

科伦药业 (002422.SZ) 化学制药行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

燕智

分析师 SAC 执业编号: S1130513080009
(8621)60870946
yanz@gjzq.com.cn

黄挺

分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

三季度继续受累费用投入加大;

业绩简评

- 公司公布 2013 年三季报, 收入 49 亿, 增长 13%、归属于母公司扣非后利润 7.98 亿, 增长 12.57%。实现 EPS1.77 元。

经营分析

- **输液板块:** (1) 好的因素是毛利率继续在提升, 同比提升 4 个点。提升的原因: 一是由于降低成本, 每个品种的毛利率在提升; 二是产品的升级换代, 高毛利的软包装占比提升。因此公司毛利增速 24%, 快于收入的增速 13%。(2) 不好的方面, 销量增长放缓。主要因素是招标整体延后导致。主导品种直立式软袋销量增长接近 20%, 较以往有所放缓。
- **新疆项目:** 三季度还没有产生贡献, 也没有折旧影响。
- **研发投入:** 投入暂时没有产出拖累利润增长。到三季度公司的管理费用已经超过去年全年, 主要是研发费用 2.4 个亿, 同比增长 88%。公司的研发主体——科伦研究院根据公司“三发驱动”的发展战略, 力争迅速跻身国内研发创新型企业第一梯队, **研发思路:** (1) 继续加大高端注射剂产品的研发力度, 确保在输液板块的技术和产品的领先优势; (2) 加强抗生素产品的全产业链建设, 继续完善抗生素的产品结构, 以掌握抗生素领域的全球话语权; (3) 全面推进高端药物产品线, 进行高技术内涵药物的研发, 突出对临床急需的高端药物、新的释药系统、创新型小分子和生物工程药物的研发。研发领域主要针对抗肿瘤、抗乙肝病毒 (HBV)、精神及神经系统疾病、糖尿病治疗药物以及适宜公司发展的专科用药等领域。

趋势判断

- **公司目前处在大规模投入产出尚未兑现的阶段, 但预计已经不远:** 公司自上市以后的大规模资金投入, 一是输液产业链整合、二是新疆项目建设、三是研发体系梳理, 这三项截至目前都还没有产生贡献。但这三项是公司未来三轮驱动的核心, 我们判读从明年开始, 新疆项目首先贡献利润; 后年输液产业链的整合, 以及后续研发成果的兑现。

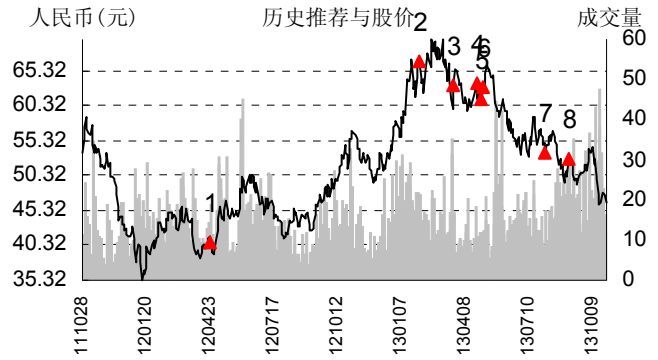
投资建议

- 我们看好公司“**输液+非输液+创新药物**”三轮驱动的发展思路, 数十亿的投入从明年开始逐步产生利润, 有助于公司走向一轮成长周期。
- 由于新疆项目达产进程持续延后, 我们调整公司 2013、2014、2015 年 EPS 为 2.55 元、3.10 元、4.00 元, 同比增长 13%、23%、27%。目前估值 18 倍, 明年估值 15 倍。股价已经体现了项目进程延后的预期, 但并没有反应公司从底部逐步进入收获期的价值、以及向研发转型的升级价值。我们认为未来一年公司具有超预期的可能, 目前具有底部参与价值, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 费用投入加大; 产品价格波动; 新疆项目进程; 招标进程。

历史推荐和目标定价(人民币)

| | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|---|------------|----|-------|---------------|
| 1 | 2012-04-23 | 增持 | 40.62 | 50.00 ~ 60.00 |
| 2 | 2013-01-29 | 增持 | 66.86 | N/A |
| 3 | 2013-03-20 | 增持 | 63.31 | N/A |
| 4 | 2013-04-22 | 增持 | 63.49 | 70.00 ~ 80.00 |
| 5 | 2013-04-26 | 增持 | 61.33 | N/A |
| 6 | 2013-05-03 | 增持 | 63.11 | N/A |
| 7 | 2013-07-31 | 增持 | 53.50 | N/A |
| 8 | 2013-08-29 | 增持 | 52.68 | N/A |

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------------|----------------------------|---------------------------------|
| 电话: (8621)-61038271 | 电话: 010-6621 6979 | 电话: 0755-83831378 |
| 传真: (8621)-61038200 | 传真: 010-6621 6793 | 传真: 0755-83830558 |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编: 201204 | 邮编: 100053 | 邮编: 518000 |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层 | 地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD |