

输液王者日，仿创启航时

2018 年 11 月 07 日

【投资要点】

- ◆ **“限输”政策不改大输液产品临床不可替代性，普通输液和治疗输液齐头并进巩固王者地位。**大输液由于直接输入体内的药量较大、药效迅速及适于急救等优点而在临床上具有不可替代的作用，“限输”政策导向早已明确且多个省份已执行，行业阵痛期渐进尾声将加速产能出清、供需回归平衡。公司深耕大输液行业多年，保持普通输液和治疗输液双线发展的同时侧重点各有不同，对普通输液，由于附加值较低且竞争格局稳定，主要靠渠道“走量”，实现业绩稳扎稳打，未来看点在包材升级增厚利润；对治疗输液，由于附加值较高且竞争格局良好，凭借确切疗效通过现有渠道快速放量，实现业绩再创新高，未来看点在肠外营养产品线丰富带来较大的业绩弹性。
- ◆ **大输液行业步入深度整合阶段，寡头格局已现，龙头价值凸显。**随着公司的横向输液并购整合以及纵向上下游产业链整合过程推进，其在大输液行业的竞争优势愈发显著，叠加与石四药实现强强联合，大输液行业寡头格局已现，由市场竞争走向深度整合，话语权提升，龙头价值凸显。
- ◆ **川宁项目满产满销释放成本优势，叠加下游布局好转，步入抗生素全产业链竞争时代。**凭借落址伊犁拥有得天独厚的资源与成本优势，公司的抗生素中间体通过巨大的环保投入和技术攻关成功强势入局竞争已是红海的抗生素行业。随着川宁项目满产的成本优势释放以及下游广西科伦情况好转，公司的抗生素全产业链布局价值将日益显现。
- ◆ **仿创结合丰富研发管线，多项成果逐步兑现形成投入产出良性循环。**公司围绕“以仿制为基础，创新驱动未来”的产品线战略布局，近年来仿制药、NDDS、创新小分子、生物大分子等各项在研项目同步推进，近年来不断有高质量仿制药获批上市叠加通过一致性评价品种的进口替代，以科瑞舒、多特、多蒙捷和百洛特等为代表的优质品种正处于快速放量中，为公司提供新的业绩增长点，形成投入产出良性循环，利于公司长远健康发展。

挖掘价值 投资成长

买入 (上调)

目标价：28.52 元

东方财富证券研究所

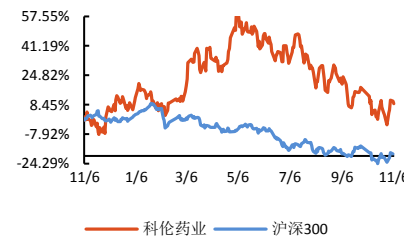
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：喻凤

电话：021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	35449.00
流通市值 (百万元)	25341.29
52 周最高/最低 (元)	36.07/20.60
52 周最高/最低 (PE)	105.93/22.81
52 周最高/最低 (PB)	4.37/2.66
52 周涨幅 (%)	9.10
52 周换手率 (%)	250.09

相关研究

- 《持续加大新品种推广放量》
2018.10.29
- 《输液和抗生素助推业绩高速增长，仿创结合研发成果逐步兑现》
2018.08.29
- 《输液发力叠加川宁达产，半年度业绩高速增长》
2018.07.31

【投资建议】

- ◆ 基于以上判断，我们看好公司未来的发展前景，综合考虑公司各方面营业状况，预计公司普通输液 18/19/20 年营收增速为 15%/4%/3%，收入为 61.12/63.57/65.47 亿元；治疗输液 18/19/20 年营收增速为 50%/35%/20%，收入为 33.95/45.83/54.99 亿元；抗生素 18/19/20 年营收增速为 61.99%/10%/5%，收入为 30/33/34.65 亿元；其他制剂 18/19/20 年营收增速为 50%/30%/20%，收入为 28.50/37.05/44.46 亿元。
- ◆ 基于上述测算，我们小幅上调了营收，由于考虑到肠外营养产品和多个非输液制剂品种均需要大量的市场推广，我们上调销售费用，下调了盈利预测。预计公司 18/19/20 年营业收入为 154.62/180.49/200.63 亿元（原预测为 148.28/170.53/190.99 亿元），归母净利润为 12.38/15.84/19.78 亿元（原预测为 13.19/17.78/23.06 亿元），EPS 0.86/1.10/1.37 元。
- ◆ 采用分部估值对公司大输液、抗生素以及其他制剂三部分业务进行估值。1) 大输液：参考可比公司，虽然 2019 年大输液行业企业平均市盈率 PE 为 13.33 倍，但我们认为由于大输液行业已步入深度整合阶段且寡头格局较为稳定，公司作为行业绝对龙头有望享受较高估值溢价。预测公司 2019 年大输液净利润为 7.76 亿，结合公司历史 PE 近年来稳定在 30 倍 PE 以上，考虑到由于前期市场环境波动导致公司估值已回调到历史较低位，长期来看大输液行业龙头必将在行业深度整合、集中度提升的过程中受益，存在估值修复空间，给予 2019 年 30 倍 PE，对应市值为 232.8 亿；2) 抗生素：参考可比公司，2019 年抗生素板块企业平均市盈率 PE 为 14.62 倍，我们认为由于公司抗生素成本优势显著以及全产业链价值日益显现，预测公司 2019 年抗生素板块净利润为 6.05 亿，给予 18 倍 PE，对应市值为 108.9 亿；3) 其他制剂：参考可比公司，2019 年其他化药企业平均市盈率 PE 为 33.44 倍，预测公司 2019 年其他制剂净利润为 2.03 亿，给予 34 倍 PE，对应市值为 69.02 亿。综合三部分估值，我们认为公司 2019 年合理估值为 410.72 亿元，不考虑配股，对应 2019 年股价为 28.52 元，上调评级至“买入”。

盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	11434.95	15461.75	18049.32	20062.53
增长率(%)	33.49	35.21	16.74	11.15
EBITDA（百万元）	2500.38	2680.34	3231.43	3799.47
归母净利润（百万元）	748.54	1237.93	1585.22	1979.45
增长率(%)	28.04	65.38	28.05	24.87
EPS(元/股)	0.52	0.86	1.10	1.37
市盈率(P/E)	47.36	28.64	22.36	17.91
市净率(P/B)	3.00	2.77	2.51	2.24
EV/EBITDA	16.64	15.35	12.26	9.94

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 大输液行业竞争风险；
- ◆ 产品放量不及预期风险；
- ◆ 环保风险。

正文目录

1. 公司基本情况	5
1.1. 公司简介	5
1.2. 历史沿革	5
1.3. 股权集中	6
1.4. 业绩向好	7
1.5. 战略明确	7
2. 大输液：走过寒冬，强者恒强	8
2.1. 大输液产品优势明确，临床疗效不可替代	8
2.2. 我国大输液行业阵痛期即将过去	9
2.2.1. “限输”政策导向早已明确，多个省份已执行	9
2.2.2. 产能出清仍继续，输液供需将平衡	10
2.3. 公司输液业务一家独大，王者地位稳固	10
2.3.1. 大输液板块业绩恢复性增长，提供稳定现金流无虞	10
2.3.2. 高附加值肠外营养产品相继获批，未来业绩弹性可观	11
2.4. 积极应对大环境变化，长期成长确定性高	14
2.4.1. 产品结构调整，包材软塑化趋势不改	14
2.4.2. 输液龙头发力，规模效应逐渐显现	15
2.4.3. 行业深度整合，优势互补提升话语权	15
2.4.4. 研发步伐不减，进一步拓宽大输液产品护城河	16
3. 抗生素：红海竞争，成本制胜	17
3.1. “限抗”高压政策之下抗生素市场艰难前行	17
3.2. 以抗生素中间体强势入局，打造全产业链基础一环	18
3.2.1. 为什么做——产业链延伸	18
3.2.2. 怎么做——川宁项目一波三折	18
3.2.3. 现状——满产满销，盈利稳定	20
3.3. 步入产业链竞争时代	21
4. 研发体系：仿创结合，基业长青	22
4.1. 研发配置持续加码	22
4.2. 仿制研发成果渐丰	22
4.3. 创新研发势在必行	24
5. 盈利预测	26
6. 估值及投资建议	28
7. 风险提示	29

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司股权结构（截至 2018 年三季度）.....	6
图表 3: 今年以来公司部分管理层增持情况.....	6
图表 4: 2011 年至 2018 年三季度营收变化.....	7
图表 5: 2011 年至 2018 年三季度扣非归母净利润变化.....	7
图表 6: “三发驱动”发展战略.....	7
图表 7: 大输液产品分类（按临床用途分）.....	8
图表 8: 大输液产品分类（按包装形式分）.....	8
图表 9: 限制门诊输液部分政策.....	9
图表 10: 2010 年-2017 年我国大输液产量情况.....	10
图表 11: 2010-2017 年我国大输液消费量情况.....	10
图表 12: 公司输液业务收入及利润情况.....	11
图表 13: 公司在样本医院销售额较高的大输液产品.....	11
图表 14: 2017-2018 年公司获批的肠外营养产品（截至 2018 年 10 月）.....	12
图表 15: 2012-2018H1 样本医院丙氨酰谷氨酰胺销售情况.....	13
图表 16: 前四大厂商市场份额变化.....	13
图表 17: 脂肪乳氨基酸（17）葡萄糖（11%）注射液部分中标省份对比情况（截至 2018 年 9 月）.....	13
图表 18: 公司输液产品销量占比.....	14
图表 19: 大输液行业各公司毛利率情况.....	15
图表 20: 大输液行业市占率前三的企业生产基地分布.....	16
图表 21: 近两年大输液药品研发进展情况.....	16
图表 22: 不断升级的限抗令政策.....	17
图表 23: 样本医院抗感染药市场规模.....	17
图表 24: 2017 年抗感染药各治疗小类占比.....	17
图表 25: 抗生素产业链.....	18
图表 26: 川宁项目进度表.....	19
图表 27: 硫氰酸红霉素主要产能分布（吨/年）.....	20
图表 28: 硫氰酸红霉素价格走势（元/Kg）.....	20
图表 29: 7-ACA 主要产能分布（吨/年）.....	20
图表 30: 7-ACA 价格走势（元/Kg）.....	20
图表 31: 6-APA 主要产能分布（吨/年）.....	21
图表 32: 6-APA 价格走势（元/Kg）.....	21
图表 33: 川宁生物收入情况（亿元）.....	21
图表 34: 川宁生物净利润情况（亿元）.....	21
图表 35: 研发基地布局.....	22
图表 36: 近年来研发投入情况.....	22
图表 37: 近两年仿制药研发获批生产/申报生产情况.....	23
图表 38: 注射用帕瑞昔布钠获批情况（截至 2018 年 10 月 30 日）.....	24
图表 39: 注射用帕瑞昔布钠中标情况（截至 2018 年 10 月 30 日）.....	24
图表 40: 创新研发项目临床获批情况.....	25
图表 41: 公司收入及毛利拆分（亿元）.....	26
图表 42: 盈利预测.....	27
图表 43: 可比公司估值.....	28
图表 44: 历史 PE（TTM）区间.....	29
图表 45: 历史 PB 区间.....	29
图表 46: DCF 估值模型（FCFF）的基本假设.....	29

1. 公司基本情况

1.1. 公司简介

四川科伦药业股份有限公司成立于 1996 年，2010 年在深圳证券交易所上市（股票代码 002422）。公司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，以及抗生素中间体等共计 598 个品种 996 种规格的产品。其中输液产品有 118 个品种共 280 种规格，原料药有 47 个品种共 49 种规格，抗生素中间体有 10 个品种，医药包材有 34 个品种。公司是国内输液行业中品种最为齐全、包装形式最为完备的药企之一。

