

科伦药业(002422)/化学制药
业绩符合预期, 期待创新硕果
评级: 买入(维持)
市场价格: 27.75
分析师: 江琦
执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

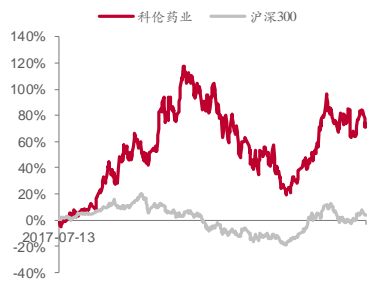
Email: jiangqi@r.qizq.com.cn

分析师: 祝嘉琦
执业证书编号: S0740519040001

Email: zhujq@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1439.79
流通股本(百万股)	899.61
市价(元)	27.75
市值(百万元)	39954.06
流通市值(百万元)	2496.16

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 科伦药业(002422.SZ)-2019年一季报点评: 业绩符合预期, 新产品加速放量-买入-(中泰证券_江琦_祝嘉琦)-20190420
- 2 科伦药业(002422.SZ)-2018年年报点评: 业绩符合预期, 创新研发步入收获期-买入-(中泰证券_江琦_祝嘉琦)-20190321
- 3 科伦药业(002422.SZ)-2018快报点评: 业绩符合预期, 期待2019年专科制剂加速放量-买入-(中泰证券_江琦_祝嘉琦)-20190227

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11434.95	16351.79	19458.63	21876.84	24331.08
增长率 yoy%	33.49%	43.00%	19.00%	12.43%	11.22%
净利润	748.54	1212.94	1579.09	2020.75	2393.82
增长率 yoy%	28.04%	62.04%	30.19%	27.97%	18.46%
每股收益(元)	0.52	0.84	1.10	1.40	1.66
每股现金流量	0.84	2.05	-0.53	0.98	1.85
净资产收益率	6.34%	9.50%	11.13%	12.87%	13.70%
P/E	53.38	32.94	25.30	19.77	16.69
PEG	1.90	0.53	0.84	0.71	0.90
P/B	3.39	3.13	2.82	2.54	2.29

备注: 截至日期 2019.07.12

投资要点

- **事件: 公司发布2019年上半年业绩预告, 预计实现归母净利润6.97-7.74亿元, 同比下降10-0%。**
- **业绩符合预期, 期待创新硕果。**公司2019年上半年业绩同比小幅下降, 去年中报业绩为高基数, 业绩下降主要原因: 1) 去年流感爆发严重, 大输液板块销售突出, 2019年回归常态, 相较于去年增长有限。2) 川宁抗生素中间体利润较去年(3.5亿元)有所下降, 主要原因两方面, 川宁的免税政策于2018年到期, 2019年开始所得税回到25%; 另外, 6-APA由于竞争对手复产, 价格有所回落。根据Wind数据, 6-APA去年上半年的价格在230-245元/千克, 当前价格155元/千克。

我们认为2019年输液板块回归正常增长水平, 集中度提升、价格回暖和产品结构升级的持续进行中。川宁方面, 尽管6-APA价格有所回落, 当前已经较为稳定, 继续下降趋势不明显, 另外两个品种硫氰酸红霉素和7-ACA价格稳定。此外, 公司持续进行成本控制, 经过一年的技改、管控, 预计2019年成本下降逐步体现, 从而对冲税收和降价的因素带动抗生素板块继续增长, 预计全年有望实现7-8亿利润。创新研发的硕果不断丰富, 产品持续快速获批, 且不断带来业绩贡献, 预计全年有望实现专科制剂销售16亿元, 相较于去年翻倍以上增长, 在销售队伍逐步搭建完成后, 带来利润贡献。

- **创新研发收获期, 产品获批加速。**2018年, 公司共有18个重要仿制药物连续获批生产, 其中新产品获批12个, 仿制药一致性评价品种6个。获得国内创新药临床试验批件5项, 向美国FDA提出IND申请1项, 并获准临床批准。其中KL-A167进入关键临床II期, KL-A166注射液在中、美同步进行I期临床研究。2019年来, 创新研发不断收获, 产品加速获批, 预计未来2-3年有60-80个产品陆续获批, 提供持续增长动力。
- **盈利预测与估值:** 我们预计2019-2021年的营业收入分别为194.59、218.77和243.31亿元, 同比增长19.00%、12.43%和11.22%; 归母净利润分别为15.79、20.21和23.94亿元, 同比增长30.19%、27.97%和18.46%。当前股价对应2019年PE为25倍。考虑公司作为大输液龙, 创新研发迈入收获期, 未来有望实现产品加速获批和放量, 成长为国内纺织机和创新药龙头企业, 维持“买入”评级。
- **风险提示事件: 产品研发获批进度不达预期的风险; 大输液行业竞争加剧的风险; 环保风险; 原料药价格波动的风险。**

图表 1: 财务数据预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	12,622.49	17,119.01	18,733.75	19,926.47	营业收入	16,351.79	19,458.63	21,876.84	24,331.08
现金	1,825.83	2,000.00	2,000.00	2,000.00	营业成本	6,612.15	7,795.01	8,141.12	8,459.74
应收账款	5,678.85	8,630.26	9,691.70	10,777.46	营业税金及附加	229.21	286.10	321.91	355.10
其他应收款	147.56	171.11	188.77	212.88	营业费用	5,987.23	7,092.67	8,050.68	9,138.75
预付账款	499.51	568.54	606.36	627.23	管理费用	830.41	1,998.40	2,382.39	2,841.87
存货	2,973.43	3,297.04	3,445.00	3,580.10	财务费用	631.50	446.30	480.20	455.12
其他流动资产	1,497.30	2,452.05	2,801.93	2,728.80	资产减值损失	113.49	50.00	20.00	0.00
非流动资产	16,738.39	15,675.34	15,079.15	15,281.38	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	2,306.30	2,200.00	2,310.00	2,425.50	投资净收益	146.68	156.00	160.00	160.00
固定资产	11,259.90	10,845.64	10,203.96	10,220.48	营业利润	1,356.20	1,946.14	2,640.55	3,240.50
无形资产	920.71	820.04	829.13	858.07	营业外收入	146.34	160.00	160.00	160.00
其他非流动资产	2,251.48	1,809.66	1,736.06	1,777.33	营业外支出	169.13	183.00	183.00	183.00
资产总计	29,360.88	32,794.35	33,812.91	35,207.85	利润总额	1,333.40	1,923.14	2,617.55	3,217.50
流动负债	10,372.39	12,585.62	11,862.76	11,263.42	所得税	65.92	307.70	497.33	707.85
短期借款	2,650.00	4,653.65	4,205.72	3,430.52	净利润	1,267.48	1,615.44	2,120.22	2,509.65
应付账款	1,549.80	1,792.85	1,709.63	1,776.54	少数股东损益	54.54	36.35	99.47	115.83
其他流动负债	6,172.59	6,139.11	5,947.41	6,056.36	归属母公司净利润	1,212.94	1,579.09	2,020.75	2,393.82
非流动负债	6,024.38	5,790.28	5,909.79	6,016.29	EBITDA	2,976.69	3,290.87	4,041.10	4,655.06
长期借款	870.33	1,020.33	1,120.33	1,220.33	EPS (元)	0.84	1.10	1.40	1.66
其他非流动负债	5,154.04	4,769.95	4,789.46	4,795.96					
负债合计	16,396.76	18,375.90	17,772.56	17,279.71					
少数股东权益	200.64	236.99	336.46	452.29	主要财务比率				
股本	1,439.85	1,439.85	1,439.85	1,439.85	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
资本公积	3,550.00	3,550.00	3,550.00	3,550.00	成长能力				
留存收益	7,826.50	9,191.62	10,714.04	12,486.00	营业收入	43.0%	19.0%	12.4%	11.2%
归属母公司股东权益	12,763.48	14,181.46	15,703.89	17,475.85	营业利润	17.2%	43.5%	35.7%	22.7%
负债和股东权益	29,360.88	32,794.35	33,812.91	35,207.85	归属于母公司净利润	62.0%	30.2%	28.0%	18.5%
					获利能力				
					毛利率(%)	59.6%	59.9%	62.8%	65.2%
					净利率(%)	7.4%	8.1%	9.2%	9.8%
					ROE(%)	9.5%	11.1%	12.9%	13.7%
					ROIC(%)	10.8%	10.0%	11.9%	13.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	55.8%	56.0%	52.6%	49.1%
					净负债比率(%)	26.44%	32.02%	31.15%	28.13%
					流动比率	1.22	1.36	1.58	1.77
					速动比率	0.93	1.09	1.28	1.45
					营运能力				
					总资产周转率	0.57	0.63	0.66	0.71
					应收账款周转率	3	3	2	2
					应付账款周转率	4.50	4.66	4.65	4.85
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.84	1.10	1.40	1.66
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.05	-0.53	0.98	1.85
					每股净资产(最新摊薄)	8.86	9.85	10.91	12.14
					估值比率				
					P/E	32.94	25.30	19.77	16.69
					P/B	3.13	2.82	2.54	2.29
					EV/EBITDA	15	14	11	10

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 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“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。