

科伦药业 (002422.SZ) 化学制药行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

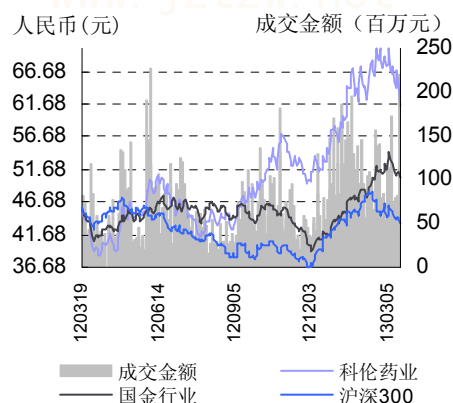
市价(人民币): 61.49元

转折确立, 逐步进入收获期;

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)	295.15
年内股价最高最低(元)	70.25/38.41
沪深 300 指数	2502.49
中小板指数	5120.41



相关报告

- 《成立北京上海研发中心, 转型趋势继续确立;》, 2013.1.29
- 《底部来临, 战略转型突破天花板;》, 2012.4.23
- 《布局 2012, 迎接新一轮成长;》, 2012.3.27

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	2.013	2.266	3.000	3.750	4.688
每股净资产(元)	16.33	18.34	20.74	24.32	28.86
每股经营性现金流(元)	0.71	0.84	2.13	3.85	4.78
市盈率(倍)	21.56	24.73	20.50	16.40	13.12
行业优化市盈率(倍)	20.28	23.67	27.00	27.00	27.00
净利润增长率(%)	46.11%	12.56%	32.40%	24.99%	25.03%
净资产收益率(%)	12.33%	12.35%	14.47%	15.42%	16.24%
总股本(百万股)	480.00	480.00	480.00	480.00	480.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公布 2012 年年报, 各种数据符合预期。利润增长 12.56%, 实现每股 EPS 为 2.266 元。

经营分析

- 输液板块底部回升态势明确:** 去年是公司最困难的一年, 在一季度产品价格到底之后, 行业虽然供不应求, 但公司产能受制于 GMP 认证也无法释放。全年输液收入 51 亿, 增长 10%; 销量 37 亿瓶, 增长 12%。毛利率通过逐季提升, 最终全年持平。利润增速与收入增速一致。
- 非输液板块继续高增长:** 全年非输液类收入 7.7 亿, 增长 54%, 其中康复新液(创伤修复)、草酸艾司西酞普兰片(抑郁药)增速都在 50% 以上。
- 非输液成果一: 新疆项目推进:** 目前已经进入试生产阶段, 预计在下半年开始贡献。通过对新疆优秀自然资源的创新性利用, 打造了公司全产业链竞争优势。
- 非输液成果二: 自主创新启动:** 公司去年研发投入 2 个亿, 各阶段的申报新药 26 项。引进重量级研发研究, 在北京上海成立研发中心。重点开拓四个领域: 优秀仿制药的早仿/首仿、创新小分子药物、新型给药系统和生物技术药四个领域。

趋势判断

- 我们核心观点判断公司 2013 年开始恢复常态, 有望开始新一轮稳定高增长。一是输液板块延续回升, 量增价稳, 产品升级导致利润恢复到接近 30% 的增长; 二是新疆项目今年能够明确量价成本, 并逐步开始贡献利润; 三是目前开始的研发储备为公司三年后的成长提供支撑。

投资建议

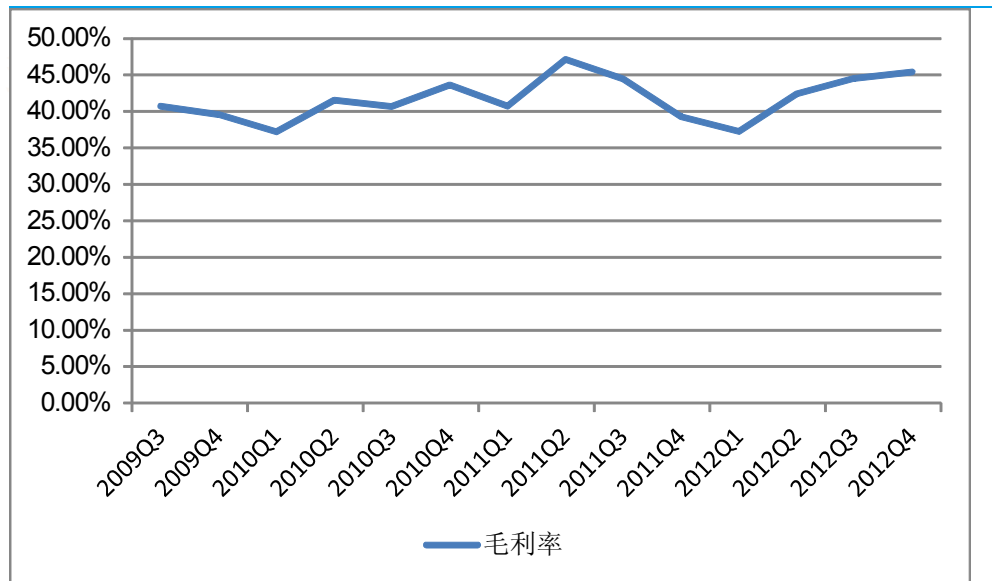
- 我们预测公司 2013 年 EPS 为 3.00 元, 同比增长 30%, 目前估值 20 倍, 合理目标价 75 元以上, 目前尚且低估。
- 风险提示: 各项费用投入加大; 产品价格波动; 新疆项目进程。

几大业务板块的分析展望

对输液板块的判断，确定性的回升

- 2013 年量的释放确定，上半年 GMP 改造全部完成，下半年正常生产。我们预计全年销量在 20% 以上增长。其中可立袋量增 25% 以上。
- 2013 年价格稳中有升。公司年报披露去年已经开始对塑瓶类产品恢复性提价，从理性角度看，去年一季度的价格应该是最低点。另外随着高毛利的可立袋占比提高，综合产品价格有提升趋势。
- 成本有进一步下降的可能。一是靠规模效应，二是靠创新。
- 综合而言，我们预计 2013 年毛利率同比能有回升。

图表1：公司毛利率去年1季度见底



来源：国金证券研究所，公司年报

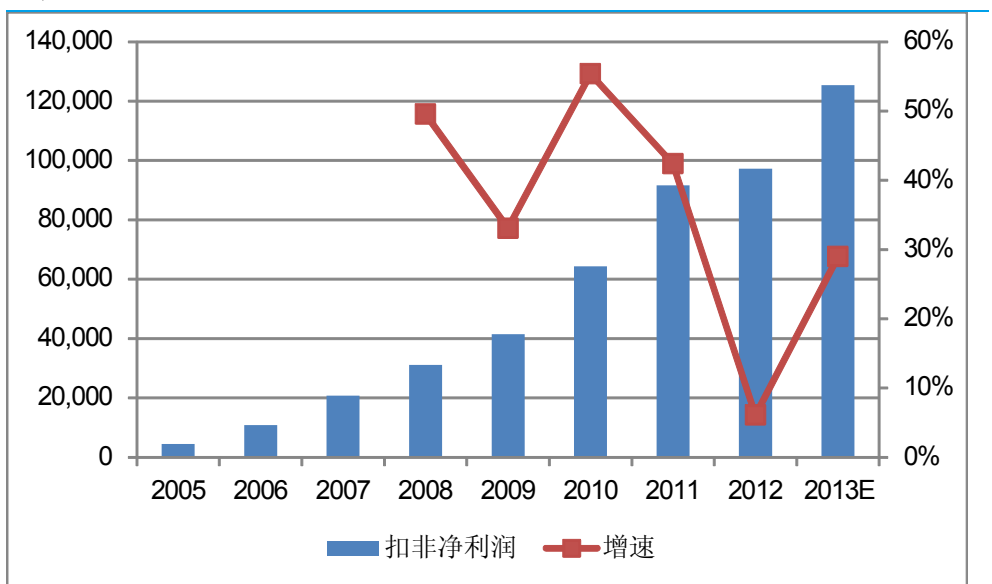
- 超预期的地方可能在新产品：
 - 一是 PP 软袋，去年山东科伦和贵州科伦获准生产，今年的招标情况决定今年的销量；
 - 二是塑料水针。去年湖北科伦的塑料水针获准生产，是国内首家获得生产资质的企业。塑料安瓿替代玻璃安瓿是国际小水针包装材料的发展趋势和潮流，将成为我国药品包装领域的又一次重大变革；其在安全性、环保性和方便性方面具有独特优势和重大推广价值，完全符合国家《医药工业“十二五”发展规划》医药包装的产业升级导向，必将替代玻璃安瓿成为未来小水针的主流包装形式。
 - 三是双室袋、三室袋的研发进展。

非输液板块占比虽小，但增长很快

- 公司非输液板块 2012 年收入已经达到 7.7 个亿，同比增长 54%。优势品种如康复新液、西酞普兰增速都在 50% 以上。
- 非输液板块肩负了公司等强战略的重任，从最新的规划看，非输液有新疆项目和自主创新两大块。
- 一是新疆项目。预计今年会有利润贡献。
 - 项目一期工程硫氰酸红霉素中试车间一次性试车成功，2012 年 6 月 2 日中试生产出首批合格硫氰酸红霉素产品。

- 伊犁川宁于 2012 年 7 月获国家发展和改革委员会发展规划司“国家鼓励发展的内外资项目确认书”，伊犁川宁新建抗生素中间体建设项目符合国家产业政策，为国内投资鼓励项目。
- 2012 年 10 月起进入分批调试阶段。
- 新疆项目的战略目标是构建全产业链。为实现成为综合性现代药业集团的发展目标，达成非输液类和输液类业务等强的格局，公司充分利用在输液行业已形成的优势，依托输液和抗生素产品在销售和临床使用上具有的协同效应，积极推进非输液类业务的发展，实施抗生素全产业链发展战略，近年来通过收购广西科伦、组建新迪化工、吸收合并珍珠制药和中南科伦、新建伊犁川宁抗生素中间体项目、收购利君国际部分股权等措施，初步构建了抗生素全产业链。
- 二是自主创新。这是公司去年开始全力打造的战略，
- 公司制订了“三发驱动”的发展战略，“三发”即三台发动机：
 - 第一是，开发高附加值的输液品种和其他注射剂品种，在高端输液领域跟世界接轨；
 - 第二是着重发展抗生素领域；
 - 第三是重点开拓高技术内涵新品种：包括优秀仿制药的早仿/首仿（治疗重大疾病的药物，包括抗肿瘤药物、抗病毒药物、治疗代谢性疾病药物等）、创新小分子药物、新型给药系统和生物技术药四个领域。
- 去年公司研发投入 2 亿元，规模已经在业内领先。
 - 公司现有各种研发阶段的新药 36 项，其中 10 项新药正在进行临床研究（有 6 项为有自主知识产权的创新性新药），7 项新药已申报临床，8 项新药已获得临床批件，1 项新药待申报生产，10 项新药已申报生产。
 - 公司现有 154 项仿制药正在进行临床前或申报生产前研究，43 项仿制药申报生产。
- 人才引进得力。2012 年末，王晶翼博士加盟科伦，结合公司发展战略，对研发方向、组织结构进行了调整，以“做好药、快做药”为工作核心，专注于研发输液、抗生素以及高技术内涵药物，引进人才，设立北京、上海研发中心，整合全球研发资源

图表2：公司扣非利润统计



来源：国金证券研究所，公司年报

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
买入	0	0	1	3	6
增持	1	2	3	10	18
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.86	1.80	1.77

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 2011-04-10	增持	66.18	N/A
2 2011-04-25	增持	65.92	N/A
3 2012-02-12	增持	41.68	N/A
4 2012-02-29	增持	45.06	50.00 ~ 60.00
5 2012-03-27	增持	42.04	N/A
6 2012-04-23	增持	40.72	50.00 ~ 60.00
7 2013-01-29	增持	67.20	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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 = 买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



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:

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net