1.2. 历史沿革

图表 1：公司发展历程

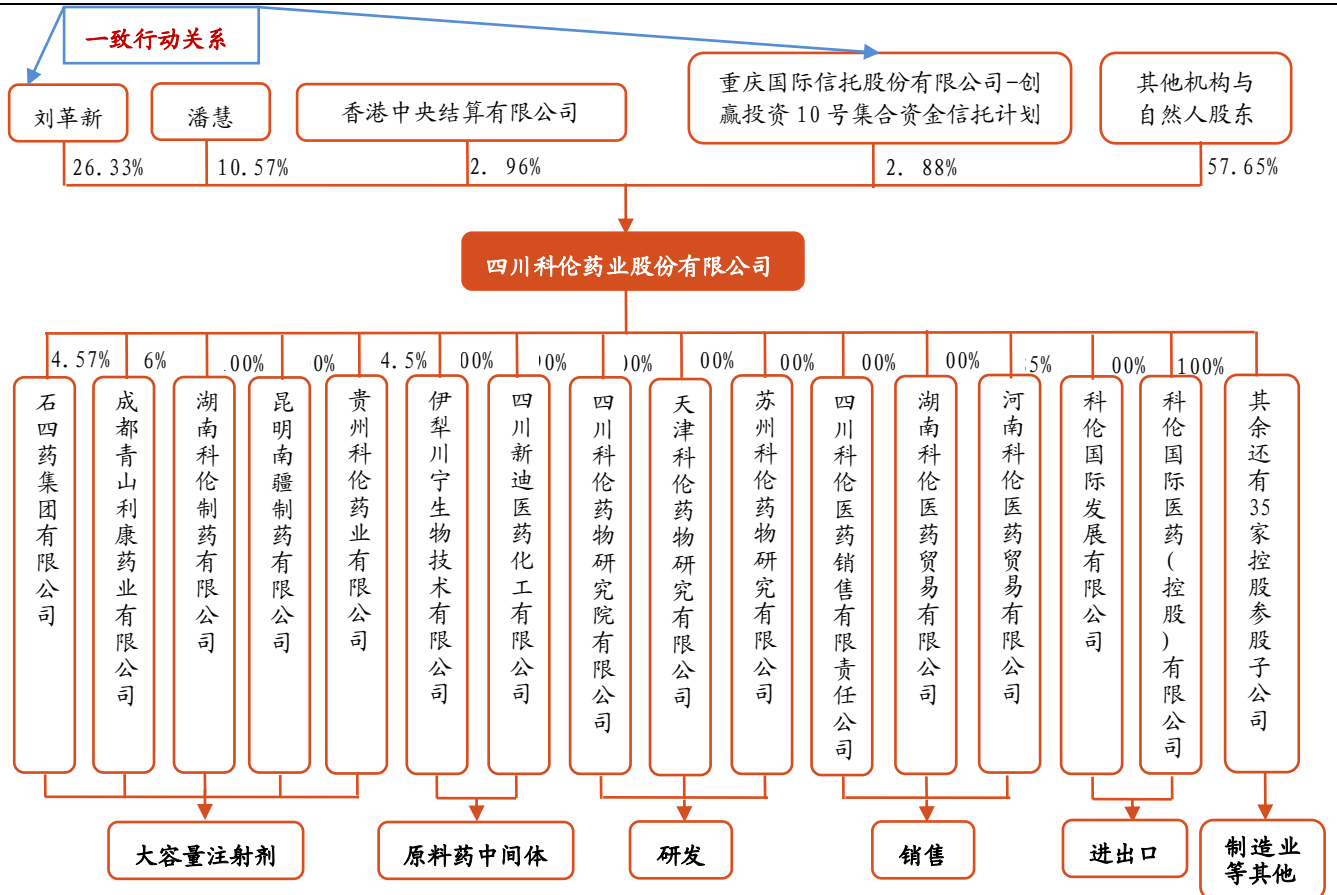
时间	事件	发展阶段
1996-2001	创建四川科伦大药厂；新建高速输液生产线；进行 GMP 异地扩建； 设立四川新元制药，建成原料生产基地； 设立湖南科伦制药，开始向省外产业进军；	输液起家
2002	四川科伦大药厂整体改制为四川科伦大药厂有限责任公司； 设立四川科伦药用包装有限公司，开始向产业链的上游领域扩张； 设立四川珍珠制药，建成多种口服固体制剂的产业基地。	整体改制，产业链扩张
2003	四川科伦大药厂有限责任公司整体变更设立为四川科伦药业股份有限公司； 在四川、湖南同时启动符合标准的非 PVC 软袋和塑瓶项目； 引进具有高科技含量的脂肪乳生产线，并全面通过认证； 设立黑龙江科伦制药，初步完成在全国的输液产业布点。	产品标准化，大输液全国布局初显
2004-2008	收购原湖南天御龙制药，更名为湖南中南科伦药业； 设立江西科伦药业、黑龙江科伦药品包装； 自主研发的直立式软袋输液注册成功 ； 收购昆明南疆制药；设立湖北拓朋药业；设立辽宁民康制药等。	快速扩张
2010	收购安阳大洲药业，更名为河南科伦药业；收购浙江国镜药业； 深交所上市，募资 50 亿 ； 设立伊犁川宁生物技术有限公司、新疆科伦生物技术有限公司。	上市募资，生产线扩建，川宁项目开启
2011-2013	收购广东庆发药业，更名为广东科伦药业； 收购桂林大华制药股份，更名为广西科伦制药； 收购崇州君健塑胶有限公司；设立四川新迪医药化工、抚州科伦技术中心等。	二次扩张
2014	在美国设立 KLUS PHARMA INC.（科纳思药业有限公司）。	
2015	重组抗表皮生长因子受体（EGFR）人鼠嵌合单克隆抗体注射液获 CFDA 注册受理，标志公司首个生物技术药物成功申报临床。	迈向生物技术药物研发重要领域
2016	投资建设生物医药产业园项目 ，计划总投资额为 51.61 亿元。	继续开拓高技术生物医药市场以及国际化战略
2017	1 类抗肿瘤药物 KL070002、创新重组抗 PD-L1 人源化单克隆抗体 KL-A167、 创新静脉麻醉药物 KL100137 脂肪乳注射液等获批临床	创新药步入临床
2018	创新抗体偶联药物注射用 A166、创新 1 类化学药品 KL280006 注射液、 注射用重组人血小板生成素拟肽-Fc 融合蛋白等获临床试验批件；盐酸右美托咪定注射液、 中长链脂肪乳/氨基酸（16）/葡萄糖（16%）电解质注射液获得药品注册批件。	创新研发体系逐步丰富

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

1.3. 股权集中

董事长刘革新直接持股比例为 26.33%，为公司的实际控制人，并与第二大股东为夫妻关系但不是一致行动人，前两大股东近年来持股稳定。现任公司总经理的刘思川（董事长刘革新之子）直接持有以及通过重庆国际信托股份有限公司设立的“创赢投资 10 号集合资金信托计划增持后的股份共计达 3.33%，此外还有多位公司管理层进行增持，可以看出管理层对公司未来持续稳定发展的坚定信心和对公司价值的认可。

图表 2：公司股权结构（截至2018年三季度）



资料来源：Choice, 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 3：今年以来公司部分管理层增持情况

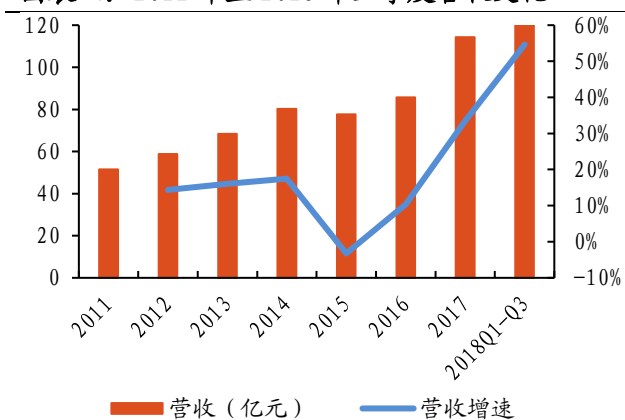
增持时间	高管姓名	所任职位	变动数量(股)	变动后持股比例(%)	成交价
2018.09	赖德贵	副总经理兼财务总监	8600	0.0086	27.42
2018.07	赖德贵	副总经理兼财务总监	10000	0.0080	29.72
2018.03	刘思川	董事、总经理	6680000	3.33	26.99
2018.03	戈韬	副总经理	20000	0.0024	25.44
2018.02	谭鸿波	副总经理	34200	0.0067	24.67
2018.02	刘思川	董事、总经理	410600	2.89	24.31
2018.02	葛均友	副总经理	50000	0.0063	24.27
2018.01	冯昊	副总经理兼董事会秘书	20000	0.0078	24.32
2018.01	赖德贵	副总经理兼财务总监	4200	0.0073	24.04

资料来源：公司公告, 东方财富证券研究所

1.4. 业绩向好

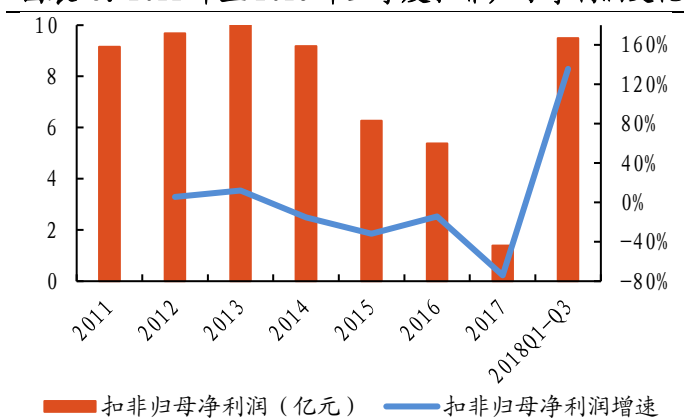
公司发展阶段从业绩变化情况可见一斑,大致分为三个阶段:1)蓬勃发展。由于国家在2011年2月12日正式颁布了《药品生产质量管理规范(2010年修订)》,要求血液制品、疫苗、注射剂等无菌药品的生产必须在2013年底前达到新修订药品GMP要求,这加速了中国大输液行业整合的速度,导致一些未能通过GMP认证的企业被迫停产,产能出清让公司在2013年底前蓬勃发展时受益,营收增速和净利均增长。2)雪上加霜。一方面,从2014年起各省相继提出的“限抗限输”政策给趋于饱和的大输液行业笼上了一层阴影,因而公司收入呈低增长态势;另一方面,川宁项目因环保问题迟迟不能达产,拖累公司净利持续大幅下滑。3)苦尽甘来。随着大输液行业回暖和川宁项目扭亏为盈,叠加与石四药强强联合,公司业绩向好态势明确。

图表 4: 2011 年至 2018 年三季度营收变化



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

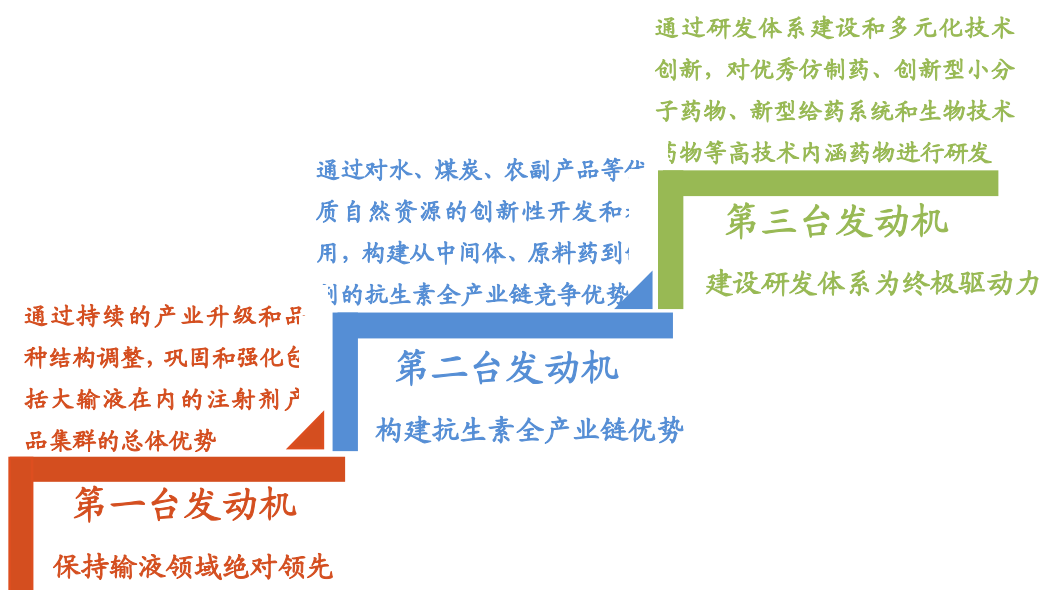
图表 5: 2011 年至 2018 年三季度扣非归母净利润变化



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

1.5. 战略明确

图表 6: “三发驱动”发展战略



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

2. 大输液：走过寒冬，强者恒强

2.1. 大输液产品优势明确，临床疗效不可替代

大容量注射液俗称大输液，通常是指容量大于等于 50ml 并直接由静脉滴注输入体内的液体灭菌制剂。其凭借直接输入体内的药量较大、药效迅速及适于急救等优点而在临床上具有不可替代的作用。按其临床用途，大输液大致可分为普通输液、营养输液、治疗输液、血容量扩张用输液和透析造影用输液。

图表 7：大输液产品分类（按临床用途分）

类型	特征	主要品种
普通输液	分为电解质输液和酸碱平衡输液两类，主要作用是调节人体新陈代谢、维持体液渗透压、纠正体液的酸碱平衡等。	氯化钠输液、碳酸氢钠输液等
营养输液	通过静脉途径为患者提供人体必需的碳水化合物、脂肪、氨基酸、维生素以及微量元素等营养物质，帮助患者维持良好的营养状态。	葡萄糖输液、氨基酸输液、脂肪乳输液等
治疗输液	直接在生产过程中将治疗性药物加入普通溶剂中的大输液，包括抗感染、抗肿瘤、消化、心血管用药等。	替硝唑输液、氧氟沙星输液等
血容量扩张用输液	主要用于增加血容量，防止失血性休克或降低血液粘度，改善微循环，防止血栓形成。	右旋糖酐输液、羟乙基淀粉输液等
透析造影用输液	用于疾病诊断	泛影葡安、碘海醇注射液等

资料来源：辰欣药业招股说明书，网络公开资料，东方财富证券研究所

而输液包材质量以及包装形式直接影响输液患者用药安全性以及临床使用的便捷性。按其包装形式，我国大输液市场主要存在的包装形式有：玻璃瓶、塑料瓶、PVC（聚氯乙烯）软袋、非 PVC 软袋、直立式 PP（聚丙烯）袋。2006 年以前，我国玻璃瓶输液的市场占有率达 70%以上；2010 年开始塑料瓶输液销量反超玻璃瓶输液，以 44%的销售占比居于首位；而 PVC 软袋由于含有聚氯乙烯单体和在生产过程中为改变其性能加入的增塑剂（DEHP）有可能溶出从而危害人体健康，因此 PVC 软袋只是作为过渡品种暂时存在，CFDA 自 2000 年 9 月起就停止了对 PVC 软袋包装输液生产线的审批。

图表 8：大输液产品分类（按包装形式分）

类型	优点	缺点
玻璃瓶	价格低、透明度好、对药物稳定性影响小	临床应用时需引入空气而易造成二次污染；易碎、运输费用高；穿刺时瓶口胶屑易脱落造成那个毛细血管栓塞
塑料瓶	不易破损、利于长途运输且运费相对低廉；口部密封性好、利于药物长期保存	临床应用时需引入空气而易造成二次污染；透明度相对较差；热稳定性较差
非 PVC 软袋	无需引入空气，避免在输液过程中导致的二次污染；不含氯化物、用后处理时对环境无害	成本高
直立式 PP 袋	无需导入外界空气；由于其可以直立摆放，克服了非 PVC 软袋不能直立摆放、配液操作不便等缺点，提高了护理工作的效率，适用性更强	成本较高

资料来源：网络公开资料，东方财富证券研究所

2.2. 我国大输液行业阵痛期即将过去

2.2.1. “限输”政策导向早已明确，多个省份已执行

区别于其他制剂，输液略过消化道屏障，通过直接将药物输入静脉使之进入人体血液、瞬时即可分布全身，起效迅速，因而曾经一度成为各种大病小病的通用治疗手段，导致输液治疗泛滥成灾。但同时最大的优点往往也是缺点，静脉输液对输液室的环境、设备，药品的纯度以及医护人员的专业性要求较高，病人发生过敏反应机率较大，一旦发生严重的过敏反应，将直接危及患者生命。

随着过度输液现象日益严重，国家及地方卫计委相继出台了针对门诊输液行业由引导其规范发展逐步过渡到严格监管限制的诸多政策，限抗限输已然常态化，而对于取消门诊输液，我国并未在国家层面作出统一规定。目前，已有江苏、浙江、辽宁、广东等多个省份明确出台了涉及全省范围的限制门诊输液甚至停止门诊输液政策，多个省份也已有试点城市或试点医院限控门诊输液。

图表 9：限制门诊输液部分政策

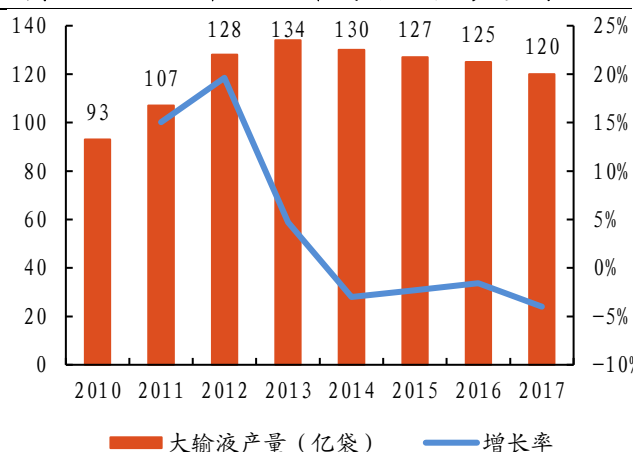
时间	政策	具体内容
2014 年	国家卫计委办公厅发布关于做好 2014 年抗菌药物临床应用管理工作的通知	首次提出加大门诊、急诊抗菌药物静脉使用管理力度。要组织开展门诊、急诊抗菌药物静脉使用情况的监测；根据检测结果，采取针对性措施，降低门诊、急诊抗菌药物静脉使用比例及使用量
2014 年 8 月	安徽卫计委首次发文《关于加强医疗机构静脉输液管理的通知》	要求降低门诊、急诊抗菌药物静脉使用比例及使用量并列出门急诊 53 种不需输液疾病清单
2015 年 11 月	江苏卫计委发文《关于进一步加强抗菌药物临床应用管理工作通知》	要求 2016 年 7 月 1 日起，全省二级以上医院（除儿童医院）全面停止门诊患者静脉输注抗菌药物；2016 年年底，全省二级以上医院（除儿童医院）全面停止门诊患者静脉输液。
2016 年 1 月	浙江省卫计委发文《关于加强抗菌药物临床应用分级管理工作的通知》	除儿童医院和儿科，全省三级医院应该率先全面停止门诊患者静脉输注抗菌药物。儿童医院、各医院儿科及其他各级各类医疗机构应逐步减少，直至停止门诊静脉输注抗菌药物。
2016 年 3 月	江西卫计委发文《关于进一步加强药械管理，促进合理用药用械工作的通知》	从严控制门诊输液尤其是门诊抗菌药物输液治疗指征，实现门诊输液数量和比例逐步减少。对于有条件的二级以上医院，鼓励探索取消门诊输液服务。
2016 年 9 月	黑龙江省卫计委发布了《关于在全省三级医疗机构取消门诊静脉输液的通知》	全省各三级医院的各临床科室自 2016 年 10 月 8 日起应全面停止门诊患者静脉输液。儿童医院、各医院儿科门诊可保留静脉输液，但应采取切实有效措施，逐步减少直至停止门诊静脉输注抗菌药物。急诊和日间手术患者在严格掌握适应症的情况下可采用静脉输液治疗。
2017 年 5 月	辽宁省卫计委印发《关于印发辽宁省 2017 年深入落实进一步改善医疗服务行动计划重点工作方案的通知》	2017 年年底辽宁省将逐步取消门诊输液——第一步就是取消三级以上医疗机构（儿科医院或儿科门诊除外）门诊静脉输液，急诊和日间手术患者在严格掌握适应症的情况下可采取静脉输液治疗。
2017 年 7 月	广东省卫计委发布《关于加强基层医疗卫生机构静脉输液管理的通知》	要求尽可能减少不必要的静脉输液，还明确了可以使用静脉输液的具体指征以及门、急诊原则上无需静脉输液治疗的 53 种常见病多发病。
2018 年 7 月	广西卫计委发布关于征求《自治区卫生计生委关于规范医疗机构门诊静脉输液管理的通知（征求意见稿）》修改意见的通知	按医疗机构的等级管理门诊静脉输液。全区二级及以上医疗机构于 2018 年 8 月 1 日起，除儿科门诊和急诊科外，全面停止门诊静脉输液服务。2018 年 9 月 1 日起全区基层医疗卫生机构也应逐步减少门诊静脉输液医疗服务工作。

资料来源：国家卫计委和部分省份卫计委官网，东方财富证券研究所

2.2.2. 产能出清将继续，输液供需将平衡

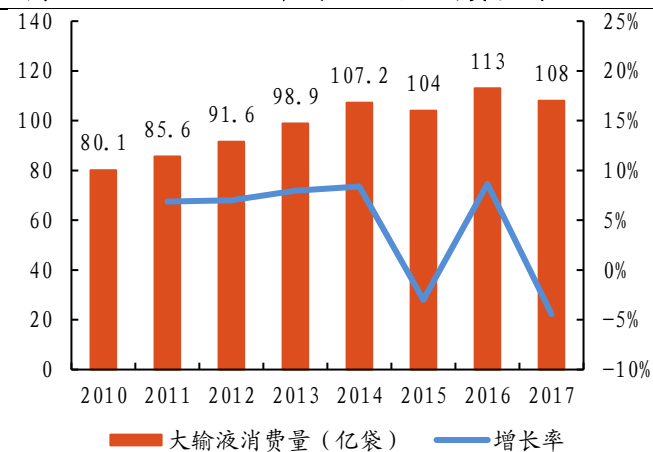
正是受到国家政策的影响，我国大输液产量从 2014 年的 130 亿袋下滑到 2017 年的 120 亿袋，近年来大输液产量持续下滑，我们认为大输液供给端的产能出清仍将继续但有些情况下输液治疗是刚需因而下滑空间有限。此外，从大输液需求端来看，我国大输液消费量从 2014 年以来企稳态势较为明显，“限抗限输”的行业阵痛期即将过去，我国患者追求疾病快速痊愈动辄即以静脉输液为治疗方式的就医现状获改善。

图表 10：2010 年-2017 年我国大输液产量情况



资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

图表 11：2010-2017 年我国大输液消费量情况



资料来源：前瞻产业研究院，东方财富证券研究所

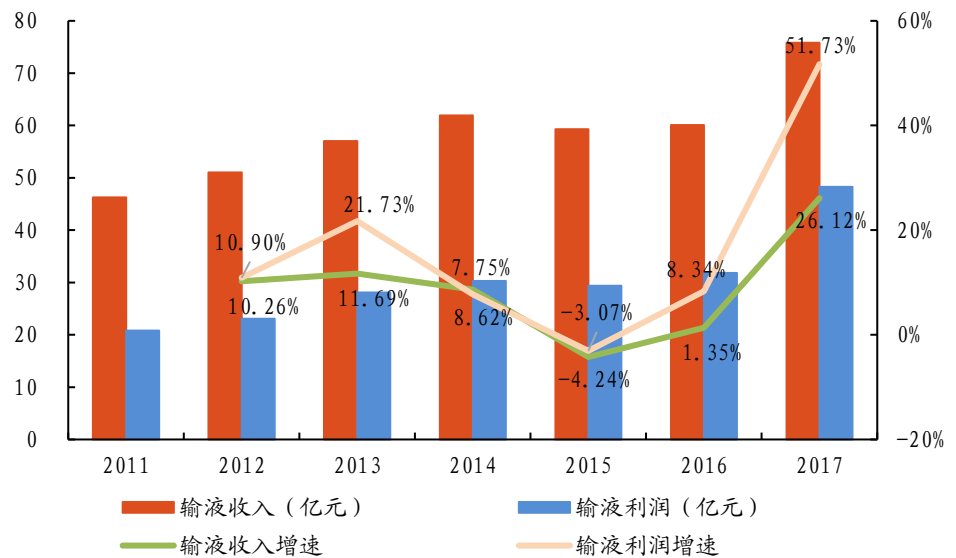
2.3. 公司输液业务一家独大，王者地位稳固

公司作为大输液行业入场最早的玩家之一，抓住 2000 年国家强行推行 GMP 使得全国一大批未能达标的输液生产企业和医院制剂室在规定的时限内悉数停产关闭这一时机，迅速收购扩张，从而成为国内大输液行业领跑者。经过多年深耕大输液领域，输液产品遍布基础输液、营养输液、心脑血管类、抗病原微生物类、水电解质平衡类、血容量扩充剂等多个细分临床用途，公司已成为国内最大的大输液生产厂家，销售网络辐射东北区、华北区、华东区、华中区、西南区、西北区 6 个大区的全国市场，市场份额遥遥领先，大输液王者地位稳固。

2.3.1. 大输液板块业绩恢复性增长，提供稳定现金流无虞

凭借全系列输液产品集群和包材优化升级优势，公司的大输液板块能够贡献较为稳定的营收及利润。虽然政策影响导致营收及利润增速由 2013 年双位数增长持续下滑甚至 2015 年的负增长，但近两年呈现恢复性增长态势，意味着输液行业的利空因素释放接近尾声，将有望进入政策洗牌后的新一轮稳定成长期。

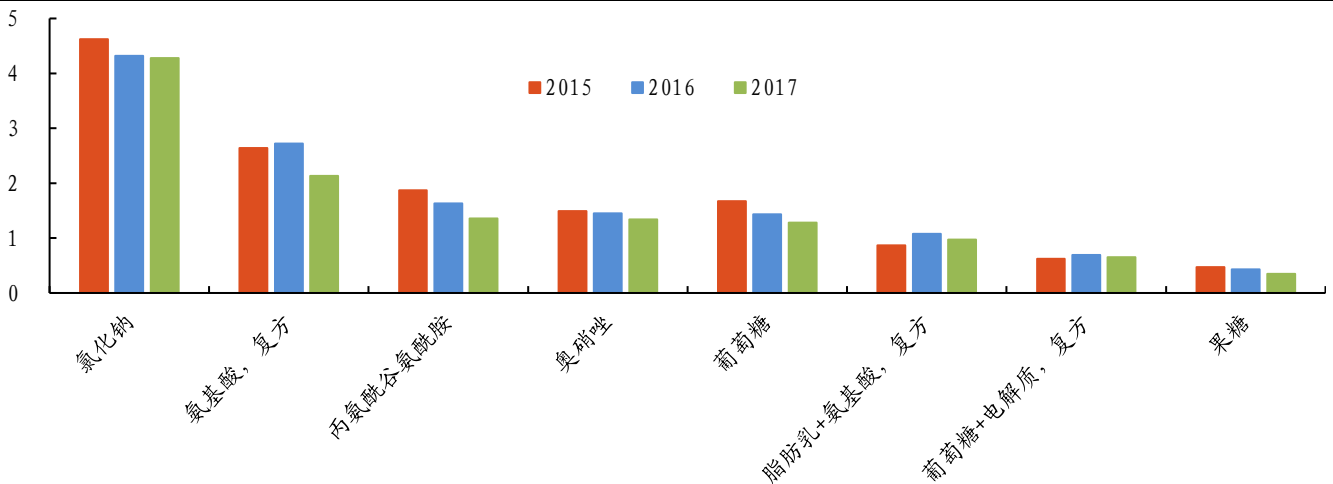
图表 12：公司输液业务收入及利润情况



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

样本医院销售金额较高的大输液品种还是以普通输液和营养型输液为主，普通输液中氯化钠一直是现金流产品，属于医保甲类药物，样本医院销售额在 4.4 亿左右，而基层销量同样不可小觑。营养输液销量靠前的则包括氨基酸、葡萄糖、果糖及复方等。

图表 13：公司在样本医院销售额较高的大输液产品



资料来源：PDB，东方财富证券研究所

2.3.2. 高附加值肠外营养产品相继获批，未来业绩弹性可观

去年以来，公司有多个肠外营养输液产品首仿获批，受益于双室袋、三腔袋的输注方式成为肠外营养治疗最佳用药趋势，这些首仿获批产品将进一步凸显公司在肠外营养领域的市场竞争优势。

