

科伦药业 (002422)

业绩稳步回升，川宁二期产能逐步释放，限制性股权激励助力成长 增持（维持）

2016年10月31日

首席证券分析师——洪阳
 执业资格证书号码：S0600513060001
Hongyang614@gmail.com
 0512-62938572

投资要点

■ **事件：**2016年前三季度，公司实现营业收入62.53亿元，同比增长7.5%，归母净利润5.37亿元，同比下降2.4%。三季度单季营收21.6亿元，同比增长8.8%，实现净利润1.51亿元，同比增加7.14%。同时公司预告2016年全年归母净利润5.81亿元至7.74亿元，同比增长-10%至20%。

■ **业绩稳步回升，基本符合预期：**单季度营业收入数据来看，公司收入和盈利能力正在逐季度回暖，川宁项目逐步扭亏带来业绩弹性。公司2016年前三季度经营性现金流14.88亿元，同比增长30.82%，增速远超过收入和利润增速，主要原因为公司使用上年末储存的生产用料，营业支出减少，同时公司收到货款增加公司经营质量提升。

■ **输液板块经营稳健，高毛利品种占比不断提升：**目前公司输液板块产品的市占率超过40%，推进软塑化度超过90%，塑瓶占比未来有望由50%调整至40%。高毛利的可立袋、软袋占比继续提升。特色塑料安瓿和腹膜业务保持高速增长，预期特色塑料安瓿产品销量增长率超过50%，腹膜业务收入增长可超过30%。

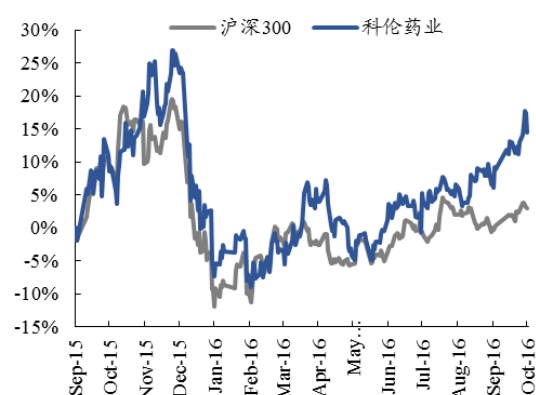
■ **非输液板块继续扩展，川宁二期项目产能将逐步释放：**公司继续发展非输液板块，前三季度非输液板块整体收入增速近30%。其中，非输液制剂业务增长超过15%，重点品种草酸艾司西酞普兰、康复新液销售保持近15%的增长。川宁项目环保问题逐步得到解决，一期硫红霉素项目2015Q2开始实现满产，上半年盈利1137万元。二期头孢中间体业务2016Q1试生产，目前尚未实现满产，未来产能将逐步释放。未来公司将继续发挥川宁项目成本优势，提高盈利能力。

■ **限制性股权激励和研发创新助力公司未来成长：**公司2016年限制性股权激励草案已于10月底公布，公司拟授予近312名核心员工748.1万股（按照公司2015年二级市场回购均价13.79元计算，总激励规模超过1亿元），授予价格6.9元/股，激励对象包括公司中高层管理人员及核心技术人员。授予股份解锁条件为以2016年净利润为基数，2017年、2018年净利润增长率分别不低于15%、45%，为公司未来两年发展提供动力。公司坚持推进输液、抗生素、研发创新三驱动战略逐步兑现。未来公司继续保持输液板块龙头优势，未来继续提高市场占有率并逐步发展高端输液产业。依托输液龙头地位和川宁项目成本优势，公司逐步完善抗生素全产业链整合。研发创新驱动带动非输液板块战略逐步兑现，预计近三年累计研发投入超过14亿元，在国内仿制药、国际仿制药、创新小分子、生物大分子、新型给药系统五大产品线均有新产品布局。

■ **盈利预测和投资建议：**预计公司2016-2018年净利润分别为6.98亿元、8.13亿元和10.34亿元，对应EPS分别为0.48、0.56和0.72元，对应PE分别为35、30及24倍，维持公司“增持”评级。

■ **风险提示：**产品降价风险；新项目进程不达预期；环评不合格风险。

股价走势



市场数据

| | |
|-------------|---------------|
| 收盘价（元） | 17.06 |
| 一年最低价/最高价 | 13.26 / 19.55 |
| 市盈率 | 38.7 |
| 流通A股市值（百万元） | 15782 |

基础数据

| | |
|-----------|-------|
| 每股净资产（元） | 7.68 |
| 资产负债率（%） | 49.49 |
| 总股本（百万股） | 1440 |
| 流通A股（百万股） | 1440 |

相关报告

科伦药业：输液龙头完成抗生素产业链布局，研发创新带动业绩爆发 2015.07.28

科伦药业主要财务数据

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 流动资产 | 8795.33 | 7302.84 | 9231.17 | 10023.57 | 营业收入 | 7763.34 | 8353.30 | 9631.40 | 11528.70 |
| 现金 | 1571.79 | 83.53 | 96.31 | 115.29 | 营业成本 | 4505.54 | 4920.09 | 5653.63 | 6594.42 |
| 应收款项 | 4103.72 | 4235.27 | 5377.09 | 6106.08 | 营业税金及附加 | 75.60 | 81.35 | 93.79 | 112.27 |
| 存货 | 2207.33 | 2071.53 | 2845.26 | 2889.70 | 销售费用 | 1027.94 | 1094.24 | 1261.67 | 1510.20 |
| 其他 | 912.50 | 912.50 | 912.50 | 912.50 | 管理费用 | 1061.02 | 1141.65 | 1316.32 | 1575.63 |
| 非流动资产 | 13308.82 | 14399.24 | 13904.93 | 12865.83 | 财务费用 | 461.21 | 370.96 | 401.45 | 569.49 |
| 长期股权投资 | 49.48 | 49.48 | 49.48 | 49.48 | 资产减值损失 | 87.15 | 90.00 | 100.00 | 120.00 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资净收益 | 28.61 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 11366.43 | 12486.99 | 12064.82 | 11122.65 | 其他 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 1385.36 | 1360.44 | 1293.51 | 1196.59 | 营业利润 | 573.50 | 655.02 | 804.54 | 1046.69 |
| 其他 | 507.55 | 502.33 | 497.12 | 497.12 | 营业外净收支 | 107.31 | (11.10) | (11.10) | (11.10) |
| 资产总计 | 22104.16 | 21702.07 | 23136.10 | 22889.41 | 利润总额 | 680.82 | 643.91 | 793.43 | 1035.59 |
| 流动负债 | 7325.99 | 6558.39 | 7542.02 | 6707.47 | 所得税费用 | 138.93 | 96.59 | 119.02 | 155.34 |
| 短期借款 | 2220.00 | 1059.18 | 1610.38 | 296.75 | 少数股东损益 | 0.00 | 1.00 | 2.00 | 3.00 |
| 应付账款 | 1690.09 | 1883.31 | 2165.73 | 2494.81 | 归属母公司净利润 | 645.27 | 651.75 | 803.08 | 1048.19 |
| 其他 | 3415.90 | 3615.90 | 3765.90 | 3915.90 | EBIT | 1121.95 | 914.87 | 1074.88 | 1305.08 |
| 非流动负债 | 3614.30 | 3614.30 | 3614.30 | 3614.30 | EBITDA | 1696.88 | 1884.45 | 2589.19 | 3024.17 |
| 长期借款 | 3415.90 | 3615.90 | 3765.90 | 3915.90 | | | | | |
| 其他 | 3614.30 | 3614.30 | 3614.30 | 3614.30 | 重要财务与估值指标 | 2015E | 2016 | 2017E | 2018E |
| 负债总计 | 10940.30 | 10172.69 | 11156.32 | 10321.77 | 每股收益(元) | 0.45 | 0.45 | 0.56 | 0.73 |
| 少数股东权益 | 103.82 | (0.60) | (129.26) | (297.20) | 每股净资产(元) | 7.68 | 8.01 | 8.41 | 8.93 |
| 归属母公司股东权益 | 11060.04 | 11529.98 | 12109.04 | 12864.83 | 总股本(百万股) | 1440 | 1440 | 1440 | 1440 |
| 负债和股东权益总计 | 22104.16 | 21702.07 | 23136.10 | 22889.41 | ROIC(%) | 5.63% | 5.24% | 5.80% | 6.56% |
| | | | | | ROE(%) | 5.83% | 5.65% | 6.63% | 8.15% |
| 现金流量表 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 毛利率(%) | 41.96% | 41.10% | 41.30% | 42.80% |
| 经营活动现金流 | 1259.50 | 2084.77 | 946.48 | 2553.93 | EBIT Margin(%) | 14.45% | 10.95% | 11.16% | 11.32% |
| 投资活动现金流 | -2099.67 | -2159.44 | -1129.44 | -809.44 | 销售净利率(%) | 6.98% | 6.55% | 7.00% | 7.64% |
| 筹资活动现金流 | 1093.40 | -1413.59 | 195.74 | -1725.52 | 资产负债率(%) | 49.49% | 46.87% | 48.22% | 45.09% |
| 现金净增加额 | 251.89 | -1488.25 | 12.78 | 18.97 | 收入增长率(%) | -3.24% | 7.60% | 15.30% | 19.70% |
| 折旧和摊销 | 574.93 | 969.58 | 1514.31 | 1719.09 | 净利润增长率(%) | -35.60% | 1.00% | 23.22% | 30.52% |
| 资本开支 | 2400.66 | 2150.00 | 1120.00 | 800.00 | P/E | 38.1 | 37.7 | 30.6 | 23.4 |
| 营运资本变动 | 220.70 | -201.77 | -328.52 | 1574.53 | P/B | 2.2 | 2.1 | 2.0 | 1.9 |
| | | | | | EV/EBITDA | 16.8 | 15.4 | 11.4 | 9.3 |

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

