



伊犁宁川抗生素项目将产生戴维斯双击效应，股价至少有50%的上升空间

——科伦药业（002422）调研快报

2014年11月17日

强烈推荐/首次

科伦药业

调研快报

关注 1: 硫氰酸红霉素等抗生素中间体价格将进入上行通道

草根调研了解到：国内部分抗生素中间体与原料药生产企业受到环保压力（新环保法和环保纳入地方政府考核体系）和原料成本上升等因素，将不同程度的进入缩减产能或者停产，硫氰酸红霉素和 7-ACA 等抗生素中间体价格迎来上行通道。

2011年科伦药业起开始投资的60亿元新疆伊犁宁川抗生素中间体项目将进入收获期，其最主要的优势是能源和原材料等价格优势，将使得生产成本比内地其他企业低20%左右。一期工程3000吨大环内酯类抗生素中间体项目硫氰酸红霉素2015年将进入收获期。目前国内硫氰酸红霉素产能约为9000吨，科伦、宜都东阳光和宁夏启元各约3000吨产能，目前宁夏启元的环保压力非常大，外卖量开始缩减，新环保法于2015年1月1日实施后启元很有可能大幅减产或者停产。按照目前280-300元/每公斤的价格，科伦2015年将增加净利润1.5-2亿元，如果价格上升到在350元/每公斤，将增加公司净利润3-3.5亿元，按照中值估算增加EPS 0.45元。

公司抗生素头孢类中间体二期工程7-ACA、7-ADCA、GLCE等10000吨产能将于2015年下半年开始进行试生产，同样由于环保压力和生产成本上升等因素，联邦等厂商头孢类中间体也将面临减产或停产，由此相关产品价格将进入上升通道，如7-ACA报价从6月份500元/公斤上涨到目前的600元/公斤。

关注 2: 哈萨克斯坦 KAZ 输液项目是公司打开国际销售的第一单

该项目一期输液项目已经建成投产，因产品塑瓶包膜输液的终端零售价约是国内的六倍（国内不超过RMB1元，国外\$1美元），若能销售4000万袋，明年即可贡献约4000万净利润。

关注 3: 原有大输液产品将保持平稳增长

原有大输液产品未来依然将有约5-10%的利润增长空间。主要原因有是由于公司内部两个结构性替代，第一，目前低毛利的玻瓶和塑瓶输液销量高于高毛利的可立袋和高端软袋，未来高毛利输液产品将逐渐进一步替代低毛率品种；第二，公司的高毛利的营养性输液和治疗性输液等占比将提升，对公司业绩形成支撑。

联系人: 张文录

Tel: 010-66554022

Email: zhang-wl@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480114100

分析师: 宋凯

Tel: 010-66554087

Email: songkai@dxzq.net.cn

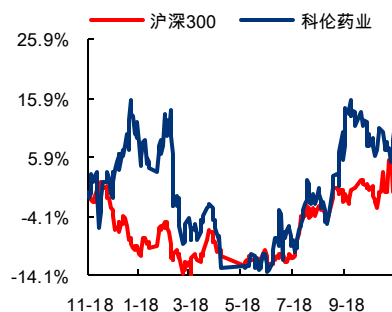
执业证书编号

S1489512040001

交易数据

52周股价区间(元)	31.15-43.14
总市值(亿元)	224.28
流通市值(亿元)	110.55
总股本/流通A股(万股)	72000/35489
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.41