图表 14：2017–2018 年公司获批的肠外营养产品（截至 2018 年 10 月）

时间	类型	包装特点	状态	原研	市场规模	医保
2017.03	丙氨酰谷氨酰胺氨基酸（18）注射液	采用双室袋包装	获批生产（首仿）	费森尤斯卡比	2017 年样本医院销售额 8.66 亿元	乙类
2017.12	脂肪乳氨基酸（17）葡萄糖（11%）注射液	工业化“全合一”三腔袋	获批生产（首仿）	费森尤斯卡比	2016 年国内销售额 13.3 亿元	乙类
2018.07	脂肪乳（10%）/氨基酸（15）/葡萄糖（20%）注射液	工业化“全合一”三腔袋	获批生产（首仿）	百特		
2018.07	氨基酸葡萄糖注射液	双腔袋	获批生产（首仿）	百特		
2018.08	中长链脂肪乳/氨基酸（16）/葡萄糖（16%）电解质注射液	三腔袋	获批生产（首仿）	贝朗	4000 万元	
2018.09	脂肪乳氨基酸（17）葡萄糖（19%）注射液	工业化“全合一”三腔袋	获批生产（首仿）	费森尤斯卡比		乙类

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

➢ 丙氨酰谷氨酰胺氨基酸（18）注射液：双室袋包装凸显产品价值

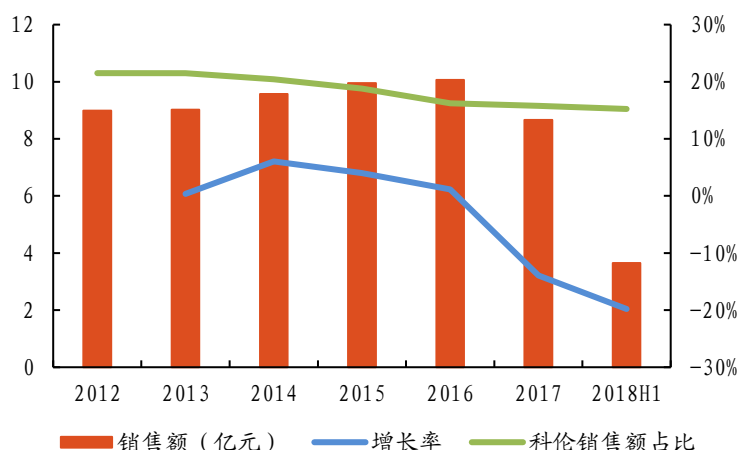
丙氨酰谷氨酰胺注射液原研公司为费森尤斯卡比，1995 年在德国首上市，是全球首个上市的补充谷氨酰胺的药物，适用于需要补充谷氨酰胺的患者，包括处于分解代谢和高代谢状况的疾病人群，比如接受大手术的癌症患者、重度胰腺炎、严重烧伤、创伤、复杂手术和 ICU 患者等。自上市以来，先后被《2009 欧洲肠外肠内营养学会外科指南》、《2009 欧洲肠外肠内营养学会 ICU 指南》、《2015 中国肠外营养临床药学共识》、《2016 中国成人围手术期营养支持指南》等多个国内外权威指南广泛推荐使用。近年来样本医院销售额在 9 亿元左右，预计实际终端销售额接近 30 亿元。

然而丙氨酰谷氨酰胺注射液浓度高，直接输注会刺激血管，且丙氨酰谷氨酰胺为单一营养组分，为防止其转化为其他氨基酸，常与其他复方氨基酸同时给予，以更好地发挥临床治疗作用。因此，临床使用时通常加入 5 倍量的稀释液（常用复方氨基酸溶液）配制后输注。

为了一次性解决丙氨酰谷氨酰胺注射液浓度问题和配制问题，采用双室袋包装，两个独立的腔室分别装有丙氨酰谷氨酰胺注射液和复方氨基酸注射液（18AA）。临床使用时，通过按压可使两个独立腔室连通，再将液体混合均匀后即可静脉输注使用，可解决丙氨酰谷氨酰胺注射液（单瓶）临床使用中需二次配制的问题，能有效降低配制过程中的污染和错配风险，提高用药安全性和医护效率。

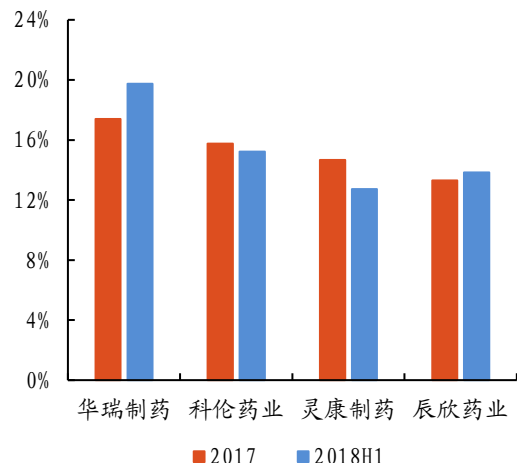
从样本医院丙氨酰谷氨酰胺销售情况来看，其 2017 年销售额明显下滑并且 2018 年上半年下滑速度加快，丙氨酰谷氨酰胺市场缩水明显，但公司的丙氨酰谷氨酰胺销售占比却逆势回稳，说明双室袋丙氨酰谷氨酰胺氨基酸对弥补丙氨酰谷氨酰胺使用缺陷、凸显其临床价值具有重要意义。我们认为公司的丙氨酰谷氨酰胺氨基酸（18）注射液仍具备较强的成长能力，有望进一步抢占丙氨酰谷氨酰胺注射液的市场份额，销售峰值有望达到 10 亿。

图表 15：2012-2018H1 样本医院丙氨酰谷氨酰胺销售情况



资料来源：PDB，东方财富证券研究所

图表 16：前四大厂商市场份额变化



资料来源：PDB，东方财富证券研究所
华瑞制药为费森尤斯卡比子公司

➤ 脂肪乳氨基酸（17）葡萄糖（11%）注射液：价格优势进行进口替代

脂肪乳氨基酸（17）葡萄糖（11%）注射液是工业化“全合一”三袋产品，含有固定比例的脂肪乳、氨基酸、葡萄糖和电解质，用于不能或功能不全或被禁忌经口/肠道摄取营养患者的营养支持。与序贯输注、多瓶串输或医院配制的“三升袋”相比，配方固定，即开即混即用，可缩短配制时间、降低错配风险，减少代谢并发症及感染机率，提高用药安全性和医护效率；此外可通过中心静脉或周围静脉输注，给药途径灵活，满足不同疾病状态患者的需求。

该产品原研公司为费森尤斯卡比，1999年在瑞典和丹麦首次上市，2004年国内上市，商品名卡文®，为国家医保乙类品种。上市以来已被多个国内外权威指南广泛推荐用于接受大手术的癌症患者、重度胰腺炎、严重烧伤、梗阻性黄疸、复杂手术和ICU等患者的治疗。2016年卡文®中国市场销售额约13.3亿元人民币。

目前公司的脂肪乳氨基酸（17）葡萄糖（11%）注射液已相继在广西、江苏、重庆、上海、甘肃、黑龙江、海南、山西、辽宁和江西等10个省份中标，从这10个省份的中标规格与中标价格来看，公司的产品相较于卡文有明显的价格优势，我们认为该产品有望凭借公司在输液领域强大的营销网络和首仿产品价格优势打破多年来的垄断格局并加快进口替代，销售峰值有望突破4亿元。

图表 17：脂肪乳氨基酸（17）葡萄糖（11%）注射液部分中标省份对比情况（截至2018年9月）

中标地区	规格		单价（取近两年最新中标时间的价格）	
	科伦药业	费森尤斯卡比	科伦药业	费森尤斯卡比
广西	1440mL/1920mL	1440mL/1920mL	279.00/316.38	305.22/345.22
甘肃	1440mL/1920mL	1440mL/1920mL	286.00/316.38	298.44/345.22
海南	1440mL/1920mL	1440mL/1920mL	279.00/316.38	314.11/355.27
山西	1440mL/1920mL	1440mL/1920mL	279.00/316.38	286.38/327.96
辽宁	1440mL/1920mL	1440mL/1920mL	279.00/316.38	286.38/327.96
江西	1440mL/1920mL	1440mL/1920mL	279.00/316.38	305.22/345.22
湖北	1440mL/1920mL	1440mL/1920mL	279.00/316.38	305.22/345.22

江苏	1440mL	1440mL/1920mL	279.00	286.38/—
重庆	1440mL	1440mL/1920mL	279.00	305.21/345.21
上海	1440mL	1440mL/1920mL	276.00	286.36/341.77
黑龙江	1920mL	1440mL/1920mL	316.38	305.22/345.22
云南	1440mL	1440mL/1920mL	260.00	286.37/327.96

资料来源：医药魔方，东方财富证券研究所

2.4. 积极应对大环境变化，长期成长确定性高

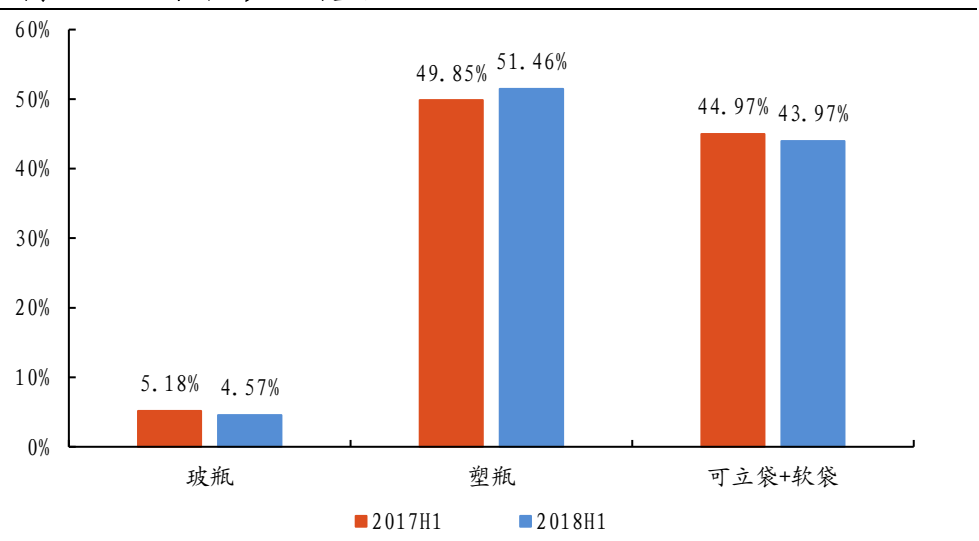
大输液是通过直接将药物输入静脉使之进入人体血液，因而瞬时即可分布全身，所以输液产品的质量对临床安全至关重要，输液产品必须保证无菌、无热源、无不溶性微粒、长期储存温度、耐热压灭菌，对公司在药品生产的各个环节都提出了较高要求。而公司作为输液行业龙头，拥有技术、产品、渠道、研发等多重优势，并在大环境变化中积极采取措施努力应对，长期来看公司成长确定性高。

2.4.1. 产品结构调整，包材软塑化趋势不改

随着输液包材生产厂家日益增多，主流企业都拥有了从玻璃瓶、塑瓶再到软袋的全系列包材产品，对输液行业整体市场竞争格局形成明显压力，大输液行业由简单的包材种类丰富步入包材质量优化升级阶段，大输液产品将加快由玻璃瓶向塑瓶、由塑瓶向软袋的结构调整进程。

因此，公司积极进行大输液产品结构调整、推进产品软塑化进程，玻璃瓶占比持续降低。2018年上半年输液产品销售总量同比增长1.26亿瓶/袋，其中由于一季度流感影响导致塑瓶销量及占比均增加，而可立袋+软袋的销量占比虽然略有下滑但绝对销量还是增加的，产品结构调整仍将继续，软塑产品销售占比将进一步提升，从而增加利润贡献。

图表 18：公司输液产品销量占比



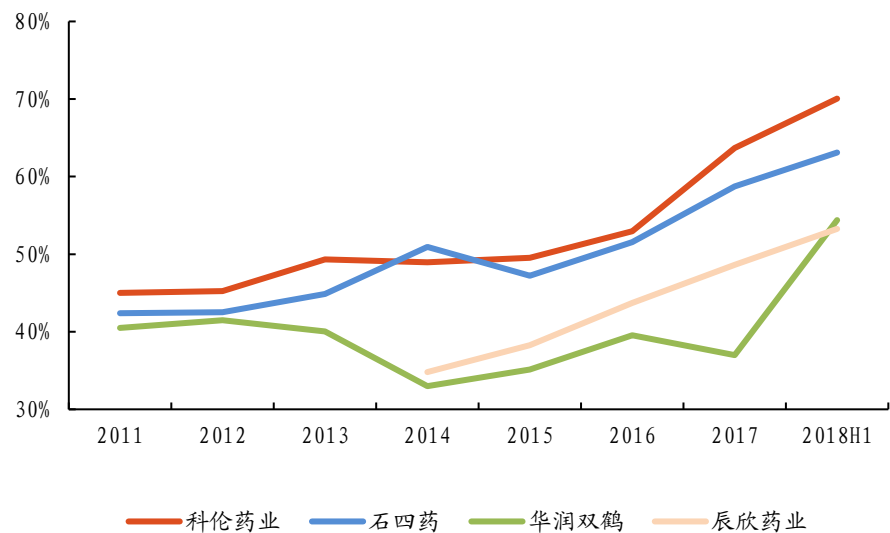
资料来源：东方财富证券研究所

2.4.2. 输液龙头发力，规模效应逐渐显现

公司作为国内输液行业中品种最为齐全、包装形式最为完备的医药企业，其输液生产基地遍及四川、湖南、湖北、黑龙江、江西、辽宁、云南、山东、河南、浙江、贵州等省份，年生产量高达 44 亿瓶/袋左右，其生产能力远高于每年 16 亿瓶/袋的石四药。

公司凭借产销量均大幅领先的规模优势常年位居毛利率业内第一主要原因有：1) 采购，对上游化工制品原材料具备一定的议价优势；2) 生产，可通过扩大生产规模降低边际成本；3) 运输，通过在西南、华中、华东、华北等各地区建立生产基地克服生产基地与目标市场相距遥远的刚性缺陷，降低运输成本；4) 销售，通过建立辐射全国的销售网络发挥协同效应；5) 品牌，公司多年深耕大输液领域并进行品类拓宽和包材创新，在业内拥有质量竞争力和美誉度，品牌优势凸显。

图表 19：大输液行业各公司毛利率情况



资料来源：各公司年报，东方财富证券研究所

2.4.3. 行业深度整合，优势互补提升话语权

从大输液生产基地分布可以看出，相较于石四药专注于在石家庄建立全国最大生产规模的单一工厂，科伦药业和华润双鹤均走的是全国布局扩张之路。随着科伦的横向输液并购整合以及纵向上下游产业链整合过程推进，其在大输液市场的竞争优势愈发凸显，市场份额遥遥领先，2017 年市占率达到 41.35%（按 2017 年科伦药业输液产品销售数量 44.66 亿瓶/袋和我国输液产品消费量 108 亿瓶/袋估算），而石四药以 12.04%（按 2017 年石四药输液产品销售量 13 亿瓶/袋和我国输液产品消费量 108 亿瓶/袋估算）位列市占率第二。

为了进一步提升公司在大输液行业的话语权，公司通过收购和增持已合计持有石四药 19.2% 股权，由此公司与石四药实现强强联合，输液行业步入深度整合阶段。两家公司占据 50% 以上的市场份额，寡头竞争格局已显。

图表 20：大输液行业市占率前三的企业生产基地分布



资料来源：公司年报，公开资料整理，东方财富证券研究所

2.4.4. 研发步伐不减，进一步拓宽大输液产品护城河

为了进一步巩固大输液行业的领先地位以及提高盈利能力，公司不断推进输液产品的研发进程，其中主要以肠外营养输液产品为主，未来 3 年将有 9 个肠外营养产品上市，公司将成为品种最多、结构最全、国内领先的肠外营养产品供应商。

图表 21：近两年大输液药品研发进展情况

名称/研发项目	注册分类	功能主治/适应症	所处状态
复方氨基酸（15AA-I）葡萄糖电解质注射液	化 3	肠外营养	申报生产（首仿）
氨基酸（16）/葡萄糖（48%）电解质注射液	化 3	肠外营养	申报生产（首仿）
注射用头孢曲松钠/氯化钠注射液	化 3	抗感染	申报生产（包装形式首家）
氨基酸（15）腹膜透析液	化 3	腹膜透析	申报生产（第 3 家）
A024 卡巴他赛注射液	原化 3.1	实体瘤	临床 I 期
A149-1	原化 3.2	肠外营养	启动临床
中长链脂肪乳/氨基酸（16）/葡萄糖（30%）电解质注射液	原化 3.2	肠外营养	启动临床

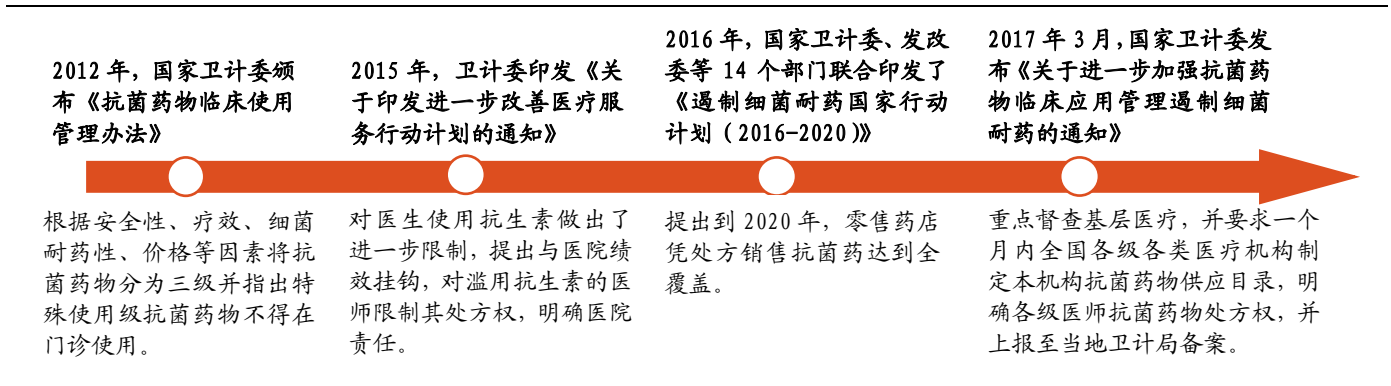
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3. 抗生素：红海竞争，成本制胜

3.1. “限抗” 高压政策之下抗生素市场艰难前行

自 2012 年国家卫计委医政医管局发布《抗菌药物临床应用管理办法》以来，限抗令政策不断升级，我国抗生素市场正在经历一场临床应用专项整治的持久战。

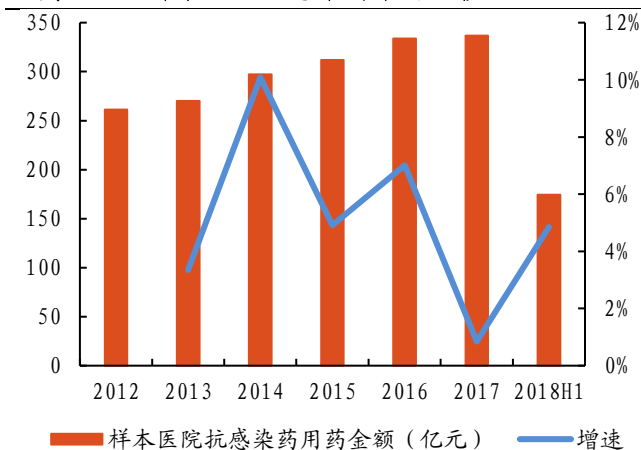
图表 22：不断升级的限抗令政策



资料来源：卫计委，东方财富证券研究所

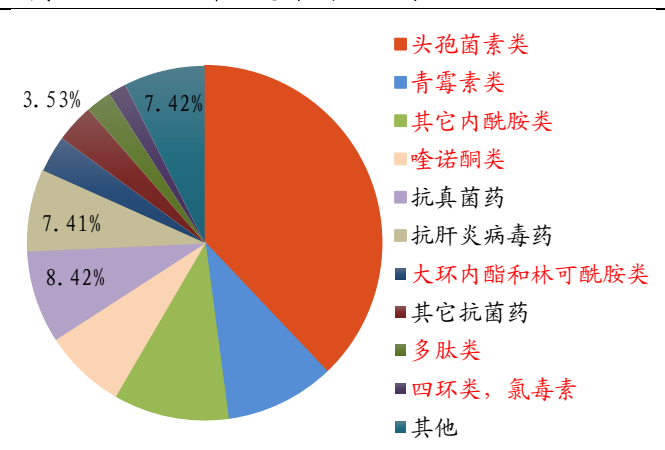
样本医院抗感染药市场规模仍保持逐年上升的态势，虽然近年来由于政策影响而导致市场增速放缓，但其始终是我国医疗市场用药金额最高的一大类，这类药品包括抗生素、抗病毒药、抗真菌药、免疫血清和免疫球蛋白、抗分枝杆菌病药和疫苗。而抗生素的使用是治疗感染性疾病的主要途径，占据 90% 以上的市场份额。抗生素中的 β -内酰胺类（头孢菌素类/青霉素类、其他内酰胺类）、氟喹诺酮类（沙星类）和大环内酯（红霉素类）是抗感染药市场中占比前三的细分治疗小类，2017 年合计占样本医院抗感染药市场 70% 以上份额。

图表 23：样本医院抗感染药市场规模



资料来源：PDB，东方财富证券研究所

图表 24：2017 年抗感染药各治疗小类占比



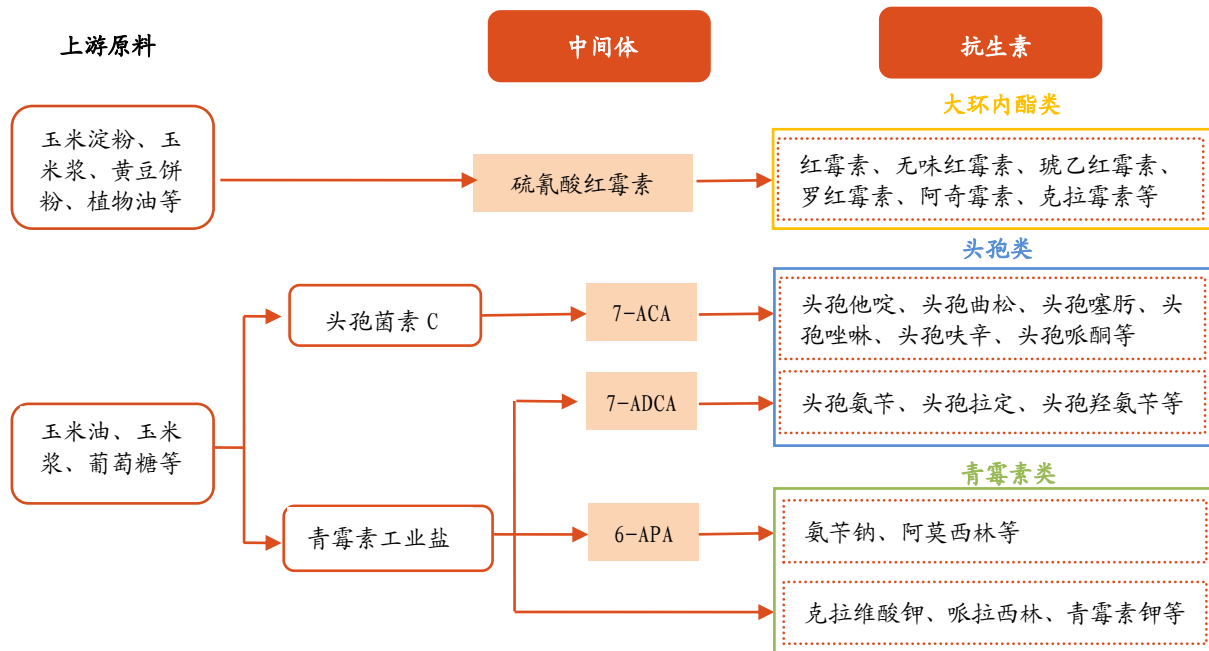
资料来源：PDB，东方财富证券研究所

3.2. 以抗生素中间体强势入局，打造全产业链基础一环

3.2.1. 为什么做——产业链延伸

公司作为国内大输液的绝对龙头，其输液产品在数量上已经达到了边界，而抗生素与输液存在销售的粘性，入局抗生素行业一方面与输液业务有一定的协同性，另一方面该产业链延伸将形成从抗生素原料中间体到抗生素原料药再到抗生素粉针、冻干粉针和抗生素口服制剂相结合的具有完整产业链的非输液类产品体系，符合公司积极推进非输液类产品的发展战略，为公司培育利润增长点。而头孢类、青霉素类和大环内酯类均为样本医院使用靠前的抗生素品种，下游需求稳定且市场空间较大，所以公司选择从这几类抗生素中间体切入抗生素领域进行产业链延伸。

图表 25：抗生素产业链

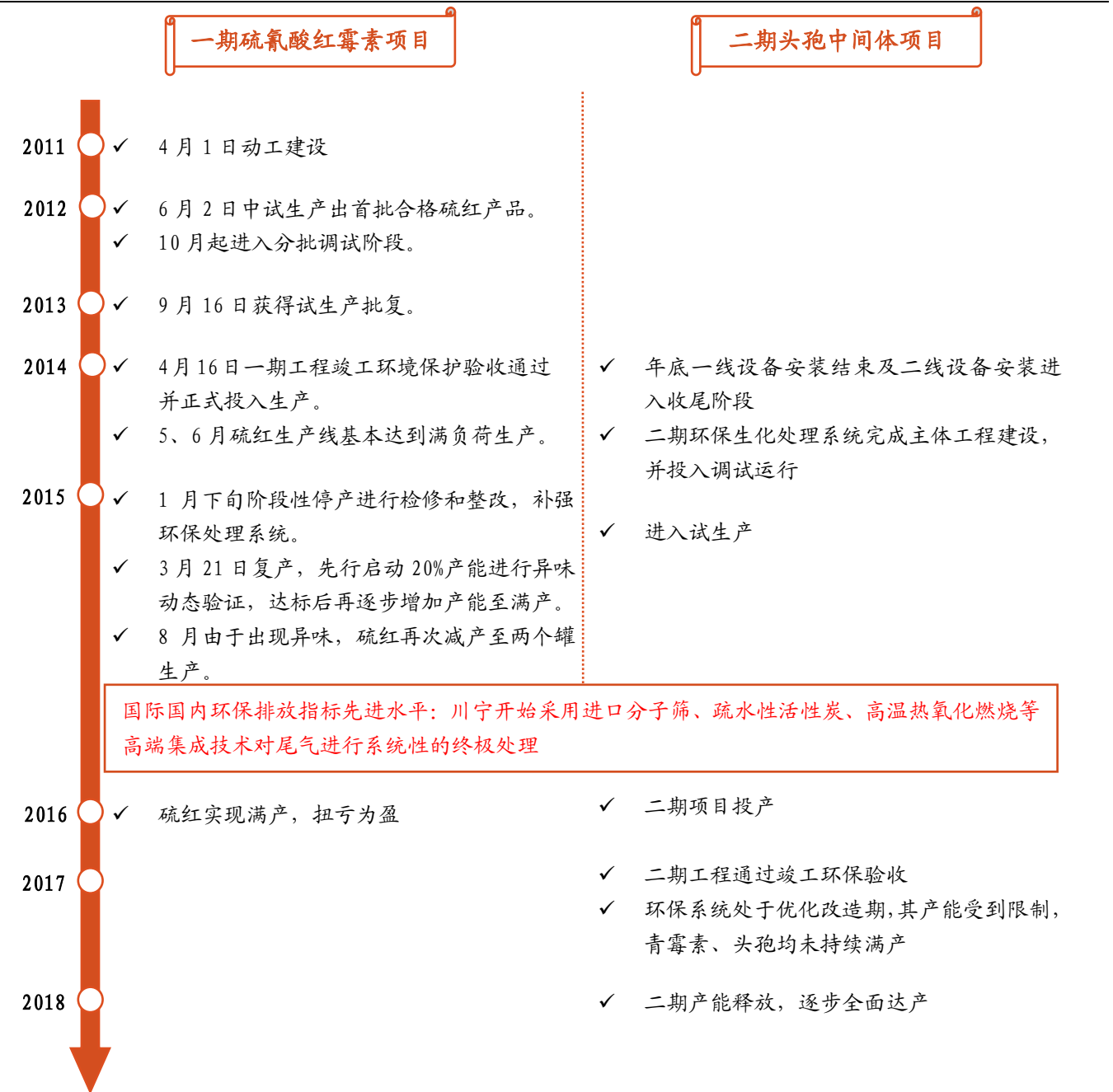


资料来源：网络公开资料，东方财富证券研究所

3.2.2. 怎么做——川宁项目一波三折

抗生素上游中间体生产在技术上已经十分成熟，要想在红海竞争中占得一席之地，其实最重要的就是成本，而公司选择伊犁就是因为该地能够提供较低成本的原料。新疆川宁抗生素中间体项目分为两期，一期是硫氰酸红霉素，二期是头孢系列中间体。

图表 26：川宁项目进度表



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

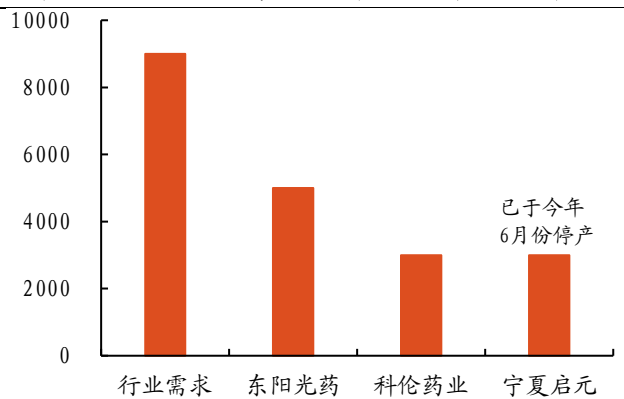
川宁项目预计投资 39.92 亿元，全部建设周期为 4 年，而实际总投资达 60 亿元，其中硫红工程约占 18%，热电约 25%，头孢工程约 35%，环保约 15%，其他 7%。而建设周期与资金投入均大大超出预期的重要原因就是环保问题。为了适应自 2015 年 1 月 1 日施行的新环保法要求，公司进行限产阶段性停产对一期环保采取补强措施，并进行一二期环保的联动与对接，由此导致伊犁川宁项目暂时性经营亏损较大。为了解决抗生素生产尾气异味治理这一世界性难题，公司创新性地采取了日本进口分子筛等一系列尾气异味治理高端集成工艺技术，使净化后排放的气体中污染因子浓度远低于相关环保标准规定的限值，实现了尾气深度净化处理和污染物近零排放。至此，川宁生物成功解决了废气、废水和废渣三大环境污染问题，不仅终于使川宁项目达产，成本优势得以释放，

大幅增厚利润，而且消除了当前国内大量抗生素生产企业面临的环保隐患问题，充分打造了环保核心竞争力，并有望建立抗生素行业环保标杆。

3.2.3. 现状——满产满销，盈利稳定

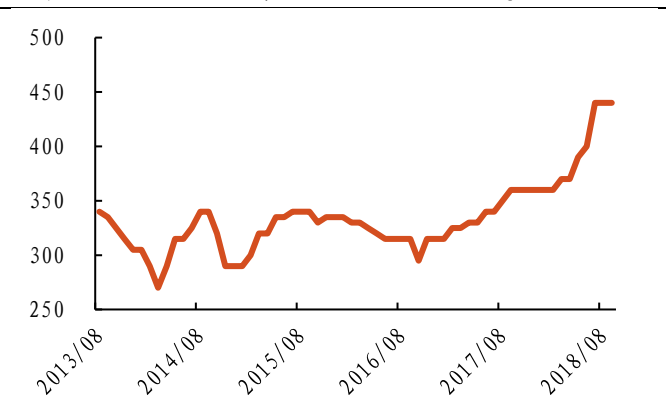
随着川宁项目自今年4月份以来全面满产，三条生产线的生产水平和产品质量得到稳步提升，公司凭借成本更低、环保更严而优势更为显著。从当前硫氰酸红霉素、7-ACA、6-APA、青霉素工业盐四大品种的国内产能分布来看，竞争格局相对比较稳定。分品种来看：1）硫氰酸红霉素：由于宁夏启元今年6月底因环保问题停产且大概率会转产，供给端出现缺口，因而价格明显有一波上涨。目前仅剩东阳光药和公司两家拥有较大产能且满足行业需求稍有不足，预计硫红价格有望维持在当前价格区间。2）7-ACA：产能分布较为分散且供大于求（供给端还有哈药股份、常盛制药等），价格较为稳定。3）6-APA：联邦制药一家独大，整体市场供大于求，由于去年威奇达停产检修以及联邦制药出于环保和发展战略等因素开始逐渐缩减6-APA产能并将重心逐渐转移到胰岛素领域，6-APA的价格近年来回暖态势明显，随着今年威奇达中抗产能逐步恢复价格稍有回落但预计还是可以维持在200元/Kg左右。4）青霉素工业盐：行业集中度较高，价格较为平稳，去年以来价格维持在80元/Bou左右，目前国内主要生产厂商为石药集团、华北制药以及科伦药业等。

图表 27：硫氰酸红霉素主要产能分布（吨/年）



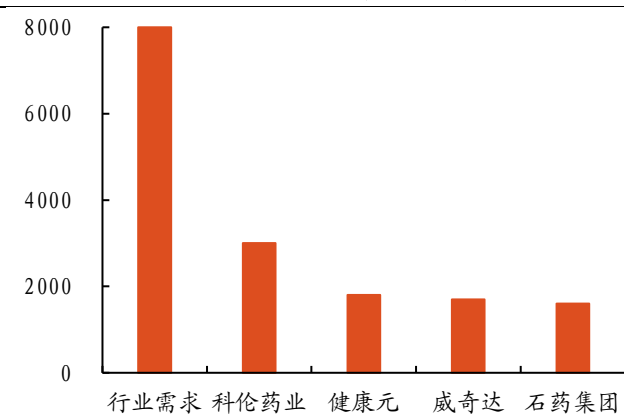
资料来源：网络公开资料整理，东方财富证券研究所

图表 28：硫氰酸红霉素价格走势（元/Kg）



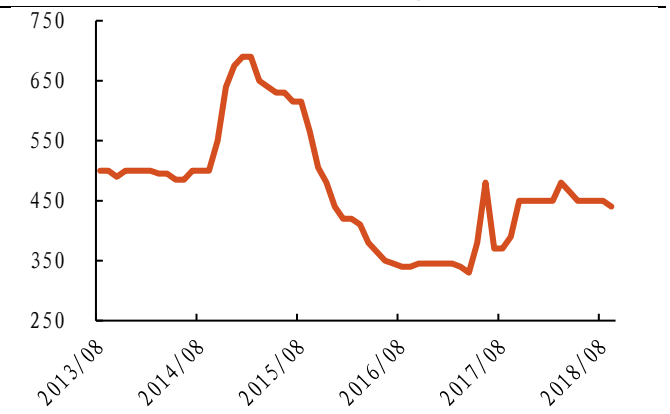
资料来源：健康网，东方财富证券研究所

图表 29：7-ACA 主要产能分布（吨/年）



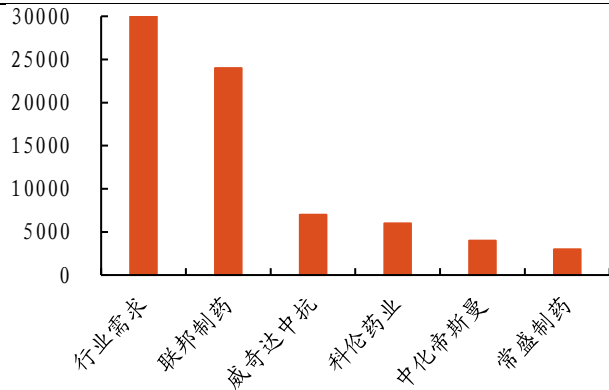
资料来源：网络公开资料整理，东方财富证券研究所

图表 30：7-ACA 价格走势（元/Kg）



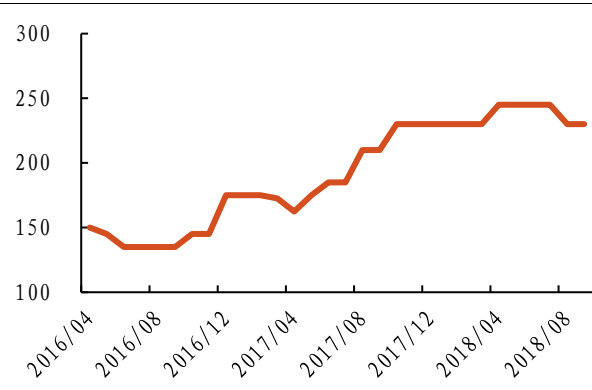
资料来源：健康网，东方财富证券研究所

图表 31: 6-APA 主要产能分布 (吨/年)



资料来源: 网络公开资料整理, 东方财富证券研究所

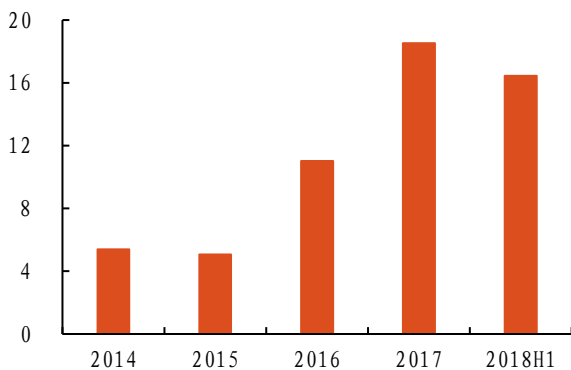
图表 32: 6-APA 价格走势 (元/Kg)



资料来源: 健康网, 东方财富证券研究所

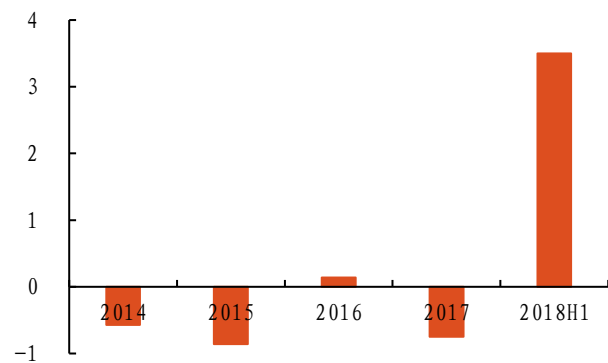
上半年川宁项目已基本实现满产满销, 2018 年上半年实现收入 16.45 亿元, 净利润达 3.50 亿元, 预计全年可贡献 6 亿左右。不仅结束多年来川宁项目不达产拖累业绩表现的情况, 而且为公司发展提供现金流基础。

图表 33: 川宁生物收入情况 (亿元)



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

图表 34: 川宁生物净利润情况 (亿元)



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

3.3. 步入产业链竞争时代

公司在推进上游抗生素中间体项目进程的同时, 也在加紧布局下游抗生素原料药和制剂生产。2011 年收购广西科伦用于部分承接川宁项目二期有关头孢粉针制剂、无菌头孢原料药的生产, 打通公司头孢类产品的产业链。后来又进行四川科伦邛崃分公司化学原料药生产线建设和新迪医药化工中间体生产线建设, 将邛崃分公司、新迪医化和广西科伦作为公司抗生素全产业链中承上启下的关键环节, 承接川宁生物的资源优势。

广西科伦之前由于生产工艺技术尚不稳定而经历了两年调试运行, 自 2017 年成功通过技术攻关提升产品质量后, 不仅去年开始就不再减值, 而且逐步减亏, 经营情况好转。后续公司将继续调试和优化新迪医化和邛崃分公司的工艺线路, 推动这两个项目达到预期效益, 将实现抗生素全产业链布局价值逐步凸显。

