

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)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺

分析师 SAC 执业编号：S1130511030028
(8621)60230220
huangting@gjzq.com.cn

中期利润下滑，川宁项目渐入正轨；

事件

公司公布 2015 年中报，实现销售收入 38 亿元，同比增长-3.32%；实现归属于上市公司股东利润 4.09 亿元，同比增长-23.77%；扣非后净利润 3.7 亿元，同比增长-27.23%；经营性净现金流 6.52 亿元，同比增长 2.86%。每股 EPS 为 0.29 元。

评论

塑瓶价格下降、费用上升、项目投产进程低于预期等原因导致利润增速下滑：上半年公司实现销售收入 38.36 亿元，同比下降 3.32%，其中输液类产品实现销售收入 29.47 亿元，同比下降 5.92%；非输液类产品实现销售收入 8.35 亿元，同比增长 1.54%。

利润下降的主要原因：（1）塑瓶输液类产品由于竞争激烈毛利率下降；（2）因融资净额同比增加致财务费用增长；（3）哈萨克斯坦科伦由于招投标延期，销量未达预期导致亏损增加；（4）伊犁川宁自 1 月下旬起进行了阶段性停产及限产，由此导致伊犁川宁项目上半年暂时性经营亏损增大。

川宁项目一期环保解决，二期等待验证试产：1、一期硫红项目 2014 年投产后，从今年 1 月开始限产，对环保尤其是尾气气味问题进行补缺。从 3 月复产之后至今已达产状态，预计未来可以持续正常生产。上半年一期项目暂时性经营亏损，预计达产后逐步盈利。2、二期项目公用系统、生产系统设备安装已结束，正进行打压试漏、试车及消缺整改工作。二期项目环保系统安装进入收尾阶段，大部分单体已经投入调试运行。预计在 2015 年内全面试产。

研发持续大规模投入成果继续：2015 年上半年公司研发投入 2.49 亿元，较去年同期增长 40.10%。（1）新立项目 41 项，已申报项目 15 项，其中 3 类新药 10 项、生物制品 1 项，国内首家申报 2 项。（2）在研项目：截止 2015 年 6 月 30 日，A 类项目 275 个，其中超 A 类项目 176 个，包括品牌仿制药物 139 项、输液药物 58 项、抗生素药物 30 项、创新小分子 20 项、新型给药技术药物 17 项、生物技术药物 11 项、国际仿制药物 3 项。公司已申报项目 88 项，其中 27 项国内首家申报。

“三发推动”战略继续推进：1、通过持续的产业升级和品种结构调整，继续保持输液领域的绝对领先地位；2、通过对水、煤炭、农副产品等优质自然资源的创新性开发和利用，构建从中间体、原料药到制剂的抗生素全产业链竞争优势，最终掌握抗生素的全球话语权；3、通过研发体系的建设和多元化的技术创新，对优秀仿制药、创新小分子药物、新型给药系统和生物技术药物等高技术内涵药物进行研发，积累企业发展的终极驱动力量。

投资建议

公司自 2013 年以来，经历了新疆项目投产延后、非经营层面的各种干扰、研发财务等各项资本支出的加大，由此导致了近两年多的调整。公司一直围绕上述问题在积极解决，目前新疆项目产出在即，公司正在走向逐步恢复的进程当中。我们预计公司 2015、2016、2017 年 EPS 为 0.58 元、0.69 元、0.84 元，维持“增持”评级。

风险提示：行业政策、产品价格、新疆项目进展、其他管理风险

图表 1: 三表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	5,885	6,831	8,023	8,090	9,610	11,820	货币资金	2,359	2,280	2,030	2,200	3,000	4,000
增长率		16.1%	17.5%	0.8%	18.8%	23.0%	应收款项	2,730	3,414	3,786	3,336	3,852	4,670
主营业务成本	-3,374	-3,712	-4,608	-4,671	-5,590	-6,982	存货	1,332	1,768	2,073	1,920	2,297	2,869
% 销售收入	57.3%	54.3%	57.4%	57.7%	58.2%	59.1%	其他流动资产	886	724	815	282	337	421
毛利	2,511	3,119	3,416	3,419	4,020	4,838	流动资产	7,306	8,187	8,704	7,738	9,487	11,960
% 销售收入	42.7%	45.7%	42.6%	42.3%	41.8%	40.9%	% 总资产	48.9%	45.6%	41.1%	38.7%	44.4%	49.7%
营业税金及附加	-59	-67	-71	-73	-86	-106	长期投资	29	30	455	456	455	455
% 销售收入	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	5,857	8,003	10,324	10,291	9,955	10,191
营业费用	-697	-887	-1,049	-1,052	-1,249	-1,537	% 总资产	39.2%	44.6%	48.7%	51.5%	46.6%	42.4%
% 销售收入	11.8%	13.0%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%	无形资产	1,349	1,369	1,284	1,486	1,460	1,437
管理费用	-519	-695	-855	-890	-1,057	-1,300	非流动资产	7,625	9,760	12,499	12,236	11,872	12,086
% 销售收入	8.8%	10.2%	10.7%	11.0%	11.0%	11.0%	% 总资产	51.1%	54.4%	58.9%	61.3%	55.6%	50.3%
息税前利润 (EBIT)	1,236	1,470	1,440	1,405	1,627	1,895	资产总计	14,931	17,947	21,203	19,974	21,359	24,046
% 销售收入	21.0%	21.5%	17.9%	17.4%	16.9%	16.0%	短期借款	503	1,152	2,038	2,541	2,682	3,715
财务费用	-92	-164	-213	-342	-382	-407	应付款项	912	1,480	1,815	1,783	2,134	2,664
% 销售收入	1.6%	2.4%	2.7%	4.2%	4.0%	3.4%	其他流动负债	973	644	1,801	329	364	415
资产减值损失	-11	-160	-153	-140	-137	-132	流动负债	2,389	3,276	5,654	4,653	5,180	6,794
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	2	50	850	850	850	851
投资收益	2	2	15	10	5	5	其他长期负债	3,476	4,597	3,729	2,885	2,885	2,885
% 税前利润	0.1%	0.2%	1.3%	1.0%	0.4%	0.4%	负债	5,867	7,923	10,232	8,388	8,914	10,530
营业利润	1,135	1,149	1,089	933	1,113	1,361	普通股股东权益	8,803	9,760	10,739	11,345	12,194	13,255
营业利润率	19.3%	16.8%	13.6%	11.5%	11.6%	11.5%	少数股东权益	261	264	231	241	251	261
营业外收支	134	134	60	60	60	60	负债股东权益合计	14,931	17,947	21,203	19,974	21,359	24,046
税前利润	1,269	1,283	1,149	993	1,173	1,421	比率分析						
利润率	21.6%	18.8%	14.3%	12.3%	12.2%	12.0%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-175	-191	-164	-144	-170	-206	每股指标						
所得税率	13.8%	14.9%	14.3%	14.5%	14.5%	14.5%	每股收益	2.266	2.249	1.392	0.582	0.689	0.837
净利润	1,094	1,091	985	849	1,003	1,215	每股净资产	18.339	20.333	14.916	15.757	16.936	18.410
少数股东损益	6	12	-17	10	10	10	每股经营现金净流	0.839	2.188	1.693	1.674	1.921	1.991
归属于母公司的净利润	1,088	1,080	1,002	839	993	1,205	每股股利	0.250	0.250	0.250	0.200	0.200	0.200
净利率	18.5%	15.8%	12.5%	10.4%	10.3%	10.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	12.35%	11.06%	9.33%	7.39%	8.14%	9.09%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	7.28%	6.02%	4.73%	4.20%	4.65%	5.01%
净利润	1,094	1,091	985	849	1,003	1,215	投入资本收益率	8.21%	7.96%	7.34%	6.72%	7.38%	7.73%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	248	492	660	688	709	828	主营业务收入增长率	14.33%	16.07%	17.45%	0.83%	18.79%	23.00%
非经营收益	123	129	188	318	371	414	EBIT增长率	15.08%	18.93%	-2.07%	-2.44%	15.84%	16.44%
营运资金变动	-1,062	-662	-614	-649	-700	-1,024	净利润增长率	12.56%	-0.74%	-7.19%	-16.28%	18.37%	21.39%
经营活动现金净流	403	1,050	1,219	1,206	1,383	1,434	总资产增长率	42.67%	20.20%	18.14%	-5.80%	6.94%	12.58%
资本开支	-2,760	-2,201	-2,744	-312	-149	-850	资产管理能力						
投资	-13	0	-329	-1	0	0	应收账款周转天数	91.1	101.3	109.0	105.0	105.0	105.0
其他	18	97	84	10	5	5	存货周转天数	131.0	152.4	152.1	150.0	150.0	150.0
投资活动现金净流	-2,755	-2,104	-2,989	-303	-144	-845	应付账款周转天数	75.8	106.3	118.1	118.0	118.0	118.0
股权募资	5	6	0	0	0	0	固定资产周转天数	129.3	272.6	271.2	300.0	270.1	220.8
债权募资	2,855	1,380	1,441	-257	141	1,035	偿债能力						
其他	-220	-441	-312	-475	-580	-623	净负债/股东权益	15.68%	32.80%	34.11%	35.17%	27.45%	25.53%
筹资活动现金净流	2,640	946	1,129	-732	-439	411	EBIT利息保障倍数	13.4	9.0	6.8	4.1	4.3	4.7
现金净流量	288	-108	-641	170	800	1,000	资产负债率	39.29%	44.15%	48.26%	41.99%	41.73%	43.79%

来源: 国金证券研究所, wind

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2013-08-29	增持	50.18	N/A
2	2013-10-29	增持	46.35	N/A
3	2015-03-31	增持	41.50	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：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD