

# 科伦药业 (002422.SZ) 化学制药行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

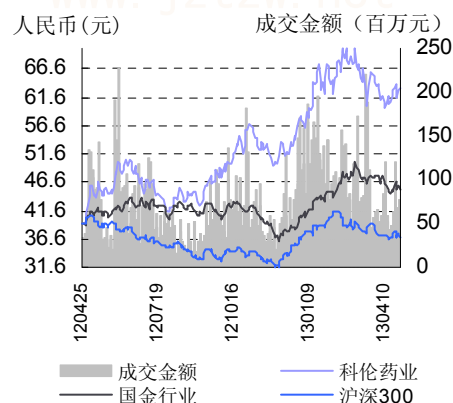
市价(人民币): 63.22元

## 一季报超预期, 向上趋势验证;

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)	303.46
年内股价最高最低(元)	70.25/39.25
沪深 300 指数	2467.88
中小板指数	5176.35



### 相关报告

- 《立足输液,短看非输液转型,长看研发驱动;》, 2013.4.22
- 《转折确立,逐步进入收获期;》, 2013.3.20
- 《成立北京上海研发中心,转型趋势继续确立;》, 2013.1.29

**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	2.962	3.722	4.657
每股净资产(元)	16.33	18.34	20.70	24.25	28.76
每股经营性现金流(元)	0.71	0.84	2.38	4.06	4.97
市盈率(倍)	21.56	24.73	20.76	16.52	13.20
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%	30.74%	25.63%	25.13%
净资产收益率(%)	12.33%	12.35%	14.31%	15.34%	16.19%
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 2013 年 1 季报, 扣非后利润增长 28%, 超我们及市场的预期 (20%)。

### 经营分析

- 收入增长 18%:** 其中有量增、价涨两个因素的贡献。目前行业由于 GMP 认证, 供需状况依然较好。公司产能的释放高峰在下半年, 因此从量的角度看, 一季度依然是个低点。价格自去年二季度反弹以来, 后续预计至少能够维持。
- 毛利增长 36%:** 受同比提价和降成本的影响, 公司毛利率同比提升 5 个点。如果后续毛利能够延续一季度, 全年毛利率会呈现同比提升趋势。全年将是增量、增利的发展方向。
- 费用投入加大:** 管理费用同比增长了 60%, 主要是研发投入的加大。公司确立了研发转型的策略, 目前已经开始投入启动。这种投入是必须的, 也是后续发展的保障。财务费用由于融资增加而增加。受费用投入加大影响, 扣非利润增长 28%, 低于毛利增速。
- 除了输液向好的趋势外, 新疆项目有望下半年贡献增量:** 我们预计新疆项目下半年全面投产, 并且有望盈利, 这为下半年的增长提供了额外增量。

### 趋势判断

- 我们对公司的三大判断:** 第一, 输液板块延续回升态势, 量增价稳, 提供 25% 以上的利润贡献; 第二, 非输液项目今年开始贡献利润, 公司向非输液转型战略首次得以业绩验证; 第三, 研发创新全面启动, 产品梯队的搭建为公司未来 5 年的发展提供了新的思路。
- 在上述三个假设下, 公司是一个明确拐点型企业。2012 年底部、2013 年恢复(输液贡献)、2014 年持续增长(非输液贡献)。公司在研发方面的布局, 为公司 2015 年以后提供了更长期的投资价值。

### 投资建议

- 我们维持预测公司 2013、2014、2015 年增长 30%、25%、25% 的可持续增长, 研发转型推动估值上升。目前 PE20 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 各项费用投入加大; 产品价格波动; 新疆项目进程; 招标进程。

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	3	4	7
增持	1	1	8	10	22
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.77	1.74	1.75

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 2011-04-25	增持	65.92	N/A
2 2012-02-12	增持	41.68	N/A
3 2012-02-29	增持	45.06	50.00 ~ 60.00
4 2012-03-27	增持	42.04	N/A
5 2012-04-23	增持	40.72	50.00 ~ 60.00
6 2013-01-29	增持	67.20	N/A
7 2013-03-20	增持	63.60	N/A
8 2013-04-22	增持	63.78	70.00 ~ 80.00

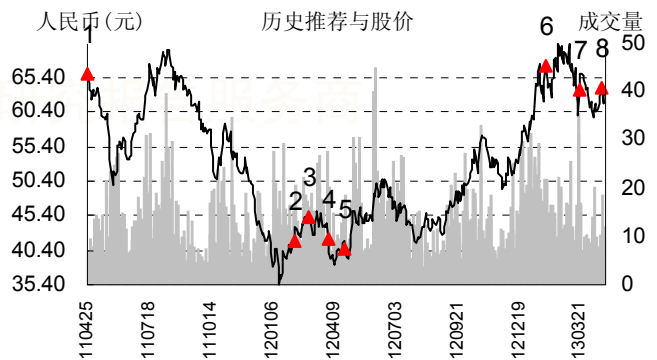
来源：国金证券研究所

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 6793	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: 100053	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: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	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](http://www.jztzw.net)