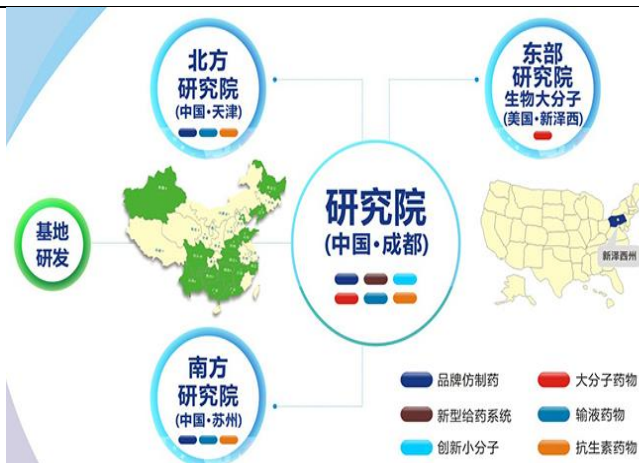
4. 研发体系：仿创结合，基业长青

4.1. 研发配置持续加码

为了更好地推进公司的“三发驱动”战略，公司在四川科伦药物研究院的基础上，已启动天津、苏州研究分院的组建工作，并在美国筹建全资子公司，打造海外分院，不断引进高端人才，迅速提升企业研发水平。目前已形成“以成都研究院为核心、以苏州、天津研究院以及美国新泽西州、圣地亚哥研究院为两翼”的研究组织体系，成都科伦研究院涉及仿制药、新型给药系统、生物大分子、创新小分子、输液药物以及抗生素药物等多个方向的研究，天津研究院和苏州研究院目前主要负责仿制药、创新小分子、抗生素药物以及仿制药一致性评价工作的推进，此外美国研究分院（新泽西）主要负责创新生物大分子的临床研究以及建立 BD 团队（还有分布在圣地亚哥和旧金山），构建了美国东西海岸 BD 能力，从而保证与美国研究资源和新技术进步的紧密衔接。

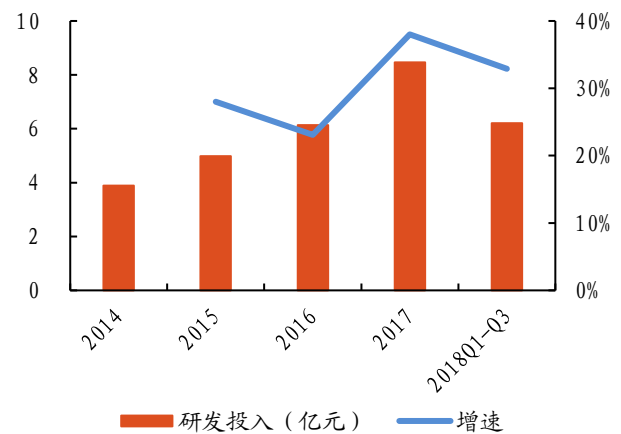
除了配置中美联动的研发基地，公司还不断加大研发投入用于推进多个研发项目同步进行。2018 年前三季度公司研发费用 6.21 亿元，同比增长 32.89%，预计全年研发投入 10 亿左右。

图表 35：研发基地布局



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 36：近年来研发投入情况



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

4.2. 仿制研发成果渐丰

科伦研究院坚持完善“以仿制为基础，创新驱动未来”的产品线战略布局，近年来仿制药、NDDS、创新小分子、生物大分子等各项在研项目同步推进，截至 2018 年 8 月，公司已有 A 类在研项目 443 项：348 项仿制药物（其中，一致性评价 113 项）、17 项 NDDS、41 项创新小分子药物、37 项生物大分子，获批临床 41 项，待批生产 38 项。从近两年获批生产的品种来看，除了多种肠外营养产品和体液平衡等传统优势领域之外，还逐步涉及术后镇痛、抗感染、抗抑郁、骨质疏松等多个疾病领域。

图表 37：近两年仿制药研发获批生产/申报生产情况

名称	注册分类	功能主治/适应症	所处状态
仿制药			
注射用帕瑞昔布钠	原化 6	术后镇痛	获批生产（首仿）
盐酸左氧氟沙星氯化钠注射液	补充申请	抗感染	获批生产
乳酸左氧氟沙星氯化钠注射液	补充申请	抗感染	获批生产
盐酸右美托咪定注射液	原化 6	镇静	获批生产
唑来膦酸注射液	原化 6	骨质疏松	获批生产
盐酸氨溴索注射液	原化 6	呼吸系统疾病	获批生产
吉非替尼片	化 3+4	抗肿瘤（NSCLC 小分子靶向）	申报生产
马来酸阿法替尼片	化 4	抗肿瘤	申报生产（第 2 家）
富马酸替诺福韦二吡呋酯片	化 4	抗病毒	申报生产
替比夫定片	化 4	抗病毒	申报生产（首仿）
注射用头孢曲松钠/氯化钠注射液	化 3	抗感染	申报生产
磷酸西格列汀片	化 3+4	降糖	申报生产（首仿）
盐酸达泊西汀片	化 4	早泄	申报生产（首仿）
枸橼酸托法替布片	化 4	类风湿关节炎	申报生产（第 2 家）
阿哌沙班片	化 3+4	抗凝血	申报生产（第 3 家）
替格瑞洛片	原化 6	抗凝血	申报生产
伐地那非片	原化 4	勃起功能障碍	申报生产（首仿）
一致性评价			
草酸艾司西酞普兰片	一致性评价	抗抑郁	获批生产（首家）
氢溴酸西酞普兰片	一致性评价	抗抑郁	申报生产（首家）
阿莫西林胶囊	一致性评价	抗感染	申报生产
阿昔洛韦片	一致性评价	抗病毒	申报生产（首家）
头孢氨苄胶囊	一致性评价	抗感染	申报生产
盐酸克林霉素胶囊	一致性评价	抗感染	申报生产
替硝唑片	一致性评价	抗厌氧菌	申报生产（首家）
福多司坦片	一致性评价	祛痰	申报生产

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

➤ 注射用帕瑞昔布钠（科瑞舒®）：首仿获批加快市场准入

注射用帕瑞昔布钠是目前全球唯一可以注射给药的选择性环氧化酶-2（COX-2）抑制剂，主要用于术后疼痛的治疗，是临床多模式镇痛的基础用药之一。自上市以来，先后被国内外权威指南推荐广泛用于普通外科、妇科、骨科、口腔科等多个科室术后疼痛的治疗。本产品原研由辉瑞和法玛西亚联合开发，2002 年在欧洲首次上市，目前已在德国、法国、英国等至少 15 个国家上市，2008 年获准在中国上市，商品名特耐®，为国家医保乙类品种。2016 年特耐®中国销售额约 7.65 亿元人民币。

目前已有科伦药业、齐鲁制药、奥赛康药业相继获批上市，公司于 2017 年底率先获批上市后就加紧推进市场准入工作，目前已相继在四川、湖北、青海等 15 个省份挂网，经过前期市场准入工作之后预计放量从 9 月份开始，凭借价格优势打破原研药垄断以及首仿优势加快进口替代，第四季度有望为非输液制剂板块提供业绩弹性。

图表 38：注射用帕瑞昔布钠获批情况（截至 2018 年 10 月 30 日）

产品名称	生产企业	规格	获批时间	批准文号
注射用帕瑞昔布钠	湖南科伦制药有限公司	20mg/40mg	2017-11-21	国药准字 H20173309/国药准字 H20173308
注射用帕瑞昔布钠	齐鲁制药有限公司	20mg/40mg	2018-06-08	国药准字 H20183180/国药准字 H20183179
注射用帕瑞昔布钠	江苏奥赛康药业股份有限公司	20mg/40mg	2018-07-31	国药准字 H20183299/国药准字 H20183300

资料来源：CFDA，东方财富证券研究所

图表 39：注射用帕瑞昔布钠中标情况（截至 2018 年 10 月 30 日）

中标省份	规格	中标价格	时间	国内竞争对手最早在该省市中标时间
四川	20mg/40mg	78.84/115.9	2018-10-25	
湖北	20mg/40mg	---	2018-09-06	齐鲁制药（2018-09-29）；江苏奥赛康（2018-09-29）
青海	20mg	---	2018-09-05	
山西	20mg/40mg	---	2018-08-29	
云南	40mg	114.03	2018-08-29	
海南	20mg/40mg	80/108	2018-08-27	
辽宁	20mg/40mg	---	2018-08-16	齐鲁制药（2018-8-16）
甘肃	20mg/40mg	---	2018-06-28	
江西	20mg/40mg	---	2018-05-03	齐鲁制药（2018-07-12）；江苏奥赛康（2018-08-23）
重庆	20mg/40mg	---	2018-04-25	
江苏	20mg/40mg	76/110	2018-04-13	
广西	20mg/40mg	---	2018-03-26	
山东	20mg	---	2018-01-30	齐鲁制药（2018-06-28）；江苏奥赛康（2018-08-28）

资料来源：药智网、医药魔方，东方财富证券研究所

4.3. 创新研发势在必行

除了加快仿制药研发迅速丰富产品线，公司自 2013 年起也在生物大分子、创新小分子、NDDS 三个方面布局创新研发，近年来保持仿制与创新双线发展。

1) 生物技术药：2013 年 5 月正式启动大分子药物研究，目前已在单抗、抗体偶联药物（ADC）、双特异性抗体等技术领域，针对恶性肿瘤、自身免疫性疾病等重大疾病启动 37 项在研项目，已有 6 个项目进入临床。其中进展最快的是西妥昔单抗，已进入三期临床；PD-L1 进入二期临床，其余 4 个一期临床，今年预计还有 4 个进入一期临床。此外还开展临床研究 8 个，预计 2019 年陆续申报 4-6 项。

2) 2014 年正式启动创新小分子研究，目前已布局 41 项针对肿瘤与肿瘤免疫、乙肝、非酒精性脂肪肝、麻醉镇痛等重大疾病领域研究，已有 4 项获批临床。

3) NDDS：围绕经典化疗药物的增效减毒和靶向治疗，优秀糖尿病和精神疾病药物的缓、控释及长效制剂等研究方向，已启动 17 项 NDDS 药物研究。

图表 40：创新研发项目临床获批情况

项目名称	注册分类	功能主治	研发进展	项目简介
生物大分子				
A140-重组抗表皮生长因子受体 (EGFR) 人鼠嵌合单克隆抗体注射液	生物制品 2 类	抗肿瘤（结直肠癌）	临床 III 期	已上市西妥昔单抗(指南推荐西妥昔单抗用于转移性结直肠癌的一线或二线治疗)的生物类似药,科伦国内首家申报输液规格,可直接输注,提高临床用药便捷性。
A167-抗 PD-L1 人源化单克隆抗体注射液	生物制品 1 类	抗肿瘤 (NSCLC)	临床 II 期	公司申报的首个具有自主知识产权的创新人源化单克隆抗体药物,具有全新序列。
A168-重组抗 VEGFR2 全人源单克隆抗体注射液	生物制品 2 类	抗肿瘤(胃癌)	获批临床	国内首家申报的雷莫芦单抗的生物类似药,雷莫芦单抗是全球第一个获批用于治疗胃癌的靶向 VEGFR(血管内皮生长因子受体)的全人源化单抗药物,是目前唯一一个无需筛选患者的治疗胃癌二线靶向药物。
A166-创新抗体偶联药物注射液	生物制品 1 类	抗肿瘤(乳腺癌 ADC)	获批中美临床	是全球首个通过赖氨酸定点定量偶联、具有创新连接子和高活性毒素小分子的第三代抗 HER2 ADC。
A157-注射用重组人血小板生成素拟肽-Fc 融合蛋白	生物制品 7 类	肿瘤辅助(升血小板)	获批临床	与美国 Amgen 的罗米司亭氨基酸序列一致,用于免疫性血小板减少性紫癜 (ITP) 的二线治疗。国内迄今为止无其生物类似物上市。
创新小分子				
KL100137 脂肪乳注射液	化学药品 1 类	麻醉(全麻诱导)	获批临床	自主研发的新型 GABA _A 受体激动剂,属于静脉麻醉药。
KL070002 胶囊	化学药品 1 类	晚期恶性实体肿瘤	获批临床	具有自主知识产权的新型细胞毒抗肿瘤药。
KL130008 胶囊	化学药品 1 类	类风关(小分子靶向)	获批临床	属于小分子 JAK 抑制剂, JAK 抑制剂是全球唯一获批上市的治疗类风湿关节炎的小分子靶向药物,在国外权威指南中具有与生物制剂同等的治疗地位。
KL280006 注射液	化学药品 1 类	镇痛	获批临床	为具有自主知识产权的选择性外周 κ 阿片受体激动剂,实现有效镇痛的同时,能避免中枢镇痛类药物(如阿片类)的不良反应。目前全球尚无此类药物获批上市。
NDDS 药物				
A029 盐酸伊立替康脂质体注射液	化 2.2	抗肿瘤(胰腺癌、结直肠癌、胃癌)	临床 I 期	脂质体可有效延长药物作用时间,增加药物在肿瘤组织的聚集,增强抗肿瘤疗效,降低毒副作用。伊立替康为结直肠癌指南推荐一线治疗药物,普通注射液 2016 年全国市场 14 亿。
A120 阿立哌唑长效肌肉注射剂	化 3	精神类	获批临床	阿立哌唑为同类药物中全球销售额最高品种,长效制剂每月给药一次,显著提高患者顺应性,与同类长效制剂比较,疗效确切,安全性最优。
A045-2-棕榈酸帕利哌酮注射液(3个月)	化学药品 4 类	精神分裂症	国内首家申报临床	

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

5. 盈利预测

关键假设 1: 普通输液增速平稳

2018 年由于有两票制影响营收增速较高，2019 年开始营收增速回落。普通输液主要看包材升级和提价，而普通输液产品由于价格已相对较低所以对价格较为敏感，且公司大输液全国性布局提价较为缓慢，预计增速较为平稳，18/19/20 年营收增速预计为 15%/4%/3%。

