

业绩拐点已现，三发驱动逐步兑现，股权激励为业绩提供保障

——科伦药业（002422）三季度财报点评

2016年10月28日

强烈推荐/首次覆盖

科伦药业

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号: S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
胡偌碧	联系人	
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554044

事件:

科伦药业发布三季报，前三季度实现营业收入 62.53 亿元，同比增加 7.47%；归属于上市公司股东的净利 5.37 亿元，同比下降 2.38%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 4.79 亿元，同比下降 7.46%。实现 EPS 为 0.37 元。

公司 2016 年 Q3 实现营业收入 21.56 亿元，同比增加 8.75%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.51 亿元，同比增加 7.14%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.26 亿元，同比下降 14.66%。实现 EPS 为 0.11 元。

公司公告 2016 年全年业绩预告，归母净利润 5.81 亿至 7.74 亿，同比-10%至 20%。

观点:

1、收入利润均呈现向好趋势，受益于川宁项目扭亏带来的巨大弹性

单季度来看，公司前三季度收入及增速分别为 20.00 亿（5.9%）、20.92 亿（7.68%）、21.56 亿（8.75%），净利润及增速分别为 2.08 亿（1.12%）、1.78 亿（-12.54%）、1.51 亿（7.12%）。收入端和利润端的增速都呈现较好趋势，前三季度业绩增速为负主要还是受二季度影响。

公司经营性现金流为 14.88 亿元，同比增长 30.82%，侧面印证了经营持续向好。

收入端分板块来看，我们预计输液板块稳中略升（1%-2%），非输液制剂部分增速较快（20%左右），两个专业类型产品（康复新液科伦市场占有率最大+草酸艾司西酞普兰）增速在 25-30%。

展望未来，公司收入和业绩将步入快车道主要原因如下

第一，目前公司川宁项目环保问题彻底解决并开始贡献利润：目前硫红已经满产，头孢还未满产，（去年亏损 8000 万）随着成本进一步控制，带来巨大业绩弹性（硫红有望贡献 1.4 亿净利润，头孢有望贡献 1.25 亿净利润）。川宁核心竞争力在于原料的差价、全球最大发酵罐、环保优势。

第二，输液板块平稳增长，通过内部比例调整，提高附加值。现在软塑化进程 90%以上，今年年底有望达到 95%。目前塑料瓶占到 50%左右，未来塑料瓶有望降到 40%，10-12%由密闭式可立袋，软袋完成。未来

利巴韦林塑料小针（6月15日获批生产）、氯化钠塑料小针、VB6塑料小针也将保持较高增速，带来一定收入增速。

第三，康复新液和草酸艾司西酞普兰通过市场牵引和学术推广维持高速增长。作为承接创新产品维持现阶段业绩增长的核心点

公司综合毛利率 41.53%，维持平稳水平。财务指标方面，公司销售费用率 13.56%，去年同期 13.06%，增长 0.5%，主要由于经营规模扩大，市场开发费用增多。管理费用率 13.83%，去年同期 12.79%，增长 1.04%，主要由于公司持续大力推进“创新驱动”战略，研发费用较同期大幅增加；财务费用率 3.32%，去年同期 5.44%，大幅下降主要受益于哈萨克斯坦货币汇率趋于稳定。预计未来公司仍将持续大力投入研发。

2、三发驱动逐步兑现，预计未来会有更多新药研发相关进展

“三发驱动”是科伦药业发展三大动力，即大输液板块、抗生素全产业链及海外投资、新药研发（五大方向）。目前大输液板块高端输液逐步发展，抗生素全产业链随着川宁项目逐渐满产基本构建完成，科伦正一步一个脚印的兑现三发驱动的承诺。第三发是新药研发，公司在新药研发领域连续几年总计超过 10 亿的投入体现了公司布局创新药物的决心。2015 年，公司研发投入 4.98 亿，占营收 6.42%。未来还会持续增加。

报告期内，公司研究院研发的重组抗表皮生长因子受体（EGFR）人鼠嵌合单克隆抗体注射液（受理号：CXSL1500052、CXSL1500053）获得国家食品药品监管总局临床批件，标志着公司首个生物技术药物进入临床研究。该产品属靶向重组蛋白类单克隆抗体药物，适应症为国内高发恶性肿瘤——转移性结直肠癌，是默克公司重磅炸弹级产品西妥昔单抗（Cetuximab，商品名：爱必妥）的生物类似物。爱必妥是全球第一个获准上市的特异性针对表皮生长因子受体（EGFR）的 IgG1 单克隆抗体药物，爱必妥 2014 年全球销量超过 22.9 亿美元。科伦药业在国内首家成功申报该产品的输液剂型，产品规格与西妥昔单抗在北美地区上市产品规格相同，临床使用时无须稀释配制，可直接静脉滴注，既能有效避免临床配液过程中的二次污染风险，提高患者用药安全性，又可以显著降低医护人员的工作负担并防止错配。

预计 2016 年公司将有 2 项生物大分子药物申报临床，2017 年将有 3 项申报临床，未来会有更多喜人进展。

3、股权激励范围广，行权条件为业绩提供保障

公司 10 月 28 日公告 2016 年限制性激励计划草案，计划拟授予的限制性股票数量 748.1067 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额 144,000 万股的 0.52%。激励对象总人数为 312 人，包括公司公告本激励计划时在公司或公司子公司任职的公司高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）人员（304 人），激励覆盖范围广泛。限制性股票的授予价格为每股 6.9 元，为 2015 年公司回购 A 股普通股均价 13.79 元（采用四舍五入保留两位小数）的 50%。两次考核解锁条件为以 2016 年净利润为基数，2017、2018 年净利润增长率分别不低于 15%、45%。以 2016 年业绩预告范围假设低中高三个基础业绩计算股权激励解锁条件及对应 PE 见表 1，此次股权激励，有助于调动主动性和创造性，留住人才，同时行权条件为科伦未来两年业绩增速提供保障。

