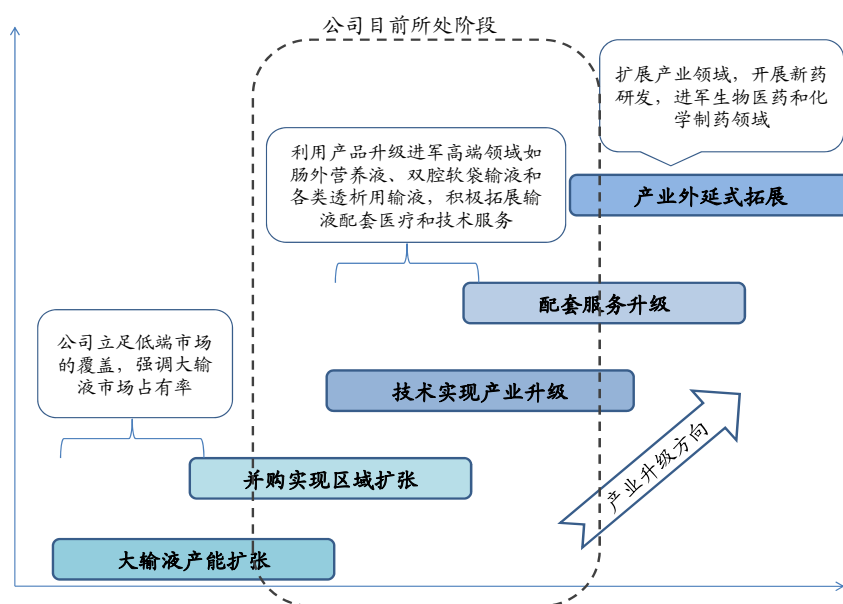
来源：齐鲁证券研究所

- **液固双腔软袋包装输液产品提供全新临床用药方案。**该产品为即配型输液产品，是一种先进的药品包装方式，为高端医院提供了治疗性注射药品全新的临床用药解决方案，在临床用药的方便性、安全性等方面具有明显的优势。我们认为随着国内医疗品质的提高，即配型输液等高端产品的市场也将得到快速发展，国内即配型输液有望达到大输液产品总市场容量的5%以上。

公司未来将向高端、服务和产品多元化方向升级

- **大输液立足横向发展。**公司目前主要以大输液为基础，实现高的市场占有率和宽的区域覆盖，并购和产能将是近期成长的主题；
- **未来产业将呈现立体式结构。**从公司目前业务分析我们认为公司已开始立体式结构调整，不断拓展临床用途产品，形成化学原料、大输液、医疗器材、药品制剂和医疗服务相匹配的立体式格局。产品从普通输液向营养液和透析液等产品延伸将推动公司向医疗服务和相关器材的发展；其未来发展总结如下：

图表 3：公司未来产业升级之路



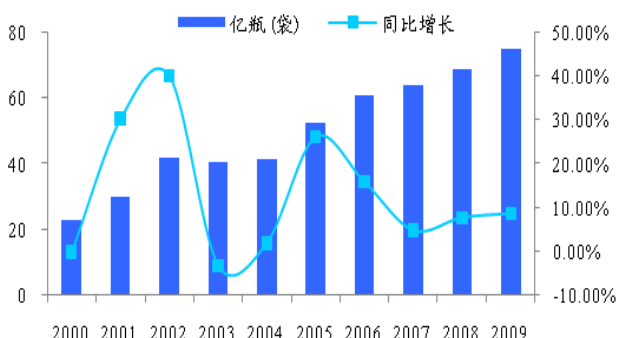
来源：齐鲁证券研究所

输液需求步入自然增长期，产品升级驱动收入高速增长

大输液未来需求增长以自然增长为主，增长区间 6%—9%

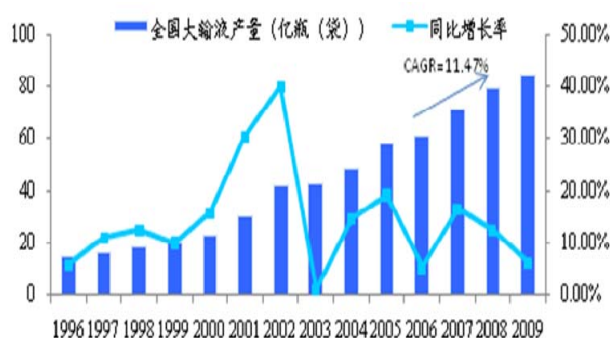
- 首先从供需来看，大输液市场供需平衡，未来销量增长动力源自自然增长。从统计数据来看，欧洲国家平均每人每年大输液用量为 5-6 瓶（袋），由于人种体质差别，我国按地区每人每年从 5 到 9 瓶（袋）不等，平均用量我们假设中国每人每年用量最大为 7 瓶（袋），按最近预测人口 14 亿来算，则我国大输液市场容量约为 98 亿瓶（袋）。09 年我国产能达到 84 亿瓶（袋），10 年有望超过 90 亿瓶（袋），产能基本已近饱和，从近期我国大输液销量增长可以看到连续三年保持在 7-9% 的增长，因此我们预测未来市场销量主要来自市场的自然增长。

图表 4：大输液历年销售量及增长情况



来源：齐鲁证券研究所

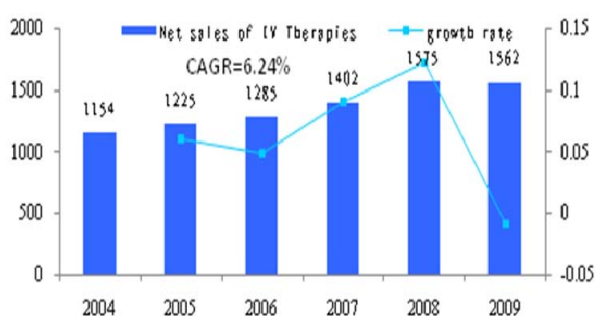
图表 5：大输液历年产能及增长情况



来源：齐鲁证券研究所

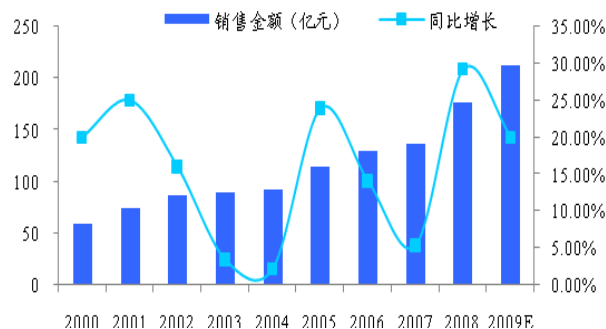
- 借鉴美国龙头企业 Baxter，大输液销售额自然增长大约能维持在 6%。作为医疗体系最发达的国家美国，其大输液市场已处于平稳增长期，产品结构稳定，生产企业和使用人群均相对稳定；Baxter 是美国最大的大输液生产企业，占美国市场的 80% 份额；我们对比了 Baxter 历年国内大输液增长情况，近五年的复合增长率为 6.24%，从未来我国大输液发展趋势来看，未来自然复合增长的合理水平应该在 6% 的水平；

图表 6：美国 Baxter 公司大输液增长情况



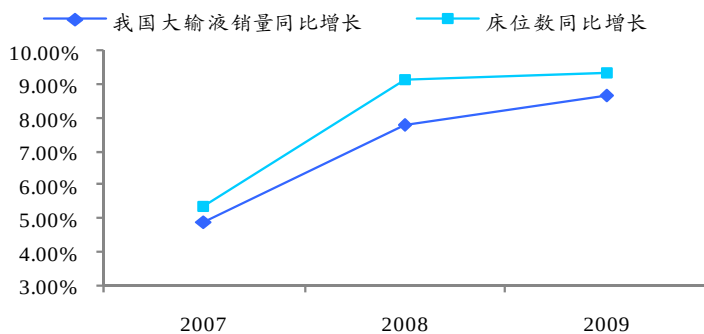
来源：齐鲁证券研究所

图表 7：我国大输液历年销售金额及增长情况



来源：齐鲁证券研究所

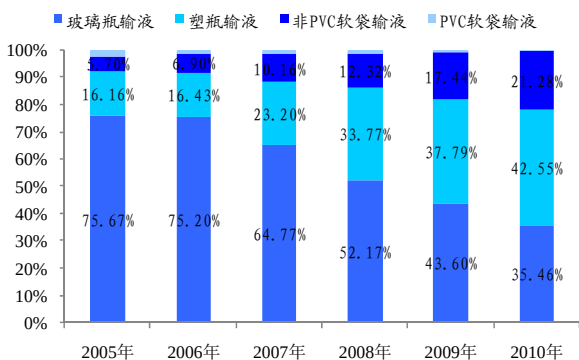
- 我国短期大输液销量的自然增长动力主要来自床位数的增加，增速达9%。从病床数增加上看，我国近三年处于高速增长阶段，09年增加了37万张，同比增长9.34%，同期大输液销量增长为8.7%，近三年和床位数增长基本保持一致；

图表8：近三年大输液销量和床位数增速基本保持一致


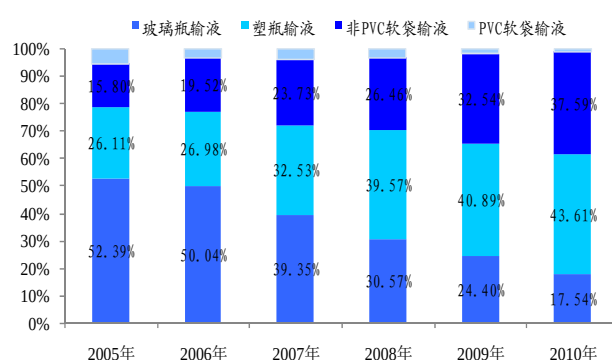
来源：齐鲁证券研究所

第一次包装升级实现了行业的第一次高增长

- 我国大输液 07 年开始软塑化进程，产品进入结构调整期。从统计数据来看，我国大输液产品结构 07 年是一个重要转折点，玻璃瓶销量市场占比从传统的 75% 开始不断下降，到 09 年占比下降到 43.6%，销售金额占比更是从 50% 下降 24.4%，可见新包装输液是在销售金额增长的主要动力；

图表9：大输液不同包装销售数量占比情况


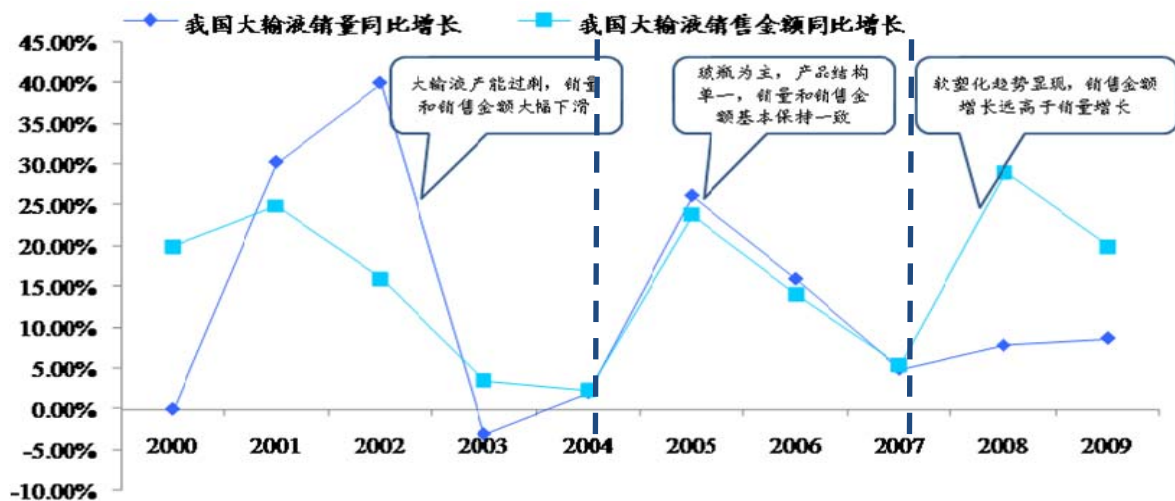
来源：齐鲁证券研究所

图表10：大输液不同包装销售金额占比情况


来源：齐鲁证券研究所

- 第一次包装升级使软袋和塑瓶快速替代玻瓶，行业收入增速第一远高于销量增速。通过对比近九年大输液销量增长和销售金额，我们发现 07 年以前，大输液销量和销售金额基本同步，换句话说产业盈利主要来源于销售规模的扩张；但在 2007 年后，软塑化成为行业的转折点，销售金额增长首次超过销量增长，我们认为第一次包装升级是销售金额快速增长的主要动力，未来公司盈利不仅是规模的增长，更是产品的竞争；

图表 11: 我国大输液销量增长和销售金额增长对比图

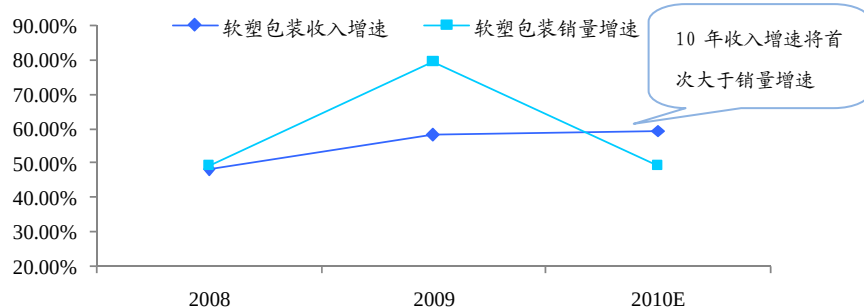


来源: 齐鲁证券研究所

可立袋将引领第二次产品升级, 公司软塑产品将进入高速增长期

- 我们预测 10 年公司软塑产品收入增长将首次超过销量增长, 软塑包装产品进入第二次升级阶段。从公司近三年大输液销售量和销售收入来看, 公司 07 年和 08 年软塑包装大输液还主要通过销售量来带动销售收入增长; 我们认为公司真正的转折点是 10 年, 公司软塑保证大输液收入增长将首次超过销量增长。产品升级带来的收入增长效果未来将日益显现;

图表 12: 公司 10 年软塑包装产品收入增速将首次超过销量增速



来源: 齐鲁证券研究所

- 科伦目前正在塑瓶淘汰玻瓶, 可立袋取代软袋和塑瓶阶段。从公司募集项目来看, 公司主要重点放在了塑瓶和可立袋的扩产, 其中可立袋是重中之重, 我们认为其原因有:
 - 塑瓶和可立袋符合国家软塑化的政策要求;
 - 塑瓶是先行占领低端市场的最好产品, 但竞争激烈, 只能靠规模促增长;
 - 可立袋兼具软袋和塑瓶优点, 有可能成为未来市场的主流产品;
 - 塑瓶和可立袋具有工艺相通性, 未来可以快速的转化为可立袋生产;
 - 软袋成本较高, 目前市场竞争激烈, 未来价格下降风险较大。

图表 13：公司募投项目扩展产能情况

项目		募集资金投资项目达产后产能情况	募集资金投资项目新增产能	2009 年底产能
玻瓶包装产品		112400	-4000	116400
软塑包装产品	塑瓶	153100	79500	73600
	软袋	10400	4000	6400
	直立式软袋	35600	15000	31500
	液固双腔软袋	6000	6000	
合计		317500	100500	227900