关键假设 2: 治疗输液快速放量

治疗输液有肠外营养产品接连上市放量，其中不乏丙氨酰谷氨酰胺氨基酸（18）注射液和脂肪乳氨基酸（17）葡萄糖（11%）注射液这样的大品种，未来 3 年将有 9 个肠外营养产品上市，公司将成品种最多、结构最全、国内领先的肠外营养产品供应商。凭借公司多年来深耕大输液行业的渠道优势和肠外营养品种的产品价值，治疗输液产品有望快速放量，18/19/20 年营收增速预计为 50%/35%/20%。

关键假设 3: 川宁项目降本增效

川宁项目 2018 年 4 月份就已经满产，2019 年开始营收增速大幅回落，抗生素板块 18/19/20 年营收增速预计为 61.99%/10%/5%。后续产能的增加由看生产线的扩大转变为看技术的提升，通过和高校以及境外技术比较好的机构合作提高生产效率，降低边际成本。

关键假设 4: 其他制剂趁势而上

其他制剂板块近年来不断有仿制药获批上市叠加通过一致性评价品种的进口替代，以艾司西酞普兰和帕瑞昔布钠等品种为代表的高质量仿制药正处于快速放量中，此外还有注射剂一致性评价在大量立项并在未来三年迅速推进，预计其他制剂板块 18/19/20 年增速分别为 50%/30%/20%。

图表 41: 公司收入及毛利拆分（亿元）

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	114.35	154.62	180.49	200.63
YOY	33.49%	35.21%	16.74%	11.15%
毛利率	52.19%	57.46%	58.05%	58.51%
毛利	59.68	88.85	104.78	117.38
大输液	75.78	95.07	109.39	120.47
YOY	26.12%	25.45%	15.07%	10.12%
毛利率	63.69%	70.07%	68.84%	68.91%
毛利	48.27	66.62	75.30	83.02
普通输液	53.15	61.12	63.57	65.47
YOY	21.86%	15.00%	4.00%	3.00%
毛利率	62.15%	67.25%	68.00%	68.00%
毛利	33.03	41.10	43.23	44.52
治疗输液	22.63	33.95	45.83	54.99
YOY	37.40%	50.00%	35.00%	20.00%
毛利率	67.33%	75.16%	70.00%	70.00%

	毛利	15.24	25.51	32.08	38.49
非输液制剂		37.52	58.50	70.05	79.11
YOY		68.68%	55.92%	20%	13%
毛利率		27.61%	36.21%	40.58%	42.12%
毛利		10.36	21.18	28.43	33.32
	其他制剂	19.00	28.50	37.05	44.46
	YOY	69.34%	50.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	41.32%	48.00%	50.00%	50.00%
	毛利	7.85	13.68	18.53	22.23
	抗生素	18.52	30.00	33.00	34.65
	YOY	68.06%	61.99%	10.00%	5.00%
	毛利率	13.55%	25.00%	30.00%	32.00%
	毛利	2.51	7.50	9.90	11.09
其他		1.05	1.05	1.05	1.05

资料来源: 东方财富证券研究所

基于上述测算, 我们小幅上调了营收, 由于考虑到肠外营养产品和多个非输液制剂品种均需要大量的市场推广, 我们上调销售费用, 下调了盈利预测。预计公司 18/19/20 年营业收入为 154.62/180.49/200.63 亿元 (原预测为 148.28/170.53/190.99 亿元), 归母净利为 12.38/15.84/19.78 亿元 (原预测为 13.19/17.78/23.06 亿元), EPS 0.86/1.10/1.37 元。

图表 42: 盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	11434.95	15461.75	18049.32	20062.53
增长率 (%)	33.49	35.21	16.74	11.15
EBITDA (百万元)	2500.38	2680.34	3231.43	3799.47
归母净利润 (百万元)	748.54	1237.93	1585.22	1979.45
增长率 (%)	28.04	65.38	28.05	24.87
EPS (元/股)	0.52	0.86	1.10	1.37
市盈率 (P/E)	47.36	28.64	22.36	17.91
市净率 (P/B)	3.00	2.77	2.51	2.24
EV/EBITDA	16.64	15.35	12.26	9.94

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

6. 估值及投资建议

采用分部估值对公司大输液、抗生素以及其他制剂三部分业务进行估值。

大输液：参考可比公司，虽然 2019 年大输液行业企业平均市盈率 PE 为 13.33 倍，但我们认为由于大输液行业已步入深度整合阶段且寡头格局较为稳定，公司作为行业绝对龙头有望享受较高估值溢价。预测公司 2019 年大输液净利润为 7.76 亿，结合公司历史 PE 近年来稳定在 30 倍 PE 以上，考虑到由于前期市场环境波动导致公司估值已回调到历史较低位，长期来看大输液行业龙头必将在行业深度整合、集中度提升的过程中受益，存在估值修复空间，给予 2019 年 30 倍 PE，对应市值为 232.8 亿；

抗生素：参考可比公司，2019 年抗生素板块企业平均市盈率 PE 为 14.62 倍，我们认为由于公司抗生素成本优势显著以及全产业链价值日益显现，预测公司 2019 年抗生素板块净利润为 6.05 亿，给予 18 倍 PE，对应市值为 108.9 亿；

其他制剂：参考可比公司，2019 年其他化药企业平均市盈率 PE 为 33.44 倍，预测公司 2019 年其他制剂净利润为 2.03 亿，给予 34 倍 PE，对应市值为 69.02 亿；

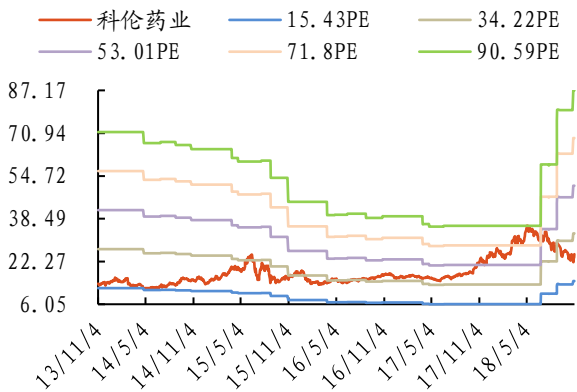
综合三部分估值，我们认为公司 2019 年合理估值为 410.72 亿元，不考虑配股，对应 2019 年股价为 28.52 元，上调评级至“买入”。

图表 43：可比公司估值

股票代码	简称	市值(亿元)	PE, TTM (2018-11-06)	一致预期 PE(倍)		
				2018E	2019E	2020E
大输液						
02005.HK	石四药集团	196.86	27.16	21.06	16.45	14.15
600062.SH	华润双鹤	159.62	16.60	16.15	13.71	11.72
603367.SH	辰欣药业	79.88	14.84	13.25	9.83	7.33
	平均值	145.45	19.53	16.82	13.33	11.07
抗生素						
03933.HK	联邦制药	81.37	115.08	17.44	14.86	12.56
600420.SH	现代制药	106.78	16.51	15.13	12.17	10.24
600380.SH	健康元	151.17	20.18	19.53	16.83	14.12
	平均值	113.11	50.59	17.37	14.62	12.31
其他制剂						
600276.SH	恒瑞医药	2408.45	63.37	61.15	48.25	38.21
002262.SZ	恩华药业	140.46	29.74	28.71	22.97	18.54
300630.SZ	普利制药	97.36	61.22	55.56	29.09	17.52
	平均值	882.09	51.44	48.47	33.44	24.76
002422.SZ	科伦药业	354.49	25.59	28.33	21.93	17.02

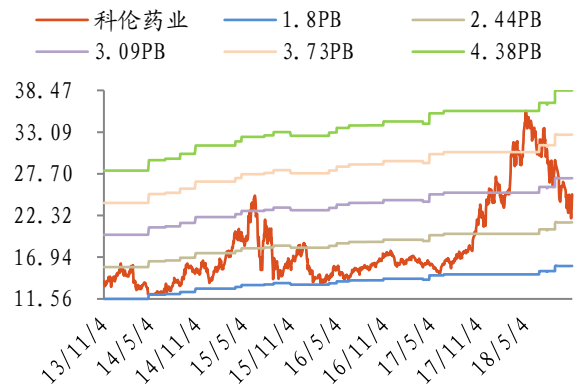
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 44: 历史 PE (TTM) 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 45: 历史 PB 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 46: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
股票 Beta	0.84	WACC	7.71%
市场收益率 Rm	9.27%	半显性增速	20.00%
无风险利率 Rf	3.59%	永续增速	1.00%
风险溢价	5.68%	公司价值	49770.76
实际税率	22.15%	股票价值	42193.03
债务利率	6.00%	每股价值	29.30

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

7. 风险提示

- ◆ 大输液行业竞争风险;
- ◆ 产品放量不及预期风险;
- ◆ 环保风险。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	11618.69	14594.04	17855.96	21122.80
货币资金	1231.43	2703.42	4224.84	6082.36
应收及预付	6834.94	7950.98	9293.58	10385.74
存货	2500.48	2876.56	3274.46	3591.62
其他流动资产	1051.84	1063.08	1063.08	1063.08
非流动资产	16369.48	15824.97	14771.19	13904.05
长期股权投资	2137.71	2137.71	2137.71	2137.71
固定资产	11065.17	10157.43	9528.11	8943.62
在建工程	1088.99	1104.99	804.99	604.99
无形资产	1218.93	1295.33	1170.87	1088.21
其他长期资产	858.67	1129.50	1129.50	1129.50
资产总计	27988.16	30419.01	32627.14	35026.85
流动负债	11891.82	12289.21	13060.57	13613.28
短期借款	2720.00	2720.00	2720.00	2720.00
应付及预收	3763.76	4161.15	4932.51	5485.22
其他流动负债	5408.06	5408.06	5408.06	5408.06
非流动负债	4113.89	5113.89	5113.89	5113.89
长期借款	208.00	208.00	208.00	208.00
应付债券	3288.46	4288.46	4288.46	4288.46
其他非流动负债	617.43	617.43	617.43	617.43
负债合计	16005.71	17403.10	18174.46	18727.17
股本	1440.00	1440.00	1440.00	1440.00
资本公积	3532.10	3532.10	3532.10	3532.10
留存收益	6914.46	7901.83	9228.09	10944.38
归属母公司股东权益	11803.03	12790.40	14116.66	15832.95
少数股东权益	179.42	225.51	336.02	466.72
负债和股东权益	27988.16	30419.01	32627.14	35026.85

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	11434.95	15461.75	18049.32	20062.53
营业成本	5567.76	6577.04	7571.43	8324.11
营业税金及附加	184.61	221.43	268.12	298.77
销售费用	3073.85	4947.76	5595.29	6018.76
管理费用	1450.09	2085.85	2420.10	2671.22
财务费用	553.44	143.51	164.32	159.00
资产减值损失	306.37	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	787.81	150.00	150.00	150.00
资产处置收益	-21.34	-10.67	-12.45	-13.34
其他收益	91.55	45.77	53.40	57.22
营业利润	1156.83	1671.26	2221.01	2784.56
营业外收入	7.11	7.11	7.11	7.11
营业外支出	22.67	28.97	29.80	28.33
利润总额	1141.28	1649.40	2198.32	2763.34
所得税	330.19	365.38	502.60	653.18
净利润	811.08	1284.02	1695.73	2110.15
少数股东损益	62.54	46.09	110.51	130.71
归属母公司净利润	748.54	1237.93	1585.22	1979.45
EBITDA	2500.38	2680.34	3231.43	3799.47

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1102.52	834.61	1633.45	2171.49
净利润	811.08	1284.02	1695.73	2110.15
折旧摊销	805.66	887.43	868.78	877.14
营运资金变动	-773.07	-1356.53	-977.54	-860.81
其它	258.85	19.68	46.48	45.01
投资活动现金流	-2278.71	-214.79	312.31	118.77
资本支出	-1449.51	-364.79	162.31	-31.23
投资变动	-829.20	150.00	150.00	150.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1211.48	852.18	-424.34	-432.74
银行借款	2778.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	8666.82	1000.00	0.00	0.00
股权融资	2.49	0.00	0.00	0.00
其他	-10235.82	-147.82	-424.34	-432.74
现金净增加额	35.30	1472.00	1521.42	1857.52
期初现金余额	1228.05	1231.43	2703.42	4224.84
期末现金余额	1257.70	2703.42	4224.84	6082.36

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%)				
营业收入增长	33.49	35.21	16.74	11.15
营业利润增长	73.16	44.47	32.89	25.37
归属母公司净利润增长	28.04	65.38	28.05	24.87
获利能力 (%)				
毛利率	51.31	57.46	58.05	58.51
净利率	6.55	8.01	8.78	9.87
ROE	6.34	9.68	11.23	12.50
ROIC	3.10	4.52	5.41	6.33
偿债能力				
资产负债率 (%)	57.19	57.21	55.70	53.47
净负债比率	0.51	0.44	0.29	0.14
流动比率	0.98	1.19	1.37	1.55
速动比率	0.77	0.95	1.12	1.29
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.53	0.57	0.59
应收账款周转率	2.72	2.76	2.74	2.75
存货周转率	2.40	2.29	2.32	2.32
每股指标 (元)				
每股收益	0.52	0.86	1.10	1.37
每股经营现金流	0.77	0.58	1.13	1.51
每股净资产	8.20	8.88	9.80	11.00
估值比率				
P/E	47.36	28.64	22.36	17.91
P/B	3.00	2.77	2.51	2.24
EV/EBITDA	16.64	15.35	12.26	9.94

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

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，保证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理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。