

科伦药业 (002422.SZ) 化学制药行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130210050004
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺

分析师 SAC 执业编号: S1130208070242
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李龙俊

分析师 SAC 执业编号: S1130210080003
(8621)61038315
lilj@gjzq.com.cn

大输液? 非大输液! 大龙头配置正当时;

事件

政策环境变化为公司提供新的机遇, 更新对公司的最新看法。

评论

1、输液板块在明年的增长有望大幅超预期: 我们在年度策略报告中指出, 医药股 2011 年重要的投资机会在于整合。其中, 正在进行产品升级换代的输液行业是我们重点推荐的具有整合机会的领域。我们之前预测几大输液龙头有望用 3-5 年时间完成行业整合, 但从目前看这个进程有望提前完成。2011 年将是输液整合加速年! 得出这个结论的主要逻辑是: 政府对药品价格的加速调整, 将加速输液行业集中度的提升, 科伦药业作为龙头企业之一也会明显受益!

为什么降价对公司而言是机遇: 我们之前在报告中对降价的影响做过预判, 目前部分省市 (比如安徽) 的极端降价政策已经实行了几个月, 经过我们的观察、并建立在一定事实基础上, 我们得出更加确定的结论: (1) 降价挤压的是渠道利益, 输液产品的特殊性决定降价较难从渠道向生产企业传导; (2) 新的招标办法对规模大、产品全、成本低的企业而言是机遇; (3) 量价挂钩的政策将确保中标企业销量的增长; (4) 输液降价将加速淘汰玻瓶, 具有塑瓶扩产能的企业面临抢占市场份额的机遇。我们从策略上判断 2011 年是价格调整年, 价格调整将加速输液产品升级换代, 而科伦药业募集资金产能在明年集中释放产生充足的替换产品, 因此科伦药业 2011 年输液板块增速会加快, 有望超过我们之前的预期。从数据上看我们预测公司玻瓶比例将大幅下降、塑瓶产能快速释放销量增长、综合毛利率提升。(有关降价政策的详细逻辑可参考我们之前的报告)

2、非输液板块将逐步开始布局: 输液板块加速发展让我们看到惊喜的同时, 也让价值投资者对长期持有公司产生一丝担心: 输液之后科伦药业的成长在哪里? 我们经过详细的案头研究找到了答案, 即非输液板块的发展可以支撑公司未来五年的成长。从国外成熟输液企业的成长路径可以看出, 输液企业向非输液板块拓展是可行、必然的通路, 是延伸公司渠道、产品、管理价值的出路。而非输液板块的空间远远大于输液 (全国输液市场容量有 100 亿瓶, 而粉针有 150 亿支、水针有 200 亿支, 这仅仅是两种与公司注射领域相关的), 这就是成长的空间。而从公司的发展情况来看, 现有的两家非输液子公司珍珠制药、中南科伦增长势头迅速, 新收购的两家企业河南安阳、浙江国境除了输液生产线外, 都有粉针生产线, 从中我们能够看到公司战略布局的端倪。我们认为这应该是投资公司最大的逻辑点。

3、上调盈利预测: 建立在我们判断公司 2011 年良好的行业机遇, 我们上调公司盈利预测, 预计公司 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 为 2.75 元、4.20 元、5.90 元, 三年复合增速 50%, 较市场一致预期高 10%。

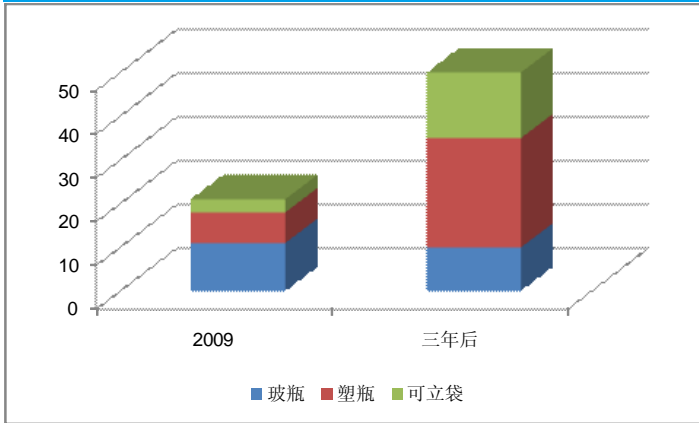
如何看待市值的问题: 公司目前超过 300 多亿的市值容易让投资者望而却步, 我们对此有不同的理解。我们预测 (1) 公司现有的资产盈利能力自然增长保守预计能达到 10 亿的利润; (2) 公司尚有的 25 亿元超募资金明年开始使用, 根据公司过往的投资回报比, 这块资金预计至少也能产生 10 亿的利润; (3) 公司完成全国输液布局也就意味着拥有了全国医药企业最强的医院渠道网络, 这部分资产能够迸发的能量我们无法去估计。所以从长线看公司的空间还未到位。

公司明年业绩还有多少超预期的可能: 我们上述对公司的盈利预测的基础是截止目前的资产, 后续任何的新收购资产都是增量。

投资建议

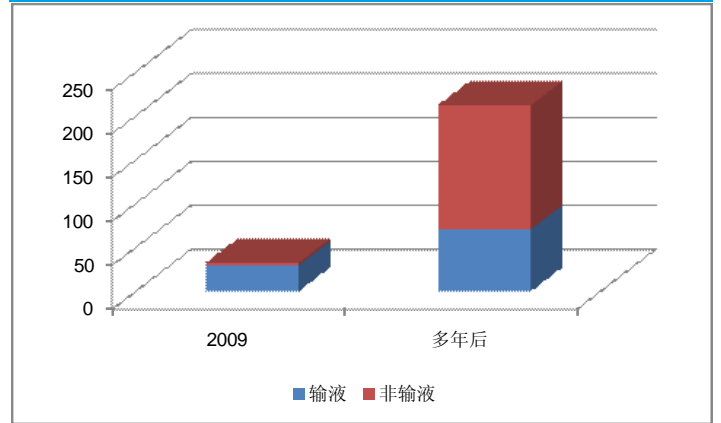
我们维持公司是医药白马, 具有长期配置价值的判断。我们对公司明年的业绩预测没有考虑更多超募资金的使用, 因此预测是相对中性的, 可以给予一定的估值补偿。同时考虑到公司的高成长、超预期概率, 我们认为公司 6 个月的合理价位是 210 元, 尚有 40% 的合理空间。

图表1: 短期内公司投资逻辑示意图 (产品升级)



来源: 国金证券研究所

图表2: 长期看公司投资逻辑示意图 (产业链延伸)



图表3: 公司分品类预测

项目		2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务合计	营业收入	261504.26	323734.51	405108.37	550513.52	717052.99
	增速	29.12%	23.80%	25.14%	35.89%	30.25%
	营业成本	166840.05	198471.92	242940.00	323179.53	406418.36
	营业毛利	94664.21	125262.59	162168.37	227333.99	310634.62
	毛利率	36.20%	38.69%	40.03%	41.29%	43.32%
一、大输液业务	营业收入	238811.73	297772.30	359849.39	482905.87	619372.89
	增速	29.50%	24.69%	20.85%	34.20%	28.26%
	营业成本	150771.27	181540.30	213420.57	279770.23	344694.57
	营业毛利	88040.46	116232.00	146428.82	203135.64	274678.32
	毛利率	36.87%	39.03%	40.69%	42.07%	44.35%
二、非大输液业务	营业收入	22692.53	25962.20	44135.74	66203.61	95995.23
	增速	25.26%	14.41%	70.00%	50.00%	45.00%
	营业成本	16068.78	16931.62	28688.23	42370.31	60477.00
	毛利率	29.19%	34.78%	35.00%	36.00%	37.00%
三、其他业务	营业收入	634.87	864.03	1123.24	1404.05	1684.86
	增速	54.51%	36.10%	30.00%	25.00%	20.00%
	营业成本	460.59	634.72	831.20	1039.00	1246.80
	毛利率	27.45%	26.54%	26.00%	26.00%	26.00%

来源: 国金证券研究所

图表4: 公司三张表分析

损益表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,029	2,621	3,246	4,051	5,505	7,171
增长率		29.2%	23.8%	24.8%	35.9%	30.3%
主营业务成本	-1,298	-1,673	-1,991	-2,429	-3,232	-4,064
%销售收入	63.9%	63.8%	61.3%	60.0%	58.7%	56.7%
毛利	732	948	1,255	1,622	2,273	3,106
%销售收入	36.1%	36.2%	38.7%	40.0%	41.3%	43.3%
营业税金及附加	-13	-20	-26	-30	-41	-54
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-311	-394	-501	-616	-787	-1,040
%销售收入	15.3%	15.0%	15.4%	15.2%	14.3%	14.5%
管理费用	-122	-131	-172	-211	-264	-359
%销售收入	6.0%	5.0%	5.3%	5.2%	4.8%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	285	404	556	765	1,181	1,654
%销售收入	14.0%	15.4%	17.1%	18.9%	21.4%	23.1%
财务费用	-31	-47	-46	-5	0	2
%销售收入	1.5%	1.8%	1.4%	0.1%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-8	-4	-5	-5	-13	-9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	246	353	506	755	1,167	1,648
营业利润率	12.1%	13.5%	15.6%	18.6%	21.2%	23.0%
营业外收支	10	-2	16	23	20	20
税前利润	256	352	522	778	1,187	1,668
利润率	12.6%	13.4%	16.1%	19.2%	21.6%	23.3%
所得税	-41	-41	-88	-117	-178	-250
所得税率	15.9%	11.5%	16.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	215	311	434	661	1,009	1,417
少数股东损益	-1	1	6	1	1	2
归属于母公司的净利润	216	310	428	660	1,008	1,416
净利率	10.7%	11.8%	13.2%	16.3%	18.3%	19.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	216	310	428	661	1,009	1,417
少数股东损益	-1	1	6	0	0	0
非现金支出	0	0	0	81	111	128
非经营收益	0	0	0	-8	-20	-20
营运资金变动	0	0	0	-165	-414	-534
经营活动现金净流	216	311	434	569	686	991
资本开支	-173	-223	-274	-398	-512	-393
投资	0	-12	-45	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-173	-234	-319	-398	-512	-393
股权募资	20	200	0	4,455	40	50
债权募资	40	112	308	-1,178	0	0
其他	-38	-167	-119	-15	0	0
筹资活动现金净流	22	146	189	3,261	40	50
现金净流量	65	222	304	3,433	214	648

来源: 国金证券研究所

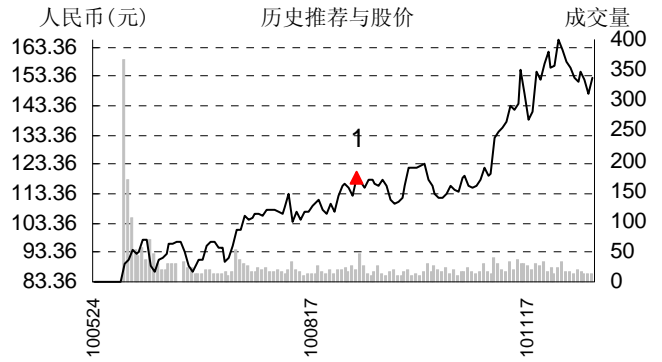
资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	103	341	517	3,949	4,163	4,812
应收款项	497	857	1,135	1,322	1,766	2,299
存货	479	577	595	699	885	1,113
其他流动资产	26	35	48	61	81	102
流动资产	1,105	1,810	2,295	6,031	6,895	8,325
%总资产	61.8%	68.1%	68.9%	81.4%	79.3%	79.9%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	582	750	949	1,285	1,708	1,994
%总资产	32.6%	28.3%	28.5%	17.3%	19.6%	19.1%
无形资产	84	85	85	89	90	91
非流动资产	682	846	1,038	1,380	1,803	2,090
%总资产	38.2%	31.9%	31.1%	18.6%	20.7%	20.1%
资产总计	1,787	2,656	3,333	7,411	8,698	10,416
短期借款	453	857	1,083	0	0	0
应付款项	546	557	522	642	854	1,075
其他流动负债	49	33	54	73	99	128
流动负债	1,048	1,447	1,659	715	953	1,203
长期贷款	36	10	90	0	0	0
其他长期负债	12	9	5	0	0	0
负债	1,096	1,466	1,754	715	953	1,203
普通股股东权益	675	1,173	1,568	6,683	7,731	9,197
少数股东权益	16	17	11	12	14	15
负债股东权益合计	1,787	2,656	3,333	7,411	8,698	10,416

比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	2.884	1.722	2.377	2.750	4.200	5.900
每股净资产	9.001	6.519	8.712	27.847	32.214	38.322
每股经营现金净流	2.246	1.228	1.393	2.371	2.858	4.131
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	32.04%	26.41%	27.29%	9.88%	13.04%	15.40%
总资产收益率	12.10%	11.67%	12.84%	8.91%	11.59%	13.59%
投入资本收益率	20.29%	17.35%	16.81%	9.71%	12.96%	15.26%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	29.18%	23.83%	24.80%	35.89%	30.25%
EBIT增长率	N/A	41.56%	37.82%	37.51%	54.35%	40.13%
净利润增长率	N/A	43.28%	38.07%	54.28%	52.69%	40.48%
总资产增长率	N/A	48.62%	25.50%	122.33%	17.36%	19.75%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.1	59.5	61.3	62.0	60.0	60.0
存货周转天数	67.3	115.1	107.4	105.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	53.9	82.1	63.5	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	84.8	90.0	83.9	78.6	71.4	59.0
偿债能力						
净负债/股东权益	55.86%	44.14%	41.55%	-58.98%	-53.75%	-52.23%
EBIT利息保障倍数	9.3	8.6	12.1	161.3	#####	-959.8
资产负债率	61.33%	55.19%	52.62%	9.65%	10.96%	11.55%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-09-02		118.60	N/A

来源：国金证券研究所



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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
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: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室