

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

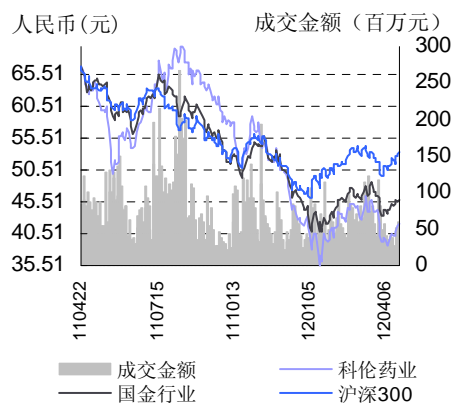
市价(人民币): 42.00元

底部来临, 战略转型突破天花板;

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)	20,160.00
年内股价最高最低(元)	69.96/35.51
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

- 《布局 2012, 迎接新一轮成长;》, 2012.3.27
- 《业绩符合预期, 基本面逐步筑底;》, 2012.2.29
- 《关于近期经营情况的一些点评;》, 2012.2.12

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	2.755	2.013	2.450	3.466	4.327
每股净资产(元)	29.13	16.33	18.36	21.65	25.84
每股经营性现金流(元)	0.62	0.71	2.03	2.42	3.58
市盈率(倍)	57.17	21.56	18.12	12.81	10.26
行业优化市盈率(倍)	69.15	55.15	55.15	55.15	55.15
净利润增长率(%)	54.55%	46.11%	21.73%	41.45%	24.86%
净资产收益率(%)	9.46%	12.33%	13.35%	16.00%	16.75%
总股本(百万股)	240.00	480.00	480.00	480.00	480.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **底部到来:** 公司一季度利润增速 15%, 业绩增速回落符合前期预期。增速回落的原因在于基药招标政策导致的塑瓶价格下调, 受此影响输液毛利率从去年三季度开始的环比下降, 在今年一季度从同比口径影响到了利润。从基本面趋势看, 我们认为上半年是底部, 原因如下:
- **输液板块逐步好转是大概率事件:** (1) 塑瓶去年三季度开始受基药影响价格大幅下滑, 我们判断未来不会再差。原因: 一是目前出现短缺情况; 二是药品质量问题频发; 三是政策本身有修正可能。(2) 可立袋独家性优势还是明显, 多个省份得以招标单列, 我们判断价格不会出现塑瓶式的大跌, 微调影响有限。综合判断输液的底部到来, 下半年好转概率大。
- **非输液板块今年开始起航, 看好的逻辑将得以检验:** (1) 我们一直强调看好输液企业的最大逻辑在于: 输液向非输液的延伸, 这点从国外经验看非常清楚, 无需置疑;(2) 科伦的输液板块优势已经无法被颠覆, 转型正当时, 我们预计 5 年内非输液销售和利润将赶超输液。(3) 一季度非输液板块翻倍增长, 看好逻辑已经得到现实认证, 输液的优势可以向外延伸。(4) 非输液包括抗感染、麻醉药、精神类、中药多个领域, 大有可为。
- **新产品为战略转型保驾护航, 熨平利润波动风险:** 公司上市至今产品结构简单, 只有玻瓶、塑瓶、可立袋三个产品。遇到政策的干扰, 业绩就会有波动。从今年开始, 围绕输液向非输液的转型, 公司新产品: PP 软袋(输液)、塑料水针(非输液)、液液三腔袋(输液)、液固双腔袋(非输液)、新疆项目(非输液)等陆续上市, 利润增长多点开会, 这将有利于业绩增长的稳定性。

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, 我们的判断可以验证。(3) 下半年公司各种新产品陆续贡献收益, 增长将非常确定。(4) 非输液逐步起航。
- **盈利预测:** 我们预测公司 2012-2014 年 EPS 为 2.45 元、3.45 元、4.30 元, 同比增长 22%、40%、25%。公司目前估值 17 倍, 在低增长预期情况下的低估值包含了对风险的预期, 维持“买入”评级。

风险提示: 非基药招标价格下降; 非输液进展低于预期。

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)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	3,246	4,026	5,148	6,155	7,684	9,041	货币资金	517	4,207	2,091	2,000	1,800	1,500
增长率		24.0%	27.9%	19.6%	24.8%	17.7%	应收款项	1,135	1,577	2,297	2,505	3,125	3,669
主营业务成本	-1,991	-2,374	-2,945	-3,506	-4,237	-4,918	存货	595	827	1,090	1,153	1,393	1,617
%销售收入	61.3%	58.9%	57.2%	57.0%	55.1%	54.4%	其他流动资产	48	124	186	123	148	172
毛利	1,255	1,653	2,203	2,648	3,447	4,122	流动资产	2,295	6,735	5,663	5,780	6,467	6,958
%销售收入	38.7%	41.1%	42.8%	43.0%	44.9%	45.6%	%总资产	68.9%	76.6%	54.1%	48.2%	48.7%	49.2%
营业税金及附加	-26	-31	-44	-52	-65	-77	长期投资	0	0	10	21	40	60
%销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	949	1,599	3,094	5,299	5,906	6,261
营业费用	-501	-592	-692	-800	-961	-1,085	%总资产	28.5%	18.2%	29.6%	44.2%	44.5%	44.3%
%销售收入	15.4%	14.7%	13.4%	13.0%	12.5%	12.0%	无形资产	85	446	1,223	882	864	847
管理费用	-172	-263	-392	-449	-484	-497	非流动资产	1,038	2,055	4,803	6,207	6,815	7,172
%销售收入	5.3%	6.5%	7.6%	7.3%	6.3%	5.5%	%总资产	31.1%	23.4%	45.9%	51.8%	51.3%	50.8%
息税前利润 (EBIT)	556	766	1,074	1,347	1,937	2,463	资产总计	3,333	8,790	10,465	11,987	13,282	14,131
%销售收入	17.1%	19.0%	20.9%	21.9%	25.2%	27.2%	短期借款	1,083	952	1,043	2,068	1,628	330
财务费用	-46	-8	-3	-38	-37	-36	应付款项	522	492	633	649	784	910
%销售收入	1.4%	0.2%	0.1%	0.6%	0.5%	0.4%	其他流动负债	54	101	494	230	256	280
资产减值损失	-5	-4	-4	-7	-10	-15	流动负债	1,659	1,545	2,171	2,947	2,668	1,520
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	90	140	34	-56	-56	-56
投资收益	0	0	-7	0	0	0	其他长期负债	5	53	330	199	199	199
%税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,754	1,738	2,534	3,090	2,811	1,662
营业利润	506	754	1,060	1,302	1,890	2,412	普通股股东权益	1,568	6,991	7,837	8,811	10,394	12,401
营业利润率	15.6%	18.7%	20.6%	21.2%	24.6%	26.7%	少数股东权益	11	61	94	86	77	67
营业外收支	16	21	58	56	46	20	负债股东权益合计	3,333	8,790	10,465	11,987	13,282	14,131
税前利润	522	775	1,118	1,358	1,935	2,432	比率分析						
利润率	16.1%	19.3%	21.7%	22.1%	25.2%	26.9%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-88	-113	-157	-190	-281	-365	每股指标						
所得税率	16.8%	14.6%	14.0%	14.0%	14.5%	15.0%	每股收益	2.377	2.755	2.013	2.450	3.466	4.327
净利润	434	662	961	1,168	1,655	2,067	每股净资产	8.712	29.128	16.327	18.356	21.655	25.836
少数股东损益	6	0	-5	-8	-9	-10	每股经营现金净流	1.393	0.622	0.714	2.029	2.425	3.578
归属于母公司的净利润	428	661	966	1,176	1,664	2,077	每股股利	0.000	0.000	0.500	0.250	0.250	0.250
净利率	13.2%	16.4%	18.8%	19.1%	21.6%	23.0%	回报率						
							净资产收益率	27.29%	9.46%	12.33%	13.35%	16.00%	16.75%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	12.84%	7.52%	9.23%	9.81%	12.52%	14.70%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	投入资本收益率	16.81%	7.98%	9.90%	10.43%	13.53%	16.18%
净利润	0	662	961	1,168	1,655	2,067	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	23.83%	24.04%	27.85%	19.56%	24.85%	17.65%
非现金支出	0	93	192	195	246	285	EBIT增长率	37.82%	37.72%	40.23%	25.36%	43.82%	27.18%
非经营收益	0	42	77	-110	-9	17	净利润增长率	38.07%	54.55%	46.11%	21.73%	41.45%	24.86%
营运资金变动	0	-652	-887	-279	-727	-651	总资产增长率	25.50%	163.69%	19.06%	14.54%	10.81%	6.39%
经营活动现金净流	0	145	343	974	1,164	1,717	资产管理能力						
资本开支	-274	-645	-2,002	-1,552	-787	-593	应收账款周转天数	61.3	69.8	79.4	80.0	80.0	80.0
投资	-45	-308	-609	-10	-20	-20	存货周转天数	107.4	109.3	118.8	120.0	120.0	120.0
其他	0	-5	0	0	0	0	应付账款周转天数	63.5	57.2	61.9	62.0	62.0	62.0
投资活动现金净流	-319	-958	-2,611	-1,562	-807	-613	固定资产周转天数	83.9	91.4	107.2	127.2	106.0	100.2
股权募资	0	4,865	0	-82	40	50	偿债能力						
债权募资	308	-210	368	628	-441	-1,298	净负债/股东权益	41.55%	-44.18%	-10.27%	2.37%	-0.28%	-8.24%
其他	-119	-23	-197	-49	-157	-157	EBIT利息保障倍数	12.1	98.3	327.3	35.6	52.6	68.4
筹资活动现金净流	189	4,633	170	497	-557	-1,404	资产负债率	52.62%	19.78%	24.22%	25.78%	21.16%	11.76%
现金净流量	-130	3,820	-2,097	-91	-200	-300							

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	3	3	4	9
买入	0	4	6	8	13
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.57	1.63	1.64	1.62

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 2011-02-24	买入	74.04	N/A
2 2011-03-07	买入	73.59	N/A
3 2011-03-15	买入	73.94	N/A
4 2011-04-10	买入	66.58	N/A
5 2011-04-25	买入	66.32	N/A
6 2012-02-12	买入	41.85	N/A
7 2012-02-29	买入	45.27	50.00 ~ 60.00
8 2012-03-27	买入	42.22	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为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