

科伦药业(002422)

制剂板块稳定增长，川宁受环保因素影响拖累业绩，未来增长可期

增持(维持)

2017年08月30日

证券分析师 全铭

S0600517010002

010-66573567

quanm@dwzq.com.cn

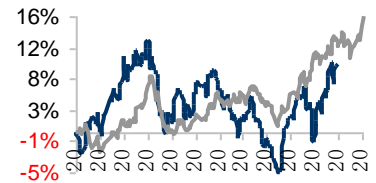
证券分析师 焦德智

S0600516120001

jiaodzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,566	10,231	12,393	15,222
同比(%)	10.34	19.43	21.14	22.83
净利润(百万元)	585	634	806	1046
同比(%)	-9.40	8.44	27.15	29.74
ROE(%)	5.16	5.37	6.49	7.92
每股收益(元)	0.41	0.44	0.56	0.73
P/E	42	39	31	24
P/B	2.2	2.1	2.0	1.9

股价走势



— 科伦药业 — 沪深300

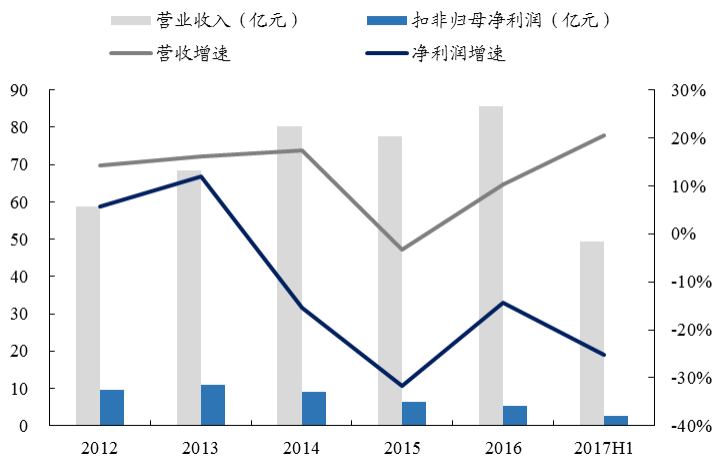
投资要点

一、事件：公司发布2017年半年度业绩报告

2017年1-6月公司实现销售收入49.42亿元，同比增长20.64%；实现归母净利润2.56亿元，同比下降33.65%；扣非后归母净利润2.65亿元，同比下降25.11%；公司业绩略低于预期。

其中输液板块营收31.72亿元，同比增长8.45%；非输液板块实现营收16.84亿元，同比增长53.63%。

图表 1: 2012-2017H1 公司营收与净利润情况



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

二、我们的观点：制剂板块稳定增长，子公司与项目短期亏损拖累业绩，公司研发持续推进

1. 公司制剂板块业务实现稳步成长拉动公司业绩增长

公司输液板块营收同比增长8.45%。在输液市场进一步紧缩的前提下，公司输液产品销量同比下滑5.09%。但输液板块仍然得以增长，主要原因为：公司通过产品结构的调整，提高高价包材（可立袋、软袋等）产品的占比，压低低价产品（塑瓶）的销量。产品结构的调整带动毛利率的提高，2017年上半年输液板块毛利率提高9.38个百分点。

市场数据

收盘价(元)	17.25
一年最低/最高价	14.65/18.35
市净率(倍)	2.13
流通A股市值(百万元)	17,745

基础数据

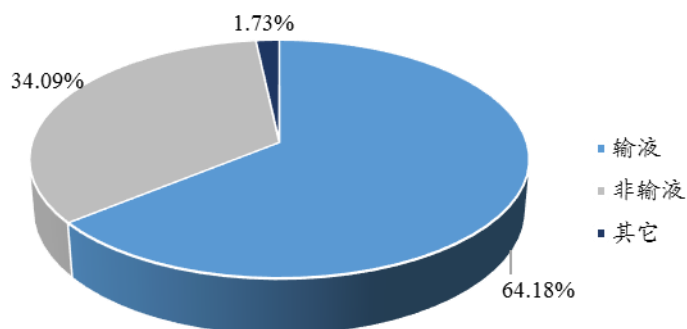
每股净资产(元)	8.08
资本负债率(%)	52.56
总股本(百万股)	1,440
流通A股(百万股)	1,029

相关研究

1. 科伦药业：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 -20161031
2. 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 -20150727

公司其他制剂类产品主要包括百洛特(草酸艾司西酞普兰片)、天舒欣(康复新液)和塑料水针。三个产品销售收入分别同比增长 112.54%、120.03%和 61.45%。产品的快速增长除治疗效果优异以外,公司逐步加大销售推广功不可没。通过加大推广力度,公司进一步抢占市场份额,提高销售额。

图表 2: 2017H1 公司各业务板块占营收比



资料来源:公司公告、东吴证券研究所

2. 子公司与项目受环保等因素影响亏损,拖累公司业绩

1) 环保趋严,川宁积极调整降低产能补强环保

2017 年国家环保整治力度趋严,我们认为,伊犁川宁虽然入选“第一批绿色制造体系示范”名单,但仍受到一定冲击。

公司严格要求自身的生产线,整治暴露出的环保问题,调整策略降低部分产能。同时对二期环保“三废治理”工艺进行了升级改造的变更,本报告期末收到相应的环评批复,致产能未能完全释放,产量低,同比亏损增加。2017 年上半年,虽然硫红一期生产线可实现满产,但二期 7-ACA 生产线产能在 50%上下变动。

同时川宁对环保设施升级改造有所支出,二期验收实现转固后开始折旧,进一步压缩利润。公司受此影响上半年亏损 7806 万元,较去年同期相比增亏 8943 万元,拖累公司整体净利润水平。

2) 邛崃项目生产不达预期,公司积极调整未来有望扭亏盈利

公司邛崃项目目前完成多品种注册车间项目并交付使用。2017 年完成约 20 个创新项目的小试、中试和验证工作。但生产工艺和产品结构仍需要调试,目前产能饱和度有待提高,2017 年上半年亏损 2267 万元。

3. 公司持续推进“创新驱动”战略,研发费用提高降低利润

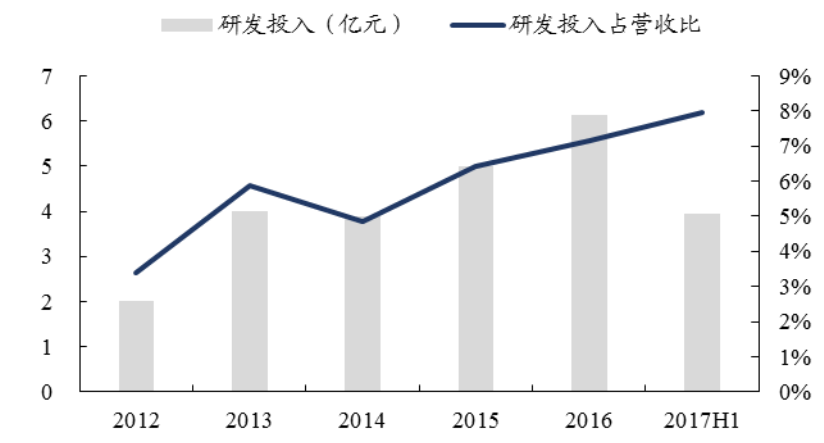
公司继续推进研发工作,2017 年上半年研发费用 3.93 亿元,占营收比为 7.95%,相较于 2016 年上涨 0.8 个百分点。

公司目前研发围绕仿制药、创新小分子药、生物大分子药和给药系统展开。目前国内仿制药有 32 项待批生产,丙氨酰谷氨酰胺氨基酸注射液已获批生产,国内首仿项目

注射用帕瑞昔布钠、脂肪乳氨基酸(17)葡萄糖(11%)注射液有望在年内获批生产；国际仿制药现已完成实验室研发并进行生产转移 2 项；小分子药物获批临床 1 项；生物药中西妥昔单抗类似物即将完成 I 期临床。

随着药品研发的逐步推进，临床试验的逐步进展，我们预计公司未来研发费用将继续增加，为公司未来业绩带来增量。

图表 3: 2012-2017H1 公司研发投入逐年递增



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

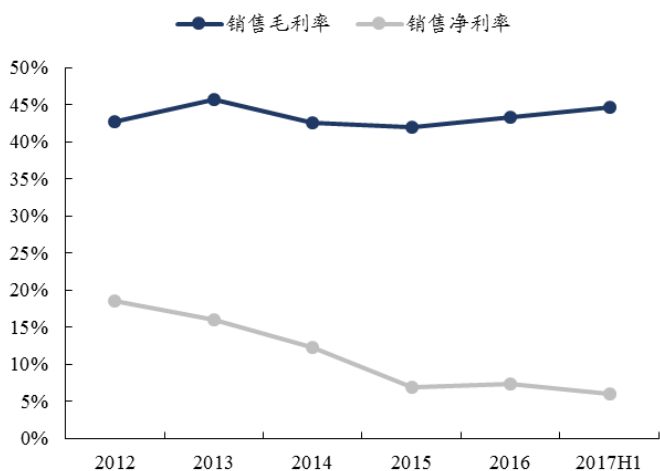
4. 公司毛利率逐渐提升，净利率出现小幅下滑

公司毛利率出现提升，主要由输液板块效率提升带来。公司净利率出现下滑，我们认为主要原因有二：子公司亏损带来的效率下降与销售费用率增长。

公司建立精神、肠外营养、天舒欣（康复新液）、镇痛麻醉及安全输液等产品管线的学术推广团队。并通过自己组织重点市场城市会、院内/科室会等活动快速转变为驱动医生处方的动能，形成学术推广活动的有效瀑布效应，落地于销售。

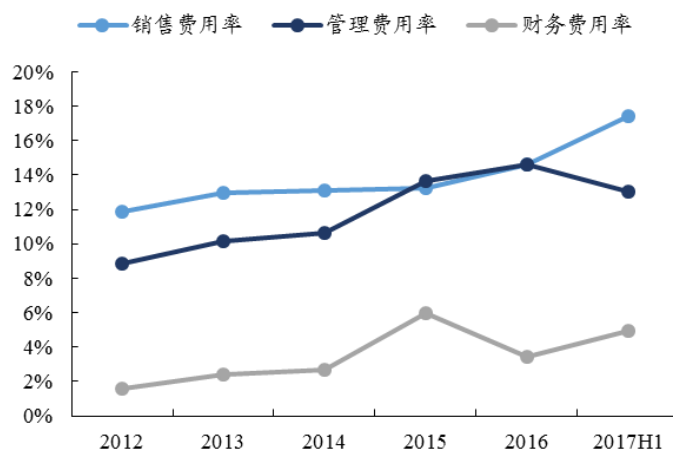
随着销售推广的进行，公司销售费用率从 2016 年的 14.64% 上升到了 17.44%，增长了 2.8 个百分点。2017 年上半年公司的销售费用为 8.62 亿元，同比增长 67.86%。随着推广力度的加大，公司产品的销量增长值得期待。

图表 4: 2012-2017H1 公司毛利率与净利率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 5: 2012-2017H1 公司三费费率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

三、盈利预测与投资评级

我们预计公司 2017 年到 2019 年, 营业收入分别为 102.31 亿元, 123.93 亿元和 152.22 亿元, 同比增长 19.43%、21.14%和 22.83%; 归属母公司净利润为 6.34 亿元、8.06 亿元和 10.46 亿元, 同比增长 8.44%、27.15%和 29.74%; 对应 EPS 为 0.44、0.56 和 0.73; 对应 PE 为 39.18、30.82 和 23.75 倍。我们认为公司在研产品众多, 未来重磅产品可期。公司现在着重推广销售队伍的建设, 新产品上市后可尽快进行推广, 较快盈利。虽然公司短期业绩出现波动, 但我们认为长期公司仍有较好的成长性, 因此我们维持“增持”评级

四、风险提示

生产要素成本上涨风险、固定资产折旧增加导致利润下降的风险、环保风险、汇率风险、药品降价风险。

科伦药业三大财务预测表

资产负债表					利润表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	8795	8388	9770	11015	营业收入	8566	10231	12393	15222
现金	1572	893	86	223	营业成本	4855	5867	7097	8672
应收账款	3786	4224	5342	6245	营业税金及附加	119	142	172	211
其它应收款	105	94	144	145	营业费用	1254	1535	1896	2329
预付账款	212	277	342	407	管理费用	1252	1555	1896	2329
存货	2207	2133	3089	3228	财务费用	293	227	220	269
其他	913	767	767	767	资产减值损失	141	180	170	170
非流动资产	13309	14466	12699	10941	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	49	32	32	32	投资净收益	16	0	0	0
固定资产	6039	9586	10102	8522	营业利润	668	725	941	1242
无形资产	1032	1021	1110	938	营业外损益	48	72	72	72
其他	6189	3828	1455	1449	利润总额	716	796	1013	1314
资产总计	22104	22869	22484	21971	所得税	92	119	152	197
流动负债	7420	9905	8999	7824	净利润	624	677	861	1117
短期借款	2220	2820	1226	0	少数股东损益	40	43	55	71
应付账款	1467	1358	2057	2074	归属母公司净利润	585	634	806	1046
其他	3733	5728	5717	5750	EBITDA	1825	2560	2709	2967
非流动负债	3520	1498	1498	1498	EPS (元)	0.41	0.44	0.56	0.73
长期借款	3416	1386	1386	1386	主要财务比率				
其他	104	111	111	111	营业收入增速	10.34%	19.43%	21.14%	22.83%
负债合计	10940	11403	10497	9322	营业利润增速	16.49%	8.46%	29.84%	32.01%
少数股东权益	104	136	179	234	归母净利润增速	-9.40%	8.44%	27.15%	29.74%
归属母公司股东权益	11060	11330	11808	12415	毛利率	43.33%	42.65%	42.73%	43.03%
负债和股东权益	22104	22869	22484	21971	净利率	7.29%	6.62%	6.95%	7.34%
现金流量表					ROE	5.16%	5.37%	6.49%	7.92%
经营活动现金流	1565	1058	1610	602	ROIC	6.45%	5.51%	6.54%	8.60%
净利润	624	677	861	1117	资产负债率	49.89%	46.72%	42.46%	43.09%
折旧摊销	655	1588	1588	1582	净负债比率	36.68%	21.79%	10.96%	10.26%
财务费用	321	176	109	71	流动比率	0.85	1.09	1.41	1.67
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.55	0.66	0.90	1.06
营运资金变动	183	-380	695	1194	总资产周转率	0.37	0.46	0.56	0.64
其它	-218	-1003	-1642	-3361	应收帐款周转率	2.03	1.91	1.98	1.91
投资活动现金流	-1789	61	61	61	应付帐款周转率	2.89	3.44	3.44	3.44
资本支出	0	0	0	0	每股收益	0.41	0.44	0.56	0.73
其他	-1789	61	61	61	每股经营现金	1.09	0.73	1.12	0.42
筹资活动现金流	-610	-1926	-1534	-329	每股净资产	7.87	8.20	8.62	9.17
短期借款	0	-1594	-1226	0	P/E	42.49	39.18	30.82	23.75
长期借款	0	-333	-308	-329	P/B	2.19	2.10	2.00	1.88
其他	-610	0	0	0	EV/EBITDA	15.03	10.42	9.38	8.48

数据来源: Wind、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 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

