

川宁扭亏发力+研发硕果累累, 公司步入成长新阶段

投资要点

- **事件:** 公司发布年报, 2016年实现收入85.7亿元, 同比+10.3%; 归母净利润5.8亿元, 同比-9.4%; 扣非后归母净利润5.4亿元, 同比-14.3%; 经营性现金流量净额17.3亿元, 同比+39.2%。EPS 0.41元。公司同时发布股票回购预案, 计划以不超过20元每股回购1亿元A股, 用于后续股权激励计划。
- **川宁项目开始扭亏发力, 公司业绩增长有望上新台阶。** 2016年公司实现净利润同比+15.2%, 而归母净利润同比-9.4%, 主要系少数股东权益大幅增加所致。2016年公司实现总收入85.7亿元, 同比+10.3%, 分板块看: 1) 输液实现60.1亿元, 同比+1.4%, 考虑可立袋对塑瓶的替代延续, 输液板块稳健增长态势有望延续; 2) 非输液实现收入22.2亿元, 同比+31.7%, 主要系川宁一期硫红满产, 从亏损8616万到实现盈利1392万元。考虑到硫红价格有望持续提升、二期青霉素和头孢即将满产以及塑料水针制剂发力, 我们认为川宁项目将开始发力, 成为近两年业绩主要增长点。
- **创新驱动硕果累累, 公司业绩和估值有望同步提升。** 公司2012年制定了“三驱动”发展战略, 其中创新驱动为公司最重要的看点。自2013年以来公司研发投入超过19亿元, 目前在研品种有337个, 已有49个优秀药物获批临床, 有36项待批生产。本次年报详细披露了面向中国和全球市场的化学小分子、生物大分子以及新型给药系统(NDDS)的仿制和创新产品线研发进展(见附录): 1) 国内仿制药: 250余项, 获批临床48个, 报批生产23个; 2) 国际仿制药: 立项10个, 2个进入CMO转产阶段; 3) 创新小分子立项40个, 1个报临床; 4) 生物药: 2个报临床, 1个临床试验中; 5) 新型剂型药物: 4个报临床。从在研产品线看, 预计从2017年开始每年将有5-15个产品连续获批上市, 其中每年均有1-3个重磅品种上市。我们认为, 随着研发驱动的发力, 新产品对业绩拉动的效果将逐渐显现, 同时公司估值也有望逐步提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为0.50元、0.65元、0.82元。考虑到公司输液维稳、川宁扭亏、研发成果陆续兑现, 我们认为在股权激励的绑定下, 公司业绩拐点明确, 未来业绩和估值有望同比提升, 同时高强度的研发投入将有力推高公司发展空间。故维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新药研发进程或低于预期的风险、川宁项目或因环保再次停产的风险、核心原料药价格或下行的风险、生产管理或出现重大问题的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8565.94	9598.45	10681.84	11647.50
增长率	10.34%	12.05%	11.29%	9.04%
归属母公司净利润(百万元)	584.64	717.64	938.49	1185.99
增长率	-9.40%	22.75%	30.77%	26.37%
每股收益EPS(元)	0.41	0.50	0.65	0.82
净资产收益率ROE	5.44%	6.32%	7.63%	8.79%
PE	39	32	24	19
PB	1.98	1.87	1.73	1.57

数据来源: Wind, 西南证券

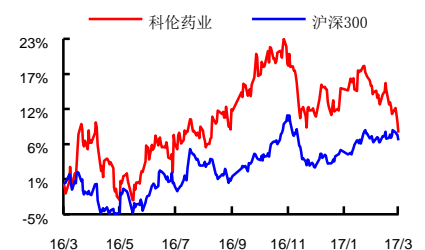
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
电话: 023-67909731
邮箱: ctl@swsc.com.cn

联系人: 陈进
电话: 021-68416017
邮箱: cj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	14.40
流通A股(亿股)	9.83
52周内股价区间(元)	14.32-17.92
总市值(亿元)	226.80
总资产(亿元)	234.10
每股净资产(元)	7.87

相关研究

1. 科伦药业(002422): 经营拐点明确, 创新驱动公司估值逐步提升(2016-11-02)

附：新药研发进展

目前，科伦药业已启动针共 330 余个项目。

国内仿制药：已立项国内仿制药 250 余项（不含 NDDS16 项），涵盖肿瘤及辅助用药、细菌感染、肠外营养、心血管、精神神经、糖尿病、麻醉等多个国内高发及高致死性疾病领域。截止 2017 年 1 月，已有 48 个药物获批临床或 BE。

表 1：截止 2017 年 1 月公司国内仿制药报批进展

序号	通用名	状态	适应症
肿瘤与肿瘤辅助用药			
1	瑞戈非尼片	批准临床	结直肠癌、肝癌
2	甲苯磺酸索拉非尼片	批准 BE	肝癌
3	阿法替尼片	批准临床	非小细胞肺癌
4	盐酸厄洛替尼片	批准 BE	非小细胞肺癌
5	吉非替尼片	批准 BE	非小细胞肺癌
6	尼达尼布软胶囊	批准临床	非小细胞肺癌、特发性肺纤维化
7	卡巴他赛注射液	批准临床	多种实体瘤
8	恩杂鲁胺软胶囊	批准临床	前列腺癌
9	苹果酸舒尼替尼胶囊	批准 BE	肾癌
10	达沙替尼片	批准 BE	血液肿瘤
11	奈妥匹坦帕洛诺司琼胶囊	批准临床	化疗止吐
12	昂丹司琼口腔速溶膜	批准 BE	化疗止吐
病毒感染（HBV、HCV）			
13	替比夫定片	批准 BE	乙肝
14	富马酸替诺福韦二吡呋酯片	批准 BE	乙肝
15	索非布韦片	批准临床	丙肝
II 型糖尿病			
16	磷酸西格列汀片	批准 BE	II 型糖尿病
17	利格列汀片	批准 BE	II 型糖尿病
18	琥珀酸曲格列汀片	批准临床	II 型糖尿病
19	氢溴酸替格列汀片	批准临床	II 型糖尿病
20	沙格列汀胶囊	批准 BE	II 型糖尿病
21	恩格列净片	批准临床	II 型糖尿病
22	卡格列净片	批准临床	II 型糖尿病
麻醉			
23	丙泊酚注射液	批准临床	麻醉
24	丙泊酚中/长链脂肪乳注射液	批准临床	麻醉
心血管疾病			
25	利伐沙班片	批准 BE	血栓性疾病
26	阿哌沙班片	批准临床/BE	血栓性疾病
27	替格瑞洛片	批准 BE	血栓性疾病

序号	通用名	状态	适应症
28	丁酸氯维地平注射用脂肪乳	批准临床	高血压
骨关节相关疾病			
29	枸橼酸托法替布片	批准临床	类风湿性关节炎
30	醋酸巴多昔芬片	批准临床	骨质疏松
肠外营养			
31	中长链脂肪乳/氨基酸 (16) /葡萄糖 (36%)	批准临床	肠外营养补充
32	中长链脂肪乳/氨基酸 (16) /葡萄糖 (30%)	批准临床	肠外营养补充
33	氨基酸(15)/葡萄糖 (10%) 电解质注射液	批准免临床	肠外营养补充
精神神经类疾病			
34	马来酸阿塞那平舌下膜	批准临床	精神分裂症
35	盐酸普拉克索片	批准 BE	帕金森病
其他 (细菌感染、肾衰竭替代治疗)			
36	盐酸莫西沙星片	批准 BE	细菌感染
37	氨基酸(15)腹膜透析液	批准免临床	肾衰竭替代治疗