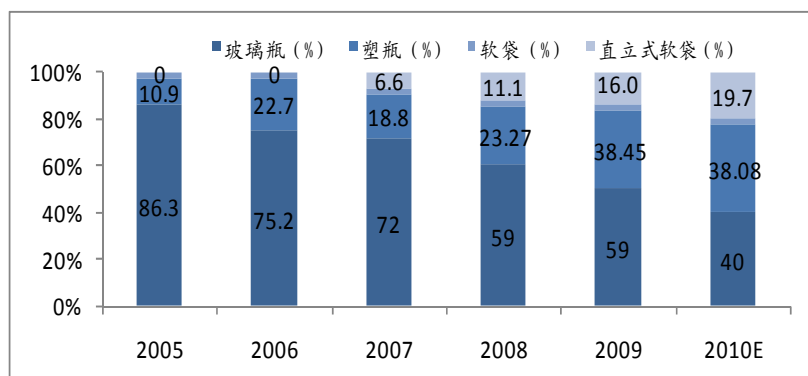
来源：齐鲁证券研究所

图表 14：不同包装输液近三年销量及增速情况

包装品种	2007	2008	2009
玻瓶销量(万袋/瓶)	100,028	113,552	115,452
玻瓶销量增速	----	13.52%	1.67%
塑瓶销量(万袋/瓶)	25,152	37,296	69,952
塑瓶销量增速	----	48.28%	87.56%
软袋销量(万袋/瓶)	3,185	5,038	6,038
软袋销量增速	----	58.18%	19.85%
可立袋销量(万袋/瓶)	9,478	14,759	28,943
可立袋销量增速	----	55.72%	96.10%

来源：齐鲁证券研究所

- 公司 09 年玻瓶产品占比达 59%，未来占比将小于 20%。公司 10 年玻瓶占比有望下降到 40%，预计未来软塑产品占比将进一步增大，软塑化进程有望加速；

图表 15：公司历年不同包装产品销量占比情况


来源：齐鲁证券研究所

- 我们预测公司 10 年软塑包装产品整体增速为 59.58%，销量增长为

49.45%，利润增长达到 56.67%，利润占比为 76%。不考虑未来并购的情况下和新批可立袋生产线的情况下，我们预计 11 年和 12 年软塑产品增速将分别达到 31.41%和 36.30%。

图表 16：公司软塑包装产品销售及预测表

软塑产品系列	2007	2008	2009	2010E	2011E
软塑包装收入	694	1,028	1,627	2,596	3,411
收入增速		48.04%	58.30%	59.58%	31.41%
软塑包装销量	28,337	42,334	75,990	113,566	134,423
销量增速		49.39%	79.50%	49.45%	18.37%
软塑包装毛利润	48	290	790	1,238	1,700
利润增速		504.47%	172.37%	56.67%	37.33%

来源：齐鲁证券研究所

可立袋 2010 年增长超过 90%，双腔袋 2011 年贡献业绩

公司可立袋独一无二，未来将是公司扩产重点

- 直立式聚丙烯输液袋是继玻璃瓶、聚丙烯塑瓶、非 PVC 多层共挤膜软袋之后国家食品药品监督管理局（SFDA）批准的第四类全新的输液包装材料。公司拥有自主知识产权，系全球首创，主要特点有：
 - 采用密闭输液的方式，无需导入外界空气，避免了二次污染；
 - 可以直立摆放，与玻瓶和塑瓶的临床配液规程一致，符合医护人员的操作习惯；
 - 材料是由日本 CHISSO 公司提供的医用聚丙烯粒料经特殊工艺改性而成，具有无毒、无味、化学稳定性好、耐腐蚀、耐药液浸泡等优点，在药理上比其它塑材更安全，适宜运输和贮存；
 - 废袋焚烧以后的分解物无毒性，避免医疗垃圾对环境的污染和危害。

图表 17：主要大输液不同包装对比情况

包装形式	玻璃瓶	塑瓶	软袋	直立式软袋
化学稳定性	较好	好	好	好
抗冲击	差	好	好	好
透明度	好	较好	好	好
口部密封性	较差，易污染	好，不易污染	好，不易污染	好，不易污染
胶塞接触药液	是，易污染	否，不易污染	否，不易污染	否，不易污染
是否易破损	是，脱落物和隐形裂伤易污染	否，无脱落物和隐形裂伤	否，无脱落物和隐形裂伤	否，无脱落物和隐形裂伤
使用方法	需空气回路，易二次污染	需空气回路，易二次污染	自身产生负压，无需空气回路，安全性高	自身产生负压，无需空气回路，安全性高
临床使用习惯	习惯	习惯	不习惯	习惯

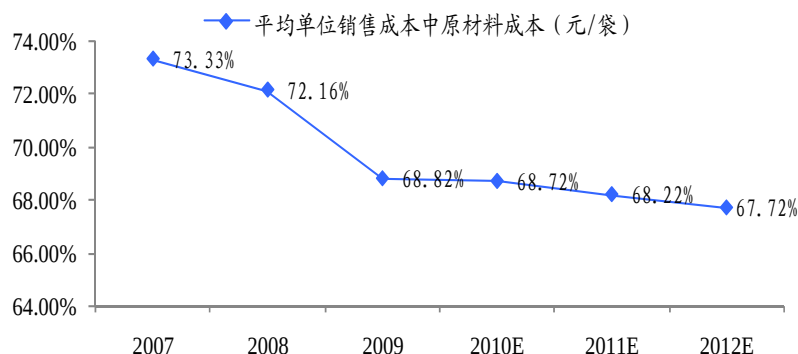
来源：齐鲁证券研究所

- **可立袋生产线可快速替换塑瓶生产线。**公司的塑瓶输液生产线在经过适当改造后即可生产可立袋，因此公司未来在调整产品产能结构时将较为快速便利，能够充分适应市场需求的变化；

可立袋未来毛利率有望稳中有升

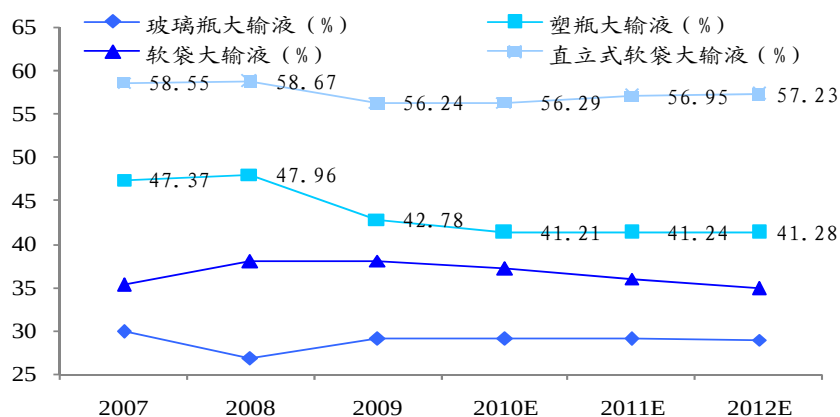
- **可立袋未来将不断的占领高端市场，产品结构调整将带来毛利率提升。**公司战略性的转向生产治疗性、营养性产品，普通输液将逐渐淡出，有利于产品毛利率提高；
- **从公司布局广阔，规模扩张后，成本控制会更加有效，有利于降低成本；**公司在管理方面采取了1+x方式，也就是总部统一管理销售和采购供应，因此公司规模越大，相对成本就会越低，公司目前平均采购成本比同行业其他公司一般低2-3%；
- **公司对包材的改进将直接降低原料成本。**包材是输液成本的主要部分，一般占比达到60%--70%，公司目前进行了组合盖的改进，使得成本比原先每瓶节约2分钱，每年将节约成本约4000万元；

图表 18：可立袋未来单位成本中原材料占比预测情况



来源：齐鲁证券研究所

- **可立袋招标中与软袋归为一类，其最高限价对可立袋更为有利。**相比于软袋，可立袋的零售价格更低，我们预测公司今年的招标价格可能在2.11元，比较袋每瓶（袋）价格低3-4毛，随着零差率的实施，医院也不将完全定位于高价产品，因此我们预计未来可立袋在招标中的优势会愈加突出。
- **我们推测可立袋的毛利率未来有望稳中有升：**综合前述分析，我们认为规模扩大和包材改进将有利于控制成本；而产品结构调整和招标优势将有利于公司产品保持价格的稳定性，因此我们认为公司可立袋产品未来价格有望稳中有升，毛利率将始终维持在55%以上；

