



输液产品结构优化促毛利率提升,川宁满产和转型研发创新值得期待

2017.10.26

谨慎推荐

唐爱金(分析师) 李安飞(研究助理)
电话: 020-88836115 020-88836115
邮箱: tangajj@gzgzhs.com.cn li.anfei@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310516100001

现价: 21.26
目标价: 23.6
股价空间: 11%

医药生物行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
科伦药业	16.94	31.40	32.38
医药生物	6.81	12.20	7.85
沪深300	4.60	7.58	16.06

基本资料

总市值(亿元)	306
总股本(亿股)	14.4
流通A股比例	71.44%
资产负债率	55.26%
大股东	刘革新
大股东持股比例	26.33%

相关报告

事件:

2017年10月26日,公司发布三季报:2017年前三季度实现营收79.1亿元,同比增长26.51%;归母净利润3.86亿元,同比下滑28.1%;扣非后归母净利润4.03亿元,同比下滑15.9%。

Q3单季营收29.7亿元,同比增长37.6%;归母净利润1.3亿元,同比下滑13.9%;扣非后归母净利润1.38亿元,同比增长9.9%。

点评:

● 输液产品结构升级促进公司整体毛利率提升,搭建新产品营销队伍销售费用短期大幅增加,拖累单季度业绩

Q3单季度营收29.7亿元,同比增长37.6%,为2016年以来单季度增速首次超过30%;归母净利润1.3亿元,同比下滑13.9%。Q3收入端高增长主要源于输液产品的持续优化:软袋和直软占比持续提升(2016年两者分别占比6.1%和31.9%,今年上半年分别提升至7%和38%),全年直软比例有望超过40%。此外公司加强成本管理使整体毛利率提升,Q3单季度销售毛利率52.4%,较上年同期+10.9pp(环比+7pp);前三季度毛利率47.6%(同比+6pp)。公司加大产品市场推广、搭建新产品营销队伍使得Q3销售费用投入较多,Q3单季度销售费用8.4亿元(17H1销售费用8.6亿元),销售费用率提升至28.4%,较去年同期+12.9pp,拖累Q3业绩。

● 川宁二期满产和转型研发创新值得期待

目前川宁仅一期3000吨硫红满产,二期7-ACA(4000吨产能)、6-APA(5000吨产能)和青霉素G钾(3000吨产能)因环保核查均未满产。我们预计二期项目短期内可以通过环保认证正式投产,18年满产后有望增厚公司业绩2-6亿元。

公司转型研发创新持续推进:1)高端仿制药:艾瑞昔布有望年内获批,同时超过25个覆盖恶性肿瘤、糖尿病、心血管疾病、神经精神用药、抗病毒等治疗领域的高端仿制药获临床批件;2)生物类似物:西妥昔单抗生物类似药临床I期即将完成,Ramucirumab生物类似药、Romiplostim生物类似药申报临床审评中;3)创新药:细胞毒药物KL070002胶囊和PD-L1人源化单克隆抗体分别于今年7月和9月获批临床,麻醉药KL100137脂肪乳注射液和三代抗HER2 ADC处于审评审批环节。研发布局以仿创梯队推进,降低研发风险。预计18年开始每年有5-10个产品获批上市,助力公司转型。

● 盈利预测与估值:

根据公司目前经营状况,我们测算公司17-19年EPS分别为0.46、0.59、0.82元,对应PE分别为45倍、35倍、25倍。考虑公司现有产品经营改善,原料药满产,持续的研发投入、研发产品逐步获批,给予18年40倍PE,对应股价为23.6元/股,较10月26日收盘价21.26元/股存在11%的上涨空间,首次覆盖,给予“谨慎推荐”评级。

● 风险提示:川宁二期环保认证延期,行业政策风险,研发风险。

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8565.94	9593.95	11079.27	13179.98
同比(%)	10.34%	12.00%	15.48%	18.96%
归属母公司净利润	584.64	664.81	853.37	1185.58
同比(%)	-9.40%	13.71%	28.36%	38.93%
每股收益(元)	0.41	0.46	0.59	0.82
P/E	51.28	45.10	35.13	25.29
P/B	2.67	2.55	2.42	2.24
EV/EBITDA	5.33	17.11	14.71	12.19



附录： 公司财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	8747.57	10023.40	10878.07	12563.35	营业收入	8565.94	9593.95	11079.27	13179.98
现金	1228.05	1539.39	1383.72	1461.55	营业成本	4854.67	5365.18	6080.76	7047.43
应收账款	3558.70	3643.61	4405.28	5123.04	营业税金及附加	118.87	133.14	153.75	182.91
其它应收款	94.36	117.97	129.14	157.85	营业费用	1254.48	1405.03	1622.56	1930.21
预付账款	276.80	279.46	331.72	375.77	管理费用	1251.98	1402.23	1619.33	1926.36
存货	2133.16	2492.98	2748.69	3230.16	财务费用	292.67	348.04	413.17	519.53
其他	1456.50	1949.99	1879.52	2214.98	资产减值损失	140.91	135.33	129.14	123.13
非流动资产	14662.31	14992.42	16510.88	18463.53	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	31.86	40.67	36.26	38.47	投资净收益	15.71	0.00	0.00	0.00
固定资产	9585.76	11125.50	12683.75	14580.86	营业利润	668.06	804.99	1060.56	1450.41
无形资产	1020.80	1082.27	1195.64	1388.38	营业外收入	94.93	102.38	102.84	101.37
其他	4023.90	2743.99	2595.22	2455.82	营业外支出	46.56	29.59	29.62	35.26
资产总计	23409.88	25015.82	27388.95	31026.88	利润总额	716.43	877.78	1133.78	1516.51
流动负债	10198.47	10362.77	12472.88	14767.44	所得税	92.10	139.10	185.59	227.84
短期借款	2820.00	3644.24	5029.91	7170.03	净利润	624.32	738.68	948.19	1288.67
应付账款	1357.75	1623.62	1770.42	2092.29	少数股东损益	39.69	73.87	94.82	103.09
其他	6020.72	5094.91	5672.55	5505.11	归属母公司净利润	584.64	664.81	853.37	1185.58
非流动负债	1745.06	2695.32	2210.46	2465.55	EBITDA	1536.63	2027.30	2508.72	3181.63
长期借款	290.49	290.51	290.53	290.56	EPS (摊薄)	0.41	0.46	0.59	0.82
其他	1454.57	2404.81	1919.93	2174.99					
负债合计	11943.53	13058.09	14683.34	17232.99	主要财务比率				
少数股东权益	136.14	210.01	304.83	407.92	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	1440.00	1440.00	1440.00	1440.00	成长能力				
资本公积	3477.30	3477.30	3477.30	3477.30	营业收入增长率	0.10	0.12	0.15	0.19
留存收益	6366.07	6830.42	7483.48	8468.67	营业利润增长率	0.16	0.20	0.32	0.37
归属母公司股东权益	11231.75	11747.72	12400.78	13385.97	归属于母公司净利润增长 ⁵	-0.09	0.14	0.28	0.39
负债和股东权益	23409.88	25015.82	27388.95	31026.88	获利能力				
					毛利率	0.43	0.44	0.45	0.47
					净利率	0.07	0.08	0.09	0.10
					ROE	0.05	0.06	0.07	0.09
					ROIC	0.04	0.06	0.06	0.07
					偿债能力				
					资产负债率	0.51	0.52	0.54	0.56
					净负债比率	0.53	0.46	0.55	0.57
					流动比率	0.86	0.97	0.87	0.85
					速动比率	0.65	0.73	0.65	0.63
					营运能力				
					总资产周转率	0.37	0.40	0.42	0.45
					应收账款周转率	2.75	2.66	2.75	2.77
					应付账款周转率	3.44	3.60	3.58	3.65
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.41	0.46	0.59	0.82
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.29	1.00	0.97	1.28
					每股净资产(最新摊薄)	7.80	8.16	8.61	9.30
					估值比率				
					P/E	51.28	45.10	35.13	25.29
					P/B	2.67	2.55	2.42	2.24
					EV/EBITDA	5.33	17.11	14.71	12.19

数据来源： 港澳资讯、 公司公告、 广证恒生



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼
电 话：020-88836132, 020-88836133
邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。