数据来源：公司年报、西南证券整理

表 2：公司国内仿制药已申报待批生产的部分重点药物示例

序号	通用名	状态	适应症
麻醉镇痛			
1	注射用帕瑞昔布钠	待批生产	术后镇痛
2	盐酸右美托咪定注射液	待批生产	麻醉镇静
肠外营养			
3	脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(11%)注射液	待批生产	肠外营养补充
4	丙氨酰谷氨酰胺氨基酸 (18) 注射液	待批生产	肠外营养补充
5	中长链脂肪乳/氨基酸 (16) /葡萄糖 (16%) 电解质注射	待批生产	肠外营养补充
6	脂肪乳(10%)/氨基酸(15)/葡萄糖(20%)注射液	待批生产	肠外营养补充
7	脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(19%)注射液	待批生产	肠外营养补充
8	中/长链脂肪乳注射液(C8~24)	待批生产	肠外营养补充
9	氨基酸(15)/葡萄糖(16.5%)电解质注射液	待批生产	肠外营养补充
诊断造影			
10	碘帕醇注射液	待批生产	诊断造影
骨关节相关疾病			
11	唑来膦酸注射液 (4mg/100ml)	待批生产	肿瘤骨转移
12	唑来膦酸注射液 (5mg/100ml)	待批生产	骨质疏松
电解质补充			
13	醋酸钠林格注射液	待批生产	电解质紊乱
14	碳酸氢钠林格注射液	待批生产	电解质紊乱
15	复方电解质注射液 (II)	待批生产	电解质紊乱
16	口服补液盐散(III)	待批生产	腹泻引起的脱水与电解质紊乱

序号	通用名	状态	适应症
血容量不足			
17	羟乙基淀粉 130/0.4 电解质注射液	待批生产	血容量不足
18	高渗羟乙基淀粉 200/0.5 氯化钠注射液 (PP 软袋)	待批生产	血容量不足
其他 (细菌感染、缺血性疾病、肝损伤等)			
19	盐酸莫西沙星氯化钠注射液	待批生产	细菌感染
20	盐酸替罗非班氯化钠注射液	待批生产	心脏缺血性疾病
21	注射用还原型谷胱甘肽	待批生产	多种原因引起的肝损伤等
22	肝素钠封管注射液	待批生产	静脉留置装置封管
23	盐酸奥洛他定滴眼液	待批生产	过敏性结膜炎

数据来源：公司年报、西南证券整理

国际仿制药：2015 年 7 月，科伦正式启动国际仿制药研究，为实现产品集群化并尽早上市的目标，科伦药物研究院快速推进产品线集群布局和项目研究进度及符合美国 FDA 要求的 cGMP 生产车间建设，已立项无菌注射剂近 10 项，2 项已进入 CMO 生产转移阶段。

创新小分子：2014 年科伦正式启动创新小分子研究，目前已布局近 40 项针对肿瘤与肿瘤免疫、乙肝、非酒精性脂肪肝、麻醉镇痛等重大疾病领域的验证性和非验证性靶点的创新小分子药物研究。2016 年下半年，科伦首个自主研发的抗肿瘤药物 KL070002 申报临床。

生物技术药：2013 年 5 月科伦正式启动大分子药物研究，目前已在单抗、抗体偶联药物 (ADC)、双特异性抗体等技术领域，针对恶性肿瘤、自身免疫性疾病等重大疾病启动 20 余项验证性和非验证性靶点的生物技术药物研究。2016 年下半年，抗 EGFR 单抗注射液进入临床；2016 年年底，治疗中国高发胃癌的重组抗 VEGFR2 全人源单克隆抗体注射液实现国内首家申报临床。