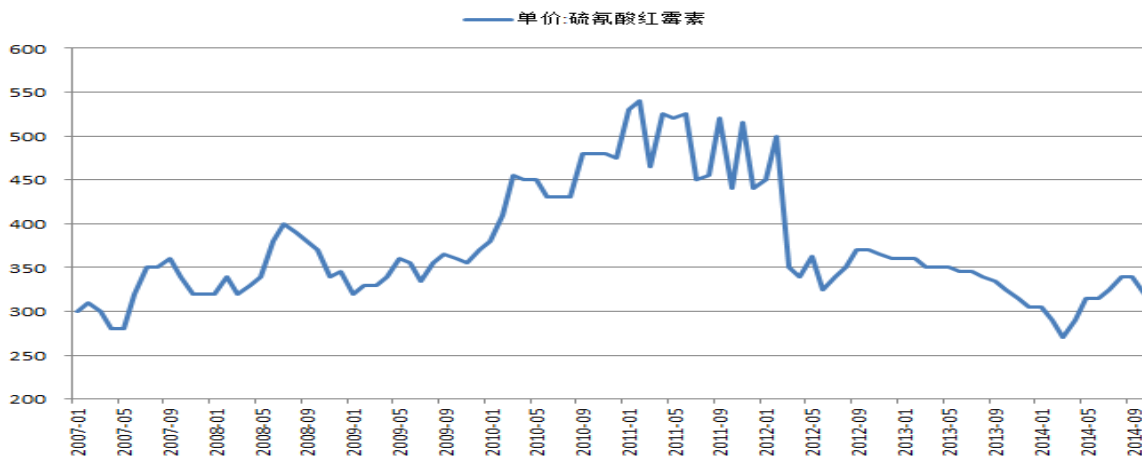
52周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

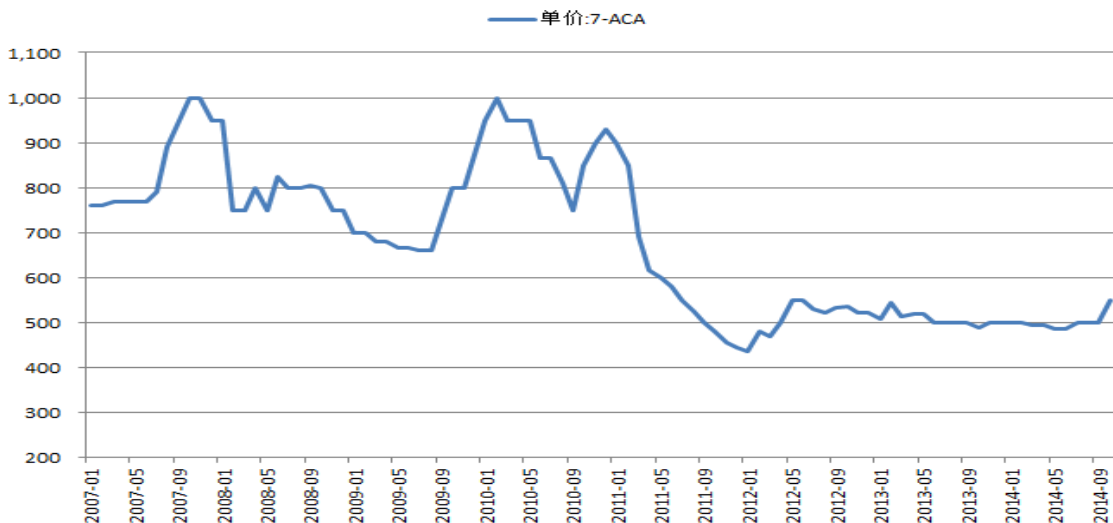
相关研究报告

图 1: 硫氰酸红霉素价格走势



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 2: 酶法 7-ACA 价格走势



资料来源: wind, 东兴证券研究所

投资建议:

公司 2014-2015 年有望实现净利润 11 亿\15 亿, 对应 EPS1.54\2.12 元, 业绩弹性主要来自于硫氰酸红霉素和 KAZ 项目的贡献, 硫氰酸红霉素中间体类似于周期性的化工品, 价格上升通道确定后市场会给很高的估值。给予公司 2015 年 25 倍估值, 股价至少还有 50% 的成长空间。2015 年第一目标价 48 元, 给予“强烈推荐”的投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	7306	8187	8272	10182	11945	营业收入	5885	6831	8400	10505	12450
货币资金	2359	2280	2016	2521	2988	营业成本	3374	3712	5040	6198	7221
应收账款	1621	2171	2301	2878	3411	营业税金及附加	59	67	76	95	112
其他应收款	84	204	251	314	372	营业费用	697	887	1134	1366	1556
预付款项	610	252	302	364	437	管理费用	519	695	861	1077	1276
存货	1332	1768	1933	2377	2770	财务费用	92	164	-2	-4	-3
其他流动资产	250	432	432	432	432	资产减值损失	10.94	160.11	1.00	1.00	1.00
非流动资产合计	7625	9760	10134	10249	10163	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	29	30	30	30	30	投资净收益	1.60	1.95	0.00	0.00	0.00
固定资产	2085.34	5101.75	#####	8840.56	9112.24	营业利润	1135	1149	1290	1773	2287
无形资产	988	1048	943	839	734	营业外收入	142.11	162.22	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	352	300	0	0	0	营业外支出	8.40	28.25	0.00	0.00	0.00
资产总计	14931	17947	18406	20431	22108	利润总额	1269	1283	1290	1773	2287
流动负债合计	2389	3276	6317	7209	7448	所得税	175	191	178	245	316
短期借款	503	1150	4347	4953	4786	净利润	1094	1091	1112	1528	1971
应付账款	823	1340	1519	1698	1978	少数股东损益	6	12	0	0	0
预收款项	13	20	104	209	334	归属母公司净利润	1088	1080	1112	1528	1971
一年内到期的非流动负债	0	2	2	2	2	EBITDA	1459	1638	1674	2155	2669
非流动负债合计	3478	4647	168	231	289	EPS (元)	2.27	2.25	1.54	2.12	2.74
长期借款	2	50	50	50	50	主要财务比率					
应付债券	3275	4366	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	5867	7923	6485	7440	7737	成长能力					
少数股东权益	261	264	264	264	264	营业收入增长	14.33%	16.07%	22.96%	25.06%	18.51%
实收资本(或股本)	480	480	720	720	720	营业利润增长	7.04%	1.21%	12.35%	37.41%	28.96%
资本公积	4645	4645	5523	5523	5523	归属母公司净利润增长	3.02%	37.41%	3.02%	37.41%	28.96%
未分配利润	3378	4272	4939	5856	7039	获利能力					
归属母公司股东权益合计	8803	9760	11657	12727	14106	毛利率(%)	42.67%	42.50%	40.00%	41.00%	42.00%
负债和所有者权益	14931	17947	18406	20431	22108	净利率(%)	18.58%	15.98%	13.24%	14.55%	15.83%
现金流量表						总资产净利润(%)	7.28%	6.02%	6.04%	7.48%	8.91%
单位:百万元						ROE(%)	12.35%	11.06%	9.54%	12.01%	13.97%
经营活动现金流	403	1050	951	791	1465	偿债能力					
净利润	1094	1091	1112	1528	1971	资产负债率(%)	39%	44%	35%	36%	
折旧摊销	231.73	325.68	0.00	385.41	385.41	流动比率	3.06	2.50	1.31	1.41	1.60
财务费用	92	164	-2	-4	-3	速动比率	2.50	1.96	1.00	1.08	1.23
应收账款减少	0	0	-131	-577	-533	营运能力					
预收账款增加	0	0	84	105	125	总资产周转率	0.46	0.42	0.46	0.54	0.59
投资活动现金流	-2755	-2104	-720	-501	-301	应收账款周转率	4	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.40	6.32	5.88	6.53	6.77
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	2	2	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	2.27	2.25	1.54	2.12	2.74
筹资活动现金流	2640	947	-495	215	-697	每股净现金流(最新摊薄)	0.60	-0.22	-0.37	0.70	0.65
应付债券增加	0	0	-4366	0	0	每股净资产(最新摊薄)	18.34	20.33	16.19	17.68	19.59
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	240	0	0	P/E	13.72	13.84	20.17	14.68	11.38
资本公积增加	-9	0	878	0	0	P/B	1.70	1.53	1.92	1.76	1.59
现金净增加额	288	-107	-264	505	467	EV/EBITDA	11.22	11.14	14.82	11.56	9.10

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

联系人: 张文录

吉林大学生物科学与金融学双学士, 军事医学科学院与吉林大学药物化学硕士, 医药行业从业经验七年, 具有医药行业研发、销售与股票股权市场投资经历, 2013 年加盟东兴证券, 任医药生物行业高级研究员。

联系人简介

分析师: 宋凯

中小市值研究员, 制药工程专业硕士, 研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011 年加盟东兴证券研究所, 从事医药行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。