

仿制药产品相继获批验证公司研发能力，原料药实现满产拉动业绩增长

增持（维持）

2018年06月05日

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002
021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证号：S0600516120001
021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	11,435	14,736	17,536	21,878
同比（%）	33.5%	28.9%	19.0%	24.8%
净利润（百万元）	749	1,137	1,489	2,070
同比（%）	28.0%	51.8%	31.0%	39.0%
每股收益（元/股）	0.52	0.79	1.03	1.44
P/E（倍）	64.16	42.25	32.25	23.20

投资要点

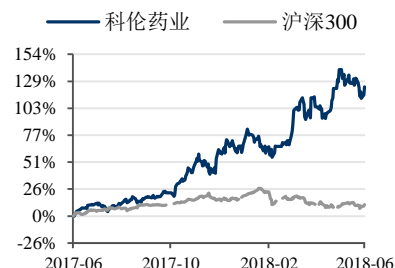
■ **仿制药产品相继获批，公司研发能力得以验证：**6月4日，科伦药业发布公告：公司的产品盐酸右美托咪定注射液及唑来膦酸注射液获得药品注册批件，可生产上市销售。1) 右美托咪定2018年一季度该产品销售额同比增长11%。右美托咪定已经进入2017版国家医保目录，我们预计2018年全年有望实现超过20%的增长。科伦药业的右美托咪定中标价格将低于或等于恩华药业产品的中标价格，公司可以通过较低的价格抢占市场。2) 随着我国人口老龄化的加剧叠加消费升级带来的影响，骨质疏松患者用药市场将实现稳定的增长。现有唑来膦酸注射液的主要厂商为诺华及正大天晴，其余生产该产品的厂商超过10家。我们认为，科伦药业的中标价格将低于正大天晴，通过低价抢占市场。上述两个产品的获批不光会为公司带来业绩增量，同时也证实了科伦药业的研发实力。随着在研产品的相继获批，科伦药业未来的业绩得以保障。

■ **输液企稳，原料药基本实现满产，拉动公司业绩增长：**输液板块随着近年来小厂的出清，行业集中度提升显著。2017年输液板块收入达76亿元，同比增长27%。我们认为，随着行业的稳定及科伦产品结构的调整，2018年全年输液板块收入增速将维持在10%-15%。2018年4月，公司川宁的原料药成功实现满产，随着产能的释放及其他竞争对手受累于环保压力无法实现满产，我们预计川宁2018年有望为公司贡献利润达5.5-7亿，为公司的新药研发贡献现金流。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2018年到2020年，营业收入分别为147.4亿元、175.4亿元和218.8亿元，同比增长28.9%、19.0%和24.8%；归属母公司净利润为11.4亿元、14.9亿元和20.7亿元，同比增长51.8%、31.0%和39.0%；对应EPS为0.79、1.03和1.44。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。

■ **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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	33.35
一年最低/最高价	14.79/36.07
市净率(倍)	3.96
流通A股市值(百万元)	34419.33

基础数据

每股净资产(元)	8.42
资产负债率(%)	57.11
总股本(百万股)	1440.00
流通A股(百万股)	1032.06

相关研究

1、《科伦药业2017年业绩快报点评：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》2018-02-28

2、《科伦药业事件点评：帕瑞昔布钠获批生产，科伦首仿重磅产品为公司带来业绩增量》2017-12-01

3、《科伦药业2017年三季度报点评：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》2017-10-27

一、 事件：

6月4日，科伦药业发布公告：公司的产品盐酸右美托咪定注射液及唑来膦酸注射液获得药品注册批件，可生产上市销售。

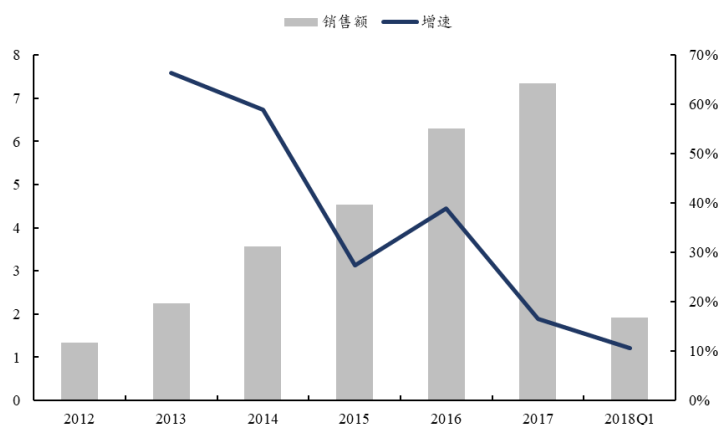
二、 我们的观点：仿制药产品相继获批，公司研发能力得以验证；输液企稳，原料药基本实现满产，拉动公司业绩增长。

