

## 业绩基本符合预期，期待重磅仿制药放量

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2018年前三季度实现营业收入122.3亿元，同比增长54.6%；实现归母净利润10.2亿元，同比增长164.8%；实现扣非后归母净利润9.5亿元，同比增长135.7%；实现经营性现金流净额19.0亿元，同比增长125.1%。同时公司预告2018年业绩11.6-13.8亿元，同比增长55%-85%。
- **业绩基本符合预期，期待重磅仿制药放量。** 公司归母净利润10.2亿元，全年业绩11.6-13.8亿元，中值12.7亿元，业绩基本符合预期。**分季度看:** 2018Q1-3分别实现收入同比61.5%、53.9%和49.6%，归母净利润同比分别为98.9%、395.8%和91.3%，业绩环比加速增长，主要系川宁项目2018Q2开始实现满产所致。**分板块看:** 1) **伊犁川宁项目:** Q2实现净利润约2亿元，Q3预计在1.5亿元左右，有所回落主要系7ACA产量下降有关，国药威奇达或将复产，其核心品种价格情况：硫红（价格年初360元/千克，2018M7已达440元/千克，由于宁夏夏元停产，价格目前仍维持440元/千克），7ACA（年初450元/千克，2018M9价格440元/千克），6APA（年初230元/千克，2018M7已达245元，2018M9价格回落到230元/千克），青霉素工业盐（略有回落，维持72.5元，与年初77.5元基本持平），我们预计川宁项目全年业绩或达6-7亿元；2) **大输液业务:** 产品结构调整和提价下，前三季度仍保持较快增长；3) **非输液制剂业务:** 考虑到公司陆续获批多个重磅仿制药（帕瑞昔布、卡文和丙谷）正在正在放量，预计全年销售5-6亿元。公司业绩快速增长有望延续。
- **产品研发步入收获期，公司有望逐步升级成为国内仿制药+创新药的龙头之一。** 公司多年投入铸就研发实力已位列国内第一梯队。公司在研产品近400项，预计2018-2020年内获批80个品种，其中20-25个首仿机会，1类新药7个品种，预计2020年逐步进入3期。在国家鼓励创新和提高仿制药质量的大背景下，中国正从仿制药大国走向仿制药强国和创新药大国，公司研发投入额累计超过32.5亿元，截至2018年8月，公司已有A类在研项目443项，批准临床41项，待批生产38项，获批生产10项，即公司的研发布局正陆续收获成果，有望驱动公司成为新时代下的仿制药和创新药龙头企业之一。同时公司创新专利实现了对发达国家授权零的突破，创新ADC项目在中美同期启动临床试验研究，标志着科伦的药物研发已逐步与国际接轨，迈出了国际化的坚实步伐。
- **盈利预测与评级。** 预计2018-2020年EPS分别为0.88元、1.16元、1.55元，对应当前股价估值分别为26倍、20倍和15倍。我们认为公司三发驱动正全面发力，公司成长性明确，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 川宁项目或再因环保问题停产从而导致原料药业绩不及预期或大幅亏损的风险；川宁项目核心原料药价格或小幅下行导致业绩不达预期的风险；仿制药和创新药研发进度或上市进度低于预期的风险；新上市产品放量或低于预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11434.95	15315.54	18141.69	20855.03
增长率	33.49%	33.94%	18.45%	14.96%
归属母公司净利润(百万元)	748.54	1265.40	1664.74	2232.94
增长率	28.04%	69.05%	31.56%	34.13%
每股收益EPS(元)	0.52	0.88	1.16	1.55
净资产收益率ROE	6.77%	10.40%	12.39%	14.75%
PE	45	26	20	15
PB	2.79	2.56	2.32	2.06

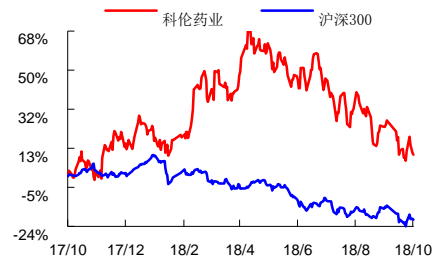
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513110001  
电话: 021-58351962  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林  
执业证号: S1250516100001  
电话: 023-67909731  
邮箱: ctl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	14.40
流通A股(亿股)	10.29
52周内股价区间(元)	20.89-35.8
总市值(亿元)	334.62
总资产(亿元)	290.65
每股净资产(元)	8.78

### 相关研究

1. 科伦药业(002422): 三发驱动全面发力, 公司业绩正快速增长 (2018-08-27)
2. 科伦药业(002422): 川宁项目业绩超预期, 三发驱动正全面发力 (2018-07-31)
3. 科伦药业(002422): 三发驱动全面发力, 业绩2018年开始爆发 (2018-05-07)
4. 科伦药业(002422): 大输液回暖+川宁扭亏, 2018Q1业绩超预期 (2018-04-26)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	11434.95	15315.54	18141.69	20855.03	净利润	811.08	1360.64	1790.04	2401.01
营业成本	5567.76	8638.74	9813.97	10923.02	折旧与摊销	805.66	1515.91	1597.46	1661.98
营业税金及附加	184.61	219.34	269.49	310.57	财务费用	553.44	453.93	495.78	452.71
销售费用	3073.85	2603.64	3084.09	3545.35	资产减值损失	306.37	100.00	120.00	140.00
管理费用	1450.09	1531.55	1995.59	2294.05	经营营运资本变动	1019.42	-3256.42	-873.38	-916.12
财务费用	553.44	453.93	495.78	452.71	其他	-2393.46	-222.73	-258.73	-315.18
资产减值损失	306.37	100.00	120.00	140.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1102.52</b>	<b>-48.67</b>	<b>2871.17</b>	<b>3424.39</b>
投资收益	787.81	120.00	140.00	175.00	资本支出	-594.87	-800.00	-600.00	-400.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1683.84	120.00	140.00	175.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2278.71</b>	<b>-680.00</b>	<b>-460.00</b>	<b>-225.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>1156.83</b>	<b>1888.34</b>	<b>2502.78</b>	<b>3364.32</b>	短期借款	-100.00	2921.22	-1199.54	-1905.41
其他非经营损益	-15.56	26.23	15.99	14.15	长期借款	-82.49	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1141.28</b>	<b>1914.57</b>	<b>2518.77</b>	<b>3378.47</b>	股权融资	54.80	0.00	0.00	0.00
所得税	330.19	553.92	728.73	977.46	支付股利	-200.16	-256.28	-433.23	-569.95
净利润	811.08	1360.64	1790.04	2401.01	其他	1539.33	-1636.16	-495.78	-452.71
少数股东损益	62.54	95.25	125.30	168.07	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1211.48</b>	<b>1028.79</b>	<b>-2128.55</b>	<b>-2928.06</b>
归属母公司股东净利润	748.54	1265.40	1664.74	2232.94	<b>现金流量净额</b>	<b>29.65</b>	<b>300.13</b>	<b>282.62</b>	<b>271.33</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1231.43	1531.55	1814.17	2085.50	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	6823.70	9172.86	10857.83	12447.66	销售收入增长率	33.49%	33.94%	18.45%	14.96%
存货	2500.48	3990.49	4516.61	5054.06	营业利润增长率	73.16%	63.23%	32.54%	34.42%
其他流动资产	1063.08	1447.69	1742.74	2010.85	净利润增长率	29.91%	67.76%	31.56%	34.13%
长期股权投资	2137.71	2137.71	2137.71	2137.71	EBITDA 增长率	55.70%	53.35%	19.12%	19.21%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	12154.16	11582.18	10728.64	9610.59	毛利率	51.31%	43.59%	45.90%	47.62%
无形资产和开发支出	1541.09	1398.51	1255.93	1113.35	三费率	44.40%	29.96%	30.73%	30.17%
其他非流动资产	536.51	535.17	533.82	532.48	净利率	7.09%	8.88%	9.87%	11.51%
<b>资产总计</b>	<b>27988.16</b>	<b>31796.16</b>	<b>33587.45</b>	<b>34992.19</b>	ROE	6.77%	10.40%	12.39%	14.75%
短期借款	2720.00	5641.22	4441.68	2536.28	ROA	2.90%	4.28%	5.33%	6.86%
应付和预收款项	1812.28	2919.55	3280.71	3667.10	ROIC	7.21%	9.20%	10.85%	13.78%
长期借款	208.00	208.00	208.00	208.00	EBITDA/销售收入	22.00%	25.19%	25.33%	26.27%
其他负债	11265.43	9940.93	11213.80	12306.49	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>16005.71</b>	<b>18709.71</b>	<b>19144.19</b>	<b>18717.87</b>	总资产周转率	0.44	0.51	0.55	0.61
股本	1440.00	1440.00	1440.00	1440.00	固定资产周转率	1.11	1.41	1.76	2.20
资本公积	3532.10	3532.10	3532.10	3532.10	应收账款周转率	2.72	2.69	2.55	2.52
留存收益	6914.46	7923.58	9155.09	10818.08	存货周转率	2.36	2.63	2.28	2.26
归属母公司股东权益	11803.03	12811.79	14043.29	15706.29	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.61%	—	—	—
少数股东权益	179.42	274.66	399.97	568.04	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>11982.45</b>	<b>13086.45</b>	<b>14443.26</b>	<b>16274.32</b>	资产负债率	57.19%	58.84%	57.00%	53.49%
负债和股东权益合计	27988.16	31796.16	33587.45	34992.19	带息债务/总负债	38.84%	48.84%	41.47%	32.23%
					流动比率	0.98	1.11	1.26	1.48
					速动比率	0.77	0.83	0.96	1.13
					股利支付率	26.74%	20.25%	26.02%	25.52%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	2515.94	3858.18	4596.01	5479.01	每股收益	0.52	0.88	1.16	1.55
PE	44.71	26.45	20.10	14.99	每股净资产	8.32	9.09	10.03	11.30
PB	2.79	2.56	2.32	2.06	每股经营现金	0.77	-0.03	1.99	2.38
PS	2.93	2.19	1.84	1.60	每股股利	0.14	0.18	0.30	0.40
EV/EBITDA	15.54	10.51	8.50	6.73					
股息率	0.60%	0.77%	1.29%	1.70%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

**西南证券研究发展中心****上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

**重庆**

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn