

科伦药业(002422)

现有产品销量稳定，原料药涨价拉动业绩增长；研发管线丰富长期增长可期
增持(维持)

2017年10月27日

证券分析师 全铭

S0600517010002

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

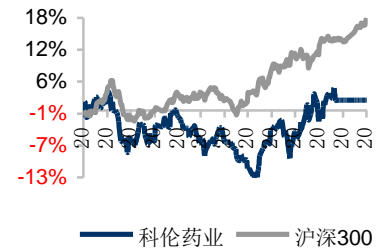
S0600516120001

021-60199780

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	10.3%	19.4%	21.1%	22.8%
归母净利润(百万元)	585	660	841	1,089
同比	-9.4%	12.82%	27.55%	29.43%
ROE	5.2%	5.6%	6.8%	8.2%
每股收益(元)	0.41	0.46	0.58	0.76
P/E	52.36	46.42	36.39	28.12
P/B	2.70	2.59	2.46	2.31

股价走势



投资要点

一、事件：

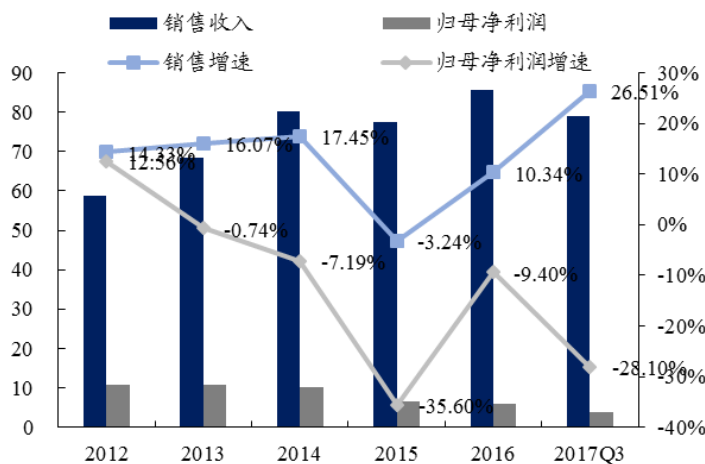
公司公布2017年三季报，公司2017年1-9月营收79.10亿元，同比增长26.51%；归属母公司股东净利润3.86亿元，同比增长-28.10%；扣非归属母公司股东净利润4.03亿元，同比增长-15.93%。

公司第三季度，营收29.68亿元，同比增长37.64%；归属母公司股东净利润1.30亿元，同比增长-13.93%；扣非归属母公司股东净利润1.38亿元，同比增长9.89%。

二、我们的观点：现有产品销量稳定，原料药涨价带动公司三季度业绩增长，研发管线丰富长期增长可期

公司第三季度实现营收29.68亿元，同比增长37.64%，扣非归属母公司股东净利润1.38亿元，同比增长9.89%。公司第三季度业绩出现回暖，我们认为主要原因为公司现有产品销量稳定增长同时原料药涨价带来；公司研发管线丰富，2017年多个产品有所突破，公司长期业绩增长可期。

图表 1:2012-2017Q3 公司销售收入与归母净利润情况(亿元)



