

# 看似业绩平平，实则孕育大机会

——科伦药业（002422）财报点评

2015年03月31日

强烈推荐/维持

科伦药业

财报点评

姓名	联系人 张文录	
	Email: zhang-wl@dxzq.net.cn Tel: 010-66554022	
姓名	分析师 宋凯	执业证书编号: S1489512040001
	Email: songkai@dxzq.net.cn Tel: 010-66554087	

## 事件:

科伦药业 2014 年实现营业收入 80.23 亿元 (+17.45%)，归属母公司净利润 10.02 亿元 (-7.19%)，扣非后净利润 9.18 亿元 (-15.31%)，EPS1.39 元，略低于我们的预期。分业务来看，大输液营收 61.92 亿元 (+8.62%)，非输液营收 17.53 亿元 (+57.51%)，其增长主要贡献来自于硫氰酸红霉素。看似业绩平平的一份年报却隐藏着巨大的深意，对公司未来的发展将产生深远影响。

## 公司分季度财务指标

指标	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
营业收入 (百万元)	1720.02	1747.82	1902.11	1940.29	2026.88	2019.11	2037.14
增长率 (%)	11.70%	10.75%	24.19%	32.78%	17.84%	15.52%	7.10%
毛利率 (%)	47.23%	47.04%	45.16%	39.31%	44.75%	43.24%	42.84%
期间费用率 (%)	24.76%	25.72%	25.29%	25.42%	26.15%	26.51%	27.42%
营业利润率 (%)	21.29%	20.37%	10.61%	13.09%	17.57%	16.04%	7.60%
净利润 (百万元)	331.43	318.59	231.55	228.99	312.42	291.29	151.98
增长率 (%)	12.95%	04.32%	-29.04%	09.08%	-05.73%	-08.57%	-34.37%
每股盈利 (季度, 元)	0.68	0.66	0.48	0.47	0.64	0.40	0.24
资产负债率 (%)	42.64%	46.24%	44.15%	43.94%	45.32%	47.08%	48.26%
净资产收益率 (%)	3.50%	3.25%	2.31%	2.23%	2.99%	2.69%	1.39%
总资产收益率 (%)	2.01%	1.75%	1.29%	1.25%	1.63%	1.43%	0.72%

## 观点:

第一，新疆伊犁项目下的是科伦全球战略的一盘大棋，短期的亏损已经显得不那么重要。年报中提到，新疆KAZ输液水针项目开始准备进入哈萨克斯坦投标阶段，公司计划今年在哈萨克斯坦全境实现销售普通输液，由于中亚和前苏联等国家药品质量标准和注册等大体情况相当，接下来有望实现在俄罗斯、乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦的销售。公司也强调将加强在独联体国家市场的销售团队建设，

重点设立国际贸易部, 分区域分国家进行市场开拓与维护, 建立完善的销售管理制度, 开展销售服务工作。新疆是中国一带一路计划开往西亚和欧洲的必经之路, 公司的发展和一带一路走出去的大战略吻合, 原料药的产能消化问题在这个战略层面上同样适用。

**第二, 公司是行业环保标兵, 抗生素等涨价具有可持续性。**新《环保法》对于打击污染物超量排放要求严格, 加大处罚和整顿力度, 有利于抗生素等行业的整合和集中度提高, 如鲁抗事件导致的停产搬迁、宁夏中卫工业园区全国关闭等, 说明了国家对环境保护的底线, 不能在以牺牲环境代价来提高GDP。据我们调研了解, 目前国内大多数抗生素原料等生产企业的环保是5-10年建设的, 如果对环保严格考核, 大幅减产乃至停产的企业将是绝大多数。所以, 我们强调的抗生素的价格已经进入一个上升通过的逻辑不变, 科伦的产能是替代其他企业减产或者停产的。事实告诉我们, 2014年科伦新疆公司销售收入5.39亿元, 基本上全部为硫氰酸红霉素, 如果按照市场价格280元/kg (也是市场底部价格) 计算, 大体从公司5月份投产大体销售了1900多吨, 基本处于满产状态。今年2月份由于科伦一二期环保对接等原因, 市场硫氰酸红霉素马上公司变得极其紧张, 价格也涨到了320元, 所以由于供给端收缩带来的价格上升是可以长期持续的。

**第三, 基础输液等不通过招标, 直接挂网由医院自主采购对于科伦是大利好。**2015年2月28日, 国务院办公厅印发《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》, 意见指出对于“ 妇儿专科非专利药品、急(抢)救药品、基础输液、临床用量小的药品(上述药品的具体范围由各省区市确定)和常用低价药品, 实行集中挂网, 由医院直接采购”, 对于公司是一个重大利好。公司与医院直接议价, 可立袋等盈利能力将得到提升, 同时, 可立袋仍有十几个省份没有招标, 不通过招标直接挂网采购, 有利于可立袋的二次放量。

**第四, 药品审批有加速趋势, 公司的研发有望提前进入收获状态。**国家对于药品审批加速目前有几个举措, 提高审评员数量、试点增加广东等审评分局来审评部分药品、对于申报较多的仿制药排名靠后的不在审批、增加审评费用等措施来提高审评效率。公司现有A类项目240个, 包括品牌仿制药194项、创新小分子17项、新型给药技术药物18项、生物技术药物11项, 众多糖尿病和肿瘤等重磅首仿药品在申报生产阶段, 是审评加速最受益的公司之一。

## 结论:

公司输液业务将受益于取消招标、医院挂网采购的新指导意见; 抗生素和输液产业着眼于全球, 环保政策的压力淘汰行业落后产能, 抗生素价格进入上升通道; 公司是药品审批加入的最大受益者之一。我们预计2015-2016年EPS为1.70元、2.00元, 对应PE为23、20X, 维持公司“强烈推荐”的投资评级。年内第一目标价位48元。

## 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				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
<b>流动资产合计</b>	8187	8704	9259	10893	12744	<b>营业收入</b>	6831	8023	9500	11220	13200
货币资金	2280	2030	2280	2693	3168	<b>营业成本</b>	3712	4608	5724	6844	8052
应收账款	2171	2623	2603	3074	3616	营业税金及附加	67	71	86	101	119
其他应收款	204	183	217	256	301	营业费用	887	1049	1283	1459	1650
预付款项	252	261	318	386	467	管理费用	695	855	974	1150	1353
存货	1768	2073	2195	2625	3088	财务费用	164	213	15	-4	-3
其他流动资产	432	475	475	475	475	资产减值损失	160.11	153.16	1.00	1.00	1.00
<b>非流动资产合计</b>	9760	12499	12385	12459	12333	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	30	47	47	47	47	投资净收益	1.95	14.92	0.00	0.00	0.00
固定资产	5101.75	5960.68	#####	9605.00	11318.49	<b>营业利润</b>	1149	1089	1419	1669	2028
无形资产	1048	980	882	784	686	营业外收入	162.22	89.48	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	300	348	0	0	0	营业外支出	28.25	29.52	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	17947	21203	21644	23352	25077	<b>利润总额</b>	1283	1149	1419	1669	2028
<b>流动负债合计</b>	3276	5654	6889	7651	7889	所得税	191	164	196	231	280
短期借款	1150	1988	4646	5144	4917	<b>净利润</b>	1091	985	1223	1439	1748
应付账款	1340	1642	1725	1875	2206	少数股东损益	12	-17	0	0	0
预收款项	20	25	120	232	364	归属母公司净利润	1080	1002	1223	1439	1748
一年内到期的非流动负债	2	50	50	50	50	EBITDA	1544	1627	1859	2091	2451
<b>非流动负债合计</b>	4647	4579	894	946	1005	<b>BPS (元)</b>	2.25	1.39	1.70	2.00	2.43
长期借款	50	850	850	850	850	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	4366	2885	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>负债合计</b>	7923	10232	7783	8597	8895	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	264	231	231	231	231	营业收入增长	16.07%	17.45%	18.40%	18.11%	17.65%
实收资本 (或股本)	480	720	720	720	720	营业利润增长	1.21%	-5.21%	30.30%	17.66%	21.51%
资本公积	4645	4415	5293	5293	5293	归属于母公司净利润增长	22.04%	17.66%	22.04%	17.66%	21.51%
未分配利润	4272	5074	5807	6671	7720	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	9760	10739	12384	13391	14615	毛利率 (%)	45.66%	42.50%	40.00%	41.00%	42.00%
<b>负债和所有者权益</b>	17947	21203	20398	22219	23740	净利率 (%)	15.98%	12.27%	12.87%	12.82%	13.24%
<b>现金流量表</b>			单位: 百万元								
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>总资产净利润 (%)</b>					
<b>经营活动现金流</b>	1050	1219	-111	905	1261	6.02%					
净利润	1091	985	1223	1439	1748	<b>ROE (%)</b>					
折旧摊销	231.73	325.68	0.00	425.80	425.80	11.06%					
财务费用	164	213	15	-4	-3	<b>偿债能力</b>					
应收账款减少	0	0	20	-471	-542	资产负债率 (%)	44%	48%	38%	39%	\
预收帐款增加	0	0	95	112	132	流动比率	2.50	1.54	1.34	1.42	1.62
<b>投资活动现金流</b>	-2104	-2989	-234	-501	-301	速动比率	1.96	1.17	1.03	1.08	1.22
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.42	0.41	0.46	0.53	0.57
长期股权投资减少	0	0	408	0	0	应收账款周转率	4	3	4	4	4
投资收益	2	15	0	0	0	应付账款周转率	6.32	5.38	5.64	6.23	6.47
<b>筹资活动现金流</b>	947	1134	-467	123	-689	<b>每股指标 (元)</b>					
应付债券增加	0	0	-2885	0	0	每股收益 (最新摊薄)	2.25	1.39	1.70	2.00	2.43
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股净现金流 (最新摊薄)	-0.22	-0.88	-1.13	0.73	0.38
普通股增加	0	240	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	20.33	14.92	17.20	18.60	20.30
资本公积增加	0	-230	878	0	0	<b>估值比率</b>					
<b>现金净增加额</b>	-107	-636	-812	526	271	P/E	18.44	29.86	24.44	20.77	17.09
						P/B	2.04	2.78	2.41	2.23	2.04
						EV/EBITDA	15.03	20.66	17.83	15.89	13.27

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

分析师: 宋凯

生物工程和金融工程专业毕业，2010 年加盟东兴证券，从事生物医药行业研究五年，医药生物行业资深研究员。

### 联系人简介

#### 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，医药行业从业经验八年，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，任医药生物行业资深研究员。

## 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。