

业绩预告净利润增速 202%超预期, 川宁满产药品研发加速, 公司持续增长可期 增持 (维持)

2018年08月01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	15,323	18,545	21,904
同比 (%)	33.5%	34.0%	21.0%	18.1%
归母净利润 (百万元)	749	1,222	1,592	2,023
同比 (%)	28.0%	63.3%	30.3%	27.0%
每股收益 (元/股)	0.52	0.85	1.11	1.40
P/E (倍)	55.98	34.28	26.32	20.72

投资要点

■ **原料药 4 月实现满产拉动业绩快速增长, 输液板块稳中有生, 公司全年业绩增速可期:** 公司上半年川宁实现收入 16.45 亿元, 同比增长 69.69%; 实现利润 3.5 亿元, 同比增长 548.06%。随着川宁 4 月份实现满产, 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。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 26%。我们认为, 随着石四药投资收益增加、行业的稳定、科伦产品结构的调整及一季度流感爆发带来的增长, 我们推测 2018 年上半年输液板块收入增速有望突破 50%。

■ **公司制剂板块产品逐渐丰富, 长期将有效拉动业绩增长:** 2017 年至今, 公司的仿制药相继获批上市, 公司的研发实力逐步获得验证。2018 年初至今, 公司获得生产批件的产品为 4 个, 分别为: 右美托咪定、唑来膦酸、脂肪乳/氨基酸/葡萄糖注射液和氨基酸/葡萄糖注射液; 草酸艾司西酞普兰则通过了仿制药一致性评价。随着公司产品的相继上市, 公司长期的业绩增长有保障。根据 clinictrail 的网站显示, 2018 年 7 月 26 日公司的抗体偶联药物 A166 在美国正式开展 I/II 期临床试验。抗体偶联药物国际上获批上市的产品仅有四个, 其中辉瑞的 Mylotarg 和 Besponsa 由于获批上市时间是 2017 年, 因此还没有销售数据。但从 Adcetris 和 Kadcyca 在国际上的销售情况我们可以看出, 其市场空间广阔。国内目前抗体偶联药物进展最快的为百奥泰, 目前在 III 期临床。而科伦药业的 A166 则为国内首个中美双报的抗体偶联类药物。我们抗体偶联药物市场空间广阔, 科伦研发进展较快, 且通过美国 I/II 期临床试验申请, 在我国成功上市后带来的业绩增量值得期待。

■ **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 153.2 亿元, 185.5 亿元和 219.0 亿元, 同比增长 34.0%、21.0%和 18.1%; 归属母公司净利润为 12.2 亿元、15.9 亿元和 20.2 亿元, 同比增长 63.3%、30.3%和 27.0%; 对应 EPS 为 0.85、1.11 和 1.40。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, 新产品上市后请尽快进行推广, 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)	29.10
一年最低/最高价	16.27/35.83
市净率(倍)	3.46
流通 A 股市值(百万元)	29971.74

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)	1029.96

相关研究

1、《科伦药业 (002422): 仿制药再下一城, 新产品相继上市, 公司长期发展值得期待》

2018-07-25

2、《科伦药业 (002422): 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》

2018-06-06

3、《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

一、事件

2018年7月31日公司发布2018半年度业绩快报：实现收入77.92亿元,同比增长57.68%，归母净利润7.74亿元，同比增长202.17%，超预期。

二、我们的观点：原料药板块实现满产，输液板块稳中有生，制剂板块产品逐渐丰富，公司中报业绩超预期。

1、原料药4月实现满产拉动业绩快速增长，输液板块稳中有生，公司全年业绩增速可期。

公司上半年川宁实现收入16.45亿元，同比增长69.69%；实现利润3.5亿元，同比增长548.06%。随着川宁4月份实现满产，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。

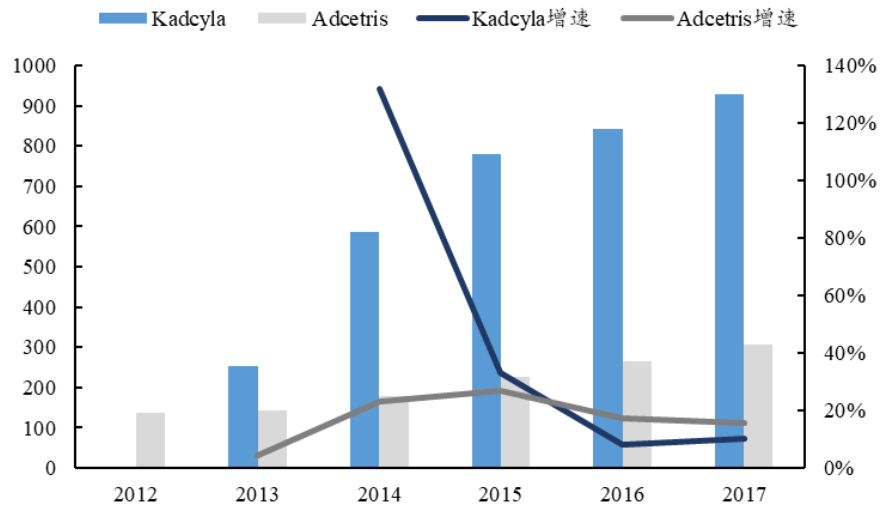
输液板块随着近年来小厂的出清，行业集中度提升显著。2017年输液板块收入达76亿元，同比增长26%。我们认为，随着石四药投资收益增加、行业的稳定、科伦产品结构的调整及一季度流感爆发带来的增长，我们推测2018年上半年输液板块收入增速有望突破50%。

2、公司制剂板块产品逐渐丰富，长期将有效拉动业绩增长。

2017年至今，公司的仿制药相继获批上市，公司的研发实力逐步获得验证。2018年初至今，公司获得生产批件的产品为4个，分别为：右美托咪定、唑来膦酸、脂肪乳/氨基酸/葡萄糖注射液和氨基酸/葡萄糖注射液；草酸艾司西酞普兰则通过了仿制药一致性评价。随着公司产品的相继上市，公司长期的业绩增长有保障。

根据clinicaltrials的网站显示，2018年7月26日公司的抗体偶联药物A166在美国正式开展I/II期临床试验。抗体偶联药物国际上获批上市的产品仅有四个，其中辉瑞的Mylotarg和Besponsa由于获批上市时间是2017年，因此还没有销售数据。但从Adcetris和Kadcyla在国际上的销售情况我们可以看出，其市场空间广阔。

图 1: Adcetris 及 Kadcyra 历年销售情况 (百万美元)



数据来源: PDB、东吴证券研究所

国内目前抗体偶联药物进展最快的为百奥泰,目前在 III 期临床。而科伦药业的 A166 则为国内首个中美双报的抗体偶联类药物。我们抗体偶联药物市场空间广阔,科伦研发进展较快,且通过美国 I/II 期临床试验申请,在我国成功上市后带来的业绩增量值得期待。

表 1: 国内临床进展

药物名称	开发公司	靶点	临床进展
BAT8001	百奥泰	Her2	国内 III 期临床
RC48	荣昌生物	Her2	国内 II 期临床
A166	科伦药业	Her2	美国 I/II 期临床

数据来源: CDE、东吴证券研究所

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 153.2 亿元, 185.5 亿元和 219.0 亿元,同比增长 34.0%、21.0%和 18.1%; 归属母公司净利润为 12.2 亿元、15.9 亿元和 20.2 亿元,同比增长 63.3%、30.3%和 27.0%; 对应 EPS 为 0.85、1.11 和 1.40。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	11,619	20,858	24,334	28,732	营业收入	11,435	15,323	18,545	21,904
现金	1,231	8,007	9,691	11,446	减:营业成本	5,568	6,983	8,230	9,530
应收账款	4,862	6,422	7,235	8,895	营业税金及附加	185	247	299	354
存货	2,500	3,311	3,539	4,392	营业费用	3,074	3,723	4,265	4,819
其他流动资产	3,025	3,118	3,869	3,999	管理费用	1,450	1,839	2,225	2,628
非流动资产	16,369	22,759	28,125	33,462	财务费用	553	861	1,425	1,857
长期股权投资	2,138	4,251	6,366	8,482	资产减值损失	306	766	927	1,095
固定资产	11,065	14,237	16,854	19,595	加:投资净收益	788	528	725	806
在建工程	1,092	2,211	2,879	3,366	其他收益	0	0	0	0
无形资产	1,383	1,375	1,348	1,343	营业利润	1,157	1,431	1,898	2,427
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	27,988	43,617	52,460	62,195	利润总额	1,141	1,498	1,951	2,479
流动负债	11,892	26,268	34,004	42,356	减:所得税费用	330	193	251	319
短期借款	2,720	17,721	23,720	32,255	少数股东损益	63	83	108	137
应付账款	1,387	2,055	2,002	2,696	归属母公司净利润	749	1,222	1,592	2,023
其他流动负债	7,785	6,492	8,281	7,405	EBIT	1,500	2,098	3,060	3,963
非流动负债	4,114	4,362	4,053	3,544	EBITDA	2,306	2,947	4,134	5,257
长期借款	3,496	3,745	3,435	2,927					
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	16,006	30,630	38,057	45,901	每股收益(元)	0.52	0.85	1.11	1.40
少数股东权益	179	262	370	508	每股净资产(元)	8.20	8.84	9.74	10.96
归属母公司股东权益	11,803	12,724	14,032	15,786	发行在外股份(百万股)	1440	1440	1440	1440
负债和股东权益	27,988	43,617	52,460	62,195	ROIC(%)	5.5%	5.2%	6.3%	6.6%
					ROE(%)	6.8%	10.1%	11.8%	13.3%
					毛利率(%)	51.3%	54.4%	55.6%	56.5%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	6.5%	8.0%	8.6%	9.2%
经营活动现金流	1,103	-354	3,260	1,534	资产负债率(%)	57.2%	70.2%	72.5%	73.8%
投资活动现金流	-2,279	-6,711	-5,715	-5,825	收入增长率(%)	33.5%	34.0%	21.0%	18.1%
筹资活动现金流	1,211	13,841	4,138	6,046	净利润增长率(%)	28.0%	63.3%	30.3%	27.0%
现金净增加额	30	6,776	1,684	1,755	P/E	55.98	34.28	26.32	20.72
折旧和摊销	806	849	1,074	1,294	P/B	3.55	3.29	2.99	2.65
资本开支	1,477	4,276	3,251	3,222	EV/EBITDA	21.04	19.28	14.78	12.87
营运资本变动	-865	-2,842	-213	-2,971					

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>

