

科伦药业 (002422.SZ) 化学制药行业

评级：增持 维持评级

公司点评

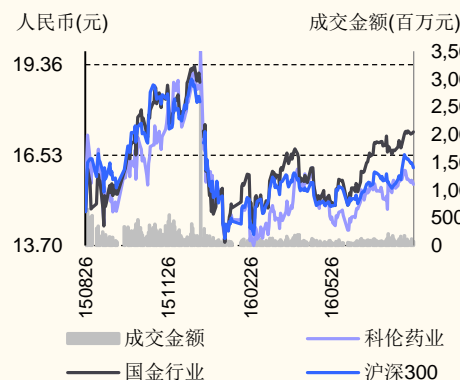
市场价格(人民币)：15.62元

经营逐步恢复，川宁二期开始投产

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	925.10
总市值(百万元)	22,492.80
年内股价最高最低(元)	19.78/13.70
沪深300指数	3308.97
深证成指	10679.15



相关报告

1. 《中期利润下滑，川宁项目渐入正轨；-科伦药业公司点评》，2015.8.31

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.392	0.448	0.490	0.573	0.730
每股净资产(元)	14.92	7.68	7.99	8.37	8.90
每股经营性现金流(元)	1.69	0.86	0.89	0.87	1.02
市盈率(倍)	21.01	41.51	31.90	27.25	21.40
行业优化市盈率(倍)	39.61	67.75	60.60	60.60	60.60
净利润增长率(%)	-7.19%	-35.60%	9.28%	17.05%	27.35%
净资产收益率(%)	9.33%	5.83%	6.13%	6.85%	8.20%
总股本(百万股)	720.00	1,440.00	1,440.00	1,440.00	1,440.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司2016年上半年实现销售收入40.96亿元，同比增长6.8%；实现归属于母公司股东净利润3.86亿元，同比下降5.67%；实现扣非净利润3.53亿元，同比下降4.61%；经营性现金流9.37亿元，同比增长43.76%；实现EPS为0.27元。

经营分析

- **输液板块保持稳定**：输液产品销售收入29.25亿元，同比略降0.76%，依靠产品结构调整，毛利率提升1.56%。预计随着下半年招标的陆续开始，公司将依托包材优势，进一步推进软塑包装替代，从而实现稳定的成长。
- **非输液业务**：整体实现销售收入10.97亿元，较去年同期增长31.37%。
- 1、非输液制剂销售收入同比增长15.50%。销售过亿元的康复新液增长13.08%；草酸艾司西酞普兰片同比增长11.38%；塑料安瓿针销售数量增长超过50%以上、销售收入略降3.02%；腹透业务同比增长32.85%。
- 2、新疆项目一期上半年实现盈利1137万元，硫红满产过程中进一步完善修正存在的问题；二期头孢试生产，3月实现50%产能，预计年内满产。
- **国际化方面**：哈萨克斯坦科伦高毛利产品实现销售，汇兑损失因素消除，上半年已扭亏为盈，输液份额80%，并开始增加治疗性品种；开始中亚国家的注册。
- **创新成果陆续兑现**：上半年研发投入3.03亿，同比增长20%，国内仿制药截止7月份累计38个优秀药物获批临床，上半年新获批临床10项，利巴韦林注射液（塑料安瓿）产品获批生产；创新药小分子立项34写个，生物大分子首个生物单抗药物申报临床。

投资建议

- 公司去年业绩受汇兑损失、研发投入、新疆项目、配套原料制剂基地建设等几个因素影响，从今年看部分因素逐步消除。未来对公司经营主要看新疆项目及配套原料制剂产业链的贡献，目前一期满产中不断优化、二期开始投产，我们预计会逐步走上恢复的进程，恢复的快慢取决于两期项目的进展。
- 我们假设今年一期能够盈利、二期年底前正常满产明年贡献、研发投入保持适当的规模，我们预计2016-2018年EPS为0.49元、0.57元、0.73元。这里没有考虑产业链协同带来的盈利超预期，维持“增持”评级。
- 风险提示：新项目进程的反复、产品价格及环保、研发周期、管理风险；