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

市场数据

收盘价(元)	21.26
一年最低/最高价	14.65/21.26
市净率(倍)	2.57
流通A股市值(百万元)	21,870

基础数据

每股净资产(元)	8.28
资本负债率(%)	55.26
总股本(百万股)	1,440
流通A股(百万股)	1,029

相关研究

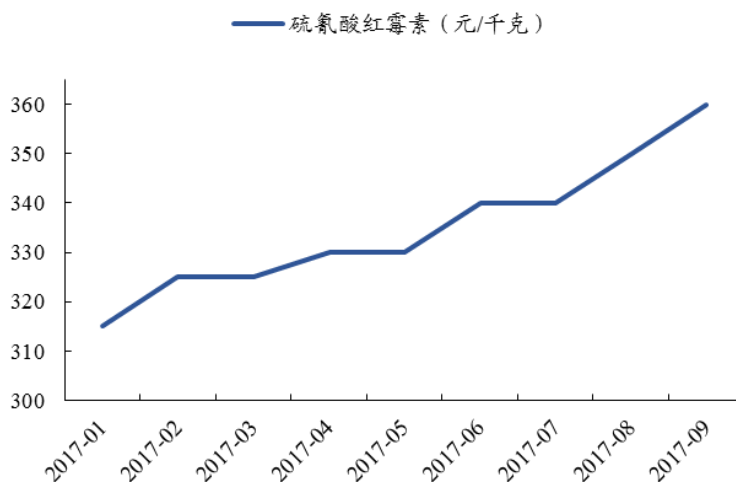
1. 科伦药业2017半年报点评：制剂板块稳定增长，川宁受环保因素影响拖累业绩，未来增长可期 -20170831
2. 科伦药业：业绩稳步回升，川宁二期产能逐步释放，限制性股权激励助力成长 -20161031
3. 科伦药业：输液龙头完成抗生素产业链布局，研发创新带动业绩爆发 -20150727

1. 公司现有产品线销量稳定，原料药涨价拉动三季度业绩增长

我们认为公司输液与制剂业务均实现稳定增长，延续了中报的增长趋势。其中康复新液、草酸艾斯西肽普兰片等继续延续高增长。

年初至今，公司主要原料药产品硫红持续涨价，从1月的315元/千克上涨到9月的360元/千克。其中5月至9月价格增长最为明显，从330元/千克增长到360元/千克。硫红为公司川宁一期的主要产品，1-9月份实现满产。我们认为，硫红涨价对公司三季度业绩增长贡献较大。

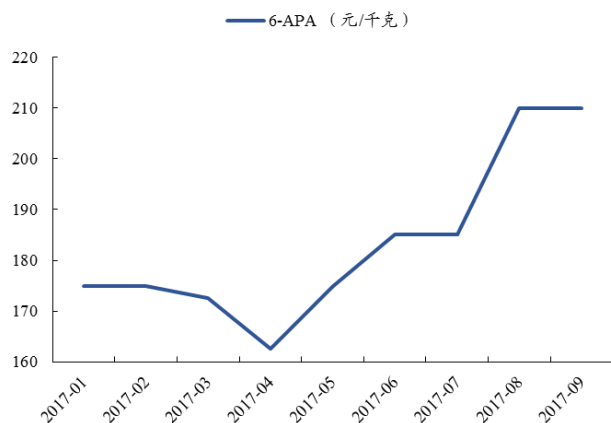
图表 2:2017年1-9月硫红价格变动情况



资料来源: Wind、东吴证券研究所

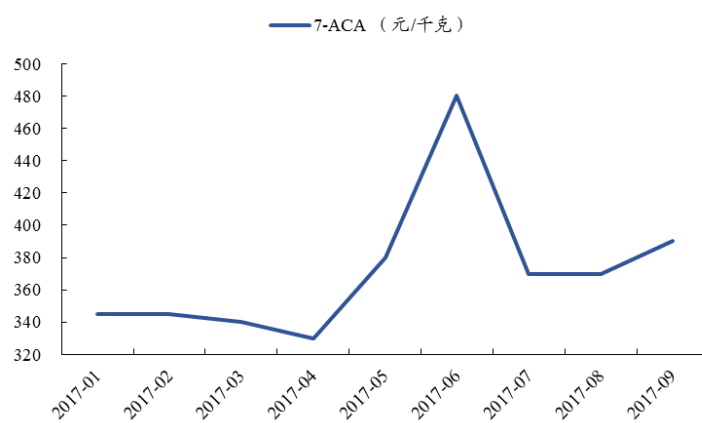
公司另两种原料药产品6-APA和7-ACA今年价格同样出现上涨，分别从年初的175和345元/千克上涨到9月的210和390元/千克。公司由于川宁二期环保验收，上述两个产品没有实现满产，产能利用率略超过50%。但通过涨价，仍能对川宁的亏损进行弥补。我们认为，随着川宁二期通过环保验收逐渐实现满产，未来将为科伦贡献业绩增量。

