



继续保持稳定快速增长

——科伦药业（002422）中报点评

2011年8月23日

强烈推荐/维持

科伦药业

财报点评

陈恒	医药行业分析师	执业证书编号: S1480510120015
	chenheng@dxzq.net.cn	010-66554018

事件:

科伦药业发布 2011 年中报, 2011 年上半年实现营业收入 23.11 亿元, 同比增长 29.43%; 归属于母公司净利润 4.10 元, 同比增长 57.70%, 扣非后净利润 3.96 亿元, 同比增长 58.78%, 实现 EPS0.85 元。

公司分季度财务指标

指标	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入(百万元)	875.90	898.51	813.02	972.89	1062.10	1178.40	1075.33	1236.12
增长率(%)	0.00	0.00	23.43	19.68	21.26	31.15	32.26	27.06
毛利率(%)	0.00	39.58	37.22	41.54	40.67	43.63	40.69	47.12
期间费用率(%)	0.00	21.86	23.22	21.58	19.73	21.63	24.27	22.50
营业利润率(%)	0.00	16.83	13.31	18.95	20.25	20.94	15.63	23.53
净利润(百万元)	118.79	140.62	93.15	167.07	191.61	209.40	147.37	262.99
增长率(%)	0.00	0.00	42.16	62.33	61.30	48.92	58.22	57.41
每股盈利(季度, 元)	0.00	0.78	0.52	0.70	0.80	0.87	0.61	0.55
资产负债率(%)	0.00	52.62	50.71	18.90	18.06	19.78	21.34	22.58
净资产收益率(%)	0.00	8.97	5.77	4.04	2.86	3.04	2.09	3.65
总资产收益率(%)	0.00	4.25	2.77	2.90	2.33	2.45	1.62	2.82

评论:

积极因素:

- 收入利润保持稳定快速增长。预览公司中报, 收入、利润、费用率等数据都表现良好, 收入增长29%, 营业利润增长56.8%, 同时, 销售费用率维持在15.68%的水平。我们认为, 作为大输液的龙头企业, 收入保持在30%左右, 利润超过50%的增长难能可贵。这种增长从外在表现来看是由于产品结构更加优化而带来的, 内在的原因是公司经营层把握住了行业发展规律, 运用各种营销策略和管理方法占据了行业制高点。
- 产品结构更加优化。在新疆项目没有达产之前, 公司的大输液占比仍将很高。但是, 需要注意的是, 公司的大输液产品结构正在优化。中报披露, 公司的玻瓶包装大输液产量为4.74亿瓶袋, 同比下滑了20%, 销量4.85亿瓶袋, 下滑10.16%; 软塑包装产量10.44亿瓶袋, 同比增长45.71%, 销量9.81亿瓶袋, 增长48.89%, 合计产量15.18亿瓶袋, 增长15.81%, 销量14.65亿瓶袋, 增长22.29%。公司的专利产品直立式软袋包装的生产能力得到释放, 产品得到实质性的升级换代, 这提高了公司的盈利能力。

消极因素:

- 成本上涨压力增大。油价、粮食、矿产等上游原材料价格的走高以及运输成本和劳动力成本的上涨使公司面临较大的成本控制压力。
- 政策调整风险加大。公司所处的大输液行业一直是政府、民众和媒体关注的焦点，关于大输液滥用的争论不断。未来在政策调整过程中，政府可能会采取一些限制大输液使用数量的规定。但从另一个侧面看，行业的整合可以会给科伦药业这种优秀的龙头企业更多的并购机会，行业的规范对于经得起检验的企业来说是再好不过的事情。

业务展望：

全年将继续保持稳定增长。预计前三季度归属于母公司净利润同比增长40%-60%。同时，如果政府出台行业整合的政策，政策利好科伦药业的可能性远大于利空。

盈利预测

盈利预测方面，我们预测 2011-2013 年 EPS 分别为 2.11 元、2.76 元和 3.46 元，对应最新收盘价的动态市盈率分别为 30 倍、23 倍和 18 倍，维持“强烈推荐”评级。给予 40 倍 PE，6 个月目标价 84.4 元。

风险提示：

产品降价风险，新疆项目进展不达预期风险，政策利空风险。

表格 1：科伦药业盈利预测

百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,026	5,337	7,070	9,231
(+/-%)	24.0%	32.5%	32.5%	30.6%
净利润(百万元)	661	1011	1327	1663
(+/-%)	54.5%	52.9%	31.3%	25.3%
每股收益(元)	2.76	2.11	2.76	3.46
市盈率(P/E)	23.2	30.4	23.1	18.5
市净率(P/B)	2.2	1.9	1.7	1.4

资料来源：东兴证券

分析师简介

陈恒

先后毕业于南昌大学生物工程系、北京工商大学金融工程系，从事医药行业研究2年。曾任职于汇源果汁集团研发中心、汇鑫期货经纪有限公司、天相投资顾问有限公司。2010年加盟东兴证券研究所。近期发表的研究报告有《医药行业2010年下半年投资策略：物以稀为贵》、《医药行业点评：深谷能容水 空箱好纳物》、《九安医疗：小荷才露尖尖角》、《天方药业：寒冬过会再逢春》、《科伦药业：最大的价值在于管理》、《仁和药业：外延式扩张为公司增长添动力》等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。