1. 右美托咪定市场空间广阔、竞争格局良好，未来放量带来业绩增长可期

右美托咪定由芬兰药企 Orion 率先研制并于 1999 年在美国上市，该产品是唯一可以术中唤醒的镇静药。2009 年恒瑞药业首仿于国内上市。该产品自从在我国上市以来一直维持较好的增速，从重点城市样本医院的数据分析，2018 年一季度该产品销售额同比增长 11%。右美托咪定已经进入 2017 版国家医保目录，预计其整体市场增速将加快，我们预计 2018 年全年有望超过 2017 年 17% 的增速，实现超过 20% 的增长。

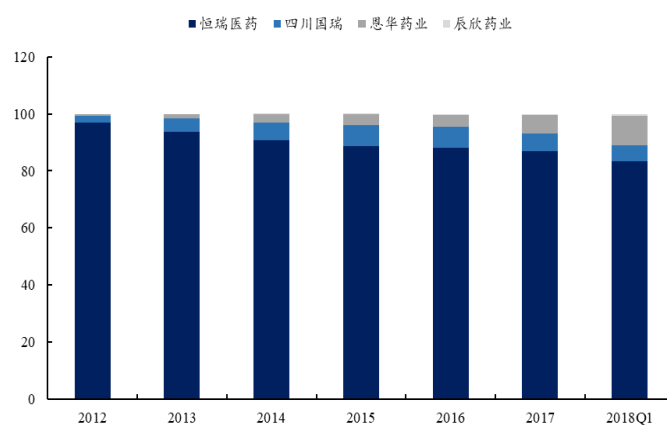
目前我国在售的产品主要有恒瑞医药、四川国瑞、恩华药业和辰欣药业四家。2018 年一季度市占率最高的为恒瑞医药，达 83%，恩华药业位列第二，为 10%。

图 1：右美托咪定历年销售额及增速（亿元）



数据来源：PDB、东吴证券研究所

图 2：右美托咪定市场占比情况



数据来源：PDB、东吴证券研究所

从现有产品的中标价格可以看出，由于恒瑞药业的产品为首仿，因此有一定的定价优势，中标价格相对较高。我们认为，科伦药业的右美托咪定中标价格将低于或等于恩华药业产品的中标价格。由于价格相对较低，公司可以通过较低的价格抢占市场。我们认为右美市场空间广阔，随着中标的完成和产品的逐步放量，势必会拉动科伦药业的业绩增长。

表 1: 现有右美托咪定主要产商产品中标价格区间

规格	恩华药业中标价	恒瑞医药中标价
2ml: 200 μ g	123-170	160-188
1ml: 100 μ g	73-99	74-137

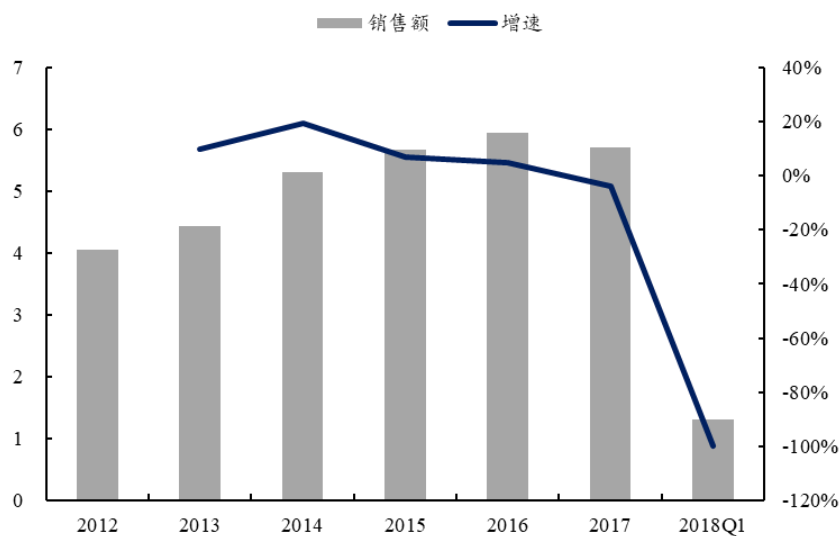
资料来源: 中标网、药智网、东吴证券研究所

2. 唑来膦酸注射液用药间隔长方便患者, 产品优异放量可期

唑来膦酸注射液为第三代双膦酸盐, 原研由诺华开发, 自 2005 年首次在欧洲上市以来, 相继获批用于治疗 Paget's 病和骨质疏松症, 迄今已在欧洲、美国、日本等国家上市, 具有超过 10 年的临床应用经验。与第一代或第二代双膦酸盐相比, 本品具有更强的骨表面结合力和抑制骨吸收作用, 单次小剂量即达到更强和更持久的疗效, 增加骨密度, 降低各个部位初发及再发的骨折风险, 为骨质疏松患者提供全面的骨骼保护; 一年一次给药, 使用方便, 患者依从性高。

2012 年至 2016 年, 唑来膦酸注射液均实现稳定的增长, 2017 年及 2018 年一季度出现小幅度下滑。我们认为, 随着我国人口老龄化的加剧叠加消费升级带来的影响, 骨质疏松患者用药市场将实现稳定的增长。

图 3: 唑来膦酸历年销售额及增速



数据来源: PDB、东吴证券研究所

现有产品主要厂商为诺华及正大天晴, 2018Q1 市占率分别为 59% 和 26%。其余生产该产品的厂商超过 10 家。我们认为, 科伦药业的中标价格将低于正大天晴, 通过低价抢占市场。

表 2：现有唑来膦酸主要产商产品中标价格区间

规格	正大天晴	瑞士诺华	山德士
100ml:5mg	1682-1898	2996-3370	3330-3545

资料来源：中标网、药智网、东吴证券研究所

我们认为，上述两个产品的获批不光会为公司带来业绩增量，同时也证实了科伦药业的研发实力。随着在研产品的相继获批，科伦药业未来的业绩得以保障。

3. 输液板块企稳，原料药基本实现满产业绩得以释放，公司短期业绩增长有保障

输液板块随着近年来小厂的出清，行业集中度提升显著。2017 年输液板块收入达 76 亿元，同比增长 27%。我们认为，随着行业的稳定及科伦产品结构的调整，2018 年全年输液板块收入增速将维持在 10%-15%。

2018 年 4 月，公司川宁的原料药成功实现满产，随着产能的释放及其他竞争对手受累于环保压力无法实现满产，我们预计川宁 2018 年有望为公司贡献利润达 5.5-7 亿，为公司的新药研发贡献现金流。

三、 盈利预测与评级：

我们预计公司 2018 年到 2020 年，营业收入分别为 147.4 亿元，175.4 亿元和 218.8 亿元，同比增长 28.9%、19.0%和 24.8%；归属母公司净利润为 11.4 亿元、14.9 亿元和 20.7 亿元，同比增长 51.8%、31.0%和 39.0%；对应 EPS 为 0.79、1.03 和 1.44。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 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	11619	14408	17301	22535	营业收入	11435	14736	17536	21878
现金	1231	2366	3230	4776	减:营业成本	5568	6715	7783	9443
应收账款	4862	5990	6924	9187	营业税金及附加	185	238	283	353
存货	2500	3088	3389	4470	营业费用	3074	3389	3858	4594
其他流动资产	3025	2965	3759	4103	管理费用	1450	1768	2017	2516
非流动资产	16369	22028	26889	33525	财务费用	553	732	1151	1634
长期股权投资	2138	4251	6366	8482	资产减值损失	306	737	877	1094
固定资产	11065	13695	15907	19605	加:投资净收益	788	170	203	241
在建工程	1092	2021	2589	3419	其他收益	0	0	0	0
无形资产	1383	1375	1348	1343	营业利润	1157	1326	1771	2485
其他非流动资产	692	685	677	677	加:营业外净收支	-16	67	53	52
资产总计	27988	36436	44190	56060	利润总额	1141	1393	1825	2537
流动负债	11892	19341	26155	36291	减:所得税费用	330	179	235	326
短期借款	2720	11091	16110	26107	少数股东损益	63	77	101	141
应付账款	1387	1923	1913	2742	归属母公司净利润	749	1137	1489	2070
其他流动负债	7785	6326	8132	7443	EBIT	1500	1874	2677	3798
非流动负债	4114	4200	3834	3626	EBITDA	2306	2707	3705	5061
长期借款	3496	3583	3216	3009					
其他非流动负债	617	617	617	617	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	16006	23541	29989	39918	每股收益(元)	0.52	0.79	1.03	1.44
少数股东权益	179	257	358	498	每股净资产(元)	8.20	8.78	9.61	10.86
归属母公司股东权益	11803	12639	13843	15644	发行在外股份(百万股)	1440	1440	1440	1440
负债和股东权益	27988	36436	44190	56060	ROIC(%)	5.5%	5.7%	6.8%	7.2%
					ROE(%)	6.8%	9.4%	11.2%	13.7%
					毛利率(%)	51.3%	54.4%	55.6%	56.8%
					销售净利率(%)	6.5%	7.7%	8.5%	9.5%
					资产负债率(%)	57.2%	64.6%	67.9%	71.2%
					收入增长率(%)	33.5%	28.9%	19.0%	24.8%
					净利润增长率(%)	28.0%	51.8%	31.0%	39.0%
					P/E	64.16	42.25	32.25	23.20
					P/B	4.07	3.80	3.47	3.07
					EV/EBITDA	23.69	22.81	17.75	14.69

数据来源: 贝格数据, 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>

