

科伦药业 (002422.SZ) 化学制药行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

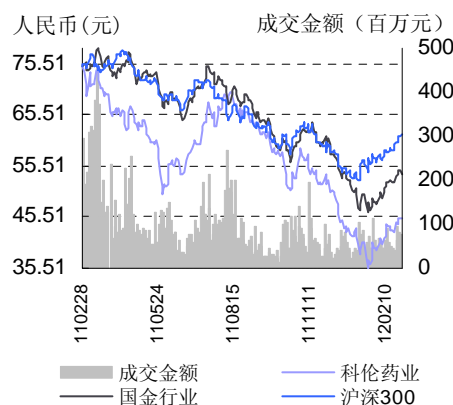
市价(人民币): 45.30元

业绩符合预期, 基本面逐步筑底;

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	222.96
总市值(百万元)	21,744.00
年内股价最高最低(元)	74.18/35.51
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

- 《关于近期经营情况的一些点评;》, 2012.2.12
- 《一季报超预期, 输液附加值继续提升;》, 2011.4.25
- 《对公司几个关键问题的思考与解答;》, 2011.4.10

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

燕智 联系人
(8621)60870946
yanz@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	2.377	2.755	2.006	2.450	3.451
每股净资产(元)	8.71	29.13	16.59	19.12	22.67
每股经营性现金流(元)	1.39	0.62	1.87	2.61	2.79
市盈率(倍)	N/A	57.17	20.44	16.74	11.88
行业优化市盈率(倍)	63.67	69.15	55.15	55.15	55.15
净利润增长率(%)	38.07%	54.55%	45.62%	22.11%	40.87%
净资产收益率(%)	27.29%	9.46%	12.10%	12.81%	15.22%
总股本(百万股)	180.00	240.00	480.00	480.00	480.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司公布 2011 年业绩快报:** 实现销售收入 51 亿元, 同比增长 27.85%; 实现归属于母公司的净利润 9.66 亿元, 同比增长 46.11%; 实现每股收益 2.01 元, 符合市场预期。业绩增长的逻辑还是在于包材和产品的升级换代带来的量、价、利齐升。对于该体量的大公司而言, 表现非常优秀。
- **去年开始的一场突如其来政策风险扰乱了公司的增长预期:** 始于去年的基本药物降价(整体基药市场塑瓶招标价的大幅下滑、部分基药市场软袋价格的大幅下滑), 给公司去年下半年的经营带来了巨大挑战。在这种行业性风险面前, 公司凭借独家品种可立袋的优势(非基药、价格、成本), 实现了 45% 的增长, 难能可贵。但投资者更关心的是 12 年增长能否持续?
- **我们对于 2012 年的情景判断:** (1) 基药市场价格已经到底(主要是塑瓶), 12 年只不过是继续确认影响业绩的一年, 因此上半年业绩增速会回落; (2) 非基药市场价格调整的预期存在(主要是可立袋)。虽然目前已经出台招标方案的省份, 没有出现价格压力, 核心问题是剩余省份的风险无法排除。这一点也是医药股面临的系统性问题, 也是公司业绩弹性所在。我们预计带来的业绩波幅在 20 个百分点。(3) 新产品有望陆续获批(PP 袋、塑料水针、多腔袋), 能够抵消单一品种降价的风险。
- **我们对于更长期价值的判断:** 我们始终认为公司最大的价值在于“输液板块向非输液延伸”, 恶劣的输液环境越有利于公司尽快完成输液行业整合, 搭建强大的输液网络价值。以网络为平台、以产品为武器, 实现非输液板块的打造。我们相信这一大逻辑是必然能得到验证, 快则明年。

投资建议和估值

- **2012 年公司基本面确立底部, 存在机会:** (1) 从基药的角度看, 二季度是确定性底部; (2) 从非基药角度看, 各省的招标可能在下半年出结果, 可立袋降价与否的结果也会显现, 弹性幅度可以确认。而 2013 年公司各种新产品陆续贡献收益, 增长将非常确定。
- **盈利预测:** 我们预测公司 2011-2013 年 EPS 为 2.00 元、2.45 元、3.45 元, 同比增长 46%、22%、41%。2012 年预测基础是可立袋出厂价格下滑 10%, 但我们倾向于判断这种假设存在向乐观方向修正的可能。

风险

- 非基药招标政策超预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	2,621	3,246	4,026	5,120	6,029	7,701	货币资金	341	517	4,207	2,000	1,800	1,334
增长率		23.8%	24.0%	27.1%	17.8%	27.7%	应收款项	857	1,135	1,577	1,783	1,934	2,465
主营业务成本	-1,673	-1,991	-2,374	-2,868	-3,377	-4,155	存货	577	595	827	864	925	1,138
%销售收入	63.8%	61.3%	58.9%	56.0%	56.0%	53.9%	其他流动资产	35	48	124	72	84	104
毛利	948	1,255	1,653	2,251	2,652	3,546	流动资产	1,810	2,295	6,735	4,719	4,744	5,041
%销售收入	36.2%	38.7%	41.1%	44.0%	44.0%	46.1%	%总资产	68.1%	68.9%	76.6%	51.0%	45.5%	42.3%
营业税金及附加	-20	-26	-31	-44	-51	-65	长期投资	0	0	0	501	1,000	1,800
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	750	949	1,599	3,679	4,331	4,729
营业费用	-394	-501	-592	-732	-832	-1,078	%总资产	28.3%	28.5%	18.2%	39.8%	41.6%	39.7%
%销售收入	15.0%	15.4%	14.7%	14.3%	13.8%	14.0%	无形资产	85	85	446	342	337	332
管理费用	-131	-172	-263	-374	-380	-393	非流动资产	846	1,038	2,055	4,527	5,673	6,866
%销售收入	5.0%	5.3%	6.5%	7.3%	6.3%	5.1%	%总资产	31.9%	31.1%	23.4%	49.0%	54.5%	57.7%
息税前利润 (EBIT)	404	556	766	1,102	1,389	2,010	资产总计	2,656	3,333	8,790	9,246	10,416	11,907
%销售收入	15.4%	17.1%	19.0%	21.5%	23.0%	26.1%	短期借款	857	1,083	952	542	388	0
财务费用	-47	-46	-8	-10	-44	-54	应付款项	557	522	492	545	641	788
%销售收入	1.8%	1.4%	0.2%	0.2%	0.7%	0.7%	其他流动负债	33	54	101	91	107	136
资产减值损失	-4	-5	-4	-6	-9	-12	流动负债	1,447	1,659	1,545	1,178	1,136	925
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	10	90	140	50	50	50
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	9	5	53	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,466	1,754	1,738	1,228	1,186	975
营业利润	353	506	754	1,087	1,336	1,944	普通股股东权益	1,173	1,568	6,991	7,961	9,177	10,883
营业利润率	13.5%	15.6%	18.7%	21.2%	22.2%	25.2%	少数股东权益	17	11	61	57	53	49
营业外收支	-2	16	21	35	35	0	负债股东权益合计	2,656	3,333	8,790	9,246	10,416	11,907
税前利润	352	522	775	1,122	1,371	1,944	比率分析						
利润率	13.4%	16.1%	19.3%	21.9%	22.7%	25.2%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-41	-88	-113	-163	-199	-292	每股指标						
所得税率	11.5%	16.8%	14.6%	14.5%	14.5%	15.0%	每股收益	1.722	2.377	2.755	2.006	2.450	3.451
净利润	311	434	662	959	1,172	1,652	每股净资产	6.519	8.712	29.128	16.586	19.119	22.673
少数股东损益	1	6	0	-4	-4	-4	每股经营现金净流	1.228	1.393	0.622	1.868	2.615	2.791
归属于母公司的净利润	310	428	661	963	1,176	1,656	每股股利	0.000	0.000	0.500	0.000	0.000	0.000
净利率	11.8%	13.2%	16.4%	18.8%	19.5%	21.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	26.41%	27.29%	9.46%	12.10%	12.81%	15.22%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	11.67%	12.84%	7.52%	10.41%	11.29%	13.91%
净利润	0	0	662	959	1,172	1,652	投入资本收益率	17.35%	16.81%	7.98%	10.94%	12.28%	15.56%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	0	0	93	137	187	225	主营业务收入增长率	29.18%	23.83%	24.04%	27.15%	17.77%	27.73%
非经营收益	0	0	42	-49	9	54	EBIT增长率	41.56%	37.82%	37.72%	43.86%	26.02%	44.72%
营运资金变动	0	0	-652	-150	-114	-593	净利润增长率	43.28%	38.07%	54.55%	45.62%	22.11%	40.87%
经营活动现金净流	0	0	145	897	1,255	1,339	总资产增长率	48.62%	25.50%	163.69%	5.19%	12.66%	14.31%
资本开支	-223	-274	-645	-2,077	-797	-613	资产管理能力						
投资	-12	-45	-308	-500	-500	-800	应收账款周转天数	59.5	61.3	69.8	70.0	60.0	60.0
其他	0	0	-5	0	0	0	存货周转天数	115.1	107.4	109.3	110.0	100.0	100.0
投资活动现金净流	-234	-319	-958	-2,577	-1,297	-1,413	应付账款周转天数	82.1	63.5	57.2	60.0	60.0	60.0
股权募资	200	0	4,865	7	40	50	固定资产周转天数	90.0	83.9	91.4	120.2	109.9	100.0
债权募资	112	308	-210	-503	-154	-388	偿债能力						
其他	-167	-119	-23	-31	-44	-54	净负债/股东权益	44.14%	41.55%	-44.18%	-17.56%	-14.75%	-11.74%
筹资活动现金净流	146	189	4,633	-527	-158	-393	EBIT利息保障倍数	8.6	12.1	98.3	114.7	31.3	37.4
现金净流量	-89	-130	3,820	-2,207	-200	-466	资产负债率	55.19%	52.62%	19.78%	13.28%	11.39%	8.19%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	2	2	7
买入	0	2	2	2	8
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.67	1.57	1.55	1.54

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-12-12	买入	76.19	N/A
2 2010-12-28	买入	72.21	N/A
3 2011-02-24	买入	74.04	N/A
4 2011-03-07	买入	73.59	N/A
5 2011-03-15	买入	73.94	N/A
6 2011-04-10	买入	66.58	N/A
7 2011-04-25	买入	66.32	N/A
8 2012-02-12	买入	41.85	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B