图表 19：公司产品近三年产品毛利率变化情况


来源：齐鲁证券研究所

可立袋 2010 年增长超 90%，2011 年和 2012 年增长超 35%

- 公司10年下半年四川广安可立袋生产基地开始投产，产能约为3亿袋。同时公司的云南生产基地和湖南生产基地地均已向国家药监部门申请了可立袋的包装材料注册，预计在两年之内可以获得批准；我们预测公司10年可立袋销售增长超过90%，11年和12年增速保持35%以上；

图表 20：公司可立袋产品盈利预测表

可立袋大输液	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售额（百万元）	205.67	348.31	611.95	1,162.88	1,581.04	2,169.42
销售增速		55.72%	96.10%	90.03%	35.96%	37.21%
毛利率	58.55%	58.90%	56.01%	56.29%	56.58%	56.86%
毛利润（百万元）	35.42	203.04	467.65	654.63	894.48	1233.47

来源：齐鲁证券研究所

- 可立袋不仅具有自己专利，同时其生产基地的包装材料注册审批也成为新进入者的行业壁垒。从我们了解的信息，公司云南和湖南生产基地申请可立袋的包装材料注册已经花了3年，其审批速度慢，要求严格可见一斑，我们推测公司目前应该也着手为其他生产基地申请可立袋包装材料注册，未来可立袋生产基地将向全国延伸。同时由于国家的高要求也在一定程度上避免了其他竞争者的快速介入，保证了公司在该产品的绝对占有率。

双腔软袋输液立足高端市场，11 年有望贡献业绩

- 液固双腔软袋包装输液产品为高端医院提供了治疗性注射药品全新的临床用药解决方案。该产品在临床用药的方便性、安全性等方面具有明显的优势。

图表 21：液固双腔袋大输液和普通分离型大输液比较

项目	液固双腔袋大输液	传统粉液分离型大输液
配药环境要求	无需专用配药室，可即用即配，对环境要求不高，特别适应在自然灾害、战争等特殊环境及无配药室环境下操作。	需专用配药室，不能即用即配，使用时对配药环境要求较高。
使用两次时二次污染情况	仅输液管路在使用时存在二次污染可能。	使用时针头多次穿刺，使微粒产生机会增加；输液管路在使用时存在二次污染可能。
配药时与空气接触情况	配药时与空气不接触，外界环境对药物不污染，且不存在药物损失。	配药时与空气接触，环境有可能对药物造成污染，且存在药物损失。
误配药可能性	不存在误配药可能性，安全性高。	存在误配药可能性，有一定程度的配药风险性。
医护人员安全性	减少了配药接触药物环节，可降低化疗等药物对医护人员潜在的危害。	由于配药接触药物环节多，化疗等药物对医护人员存在较大的潜在危害。
环保性	使用后的废物燃烧仅产生水和二氧化碳，环保性较高。	使用后的废物燃烧会产生有毒物质，对环境污染较大。

来源：齐鲁证券研究所

- 公司的新建液固双腔袋输液生产线项目立足市场容量大的头孢类抗生素产品。公司规划选择常用的、市场容量最大的头孢类抗生素生产液固双腔袋输液产品，主要包括盐酸头孢曲松钠葡萄糖注射液、头孢呋辛葡萄糖注射液、头孢噻肟钠葡萄糖注射液、头孢哌酮钠葡萄糖注射液等产品；
- 配型输液在国内尚属高档产品，未来市场容量可达 5 亿袋。随着国内医疗品质的提高，预计配型输液等高端产品的市场也将得到快速发展。公司立足抗生素产品的开发，假设目前冻干粉针和粉针剂市场 120 亿支，其中抗生素类大约有 50 亿支，按替代 10% 左右的抗生素粉针市场测算，其市场容量至少可达 5 亿袋；
- 液固双腔软袋产品项目完成产量达 6000 万袋。公司将选择常用的、市场容量最大的头孢类抗生素，项目达产后年产量达 6,000 万袋；
- 液固双腔软袋价格将达 6 元以上，毛利率有望高达 75%。该产品由于产品定价系按目前一支粉针加一袋输液加一支注射器的价格加和定价，其单位产品售价将远高于公司现有的软袋产品。预期其价格在 6 元左右，毛利率有望高达 75%。公司预计该项目达产后，可实现年销售收入 36,855 万元；

图表 22：公司双腔袋盈利预测表

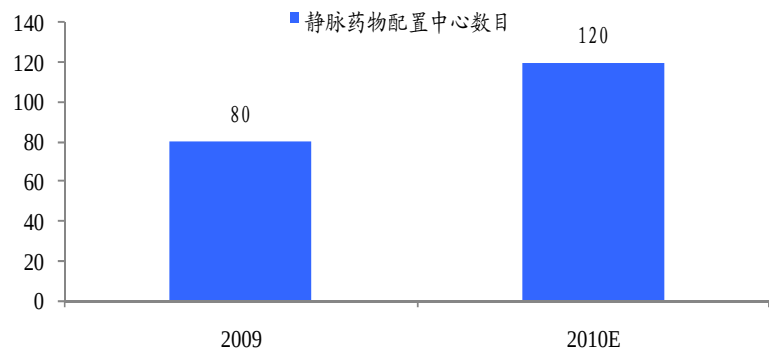
液固双腔袋	2009	2010	2011	2012
销售额（百万元）	---	---	183.00	305.00
销量（万袋）	---	---	3,000.00	5,000.00
销量增速	---	---	---	66.67%
毛利率	---	---	75%	75%
毛利润（百万元）	---	---	137.25	228.75

来源：齐鲁证券研究所

新建静脉药物配置中心（PIVAS）是公司的高端市场联系的桥梁

- 由于配制输液的多数医院制剂室因达不到 GMP 要求，公司为大量采购其产品的医院提供静脉药物配置服务，从而增强公司与医院之间的联系。我们认为尽管大输液市场容量增速较低，但通过扩展高端市场份额是公司未来实现高利润增速的途径之一。
- 公司静脉药物配置中心 10 年新增 40 个，是未来进入高端市场的有效途径。公司目前在三甲医院已经建立了 80 家静脉药物配置中心，10 年有望增加到 120 家，我们认为公司静脉药物配置中心的建立将为未来高端产品的销售建立途径；

图表 23：公司静脉药物配制中心数目（个）



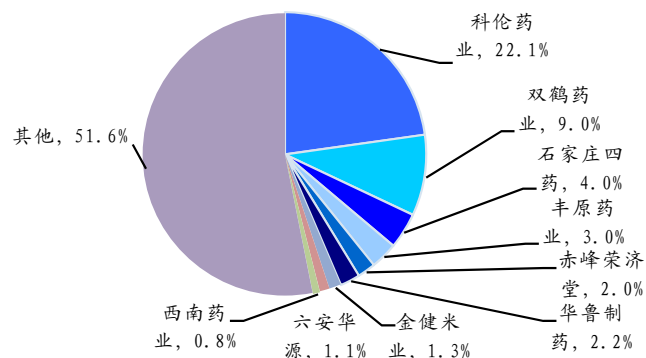
来源：齐鲁证券研究所

公司大输液市场占有率第一，营销能力突出

公司市场占有率达 22%，2010 年有望达到 30%

- 通过不断并购和增加产能使其市场占有率达到 22%，高出双鹤药业 13 个百分点。公司目前生产基地就覆盖 11 个地区和省份。通过不断收购，公司产品产量市场占有率已达到 22% 以上，随着今年募投项目的部分完工，我们预计 2010 年市场占有率将达到 30%；

图表 24：科伦市场占有率第一（按销量）



来源：齐鲁证券研究所

公司聚焦大输液，营销能力突出

- 我们对比了大输液两大龙头双鹤和科伦。我们认为两者在输液市场的区别主要表现在以下几点：
 - **公司布局广度不同。**公司目前已经拥有 11 个生产基地，未来还有望不断增加；
 - **营销模式不同。**公司采取买断营销模式，即保障了经销商的利益，同时也保证公司的利润水平；
 - **公司成长模式不同。**公司采用内生性增长和外延并购模式，有利于公司获得当地政府支持和享受当地优惠，同时避开了地方保护主义产生的壁垒；
 - **产业重心不同。**科伦目前聚焦大输液市场，而双鹤目前的工作重心主要聚焦于心血管和内分泌药物；
 - **研发模式不同。**从研发费用和占比上，科伦目前还存在较大不足，这主要和公司前期采取的技术购买策略有关，我们认为未来随着科伦研发中心的建成公司的自主研发能力将不断提升。