表 1:科伦药业 2016 年业绩预告范围对应解锁业绩及估值

2016 年业绩假设 (亿元)	5.81	6.78	7.74
2016PE	43.4X	37.2X	32.6X
2017 年解锁业绩 (+15%) (亿元)	6.68	7.80	8.90
2017PE	37.7X	32.3X	28.3X
2018 年解锁业绩 (+45%) (亿元)	8.4245	9.831	11.223
2018PE	29.9X	25.6X	22.5X

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

结论:

公司输液板块维稳、川宁项目扭亏、研发稳步推进。我们判断公司业绩拐点已现, 三发驱动逐步兑现, 股权激励为业绩提供保障。我们预计 2016-2018 年归母净利润分别为 7.04 亿元、8.19 亿元、10.23 亿元, 对应增速分别为 9.03%、16.41%、24.92%, EPS 分别为 0.49 元、0.57 元、0.71 元, 对应 PE 分别为 36X、30X、25X。首次覆盖, 给予“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元							
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	8704	9153	11114	12757	15676	营业收入	8023	7763	8497	9704	11896						
货币资金	2030	1851	2039	2329	2855	营业成本	4608	4506	4966	5672	6953						
应收账款	2623	2671	5820	6646	8148	营业税金及附加	71	76	76	87	107						
其他应收款	183	105	115	132	162	营业费用	1049	1028	1300	1465	1784						
预付款项	261	212	312	425	564	管理费用	855	1061	1275	1456	1772						
存货	2073	2207	2334	2665	3268	财务费用	213	461	0	0	0						
其他流动资产	475	913	28	28	28	资产减值损失	153.16	87.15	0.00	0.00	0.00						
非流动资产合计	12499	13430	12455	12327	11837	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期股权投资	47	49	49	49	49	投资净收益	14.92	28.61	0.00	0.00	0.00						
固定资产	5961	6039	5657	5287	4936	营业利润	1089	574	879	1024	1279						
无形资产	980	1032	929	825	722	营业外收入	89.48	120.02	0.00	0.00	0.00						
其他非流动资产	348	204	204	564	564	营业外支出	29.52	12.70	0.00	0.00	0.00						
资产总计	21203	22583	23569	25084	27513	利润总额	1149	681	879	1024	1279						
流动负债合计	5654	7701	11961	13067	14985	所得税	164	139	176	205	256						
短期借款	1988	2220	8875	8875	9358	净利润	985	542	704	819	1023						
应付账款	1642	1467	884	1010	1238	少数股东损益	-17	-103	0	0	0						
预收款项	25	31	880	1851	3040	归属母公司净利润	1002	645	704	819	1023						
一年内到期的非流	50	922	922	922	922	EBITDA	2714	2568	1365	1511	1768						
非流动负债合计	4579	3719	56	56	56	BPS (元)	1.39	0.45	0.49	0.57	0.71						
长期借款	850	327	327	327	327	主要财务比率											
应付债券	2885	3089	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E						
负债合计	10232	11419	12018	13123	15041	成长能力											
少数股东权益	231	104	104	104	104	营业收入增长	17.45%	-3.24%	9.45%	14.20%	22.59%						
实收资本(或股本)	720	1440	1440	1440	1440	营业利润增长	-5.21%	-47.32	53.34%	16.41%	24.92%						
资本公积	4415	3675	3675	3675	3675	归属于母公司净利润	-7.19%	-35.60	9.03%	16.41%	24.92%						
未分配利润	5074	5486	5557	5639	5741	获利能力											
归属母公司股东权	10739	11060	11447	11857	12368	毛利率(%)	42.57%	41.96%	41.55%	41.55%	41.55%						
负债和所有者权益	21203	22583	23569	25084	27513	净利率(%)	12.27%	6.98%	8.28%	8.44%	8.60%						
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)					12.90%	4.73%	2.86%	2.99%	3.26%		
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)					9.33%	5.83%	6.15%	6.91%	8.27%		
经营活动现金流	1219	1239	-2990	1058	555	偿债能力											
净利润	985	542	704	819	1023	资产负债率(%)	48%	51%	51%	52%	55%						
折旧摊销	1413	1534	0	487	490	流动比率	1.54	1.19	0.93	0.98	1.05						
财务费用	213	461	0	0	0	速动比率	1.17	0.90	0.73	0.77	0.83						
应收账款减少	0	0	-3148	-826	-1502	营运能力											
预收帐款增加	0	0	850	970	1190	总资产周转率	0.41	0.35	0.37	0.40	0.45						
投资活动现金流	-2989	-2100	569	-359	0	应收账款周转率	3	3	2	2	2						
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.38	5.00	7.23	10.24	10.58						
长期股权投资减少	0	0	293	0	0	每股指标(元)											
投资收益	15	29	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.39	0.45	0.49	0.57	0.71						
筹资活动现金流	1134	1093	2609	-409	-29	每股净现金流(最新)	-0.88	0.16	0.13	0.20	0.37						
应付债券增加	0	0	-3089	0	0	每股净资产(最新摊)	14.92	7.68	7.95	8.23	8.59						
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率											
普通股增加	240	720	0	0	0	P/E	12.64	39.04	35.96	30.89	24.73						
资本公积增加	-230	-740	0	0	0	P/B	1.18	2.29	2.21	2.13	2.05						
现金净增加额	-636	233	189	290	526	EV/EBITDA	6.04	11.68	24.46	21.90	18.69						

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

胡偌碧

北京大学医学部分子药理学博士，和君商学院六届学子。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、精准医疗等投资机会

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。