图表 3:2017年1-9月6-APA价格变动情况



资料来源: Wind、东吴证券研究所

图表 4:2017年1-9月7-ACA价格变动情况



资料来源: Wind、东吴证券研究所

2. 研发管线丰富，公司长期业绩增长可期

公司在研产品丰富，目前在研项目中：A 类项目 354 项，申报项目 94 项，待批项目 32 项。2017 年 1-9 月，公司在 7 个项目上有所进展，其中包括注射用多西他赛、重组抗 VEGFR2 全人源单克隆抗体注射液、丙氨酰谷氨酰胺氨基酸（18）注射液、抗 PD-L1 人源化单克隆抗体 KL-A167 注射液、小分子静脉麻醉药物"KL100137 脂肪乳注射液、小分子抗肿瘤药物 KL070002 和重组抗 PD-L1 人源化单克隆抗体 KL-A167 注射液。公司整体研发进度良好。

图表 5:2017 年公司在研项目进展情况

药品	披露日期	研发进展
注射用多西他赛	2 月 3 日	国内首家申报临床
重组抗 VEGFR2 全人源单克隆抗体注射液	2 月 3 日	成功申报临床
丙氨酰谷氨酰胺氨基酸（18）注射液	3 月 23 日	获批上市
抗 PD-L1 人源化单克隆抗体 KL-A167 注射液	4 月 14 日	成功申报临床
全新结构化学小分子静脉麻醉药物"KL100137 脂肪乳注射液	6 月 5 日	成功申报临床
全新结构化学小分子抗肿瘤药物 KL070002	7 月 7 日	获批临床
重组抗 PD-L1 人源化单克隆抗体 KL-A167 注射液	9 月 29 日	获批临床

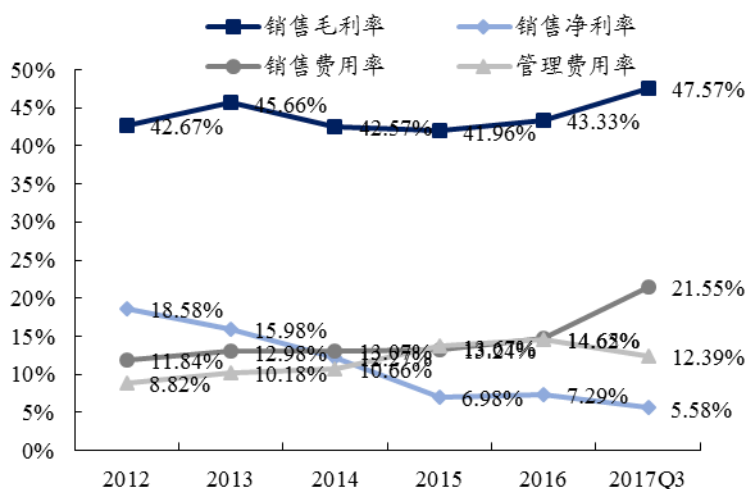
资料来源：公司公告、东吴证券研究所

公司研发实力较强且注重研发投入。公司近年来研发费用投入逐年递增，今年上半年研发费用达 3.93 亿元，全年有望突破 8 亿。公司研发团队稳定，总人数在 1200 人左右。我们认为公司每年有望新上市产品达 1-3 个，通过产品线的不断丰富，未来业绩值得期待。