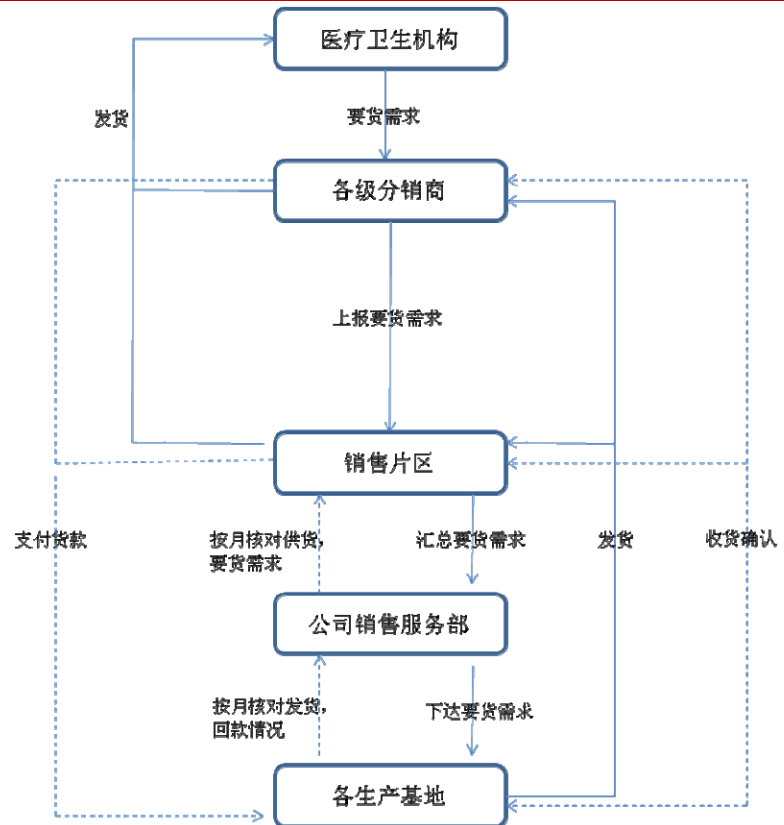
图表 25：科伦与双鹤输液业务竞争力对比

项目	双鹤药业	科伦药业
主营业务	主营输液、心脑血管和内分泌药物	主营输液，以及部分非大容量制剂
大输液品种	玻瓶，塑瓶及软袋	玻瓶，塑瓶，软袋和可立袋
营销模式	高价代理模式，销售价格由公司制定，代理商根据销售获得相应的提成	买断模式，公司统一出厂价，零售价格由经销商制定，因此代理机构可以获得更多的收益
行业地位（2008 年）	市场占有率第二	市场占有率第一
成长模式	内生性增长	外延并购+内生性增长
09 年大输液收入（亿元）	13.00	29.78
大输液占主营收入比例	25.80%	92.74%
利润占比	33.36%	96.62%
近三年复合增长率	21.21%	28.32%
09 年研发投入（百万元）	61.32	34.91
研发费用占比	4.72%	1.17%
2010-1H 的毛利率	34.26%	40.55%
市场份额-产量（2008 年）	8.70%	22.21%
输液生产基地数目（个）	6	11

来源：齐鲁证券研究所

- “一三一工程”+“茶馆计划”力促片区销售。“一三一工程”=1支队伍+3种手段+1个档案库。一支队伍是客户接待和推广队伍；三种手段是指参观生产基地、学术推广、商务恳谈；一个档案库是指将所有来访客户档案管理。公司“一三一工程”自实施以来，接待了全国各省市重点商业客户 5,000 多人次，效果显著。
- “茶馆计划”系指公司的产品组合销售计划。通过销售输液类产品带动粉针、小水针类产品，达到协助销售片区牢固占领市场。

图表 26：公司销售模式图



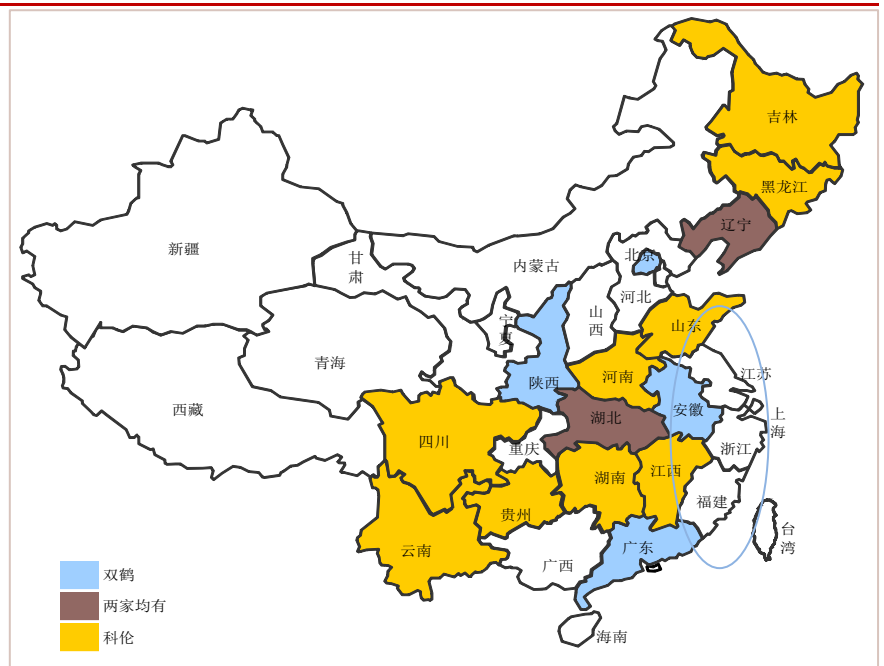
来源：齐鲁证券研究所

扩张战略不变，未来着重沿海地区布局

公司沿海地区控制力低，未来将覆盖沿海地区

- 通过不断并购，公司产业覆盖面不断扩大。公司目前覆盖 11 个地区和省份。其中东北三省和华中地区实现全覆盖；华东地区覆盖了山东、安徽和江西三省；西南地区除了西藏基本实现全覆盖，包括重庆、四川、贵州和云南；
- 从覆盖地区方面分析，公司对东北、西南和华中地区的控制能力较强，对华南、华北、华东和西北地区目前覆盖面小，其中西北地区和华南均为零覆盖，因此我们认为未来并购仍然存在空间，公司快速扩张的势头不会减弱；
- 从省市分布来看，公司在江苏、浙江、上海、福建、广东、海南以及广西均没有生产基地，我们推测未来沿海地区是公司未来布局的主要区域。沿海地区是输液产品高端消费的主要终端，我们认为公司未来走高端市场就必须向沿海地区拓展；同时公司在中报中也提到将在沿海经济发达地区选择符合公司长远发展目标的企业作为并购对象公司，因此我们预测今年公司会完成1-2家沿海输液企业的收购任务；

图表 27：科伦和双鹤产业基地分布图



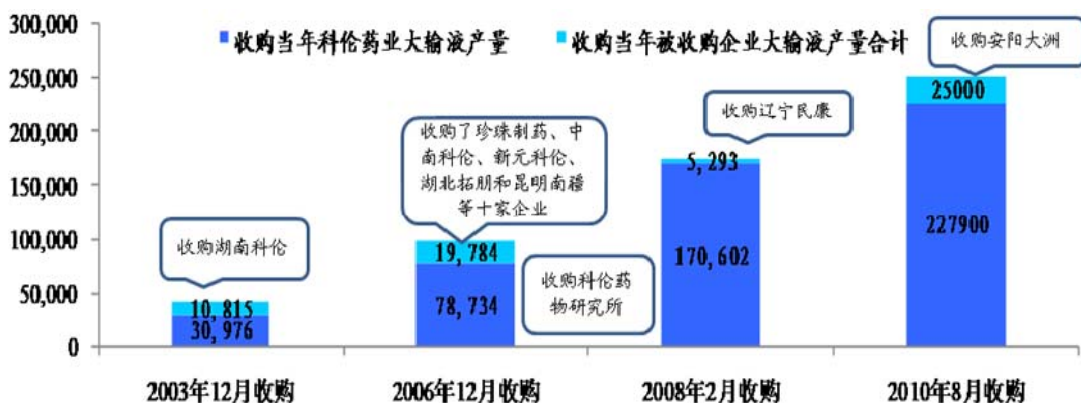
来源：齐鲁证券研究所

- 目前我国约有 390 家输液生产企业, 其中 50% 左右仍然以玻瓶生产为主, 其盈利能力低下。由于很多输液生产企业效益差, 因此公司未来收购仍然有不小空间;

公司并购经验丰富, 并购是公司实现规模增长的主要手段

- 公司从 2003 年收购湖南科伦开始不断通过并购扩大规模, 迅速利用当地优势建立生产线。截止 2010 年 8 月共收购十四家公司, 其中科伦研究所为研发型部门, 其余均为生产制造和销售企业。其收购的大输液产量占总产量比例达到 26%;

图表 28：科伦药业收购扩张趋势图

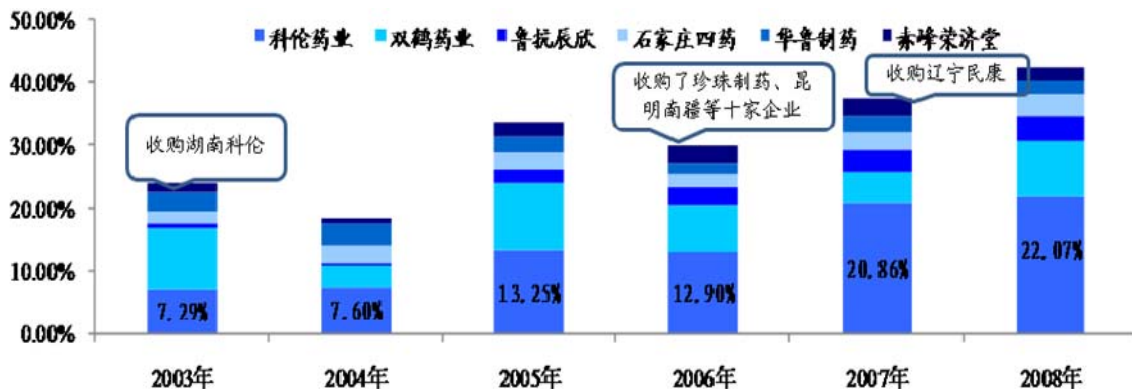


来源：齐鲁证券研究所

- 公司通过并购市场占有率迅速提高。公司 2003 年市场占有率为 7.3%, 位列第二。随着公司收购湖南科伦, 公司市场占有率迅速提高, 到 05 年市场占有率达到 13.3%, 一举奠定行业龙头地位, 接着公司又通过 06

年到 09 年的连续收购规模进一步扩大，08 年市场占有率达到 22.1%，行业龙头地位日益巩固；

图表 29：通过并购公司市场占有率迅速提高

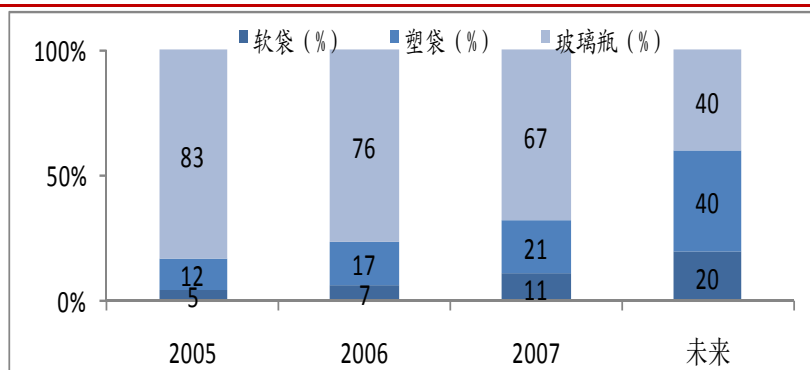


来源：齐鲁证券研究所

并购促使行业快速集中，符合大输液发展趋势

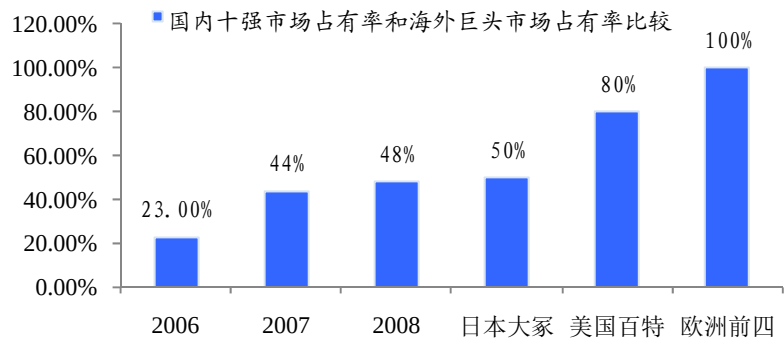
- 行业集中有利于淘汰落后产能。国家药监局 2010 年医药科技发展规划要求尽快部分淘汰玻璃瓶输液，大输液行业的发展趋势将是软塑包装输液产品逐步取代玻璃瓶输液产品。行业集中有利于企业的规模化经营、生产工艺提升和制造设备更新换代，使软塑包装输液产品的生产成本逐步降低，加快了大输液产品包装形式的软塑化进程；

图表 30：软塑化将是产品包装发展趋势



来源：齐鲁证券研究所

- 借鉴国外产业，我国行业集中仍有待提高。目前国内市场集中度低，08 年行业前十名占比只有 48%，而在美国，百特一家企业的市场占有率就达 80%，日本大冢在日本市场占有率也达到 50%，由此可见中国行业集中度仍有待提高。

图表 31：国内十强市场占有率和海外巨头市场占有率比较


来源：齐鲁证券研究所

公司并购有望延续，未来三年有望保持每年 1-2 家收购

- 公司近期并购了河南安阳大洲药业，实现了对河南市场的覆盖。安阳大洲目前在建大容量注射剂高速生产线 5 条、小容量注射剂生产线 4 条、固体制剂生产线 2 条，预计 2011 年 6 月份有望投产，其大输液产量约为 2.5 亿瓶（袋）、小容量注射剂 8 亿支、固体制剂 10 亿片（粒）。目前工程建设已完成 60%。

中南和珍珠是公司外延式拓展的先行地

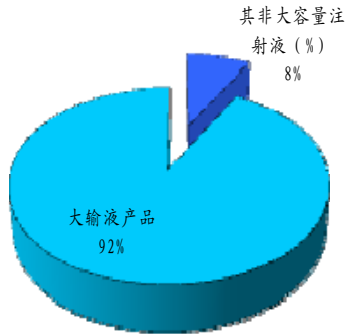
- 2009 年度及 2008 年度公司非大输液类产品的营业收入占公司主营业务收入总额的比重分别为 8.02%及 8.68%，利润占比分别为 7.20%和 6.89%。随着公司募集资金项目的顺利实施，中南科伦和珍珠制药的生产规模未来将进一步扩大，满足公司外延式发展需要；

图表 32：公司非大输液产业项目规划

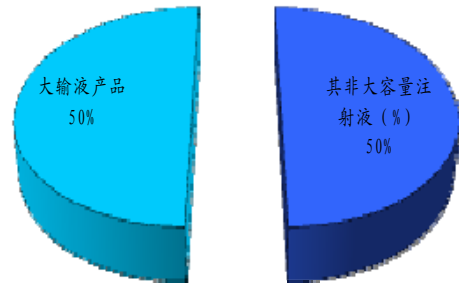
子 公 司	项目名称	投资总额 (万元)	预计实现收 入(万元)	预计实现利 润(万元)	公司介绍	项目达产后新增产能
中 南 科 伦	原有生产 线技术改造 工程项目	18475	39754	5693	中南科伦以口服制剂、冻干粉针剂、无菌粉针剂、胶囊剂及水针剂产品为主，生产和销售 9 个品种、168 个规格的产品，其中 29 个品种纳入国家基本药物目录，117 种药品被列入医保目录。	冻干粉针 5700 万袋、 无菌分装粉针 1800 万 瓶、胶囊 4.5 亿粒。
珍 珠 制 药	二期改扩 建项目	7061	27112	2497	主要生产片剂、胶囊剂、颗粒剂、散剂等抗生素类的普药产品，科伦定位其作为以抗生素类口服制剂产品为主的发展平台。	片剂 15 亿片、控释微 丸剂 20 吨、微胶囊剂 2.5 亿、粒滴丸剂 10 亿粒。

来源：齐鲁证券研究所

- **公司规划未来两条腿走路。**公司目前大输液收入占比超过 90%，非大输液产品对公司业绩贡献还非常有限；公司规划未来两条腿走路，实现公司外延式和可持续发展需要；

图表 33：公司目前产业结构


来源：齐鲁证券研究所

图表 34：公司规划未来产业结构


来源：齐鲁证券研究所

假设与盈利预测

关键假设

- 基于我们前文对大输液产业的分析，我们认为公司未来三年增长主要来自大输液产业，我们假设：
 - 玻瓶价格稳定在 1.1—1.2 元之间，成本上升将导致毛利率缓慢下降；
 - 塑瓶和软袋毛利率和价格都会小幅下滑；
 - 直立袋价格小幅下滑，毛利率保持在 55% 以上；
- 假设公司销售费用率和管理费用率保持稳定，财务费用随着公司募集资金到位后将大幅减少。

图表 35：公司三项费用预测表

年份	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业费用（百万元）	-311	-394	-501	-642	-775	-971
%销售收入	15.3%	15.0%	15.4%	15.3%	15.3%	15.3%
管理费用（百万元）	-122	-131	-172	-218	-264	-331
%销售收入	6.0%	5.0%	5.3%	5.2%	5.2%	5.2%
财务费用（百万元）	-31	-47	-46	-30	6	8
%销售收入	1.5%	1.8%	1.4%	0.7%	-0.1%	-0.1%

来源：齐鲁证券研究所

图表 36：公司分产品盈利预测表

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
玻璃瓶大输液（百万元）						
销售收入	1,150.32	1,362.62	1,351.15	1,302.28	1,290.80	1,279.67
增长率（YOY）	—	18.46%	-0.84%	-3.62%	-0.88%	-0.86%
毛利率	29.91%	26.71%	28.97%	28.96%	28.95%	28.94%
销售成本	806.26	998.67	959.72	925.14	917.11	909.34
增长率（YOY）	—	23.86%	-3.90%	-3.60%	-0.87%	-0.85%
毛利	344.06	363.96	391.43	377.14	373.69	370.34
增长率（YOY）	—	5.78%	7.55%	-3.65%	-0.92%	-0.90%
占总销售额比重	56.79%	51.67%	41.68%	31.03%	25.55%	20.21%
占主营业务利润比重	88.35%	38.46%	31.21%	21.97%	17.00%	13.01%
塑瓶大输液（百万元）						
销售收入	402.43	548.25	860.39	1,257.45	1,438.17	1,931.30
增长率（YOY）	—	36.23%	56.93%	46.15%	14.37%	34.29%
毛利率	0.00%	47.62%	43.09%	41.21%	41.24%	41.28%
销售成本	402.43	287.18	489.66	739.27	845.00	1,134.00
增长率（YOY）	—	-28.64%	70.51%	50.97%	14.30%	34.20%
毛利	0.00	261.07	370.73	518.18	593.17	797.30
增长率（YOY）	—	—	42.00%	39.77%	14.47%	34.41%
占总销售额比重	19.87%	20.79%	26.54%	29.96%	28.47%	30.50%
占主营业务利润比重	0.00%	27.59%	29.56%	30.18%	26.99%	28.01%
软袋大输液（百万元）						
销售收入	86.00	130.99	154.23	175.30	208.62	243.31
增长率（YOY）	—	52.32%	17.74%	13.66%	19.00%	16.63%
毛利率	0.00%	38.08%	38.14%	37.08%	35.98%	34.83%
销售成本	86.00	81.11	95.40	110.30	133.56	158.58
增长率（YOY）	—	-5.68%	17.62%	15.61%	21.09%	18.73%
毛利	0.00	49.88	58.83	65.00	75.05	84.74
增长率（YOY）	—	—	17.95%	10.50%	15.46%	12.90%
占总销售额比重	4.25%	4.97%	4.76%	4.18%	4.13%	3.84%
占主营业务利润比重	0.00%	5.27%	4.69%	3.79%	3.41%	2.98%
直立式软袋大输液（百万元）						
销售收入	205.67	348.31	611.95	1,162.88	1,566.09	2,107.85
增长率（YOY）	—	69.35%	75.69%	90.03%	34.67%	34.59%
毛利率	0.00%	58.90%	56.01%	56.29%	56.95%	57.23%
销售成本	205.67	143.16	269.17	508.24	674.15	901.55
增长率（YOY）	—	-30.39%	88.02%	88.82%	32.64%	33.73%
毛利	0.00	205.15	342.78	654.63	891.94	1,206.30
增长率（YOY）	—	—	67.09%	90.98%	36.25%	35.24%
占总销售额比重	10.15%	13.21%	18.88%	27.71%	31.00%	33.29%
占主营业务利润比重	0.00%	21.68%	27.33%	38.13%	40.58%	42.38%
液固双腔袋（百万元）						
销售收入	0.00	0.00	0.00	0.00	183.00	305.00
增长率（YOY）	—	—	—	—	—	66.67%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	70.00%	75.00%	75.00%
销售成本	0.00	0.00	0.00	0.00	45.75	76.25
增长率（YOY）	—	—	—	—	—	66.67%
毛利	0.00	0.00	0.00	0.00	137.25	228.75
增长率（YOY）	—	—	—	—	—	66.67%
占总销售额比重	—	—	—	—	—	—
占主营业务利润比重	—	—	—	—	—	—
其非大容量注射液（百万元）						
销售收入	181.16	226.93	259.62	292.91	364.44	456.21
增长率（YOY）	—	25.26%	14.41%	12.82%	24.42%	25.18%
毛利率	25.05%	29.19%	34.78%	34.78%	34.78%	34.78%
销售成本	135.78	160.69	169.32	191.04	237.69	297.54
增长率（YOY）	—	18.35%	5.37%	12.82%	24.42%	25.18%
毛利	45.38	66.24	90.30	101.87	126.75	158.67
增长率（YOY）	—	45.97%	36.31%	12.82%	24.42%	25.18%
占总销售额比重	300409.29%	455381.47%	489626.81%	563718.39%	696631.41%	874026.98%
占主营业务利润比重	—	—	—	—	—	—
其他业务收入（百万元）						
销售收入	0.00	20.04	4.11	6.35	0.00	8.64
增长率（YOY）	—	—	-79.49%	54.50%	-100.00%	—
毛利率	-0.05%	-0.09%	-0.09%	0.04%	0.04%	0.03%
销售成本	0.00	20.06	4.11	6.35	0.00	8.64
增长率（YOY）	—	—	-79.49%	54.30%	-100.00%	—
毛利	0.00	-0.02	-0.00	0.00	0.00	0.00
增长率（YOY）	—	—	-79.98%	-169.78%	-100.00%	—
占总销售额比重	—	—	—	—	—	—
占主营业务利润比重	—	—	—	—	—	—
销售收入小计	2025.58	2637.15	3241.45	4197.17	5051.12	6331.99
销售成本小计	1636.14	1690.87	1987.40	2480.33	2853.26	3485.89
毛利	389.44	946.28	1254.06	1716.84	2197.86	2846.09
平均毛利率	19.23%	35.88%	38.69%	40.90%	43.51%	44.95%

来源：齐鲁证券研究所

公司盈利预测

- 根据以上假设条件，同时在不考虑公司未来可能并购产生的新增产能情况下，我们预计公司 2010 年—2012 年的净利润分别为 6.75 亿元、9.53 亿元和 12.70 亿元，对应 EPS 分别是 2.81 元、3.97 元和 5.29 元，同比增长分别为 57.66%、41.25%和 33.30%；

估值与投资建议

- 根据可比公司和医药行业平均估值，我们认为公司 11 年合理估值区间为 32-35 倍，对应股价为 127 元—139 元，给予公司“买入”的投资评级。

图表 37：可比公司估值

证券代码	公司名称	收盘价(元)	总股本(百万股)	市值(百万元)	09 EPS	10 EPS	11 EPS	09 PE	10 PE	11 PE
600276	恒瑞医药	48.140	749.43	36,077.71	0.91	0.57	1.34	52.83	84.46	35.93
002262	恩华药业	23.820	234.00	5,573.88	0.24	0.33	0.48	97.78	71.19	49.51
600079	人福科技	19.740	471.59	9,309.10	0.37	0.47	0.62	52.84	41.61	32.04
002294	信立泰	72.820	227.00	16,530.14	1.63	1.51	2.04	44.71	48.38	35.75
600062	双鹤药业	28.380	571.70	16,224.73	0.84	1.00	1.22	33.63	28.31	23.18
000513	丽珠集团	43.650	295.72	12,908.26	1.41	1.67	1.97	30.89	26.11	22.16
000522	白云山 A	16.650	469.05	7,809.74	0.20	0.45	0.56	83.38	37.26	29.66
600666	西南药业	11.330	193.43	2,191.57	0.33	0.28	0.35	34.73	40.77	32.44
600664	哈药股份	21.700	1,242.01	26,951.52	0.54	0.90	1.05	40.19	24.11	20.64
均值								52.33	44.69	31.25

来源：齐鲁证券研究所

风险提示

- 公司可立袋专利保护被避开的风险；
- 公司规模扩大导致的管理碎片化的风险；
- 公司产品出现质量问题后带来的品牌和信誉下降风险；
- 价格管理导致价格大幅下降风险。

附录1 历史推荐和目标定价

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-09-15	买入	111.10	127 元 ~ 139 元
2	****_**_**	XX	**_**	**_** ~ **_**
3	****_**_**	XX	**_**	**_** ~ **_**

来源：齐鲁证券研究所

附录2：财务预测简表
损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	2,029	2,621	3,246	4,197	5,051	6,332
增长率	—	29.2%	23.8%	29.3%	20.3%	25.4%
营业成本	-1,298	-1,673	-1,991	-2,480	-2,853	-3,486
% 销售收入	63.9%	63.8%	61.3%	59.1%	56.5%	55.1%
毛利	732	948	1,255	1,717	2,198	2,846
% 销售收入	36.1%	36.2%	38.7%	40.9%	43.5%	44.9%
营业税金及附加	-13	-20	-26	-33	-40	-49
% 销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-311	-394	-501	-642	-775	-971
% 销售收入	15.3%	15.0%	15.4%	15.3%	15.3%	15.3%
管理费用	-122	-131	-172	-218	-264	-331
% 销售收入	6.0%	5.0%	5.3%	5.2%	5.2%	5.2%
息税前利润 (EBIT)	285	404	556	824	1,119	1,495
% 销售收入	14.0%	15.4%	17.1%	19.6%	22.2%	23.6%
财务费用	-31	-47	-46	-30	6	8
% 销售收入	1.5%	1.8%	1.4%	0.7%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-8	-4	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	246	353	506	793	1,125	1,503
营业利润率	12.1%	13.5%	15.6%	18.9%	22.3%	23.7%
营业外收支	10	-2	16	10	12	12
税前利润	256	352	522	804	1,137	1,515
利润率	12.6%	13.4%	16.1%	19.2%	22.5%	23.9%
所得税	-41	-41	-88	-121	-171	-227
所得税率	15.9%	11.5%	16.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	215	311	434	683	967	1,288
少数股东损益	-1	1	6	9	14	18
归属于母公司的净利润	216	310	428	675	953	1,270
净利率	10.7%	11.8%	13.2%	16.1%	18.9%	20.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	215	311	434	683	967	1,288
少数股东损益	0	0	0	9	14	18
非现金支出	58	66	80	87	100	112
非经营收益	36	58	64	33	31	31
营运资金变动	-141	-214	-327	-166	-294	-406
经营活动现金净流	168	221	251	646	816	1,043
资本开支	173	223	274	415	505	308
投资	0	-12	-45	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-173	-234	-319	-415	-505	-308
股权募资	20	200	0	5,002	0	0
债权募资	40	112	308	0	0	0
其他	-38	-167	-119	-43	-43	-43
筹资活动现金净流	22	146	189	4,959	-43	-43
现金净流量	18	132	120	5,190	269	692

来源：齐鲁证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	103	341	517	5,698	5,952	6,627
应收款项	497	857	1,135	1,345	1,629	2,038
存货	479	577	595	762	867	1,059
其他流动资产	26	35	48	57	67	81
流动资产	1,105	1,810	2,295	7,862	8,516	9,805
% 总资产	61.8%	68.1%	68.9%	85.1%	82.6%	83.0%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	582	750	949	1,288	1,707	1,916
% 总资产	32.6%	28.3%	28.5%	13.9%	16.6%	16.2%
无形资产	84	85	85	84	83	82
非流动资产	682	846	1,038	1,377	1,794	2,002
% 总资产	38.2%	31.9%	31.1%	14.9%	17.4%	17.0%
资产总计	1,787	2,656	3,333	9,238	10,310	11,807
短期借款	453	857	1,083	1,083	1,083	1,083
应付款项	546	557	522	732	822	1,013
其他流动负债	49	33	54	64	78	97
流动负债	1,048	1,447	1,659	1,879	1,984	2,193
长期贷款	36	10	90	90	90	90
其他长期负债	12	9	5	5	5	5
负债	1,096	1,466	1,754	1,974	2,079	2,289
普通股股东权益	675	1,173	1,568	7,244	8,197	9,467
少数股东权益	16	17	11	20	34	52
负债股东权益合计	1,787	2,656	3,333	9,238	10,310	11,807

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益 (元)	2.884	1.722	2.377	2.811	3.970	5.292
每股净资产 (元)	9.001	6.519	8.712	30.184	34.154	39.446
每股经营现金净流 (元)	2.246	1.228	1.393	2.657	3.344	4.274
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	32.04%	26.41%	27.29%	9.31%	11.62%	13.42%
总资产收益率	12.10%	11.67%	12.84%	7.30%	9.24%	10.76%
投入资本收益率	22.23%	20.80%	20.70%	25.56%	27.56%	31.27%
增长率						
营业总收入增长率	—	29.18%	23.83%	29.30%	20.35%	25.36%
EBIT增长率	—	41.56%	37.82%	48.10%	35.83%	33.64%
净利润增长率	—	43.28%	38.07%	57.66%	41.25%	33.30%
总资产增长率	—	48.62%	25.50%	177.14%	11.60%	14.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.1	59.5	61.3	60.7	60.9	60.9
存货周转天数	67.3	115.1	107.4	110.0	109.1	109.4
应付账款周转天数	53.9	82.1	63.5	69.7	67.6	68.3
固定资产周转天数	42.4	77.8	78.3	66.6	57.4	46.6
偿债能力						
净负债/股东权益	55.86%	44.14%	41.55%	-62.29%	-58.07%	-57.30%
EBIT利息保障倍数	9.3	8.6	12.1	27.2	-193.1	-187.5
资产负债率	61.33%	55.19%	52.62%	21.37%	20.17%	19.38%

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话:021-58303470

手机:13641659577

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话:021-58206173

手机:18621368050

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双鸽

大厦 19 楼

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-81283786

手机:15806668226

传真:0531-81283791

邮编:250010

地址:山东济南经十路 17703

号华特广场 B501