表 3：2016 年公司生物药研发进展

项目名称	研发状态	项目特点
重组抗(EGFR 人鼠嵌合单克隆抗体注射液	开展临床研究	已上市西妥昔单抗 (指南推荐西妥昔单抗用于转移性结直肠癌的一线或二线治疗) 的生物类似药， 科伦国内首家申报输液规格，可直接输注，提高临床用药便捷性。
重组抗 VEGFR2 全人源单克隆抗体注射液	已报临床	国内首家申报的 Ramucirumab (Cyramza) 的生物类似药。Cyramza 是全球第一个获批用于治疗胃癌的靶向 VEGFR (血管内皮生长因子受体) 的全人源化单抗药物，能显著改善不可手术切除或转移性胃癌或胃食管连接部腺癌患者的总生存期 (OS)， 2015 全球销售额超过 3.8 亿美元，预测 2020 年全球销售额达 13.4 亿美元。
注射用重组人血小板生成素拟肽-Fc 融合蛋白	已报临床	本品与美国 Amgen 公司的 Romiplostim 氨基酸序列一致，采用的大肠杆菌表达系统具有成本优势，有望解决国内患者用药可及性问题。Romiplostim 用于免疫性血小板减少性紫癜 (ITP) 的二线治疗，为糖皮质激素治疗不耐受或应答不佳的 ITP 患者提供新选择，与同类药物相比，具有起效快、给药频率低、安全性更优等特点；此外初步临床研究表明 Romiplostim 对化疗导致血小板减少 (CIT) 具有潜在的临床价值。

数据来源：公司年报、西南证券

NDDS: 围绕经典化疗药物的增效减毒和靶向治疗，优秀糖尿病和精神疾病药物的缓、控释及长效制剂等研究方向，已启动 10 余项 NDDS 药物研究。2015 年已申报 IND 1 项（紫杉醇白蛋白纳米粒）；2016 年已完成 3 项 IND 申报（多西他赛白蛋白纳米粒、阿立哌唑长效微晶、盐酸伊立替康脂质体），其中 2 项目为国内首家或首仿申报。

表 4：2016 年公司创新剂型药物申报进展

项目名称	研发状态	项目特点
注射用多西他赛 (白蛋白型)	已申报临床	本品是采用独特的白蛋白纳米粒技术平台开发的高技术内涵药物，适应症为肺癌、乳腺癌胃癌、胰腺癌、前列腺癌等实体瘤。与多西他赛普通注射液相比，具有组织靶向性，药效和安全性更优，同时可避免普通注射液中吐温、乙醇等溶媒造成的体液滞留和过敏反应
盐酸伊立替康 脂质体注射液	已申报临床	脂质体可有效延长药物作用时间，增加药物在肿瘤组织的聚集，增强抗肿瘤疗效，降低毒副作用。伊立替康为结直肠癌指南推荐一线治疗药物，普通注射液 2016 年全国市场 14 亿
阿立哌唑 长效肌肉注射剂	已申报临床	阿立哌唑为同类药物中全球销售额最高品种（212 亿美元），长效制剂每月给药一次，显著提高患者顺应性，与同类长效制剂比较，疗效确切，安全性最优。

数据来源：公司年报、西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	8565.94	9598.45	10681.84	11647.50	净利润	624.32	766.36	1002.20	1266.50
营业成本	4854.67	5465.30	6061.91	6606.17	折旧与摊销	655.19	1008.76	1008.76	1008.76
营业税金及附加	118.87	112.01	129.08	142.62	财务费用	292.67	326.11	312.29	254.65
销售费用	1254.48	1343.78	1442.05	1514.18	资产减值损失	140.91	150.00	160.00	170.00
管理费用	1251.98	1391.78	1495.46	1572.41	经营营运资本变动	-647.68	-268.75	-504.06	-302.70
财务费用	292.67	326.11	312.29	254.65	其他	659.98	-140.45	-160.00	-171.59
资产减值损失	140.91	150.00	160.00	170.00	经营活动现金流净额	1725.41	1842.03	1819.19	2225.62
投资收益	15.71	0.00	0.00	0.00	资本支出	-519.93	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1269.47	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1789.39	0.00	0.00	0.00
营业利润	668.06	809.46	1081.06	1387.47	短期借款	600.00	5092.61	-1398.56	-1874.40
其他非经营损益	48.37	69.95	68.98	65.87	长期借款	-36.63	-3500.00	0.00	0.00
利润总额	716.43	879.41	1150.04	1453.34	股权融资	-197.64	0.00	0.00	0.00
所得税	92.10	113.05	147.85	186.84	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	624.32	766.36	1002.20	1266.50	其他	-975.35	-3702.84	-312.29	-254.65
少数股东损益	39.69	48.71	63.71	80.51	筹资活动现金流净额	-609.61	-2110.23	-1710.85	-2129.06
归属母公司股东净利润	584.64	717.64	938.49	1185.99	现金流量净额	-669.36	-268.20	108.34	96.57
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1228.05	959.84	1068.18	1164.75	成长能力				
应收和预付款项	4594.76	4789.35	5403.77	5921.75	销售收入增长率	10.34%	12.05%	11.29%	9.04%
存货	2133.16	2459.04	2796.87	3031.30	营业利润增长率	16.49%	21.17%	33.55%	28.34%
其他流动资产	791.60	868.00	1000.66	1107.73	净利润增长率	15.21%	22.75%	30.77%	26.37%
长期股权投资	31.86	31.86	31.86	31.86	EBITDA 增长率	0.39%	32.70%	12.02%	10.36%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	11691.98	10781.33	9870.68	8960.03	毛利率	43.33%	43.06%	43.25%	43.28%
无形资产和开发支出	1440.70	1343.73	1246.75	1149.77	三费率	32.68%	31.90%	30.42%	28.69%
其他非流动资产	1497.78	1496.64	1495.50	1494.36	净利率	7.29%	7.98%	9.38%	10.87%
资产总计	23409.88	22729.80	22914.27	22861.56	ROE	5.44%	6.32%	7.63%	8.79%
短期借款	2820.00	7912.61	6514.05	4639.64	ROA	2.67%	3.37%	4.37%	5.54%
应付和预收款项	1572.38	1932.59	2099.58	2279.70	ROIC	5.07%	5.91%	7.49%	9.10%
长期借款	290.49	-3209.51	-3209.51	-3209.51	EBITDA/销售收入	18.86%	22.34%	22.49%	22.76%
其他负债	7260.66	3959.85	4373.70	4748.77	营运能力				
负债合计	11943.53	10595.54	9777.82	8458.60	总资产周转率	0.37	0.42	0.47	0.51
股本	1440.00	1440.00	1440.00	1440.00	固定资产周转率	1.10	1.05	1.30	1.59
资本公积	3477.30	3477.30	3477.30	3477.30	应收账款周转率	2.75	2.67	2.77	2.70
留存收益	6366.07	7083.72	8022.21	9208.20	存货周转率	2.22	2.38	2.30	2.26
归属母公司股东权益	11330.20	11949.40	12887.89	14073.88	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.89%	—	—	—
少数股东权益	136.14	184.86	248.56	329.07	资本结构				
股东权益合计	11466.35	12134.26	13136.45	14402.95	资产负债率	51.02%	46.62%	42.67%	37.00%
负债和股东权益合计	23409.88	22729.80	22914.27	22861.56	带息债务/总负债	35.22%	54.73%	45.00%	29.86%
					流动比率	0.86	0.73	0.89	1.10
					速动比率	0.65	0.54	0.65	0.80
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.41	0.50	0.65	0.82
					每股净资产	7.96	8.43	9.12	10.00
					每股经营现金	1.20	1.28	1.26	1.55
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	1615.92	2144.34	2402.11	2650.88					
PE	38.79	31.60	24.17	19.12					
PB	1.98	1.87	1.73	1.57					
PS	2.65	2.36	2.12	1.95					
EV/EBITDA	16.99	12.14	10.21	8.51					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn