

科伦药业(002422)

输液板块稳定增长，石四药股权收益贡献利润，川宁二期产能释放，公司发展逐步趋稳增长(维持)

2018年2月28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)	8,565.94	11,434.68	13,735.34	16,527.73
同比	10.34%	33.49%	20.12%	20.33%
归母净利润(百万元)	584.64	751.72	939.60	1,184.50
同比	-9.40%	28.58%	24.99%	26.06%
ROE	5.16%	6.32%	7.45%	8.78%
每股收益(元)	0.41	0.52	0.65	0.82
P/E	61.72	48.01	38.41	30.47
P/B	3.18	3.03	2.86	2.67

投资要点

一、事件：公司发布2017年业绩快报

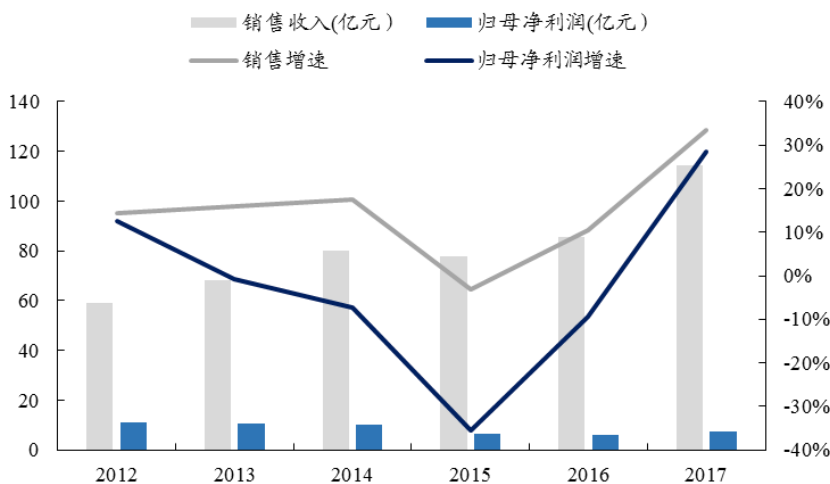
公司2017年实现营业收入114.35亿元，同比增长33.49%；归属母公司股东净利润7.51亿元，同比增长28.38%，业绩超预期。

二、我们的观点：输液板块效率继续提升，持有石四药股权带来投资收益，公司业绩快速增长。川宁二期产能逐步释放，在研产品逐渐获批支撑公司未来业绩增长。

公司2017年实现营收114.35亿元，同比增长33.49%，归属母公司股东净利润7.51亿元，同比增长28.38%。公司营业利润与利润总额分别同比增长78.04%和60.87%。净利润增速低于营业利润与利润总额增速的主要原因为递延所得税费用增加导致。

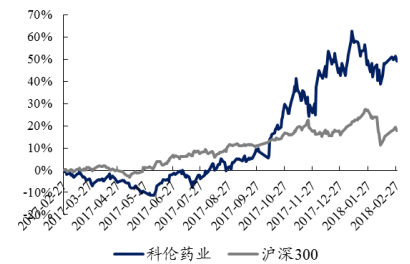
公司业绩实现快速增长，我们认为主要原因为公司持有石四药股权超过20%，投资收益的增加贡献利润约5.68亿元。同时公司输液业务延续中报的势头，维持稳定增长，公司的业绩得以进一步提高。

图表 1:2012-2017年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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	25.06
一年最低/最高价	14.65/27.67
市净率(倍)	3.03
流通A股市值(百万元)	25,780

基础数据

每股净资产(元)	8.28
资产负债率(%)	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年三季报点评：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 -20171027
2. 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
3. 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

1. 输液板块实现稳定增长，毛利率进一步提高

公司输液板块上半年收入实现增长 8.45%，我们认为，随着下半年流感的爆发，公司全年输液板块的增速有望超过上半年的增速，实现 9%-12% 的增长。同时公司进一步调整输液包材的结构，提高可立袋、软袋等高毛利占比，并与石四药实现深度合作，进一步提高公司输液产品的毛利率。我们预计，公司全年输液板块的毛利率在 60% 左右。

2. 川宁二期产能逐步释放，公司未来业绩可期

公司川宁二期受累于环保压力，2017 年产能维持在 50% 上下。且由于川宁二期建设完成转固，上半年带来折旧 3.7 亿元，我们估算全年折旧费用将超过 6 亿，带来亏损。2018 年初，随着国家环保检查工作的推进，我们认为川宁二期的产能逐步得以释放，硫红与青霉素盐实现满产，7-ACA 产能超过 50%。随着川宁二期产能的逐步释放，2018 年一季度有望扭亏。

图表 2: 公司原料药产品 2017 年 12 月报价情况

产品名称	产品单价 (元/千克)
硫红	360
7-ACA	450
青霉素工业盐	83
6-APA	230

3. 公司继续加强研发，支撑公司长期业绩稳定增长

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，全年预计突破 6 亿。公司研发团队稳定，总人数超过 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。

图表 3: 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	17-2-3	国内首家申报临床
重组抗 VEGFR2 全人源单克隆抗体注射液	17-2-3	成功申报临床
丙氨酰谷氨酰胺氨基酸 (18) 注射液	17-3-23	获批上市
抗 PD-L1 人源化单克隆抗体 KL-A167 注射液	17-4-14	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"	17-6-5	获批临床
全新结构化学小分子抗肿瘤药物 KL070002	17-7-7	获批临床
重组抗 PD-L1 人源化单克隆抗体 KL-A167 注射液	17-9-29	获批临床
创新小分子药物 KL130008 胶囊	18-1-27	成功报生产

资料来源: 公司公告、东吴证券研究所

2017 年公司产品卡文、帕瑞昔布钠和丙谷等产品相继获批生产，公司的研发能力得以充分证明。其中帕瑞昔布钠在各地区的补标在陆续进行，目前在四川、山东、上海和山西成功中标，中标价格在 78-115 元/瓶。2018 年初，公司产品草酸艾司西

酞普兰品成功通过国家仿制药一致性评价，成为首仿。我们认为，随着公司药品的逐步获批并成功推广销售，公司未来业绩的增长将得以支撑，公司长期发展向好。

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 114.35 亿元，137.35 亿元和 165.28 亿元，同比增长 33.49%、20.12%和 20.33%；归属母公司净利润为 7.52 亿元、9.40 亿元和 11.85 亿元，同比增长 28.58%、24.99%和 26.06%；对应 EPS 为 0.52、0.65 和 0.82。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。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	11451.5	11126.7	15697.3	营业收入	8565.9	11434.7	13735.3	16527.7
现金	1228.0	114.3	137.4	165.3	营业成本	4854.7	6247.9	7495.4	8992.7
应收票据&账款	4223.6	6468.2	6374.8	9079.2	营业税金及附加	118.9	158.7	190.6	229.4
其它应收款	104.1	281.3	181.7	375.4	营业费用	1254.5	1878.7	2243.0	2695.7
预付账款	276.8	352.9	402.5	503.8	管理费用	1252.0	1890.2	2259.5	2713.9
存货	2133.2	3453.0	3248.5	4791.8	财务费用	292.7	528.0	289.5	331.0
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	13677.7	11949.2	10226.3	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	31.9	775.9	775.9	775.9	投资净收益	15.7	744.0	0.0	0.0
固定资产	9585.8	10141.4	8590.8	7040.1	营业利润	668.1	1334.3	1116.5	1424.2
无形资产	1020.8	1110.0	937.7	765.5	营业外损益	48.4	0.0	64.0	64.0
其他	4023.9	1650.5	1644.8	1644.8	利润总额	716.4	1334.3	1180.5	1488.1
资产总计	23409.9	25129.3	23075.8	25923.5	所得税	92.1	531.5	177.1	223.2
流动负债	10198.5	11300.4	8475.1	10349.8	净利润	624.3	802.7	1003.4	1264.9
短期借款	2820.0	2999.8	346.7	1148.8	少数股东损益	39.7	51.0	63.8	80.4
应付账款	1357.8	2278.2	2083.7	3149.6	归属母公司净利润	584.6	751.7	939.6	1184.5
其他	6020.7	6022.3	6044.7	6051.5	EBITDA	1824.8	3141.2	2934.0	3186.2
非流动负债	1745.1	1745.1	1745.1	1745.1	EPS (元)	0.41	0.52	0.65	0.82
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	13045.4	10220.2	12094.9	主要财务比率				
发行在外股本	1440.0	1440.0	1440.0	1440.0	营业收入增速	10.34%	33.49%	20.12%	20.33%
少数股东权益	136.1	187.2	251.0	331.4	归母公司净利润增速	-9.40%	28.58%	24.99%	26.06%
归属母公司股东权益	11330.2	11896.7	12604.7	13497.3	毛利率	43.33%	45.36%	45.43%	45.59%
负债和股东权益	23409.9	25129.3	23075.8	25923.5	净利率	7.29%	7.02%	7.31%	7.65%
					ROE	5.16%	6.32%	7.45%	8.78%
现金流量表					ROIC	6.57%	7.29%	7.03%	9.60%
经营活动现金流	1725.4	-713.0	3019.2	-420.5	资产负债率	51.02%	51.91%	44.29%	46.66%
折旧摊销	655.2	1587.7	1587.7	1582.0	总资产周转率	0.37	0.46	0.60	0.64
营运资金变动	-406.2	1781.9	-152.7	3498.0	P/E	61.72	48.01	38.41	30.47
投资活动现金流	-1789.4	-176.0	54.4	54.4	P/B	3.18	3.03	2.86	2.67
筹资活动现金流	-609.6	-224.7	-3050.6	394.0	EV/EBITDA	21.01	12.64	12.65	11.93
现金净增加额	-669.4	-1113.7	23.0	27.9	每股净资产(元)	7.87	8.26	8.75	9.37

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>