3. “低开转高开”带来公司毛利率与销售费用率提高

公司三季度销毛利率与销售费用率出现增长情况，净利率与管理费用率稳定。我们认为毛利率与销售费用率的提高主要由两票制带来的“低开转高开”带来。

图表 6:2012-2017Q3 公司毛利率、净利率、管理费用率和销售费用率情况



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 6.60 亿元、8.41 亿元和 10.89 亿元,同比增长 12.82%、27.55%和 29.43%; 对应 EPS 为 0.46、0.58 和 0.76; 对应 PE 为 46.42、36.39 和 28.12 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	8747.6	9894.5	11355.9	14868.8	营业收入	8565.9	10231.0	12393.0	15222.0
现金	1228.0	102.3	518.3	769.1	营业成本	4854.7	5867.0	7097.0	8672.0
应收票据&账款	4223.6	5342.7	6245.1	7987.9	营业税金及附加	118.9	142.0	172.0	211.2
其它应收款	104.1	240.7	177.0	336.1	营业费用	1254.5	1668.7	2013.9	2473.6
预付账款	276.8	314.5	400.8	473.2	管理费用	1252.0	1566.4	1961.8	2440.1
存货	2133.2	3112.4	3232.9	4520.6	财务费用	292.7	81.4	14.5	-19.8
其他	781.8	781.8	781.8	781.8	资产减值损失	140.9	140.9	140.9	140.9
非流动资产	14662.3	12933.7	11205.2	9482.3	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	31.9	31.9	31.9	31.9	投资净收益	15.7	0.0	0.0	0.0
固定资产	9585.8	10141.4	8590.8	7040.1	营业利润	668.1	764.7	992.9	1304.0
无形资产	1020.8	1110.0	937.7	765.5	营业外损益	48.4	64.0	64.0	64.0
其他	4023.9	1650.5	1644.8	1644.8	利润总额	716.4	828.6	1056.9	1367.9
资产总计	23409.9	22828.2	22561.1	24351.0	所得税	92.1	124.3	158.5	205.2
流动负债	10198.5	9075.0	8116.8	9012.4	净利润	624.3	704.3	898.4	1162.7
短期借款	2820.0	1008.7	0.0	0.0	少数股东损益	39.7	44.8	57.1	73.9
应付账款	1357.8	2056.5	2073.5	2973.1	归属母公司净利润	584.6	659.6	841.3	1088.8
其他	6020.7	6009.8	6043.3	6039.3	EBITDA	1824.8	2582.8	2744.2	3015.3
非流动负债	1745.1	1745.1	1745.1	1745.1	EPS (元)	0.41	0.46	0.58	0.76
长期借款	1386.4	1386.4	1386.4	1386.4					
其他	358.6	358.6	358.6	358.6					
负债合计	11943.5	10820.1	9861.9	10757.4	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
发行在外股本	1440.0	1440.0	1440.0	1440.0	营业收入增速	10.3%	19.4%	21.1%	22.8%
少数股东权益	136.1	180.9	238.0	311.9	归母公司净利润增速	-9.4%	12.8%	27.5%	29.4%
归属母公司股东权益	11330.2	11827.2	12461.2	13281.7	毛利率	43.3%	42.7%	42.7%	43.0%
负债和股东权益	23409.9	22828.2	22561.1	24351.0	净利率	7.3%	6.9%	7.2%	7.6%
					ROE	5.2%	5.6%	6.8%	8.2%
现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E	ROIC	6.6%	5.8%	6.9%	9.1%
经营活动现金流	1725.4	960.3	1677.3	530.2	资产负债率	51.0%	47.4%	43.7%	44.2%
折旧摊销	655.2	1587.7	1587.7	1582.0	总资产周转率	0.37	0.45	0.55	0.63
营运资金变动	-406.2	459.1	1410.9	2617.3	P/E	52.36	46.42	36.39	28.12
投资活动现金流	-1789.4	54.4	54.4	54.4	P/B	2.70	2.59	2.46	2.31
筹资活动现金流	-609.6	-2140.4	-1315.7	-333.7	EV/EBITDA	18.01	12.48	11.26	10.19
现金净增加额	-669.4	-1125.7	416.0	250.8	每股净资产(元)	7.87	8.21	8.65	9.22

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>