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

袁维 联系人
yuan_wei@gjzq.com.cn

图 1: 三表预测

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	6,831	8,023	7,763	8,190	9,310	10,620
增长率		17.5%	-3.2%	5.5%	13.7%	14.1%
主营业务成本	-3,712	-4,608	-4,506	-4,732	-5,424	-6,196
% 销售收入	54.3%	57.4%	58.0%	57.8%	58.3%	58.3%
毛利	3,119	3,416	3,258	3,458	3,886	4,424
% 销售收入	45.7%	42.6%	42.0%	42.2%	41.7%	41.7%
营业税金及附加	-67	-71	-76	-74	-84	-96
% 销售收入	1.0%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-887	-1,049	-1,028	-1,065	-1,164	-1,274
% 销售收入	13.0%	13.1%	13.2%	13.0%	12.5%	12.0%
管理费用	-695	-855	-1,061	-1,089	-1,210	-1,381
% 销售收入	10.2%	10.7%	13.7%	13.3%	13.0%	13.0%
息税前利润 (EBIT)	1,470	1,440	1,093	1,230	1,428	1,673
% 销售收入	21.5%	17.9%	14.1%	15.0%	15.3%	15.8%
财务费用	-164	-213	-461	-409	-446	-419
% 销售收入	2.4%	2.7%	5.9%	5.0%	4.8%	3.9%
资产减值损失	-160	-153	-87	-93	-94	-86
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	15	29	10	5	5
% 税前利润	0.2%	1.3%	4.2%	1.2%	0.5%	0.4%
营业利润	1,149	1,089	574	739	893	1,173
营业利润率	16.8%	13.6%	7.4%	9.0%	9.6%	11.0%
营业外收支	134	60	107	108	102	90
税前利润	1,283	1,149	681	847	995	1,263
利润率	18.8%	14.3%	8.8%	10.3%	10.7%	11.9%
所得税	-191	-164	-139	-102	-119	-152
所得税率	14.9%	14.3%	20.4%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	1,091	985	542	745	875	1,111
少数股东损益	12	-17	-103	40	50	60
归属于母公司的净利润	1,080	1,002	645	705	825	1,051
净利率	15.8%	12.5%	8.3%	8.6%	8.9%	9.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1,091	985	542	745	875	1,111
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	492	660	662	649	674	791
非经营收益	129	188	440	383	391	357
营运资金变动	-662	-614	-404	-499	-684	-794
经营活动现金净流	1,050	1,219	1,239	1,278	1,256	1,465
资本开支	-2,201	-2,744	-1,836	-410	-107	-820
投资	0	-329	-50	-1	0	0
其他	97	84	-213	10	5	5
投资活动现金净流	-2,104	-2,989	-2,100	-401	-102	-815
股权募资	6	0	0	0	0	0
债权募资	1,380	1,441	1,856	-108	232	890
其他	-441	-312	-765	-419	-786	-740
筹资活动现金净流	946	1,129	1,092	-528	-554	150
现金净流量	-108	-641	232	349	600	800

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,280	2,030	1,851	2,200	2,800	3,600
应收款项	3,414	3,786	3,891	4,412	4,934	5,568
存货	1,768	2,073	2,207	2,204	2,526	2,886
其他流动资产	724	815	1,204	1,285	1,326	1,373
流动资产	8,187	8,704	9,153	10,100	11,587	13,427
% 总资产	45.6%	41.1%	40.5%	43.2%	47.3%	50.6%
长期投资	30	455	342	343	342	342
固定资产	8,003	10,324	11,366	11,340	10,999	11,229
% 总资产	44.6%	48.7%	50.3%	48.5%	44.9%	42.3%
无形资产	1,369	1,284	1,396	1,586	1,558	1,533
非流动资产	9,760	12,499	13,430	13,272	12,901	13,106
% 总资产	54.4%	58.9%	59.5%	56.8%	52.7%	49.4%
资产总计	17,947	21,203	22,583	23,372	24,487	26,533
短期借款	1,152	2,038	3,142	3,262	3,494	4,383
应付款项	1,480	1,815	1,690	1,862	2,133	2,435
其他流动负债	644	1,801	2,869	3,175	3,201	3,231
流动负债	3,276	5,654	7,701	8,300	8,828	10,049
长期贷款	50	850	327	327	327	328
其他长期负债	4,597	3,729	3,392	3,089	3,089	3,089
负债	7,923	10,232	11,419	11,716	12,244	13,466
普通股股东权益	9,760	10,739	11,060	11,513	12,050	12,813
少数股东权益	264	231	104	144	194	254
负债股东权益合计	17,947	21,203	22,583	23,372	24,487	26,533

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	2.249	1.392	0.448	0.490	0.573	0.730
每股净资产	20.333	14.916	7.681	7.995	8.368	8.898
每股经营现金净流	2.188	1.693	0.861	0.888	0.872	1.017
每股股利	0.250	0.250	0.139	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	11.06%	9.33%	5.83%	6.13%	6.85%	8.20%
总资产收益率	6.02%	4.73%	2.86%	3.02%	3.37%	3.96%
投入资本收益率	7.96%	7.34%	4.89%	5.91%	6.56%	7.06%
增长率						
主营业务收入增长率	16.07%	17.45%	-3.24%	5.50%	13.68%	14.07%
EBIT增长率	18.93%	-2.07%	-24.07%	12.55%	16.04%	17.19%
净利润增长率	-0.74%	-7.19%	-35.60%	9.28%	17.05%	27.35%
总资产增长率	20.20%	18.14%	6.51%	3.49%	4.77%	8.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	101.3	109.0	124.5	138.0	138.0	138.0
存货周转天数	152.4	152.1	173.4	170.0	170.0	170.0
应付账款周转天数	106.3	118.1	125.9	122.0	122.0	122.0
固定资产周转天数	272.6	271.2	283.9	299.5	281.5	247.8
偿债能力						
净负债/股东权益	32.80%	34.11%	42.16%	38.42%	33.56%	32.14%
EBIT利息保障倍数	9.0	6.8	2.4	3.0	3.2	4.0
资产负债率	44.15%	48.26%	50.57%	50.13%	50.00%	50.75%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-03-31	增持	41.50	N/A
2	2015-08-31	增持	14.76	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 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%以上。

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