

科伦药业 (002422.SZ)

公司快报

医药 | 化学制剂 III

增持-B(首次)

投资评级

股价(2018-02-07) 23.72 元

交易数据

总市值 (百万元)	34,156.80
流通市值 (百万元)	24,401.04
总股本 (百万股)	1,440.00
流通股本 (百万股)	1,028.71
12 个月价格区间	14.78/27.67 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.09	15.89	32.94
绝对收益	-11.03	2.42	40.74

分析师

 徐曼
 SAC 执业证书编号: S0910516020001
 xuman@huajinsc.cn
 021-20377088

报告联系人

 李伟
 liwei@huajinsc.cn
 021-20377053

相关报告

达泊西汀生产申报受理, 制剂板块即将进入收获期

投资要点

- ◆ **事件:** 公司开发的化学药品“盐酸达泊西汀片”生产申请获国家食品药品监督管理局注册受理。
- ◆ **达泊西汀国内首仿, 竞争格局良好:** 达泊西汀是一种短效选择性 5-羟色胺再摄取抑制剂, 用于 18 岁以上患者早泄的治疗。根据样本医院的数据, 2012-2017 年期间, 我国早泄药物的销售额稳定增长, 复合年增长率接近 16%。目前国内用于男性早泄治疗的药物主要是他达拉非、西地那非(伟哥)、达泊西汀、阿扑吗啡和伐地那非, 其中他达拉非和西地那非市场份额最大, 占据了 90% 左右的市场。达泊西汀当前的市场份额还不高(2017Q3 为 8.39%), 但自 2013 年国内正式销售以来, 该产品的市场份额和销售额均迅速增长, 未来仍有望保持较高的增速。阿扑吗啡在达泊西汀之后上市, 2014 年开始正式在国内进行销售, 但上市以来市场份额的增长相对缓慢, 2017 年更是出现下滑, 仅为 0.12%; 而伐地那非近年的市场份额则出现断崖式下降, 从 2012 年的 14.33% 降至 2017Q3 的 0.10%, 未来可能继续下降甚至停止销售。从单价的角度看, 2012 年以来他达拉非和西地那非的价格持续下降, 降幅分别在 30% 和 10% 左右, 而达泊西汀自上市以来价格一直非常稳定, 也反映了该产品的强市场竞争力。虽然随着仿制药的上市, 未来达泊西汀的价格也会有所松动, 但中短期内还不会出现剧烈波动。总体来看, 达泊西汀的竞争格局较为乐观, 仍有不小的增长潜力。根据样本医院的数据, 现阶段国内达泊西汀仅阿尔扎一家公司进行生产, 科伦药业是国内首家通过生物等效性研究并以与原研质量一致性标准申报生产的企业。紧随其后的是山东华铂凯盛生物科技有限公司, 也已完成了生物等效性研究, 但综合资金、销售渠道等多方面的因素, 科伦药业的竞争力仍更胜一筹, 而其余在研的公司进度会更慢一些。综合来看, 公司达泊西汀的产品质量、研发进度、竞争格局都很好, 该产品上市后将进一步增厚公司的业绩。
- ◆ **三大板块稳步推进, 经营有望持续向好:** 公司制剂业务包括仿制药和新药两大板块, 共有上百个项目在推进。达泊西汀是公司 2018 年首个申报生产的仿制药。根据公司的研发管线, 在 2017 年帕瑞昔布等仿制药上市的基础上, 2018 年开始公司每年将有多个仿制药品种陆续上市, 实现良性循环。公司新药的进展相对仿制药略慢一些, 目前进展最快的是 EGFR 单抗, 已经启动临床 III 期试验。除了制剂业务以外, 公司一直是国内大输液领域的龙头企业, 市场份额超过 30%, 紧随其后的是石四药, 市场份额在 10% 左右。公司在已持有石四药 14.17% 股份的基础上, 又于 2017 年继续购买石四药股份, 累计达到 20.05%, 进一步巩固了公司在大输液行业的地位。目前国内大输液市场已经趋于饱和, 增速在 5% 左右, 未来公司大输液板块的业绩弹性不会特别大, 为公司提供稳定的现金流。公司另一块重点业务——抗生素原料药主要包括硫红、7-ACA 和青霉素工业盐三大类产品, 由于在新疆设厂并从哈萨克斯坦进口原料, 公司的成本优势明显。同时公司也持续投入资金改造环保设备, 目

前环境污染问题已经基本可控,未来将继续改善,故而在当前环保严监管的背景下,公司的优势得到进一步放大。受益于成本优势,公司已经在硫红市场站稳脚跟,生产线也已满产,目前该产品市场格局相对稳定,竞争环境良好;7-ACA项目由于竞争对手是健康元、石药集团等资本雄厚的上市公司,市场竞争较为激烈,公司现阶段仍维持在50%左右的产能,这种竞争格局仍将持续一段时间;青霉素工业盐市场竞争不如7-ACA激烈,公司的生产线也有望在近年满产。整体来看,公司三大板块中起步最晚的制剂板块也已步入正轨,各业务布局基本完成,未来将逐步释放业绩。

◆ **投资建议:** 我们预测公司2017年至2019年每股收益分别为0.52、0.63和0.81元。基于(1)大输液业务市场格局相对稳定,公司继续购买石四药股权以后市场龙头地位进一步巩固,经营情况良好(2)原料药板块公司受益于低成本优势,硫红项目竞争力强、青霉素工业盐项目的竞争格局也有望进一步改善(3)制剂板块在研产品线丰富,未来几年将陆续有新产品上市,持续贡献业绩,我们给予公司增持-B评级。

◆ **风险提示:** 研发风险,市场竞争加剧,政策风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	7,763.3	8,565.9	9,962.2	11,665.7	13,917.2
同比增长(%)	-3.2%	10.3%	16.3%	17.1%	19.3%
营业利润(百万元)	573.5	668.1	851.7	1,031.3	1,364.8
同比增长(%)	-47.3%	16.5%	27.5%	21.1%	32.3%
净利润(百万元)	645.3	584.6	753.7	903.5	1,167.1
同比增长(%)	-35.6%	-9.4%	28.9%	19.9%	29.2%
每股收益(元)	0.45	0.41	0.52	0.63	0.81
PE	52.9	58.4	45.3	37.8	29.3
PB	3.1	3.0	3.0	2.8	2.6

数据来源: 贝格数据 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,763.3	8,565.9	9,962.2	11,665.7	13,917.2	年增长率					
减:营业成本	4,505.5	4,854.7	5,223.2	6,116.3	7,069.9	营业收入增长率	-3.2%	10.3%	16.3%	17.1%	19.3%
营业税费	75.6	118.9	108.0	134.0	168.0	营业利润增长率	-47.3%	16.5%	27.5%	21.1%	32.3%
销售费用	1,027.9	1,254.5	2,331.2	2,706.4	3,312.3	净利润增长率	-35.6%	-9.4%	28.9%	19.9%	29.2%
管理费用	1,061.0	1,252.0	1,293.2	1,604.6	1,918.3	EBITDA 增长率	-10.8%	0.5%	-5.2%	15.5%	28.3%
财务费用	461.2	292.7	47.6	-24.0	-26.0	EBIT 增长率	-20.5%	-7.1%	-6.4%	12.0%	32.9%
资产减值损失	87.1	140.9	127.1	118.4	128.8	NOPLAT 增长率	-26.2%	1.7%	-6.4%	12.0%	32.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	9.6%	6.1%	-14.4%	0.2%	11.4%
投资和汇兑收益	28.6	15.7	19.7	21.4	18.9	净资产增长率	1.8%	2.7%	1.3%	6.3%	8.0%
营业利润	573.5	668.1	851.7	1,031.3	1,364.8	盈利能力					
加:营业外净收支	107.3	48.4	71.9	75.9	65.4	毛利率	42.0%	43.3%	47.6%	47.6%	49.2%
利润总额	680.8	716.4	923.6	1,107.2	1,430.2	营业利润率	7.4%	7.8%	8.5%	8.8%	9.8%
减:所得税	138.9	92.1	118.7	142.3	183.9	净利润率	8.3%	6.8%	7.6%	7.7%	8.4%
净利润	645.3	584.6	753.7	903.5	1,167.1	EBITDA/营业收入	20.7%	18.8%	15.3%	15.1%	16.3%
						EBIT/营业收入	13.3%	11.2%	9.0%	8.6%	9.6%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	50.6%	51.0%	44.3%	43.7%	43.8%
货币资金	1,850.7	1,228.0	797.0	1,468.4	1,113.4	负债权益比	102.3%	104.2%	79.5%	77.6%	77.9%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.19	0.86	1.56	1.72	1.69
应收帐款	2,776.9	3,653.1	4,388.6	5,501.3	6,452.0	速动比率	0.90	0.65	1.16	1.29	1.27
应收票据	1,114.3	664.9	1,194.7	846.8	1,488.2	利息保障倍数	2.24	3.28	18.88	-42.03	-51.56
预付帐款	212.5	276.8	232.7	345.2	267.5	营运能力					
存货	2,207.3	2,133.2	2,529.2	3,050.6	3,310.0	固定资产周转天数	278	328	363	340	317
其他流动资产	991.7	791.6	779.2	854.2	808.3	流动营业资本周转天数	135	130	142	153	158
可供出售金融资产	292.9	955.8	552.3	600.3	702.8	流动资产周转天数	414	376	337	339	330
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	129	135	145	153	155
长期股权投资	49.5	31.9	32.3	27.4	20.0	存货周转天数	99	91	84	86	82
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,015	966	800	660	590
固定资产	6,039.1	9,585.8	10,519.7	11,538.6	12,932.8	投资资本周转天数	667	652	535	422	374
在建工程	5,318.0	2,106.2	-1,914.8	-4,000.1	-5,042.5	费用率					
无形资产	1,031.7	1,020.8	943.3	884.3	811.5	销售费用率	13.2%	14.6%	23.4%	23.2%	23.8%
其他非流动资产	698.7	961.9	789.5	807.1	852.1	管理费用率	13.7%	14.6%	13.0%	13.8%	13.8%
资产总额	22,583.3	23,409.9	20,843.8	21,924.1	23,716.0	财务费用率	5.9%	3.4%	0.5%	-0.2%	-0.2%
短期债务	2,220.0	2,820.0	259.2	-	219.6	三费/营业收入	32.8%	32.7%	36.9%	36.7%	37.4%
应付帐款	1,659.0	1,749.9	2,328.8	2,560.5	3,111.6	投资回报率					
应付票据	0.6	-	1.2	0.5	1.8	ROE	5.8%	5.2%	6.6%	7.5%	9.0%
其他流动负债	3,821.1	5,628.6	3,784.7	4,450.6	4,636.0	ROA	2.4%	2.7%	3.9%	4.4%	5.3%
长期借款	327.1	290.5	-	-	122.3	ROIC	6.0%	5.6%	4.9%	6.4%	8.5%
其他非流动负债	3,391.7	1,454.6	2,858.3	2,568.2	2,293.7	分红指标					
负债总额	11,419.5	11,943.5	9,232.2	9,579.9	10,385.1	DPS(元)	0.14	0.14	0.15	0.19	0.25
少数股东权益	103.8	136.1	187.3	248.6	327.9	分红比率	31.0%	34.3%	27.8%	31.0%	31.0%
股本	1,440.0	1,440.0	1,440.0	1,440.0	1,440.0	股息收益率	0.6%	0.6%	0.6%	0.8%	1.1%
留存收益	9,655.5	9,843.4	9,984.3	10,655.6	11,563.1						
股东权益	11,163.9	11,466.3	11,611.6	12,344.2	13,330.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	541.9	624.3	753.7	903.5	1,167.1	EPS(元)	0.45	0.41	0.52	0.63	0.81
加:折旧和摊销	574.9	655.2	629.0	757.4	924.8	BVPS(元)	7.68	7.87	7.93	8.40	9.03
资产减值准备	87.1	140.9	-	-	-	PE(X)	52.9	58.4	45.3	37.8	29.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.1	3.0	3.0	2.8	2.6
财务费用	507.2	320.9	47.6	-24.0	-26.0	P/FCF	318.2	57.6	-85.8	37.8	-987.3
投资损失	-28.6	-15.7	-19.7	-21.4	-18.9	P/S	4.4	4.0	3.4	2.9	2.5
少数股东损益	-103.4	39.7	51.2	61.3	79.2	EV/EBITDA	23.8	24.1	23.8	20.3	16.1
营运资金的变动	-345.6	-613.1	-692.0	-1,158.9	-1,316.2	CAGR(%)	21.2%	25.9%	-6.5%	21.2%	25.9%
经营活动产生现金流量	1,239.4	1,725.4	769.7	518.0	810.0	PEG	2.5	2.3	-7.0	1.8	1.1
投资活动产生现金流量	-2,099.7	-1,789.4	2,958.7	341.4	-1,287.3	ROIC/WACC	0.6	0.6	0.5	0.7	0.9
融资活动产生现金流量	1,093.4	-609.6	-4,159.5	-187.9	122.3						

资料来源: 贝格数据 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A—正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B—较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn