

分析师: 涂羚波

执业证书编号: S0050208010103

Tel: 010-59355910

Email: tulb@chinans.com.cn

地址: 北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



科伦药业 (002422. SZ)

产品结构升级提升公司盈利能力

投资要点

● **大输液的龙头企业。**公司主营大输液的生产与销售,产品基本涵盖所有的输液品种,2009年销售量22亿瓶(袋),销售额32亿元,市场占有率位居第一。2007-2009年销售收入、净利润的复合增长率分别为33%、51%。刘革新先生是公司的实际控制人,占发行后总股本的25.81%。

● **产业升级和集中度提高是未来大输液行业的发展方向。**大输液行业正处于软塑包装替代玻璃瓶包装的产业升级过程中,龙头企业凭借技术、规模和资金优势,将获得整合行业企业的优势,获得更高的市场份额,进一步做大做强。

● **产业结构升级推动公司盈利增长。**毛利率较低的玻璃瓶输液占比将不断下降,毛利率较高的软塑包装输液占比不断提升,未来三年增速在25%左右;直立式软袋是公司未来发展重点,盈利能力和产品附加值上新台阶;开发液固双腔袋等产品,面向高端市场;非输液产品,将利用与输液产品的联动效应,未来十年有望形成与输液产品等强的格局。

● **募集资金投向软塑包装大输液项目和研发中心改造。**公司拟募资14.9亿元,用于扩大主营业务的生产规模,预计达产后软塑包装生产能力将增加10亿瓶(袋)。

● **公司首日定价102.4元。**我们预计公司2010、2011、2012年实现净利润6.15亿元、8.68亿元、11.1亿元,同比增长44%、41%、28%,每股收益2.56元、3.62元、4.62元。我们给予公司2010年40倍PE估值,合理估值102.4元。

合理估值区间(元)	102.4元
-----------	--------

发行上市资料

发行价格(元)	83.36
发行市盈率(倍)	48.16
发行股数(万股)	6000
发行后总股本(万股)	30000
发行日期	2010/5/24
发行方式	网下向询价对象配售和网上定价发行相结合
主承销商	0
上市日期	

基础数据(发行前)

每股净资产(元)	8.77
总股本/流通A股(万股)	24000/0
流通B股/H股(万股)	0/0
2010年5月24日	

相关研究

盈利预测

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	2621.39	3245.99	4080	4853	5592
增长率(%)	29.18	23.83	26	19	15
净利润(百万)	309.89	427.85	614.84	868.30	1109.32
增长率(%)	43.28	38.07	44	41	28
EPS(元)	1.75	2.38	2.56	3.62	4.62
毛利率(%)	36.18	38.66	41	44	46
净资产收益率(%)	26.41	27.29	28	28	27

财务指标

	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
2007A	1.05	0.60	61.33	0.00	0.00
2008A	1.25	0.85	55.19	6.13	3.17
2009A	1.38	1.02	52.62	5.95	3.40

来源: 招股说明书、民族证券

表 1：公司收入和毛利预测

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
玻璃瓶大输液	135115	124306	117469	112770
增长率 (%)	-0.68%	-8.00%	-5.50%	-4.00%
毛利率 (%)	28.97%	28.20%	28.20%	28.20%
塑瓶大输液	86039	111851	134221	154354
增长率 (%)	56.85%	30.00%	20.00%	15.00%
毛利率 (%)	42.78%	42.20%	42.20%	42.20%
软袋大输液	15423	18508	23135	27993
增长率 (%)	17.69%	20.00%	25.00%	21.00%
毛利率 (%)	38.05%	40.00%	41.60%	43.30%
直立式软袋大输液	61195	122390	149316	165741
增长率 (%)	75.81%	100.00%	22.00%	11.00%
毛利率 (%)	56.24%	55.80%	55.30%	55.30%
液固双腔袋	--	--	24000	50000
增长率 (%)	--	--		108.33%
毛利率 (%)	--	--	70.00%	75.00%
其他	26826	30984	37181	48335
增长率 (%)	15.00%	15.50%	20.00%	30.00%
毛利率 (%)	34.52%	34.67%	35.62%	36.62%
总收入	324598	408038	485321	559193
增长率 (%)	20.90%	25.71%	18.94%	15.22%
营业成本率	61.34%	58.66%	56.32%	54.24%
毛利率 (%)	38.66%	41.34%	43.68%	45.76%

资料来源：民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2295	3143	4241	5581
现金及等价物	517	940	1655	2635
应收帐款	1108	1393	1657	1909
存货	595	715	817	907
其它流动资产	75	94	112	129
非流动资产	1038	1331	1475	1576
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及其他	950	1224	1359	1454
投资性房地产	0	0	0	0
无形资产	84	102	112	117
其它非流动资产	5	5	5	5
资产总计	3333	4473	5716	7156
流动负债	1659	1775	1873	1960
短期借款	1083	1083	1083	1083
应付帐款	496	596	680	755
其它流动负债	80	96	110	122
非流动负债	95	495	758	985
长期借款	90	488	750	977
其它非流动负债	5	6	7	8
负债合计	1754	2270	2631	2945
少数股东权益	11	21	34	51
归属于母公司所有者权益	1568	2183	3051	4161
负债和股东权益	3333	4473	5716	7156

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	231	463	714	980
净利润	434	624	882	1126
资产减值准备	5	0	0	0
折旧和摊销	75	106	118	126
公允价值变动损失	0	0	0	0
财费用	46	41	0	0
营运资本变动	-329	-308	-285	-272
投资收益	0	0	0	0
投资活动现金流	-267	-398	-262	-227
资本支出	-273	-398	-262	-227
其它	6	0	0	0
融资活动现金流	212	359	263	227
权益性融资	-45	0	0	0
负债净变化	303	400	263	227
财务费用	-46	-41	0	0
现金净增加额	175	423	715	980
期初现金余额	341	517	940	1655
期末现金余额	517	940	1655	2635

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3246	4080	4853	5592
营业成本	1991	2393	2733	3033
营业税金及附加	26	33	39	45
销售费用	501	632	752	867
管理费用	172	224	267	291
财务费用	46	41	0	0
资产减值损失	5	0	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	506	757	1062	1357
营业外收入	30	0	0	0
营业外支出	14	0	0	0
利润总额	522	757	1062	1357
所得税	88	132	181	231
净利润	434	624	882	1126
少数股东损益	6	9	13	17
归属于母公司所	428	615	868	1109
EBITDA	556	797	1062	1357
EPS (元)	2.38	2.56	3.62	4.62

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	23.8%	25.7%	18.9%	15.2%
营业利润	43.2%	49.7%	40.4%	27.8%
归属母公司净利	38.1%	43.7%	41.2%	27.8%
获利能力				
毛利率	38.7%	41.3%	43.7%	45.8%
净利率	13.2%	15.1%	17.9%	19.8%
ROE	27.3%	28.2%	28.5%	26.7%
ROIC	14.5%	17.4%	17.9%	17.9%
偿债能力				
资产负债率	52.6%	50.7%	46.0%	41.2%
流动比率	1.4	1.8	2.3	2.8
速动比率	1.0	1.4	1.8	2.4
营运能力				
总资产周转率	1.0	0.9	0.8	0.8
应收帐款周转率	2.9	2.9	2.9	2.9
应付帐款周转率	4.0	4.0	4.0	4.0
每股指标(元)				
每股收益	2.38	2.56	3.62	4.62
每股经营现金	1.28	1.93	2.98	4.08
每股净资产	8.71	9.10	12.71	17.34
估值比率				
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	44.0	30.7	23.1	18.0

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备8年医药行业的从业经验，以及8年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn