

# 公司发布配股方案，降低资产负债率，优化资本结构

增持（维持）

2019年07月08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

研究助理 李颖睿

021-60199793

liyr@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值    | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 16,352 | 19,153 | 22,281 | 25,427 |
| 同比（%）      | 43.0%  | 17.1%  | 16.3%  | 14.1%  |
| 归母净利润（百万元） | 1,213  | 1,597  | 2,016  | 2,258  |
| 同比（%）      | 62.0%  | 31.7%  | 26.2%  | 12.0%  |
| 每股收益（元/股）  | 0.84   | 1.11   | 1.40   | 1.57   |
| P/E（倍）     | 34.16  | 25.94  | 20.55  | 18.35  |

## 投资要点

■ **事件：**公司发布2019年度配股公开发行证券预案，计划按照每10股配售不超过1.4股的比例向全体股东配售A股股票。本次配股拟募集资金总额不超过人民币20亿元（含发行费用），扣除发行费用后全部用于偿还债务和补充流动资金。

■ **偿还有息债务，降低资产负债率，优化资本结构：**随着公司规模扩张以及产品升级转型的逐步实施，公司生产所需流动资金、项目建设投入加大，公司通过经营积累、银行借款和发行债券等多种融资方式筹集资金，导致资产负债率持续较高。近年来公司的有息债务规模不断增长，使得财务费用增加，影响公司盈利水平。公司债务融资空间有限，且会使公司承担较高的利息支出，制约公司发展。公司2016-2018年利息支出分别达到4.9亿、5.4亿、6.3亿，占营业利润比例达到75.5%、46.9%、46.5%，严重影响公司盈利水平。本次配股募集资金总额不超过人民币20亿元，预计其中15亿用于偿还债务，5亿用于补充流动资金，有利于公司减少负债规模，降低资产负债率，优化资本结构，并进一步增强公司防范财务风险的能力。

■ **公司制剂板块产品逐渐丰富，长期将有效拉动业绩增长：**公司制剂板块继续放增长，随着其帕瑞昔布、卡文、草艾等逐渐放量，2019年将持续为公司带来业绩增量。公司2012年开始研发体系变革，制定了“仿制推动创新，创新驱动未来”的研发战略。在研品类覆盖了抗肿瘤、糖尿病、肝病、肠外营养、术后镇痛、精神疾病等所有重大疾病领域。自2013年以来，公司研发投入已超过38亿元，2018年研发投入11.14亿元，目前公司的A类在研项目有470余项。

■ **输液与原料药板块稳定，持续为公司贡献现金流：**在输液领域，公司已经实现全面的产业升级，具备高端制造和新型材料双重特点的竞争力，占据了技术创新和质量标杆的战略高地。输液行业整体集中度的提升、公司产品结构的持续优化和石四药投资收益等原因，我们认为输液板块2019年有望继续维持两位数增长。川宁环保问题得到解决，其环保优势明显。我们认为公司原料药板块有望维持2018年的水平，持续为公司贡献现金流。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2019年到2021年，归属母公司净利润为15.97亿元、20.16亿元和22.58亿元，同比增长31.7%、26.2%和12.0%；对应EPS为1.11元、1.40元和1.57元。我们认为公司在研产品众多，未来重磅产品可期。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、环保风险、药品降价风险。

## 股价走势



## 市场数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 28.78       |
| 一年最低/最高价    | 18.99/33.59 |
| 市净率(倍)      | 3.19        |
| 流通A股市值(百万元) | 29713.63    |

## 基础数据

|           |         |
|-----------|---------|
| 每股净资产(元)  | 9.02    |
| 资产负债率(%)  | 55.72   |
| 总股本(百万股)  | 1439.79 |
| 流通A股(百万股) | 1032.44 |

## 相关研究

- 1、《科伦药业 (002422)：输液与原料药板块稳定增长，研发进入收获期，业绩增速62%超预期》2019-02-28
- 2、《科伦药业 (002422)：制剂板块产品相继上市，川宁放量贡献利润，输液板块效率提升，公司进入快速增长期》2018-08-28
- 3、《科伦药业 (002422)：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》2018-08-02

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)        |               |               |               |               |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                | 2018A         | 2019E         | 2020E         | 2021E         |                  | 2018A         | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
| <b>流动资产</b>    | <b>12,622</b> | <b>21,613</b> | <b>24,180</b> | <b>28,064</b> | <b>营业收入</b>      | <b>16,352</b> | <b>19,153</b> | <b>22,281</b> | <b>25,427</b> |
| 现金             | 1,826         | 8,334         | 9,695         | 11,064        | 减:营业成本           | 6,612         | 7,721         | 8,939         | 10,178        |
| 应收账款           | 5,679         | 6,668         | 7,695         | 8,696         | 营业税金及附加          | 229           | 268           | 312           | 356           |
| 存货             | 2,973         | 3,418         | 3,982         | 4,444         | 营业费用             | 5,987         | 7,797         | 8,558         | 9,703         |
| 其他流动资产         | 2,144         | 3,193         | 2,808         | 3,860         | 管理费用             | 830           | 973           | 1,132         | 1,292         |
| <b>非流动资产</b>   | <b>16,738</b> | <b>19,699</b> | <b>22,792</b> | <b>25,466</b> | 财务费用             | 632           | 620           | 941           | 1,166         |
| 长期股权投资         | 2,306         | 2,622         | 2,937         | 3,252         | 资产减值损失           | 113           | 133           | 155           | 176           |
| 固定资产           | 11,260        | 13,234        | 15,497        | 17,676        | 加:投资净收益          | 147           | 246           | 258           | 270           |
| 在建工程           | 823           | 1,522         | 2,040         | 2,234         | 其他收益             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 无形资产           | 1,485         | 1,463         | 1,463         | 1,454         | <b>营业利润</b>      | <b>1,356</b>  | <b>1,887</b>  | <b>2,501</b>  | <b>2,824</b>  |
| 其他非流动资产        | 865           | 859           | 855           | 851           | 加:营业外净收支         | -23           | 29            | 10            | 0             |
| <b>资产总计</b>    | <b>29,361</b> | <b>41,312</b> | <b>46,972</b> | <b>53,530</b> | <b>利润总额</b>      | <b>1,333</b>  | <b>1,916</b>  | <b>2,511</b>  | <b>2,825</b>  |
| <b>流动负债</b>    | <b>10,372</b> | <b>21,564</b> | <b>26,029</b> | <b>31,392</b> | 减:所得税费用          | 66            | 322           | 399           | 470           |
| 短期借款           | 2,650         | 10,770        | 16,769        | 19,339        | 少数股东损益           | 55            | -3            | 96            | 96            |
| 应付账款           | 1,537         | 1,877         | 2,076         | 2,425         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>1,213</b>  | <b>1,597</b>  | <b>2,016</b>  | <b>2,258</b>  |
| 其他流动负债         | 6,186         | 8,917         | 7,184         | 9,628         | EBIT             | 1,799         | 2,341         | 3,226         | 3,733         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>6,024</b>  | <b>5,491</b>  | <b>4,825</b>  | <b>3,929</b>  | EBITDA           | 2,788         | 3,242         | 4,326         | 5,052         |
| 长期借款           | 5,449         | 4,916         | 4,250         | 3,354         |                  |               |               |               |               |
| 其他非流动负债        | 575           | 575           | 575           | 575           | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2018A</b>  | <b>2019E</b>  | <b>2020E</b>  | <b>2021E</b>  |
| <b>负债合计</b>    | <b>16,397</b> | <b>27,055</b> | <b>30,854</b> | <b>35,321</b> | 每股收益(元)          | 0.84          | 1.11          | 1.40          | 1.57          |
| 少数股东权益         | 201           | 198           | 294           | 390           | 每股净资产(元)         | 8.86          | 9.76          | 10.99         | 12.38         |
| 归属母公司股东权益      | 12,763        | 14,059        | 15,824        | 17,819        | 发行在外股份(百万股)      | 1440          | 1440          | 1440          | 1440          |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>29,361</b> | <b>41,312</b> | <b>46,972</b> | <b>53,530</b> | ROIC(%)          | 7.8%          | 6.2%          | 7.0%          | 7.3%          |
|                |               |               |               |               | ROE(%)           | 9.8%          | 11.2%         | 13.1%         | 12.9%         |
|                |               |               |               |               | 毛利率(%)           | 59.6%         | 59.7%         | 59.9%         | 60.0%         |
|                |               |               |               |               | 销售净利率(%)         | 7.4%          | 8.3%          | 9.0%          | 8.9%          |
|                |               |               |               |               | 资产负债率(%)         | 55.8%         | 65.5%         | 65.7%         | 66.0%         |
|                |               |               |               |               | 收入增长率(%)         | 43.0%         | 17.1%         | 16.3%         | 14.1%         |
|                |               |               |               |               | 净利润增长率(%)        | 62.0%         | 31.7%         | 26.2%         | 12.0%         |
|                |               |               |               |               | P/E              | 34.16         | 25.94         | 20.55         | 18.35         |
|                |               |               |               |               | P/B              | 3.25          | 2.95          | 2.62          | 2.33          |
|                |               |               |               |               | EV/EBITDA        | 17.61         | 15.60         | 12.66         | 10.95         |

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>

