

002422

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

6-12 个月目标价: 130.00 元

当前股价: 106.20 元

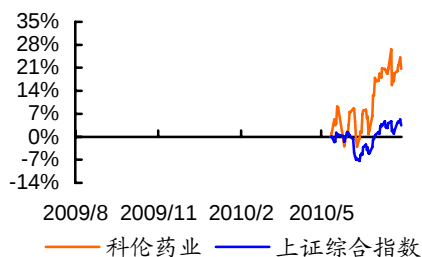
评级调整: 维持

### 基本资料

|           |         |
|-----------|---------|
| 上证综合指数    | 2642.31 |
| 总股本(百万)   | 240     |
| 流通股本(百万)  | 48      |
| 流通市值(亿)   | 51      |
| EPS (TTM) |         |
| 每股净资产(元)  | 6.58    |
| 资产负债率     | 52.6%   |

### 股价表现

| (%)    | 1M   | 3M   | 6M   |
|--------|------|------|------|
| 科伦药业   | 1.34 | 0.00 | 0.00 |
| 上证综合指数 | 4.49 | 3.38 | 0.00 |



### 相关报告

20100805 行业研究 - 医药生物 - 行业中长期增长趋势不变, 精选预期确定个股——医药行业 8 月月报

科伦药业

002422

推荐

## 大输液整合有望提速, 维持推荐评级

科伦药业公布 2010 年半年报, 归属于上市公司的净利润同比增长 54.5%, 按发行后股本计算的每股收益为 1.08 元, 公司预告 1-9 月归属于上市公司的净利润同比将增长 50-70%, 合每股收益 1.79-2.03 元。

### 投资要点:

- **毛利率同比提升, 净利润大幅增长。**公司 2010 年上半年营业收入同比增长 21.4%, 毛利率有所提升, 最终归属于上市公司的净利润同比大幅增长 54.5%, 符合市场预期;
- **软塑产品销售大幅增长提高大输液盈利能力。**公司玻瓶输液产品销量同比增长 2.68%, 而软塑包装产品销量大幅增长 60.39%, 由于软塑包装产品毛利率都在 40%以上, 直立式软袋毛利率更是高达 50%以上, 相关产品的快速增长将公司大输液产品毛利率提高了 2.66%;
- **非大输液产品高速增长。**科伦利用自身的销售优势, 积极拓展费输液产品线, 中期非输液产品销售收入同比增长 38.7%, 毛利率也有所提高, 对公司的利润贡献比例正在提高;
- **公司增长前景确定, 大输液有望加速整合。**科伦的大输液产品一方面仍然处于升级换代的过程中, 盈利能力持续增强, 另一方面在新的 cGMP 标准推行, 医改推动行业整合等因素推动下, 公司大输液业务有望加速整合。公司 8 月初收购了安阳大洲药业, 将生产基地扩展到华北区域, 预计未来仍将有新的并购动作。
- **维持推荐评级。**作为国内最大的输液生产企业, 科伦份额将持续扩大, 并有望在非输液领域有长足发展。我们维持对公司 10-12 年 2.58、3.51 和 5.03 元的盈利预测, 维持推荐的投资评级

### 风险提示:

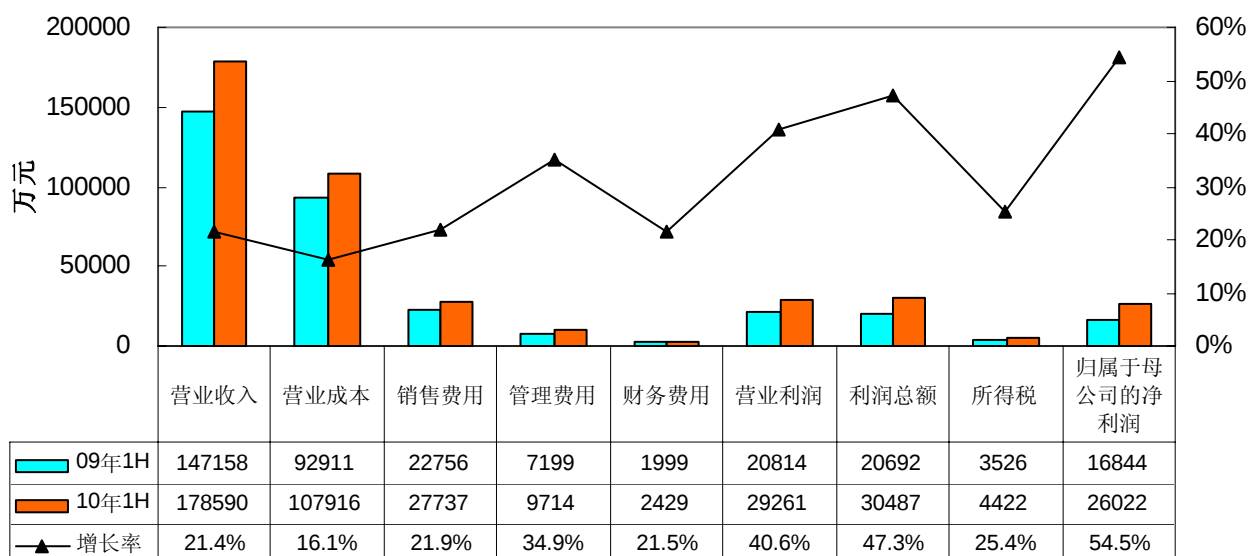
- 政府出台的相关降价政策有可能影响公司盈利能力。

### 主要财务指标

| 单位: 百万元       | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 3246  | 3925  | 4668  | 5909  |
| 同比(%)         | 24%   | 21%   | 19%   | 27%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 428   | 620   | 843   | 1206  |
| 同比(%)         | 38%   | 45%   | 36%   | 43%   |
| 毛利率(%)        | 38.7% | 40.7% | 42.3% | 45.3% |
| ROE(%)        | 27.3% | 8.9%  | 10.8% | 13.4% |
| 每股收益(元)       | 1.78  | 2.58  | 3.51  | 5.03  |
| P/E           | 59.57 | 41.12 | 30.23 | 21.13 |
| P/B           | 16.25 | 3.67  | 3.27  | 2.84  |
| EV/EBITDA     | 47    | 33    | 25    | 18    |

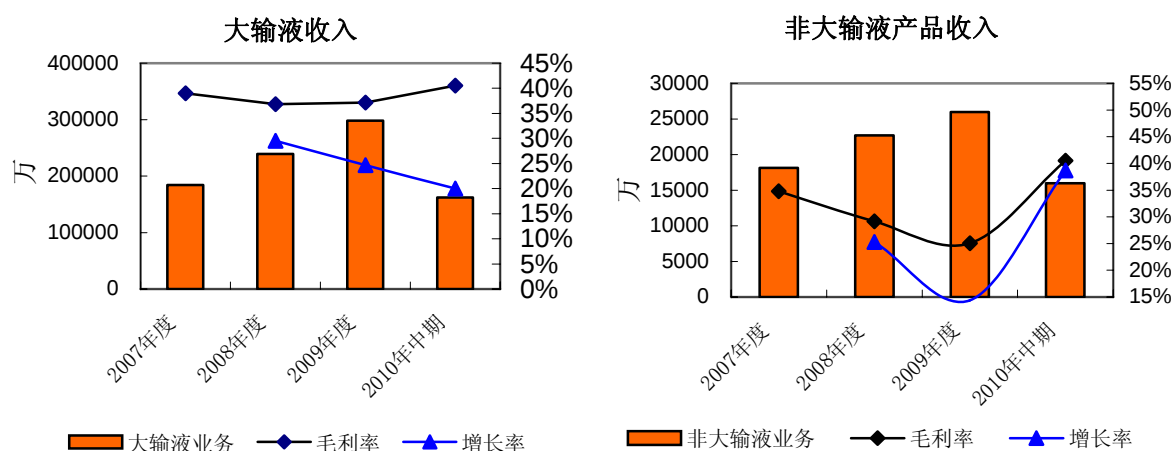
资料来源: 中投证券研究所

图 1: 科伦药业 10 年中期主要盈利性指标同比变化



资料来源: 科伦药业 10 年中期报表、中投证券研究所

图 2: 科伦药业各项业务的增长情况



资料来源: 科伦药业历年报表、中投证券研究所

附：财务预测表

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表             |       |        |       |        |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------|--------|-------|--------|
| 会计年度           | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 会计年度            | 2009  | 2010E  | 2011E | 2012E  |
| <b>流动资产</b>    | 2295 | 7188  | 8277  | 9790  | <b>营业收入</b>     | 3246  | 3925   | 4668  | 5909   |
| 现金             | 517  | 5063  | 5775  | 6679  | 营业成本            | 1991  | 2328   | 2693  | 3232   |
| 应收账款           | 615  | 744   | 885   | 1120  | 营业税金及附加         | 26    | 31     | 37    | 47     |
| 其它应收款          | 27   | 33    | 39    | 49    | 营业费用            | 501   | 593    | 703   | 889    |
| 预付账款           | 48   | 56    | 65    | 78    | 管理费用            | 172   | 216    | 247   | 313    |
| 存货             | 595  | 696   | 805   | 966   | 财务费用            | 46    | 13     | -28   | -32    |
| 其他             | 493  | 596   | 709   | 898   | 资产减值损失          | 5     | 5      | 5     | 5      |
| <b>非流动资产</b>   | 1038 | 991   | 950   | 908   | 公允价值变动收益        | 0     | 0      | 0     | 0      |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     | 投资净收益           | 0     | 0      | 0     | 0      |
| 固定资产           | 746  | 775   | 768   | 742   | <b>营业利润</b>     | 506   | 740    | 1012  | 1455   |
| 无形资产           | 80   | 81    | 81    | 81    | 营业外收入           | 30    | 30     | 30    | 30     |
| 其他             | 212  | 135   | 101   | 84    | 营业外支出           | 14    | 14     | 14    | 14     |
| <b>资产总计</b>    | 3333 | 8179  | 9227  | 10697 | <b>利润总额</b>     | 522   | 756    | 1029  | 1471   |
| <b>流动负债</b>    | 1659 | 1043  | 1156  | 1322  | 所得税             | 88    | 127    | 173   | 247    |
| 短期借款           | 1077 | 300   | 300   | 300   | <b>净利润</b>      | 434   | 629    | 856   | 1224   |
| 应付账款           | 323  | 514   | 595   | 714   | 少数股东损益          | 6     | 9      | 12    | 18     |
| 其他             | 258  | 229   | 261   | 309   | <b>归属母公司净利润</b> | 428   | 620    | 843   | 1206   |
| <b>非流动负债</b>   | 95   | 176   | 256   | 335   | EBITDA          | 552   | 792    | 1026  | 1466   |
| 长期借款           | 90   | 170   | 250   | 330   | EPS (元)         | 2.38  | 2.58   | 3.51  | 5.03   |
| 其他             | 5    | 6     | 6     | 5     |                 |       |        |       |        |
| <b>负债合计</b>    | 1754 | 1219  | 1412  | 1658  | <b>主要财务比率</b>   |       |        |       |        |
| 少数股东权益         | 11   | 20    | 33    | 51    | 会计年度            | 2009  | 2010E  | 2011E | 2012E  |
| 股本             | 180  | 240   | 240   | 240   | <b>成长能力</b>     |       |        |       |        |
| 资本公积           | 192  | 4884  | 4884  | 4884  | 营业收入            | 23.8% | 20.9%  | 18.9% | 26.6%  |
| 留存收益           | 1196 | 1816  | 2659  | 3865  | 营业利润            | 43.2% | 46.3%  | 36.8% | 43.7%  |
| 归属母公司股东权益      | 1568 | 6939  | 7783  | 8989  | 归属于母公司净利润       | 38.1% | 44.9%  | 36.0% | 43.0%  |
| <b>负债和股东权益</b> | 3333 | 8179  | 9227  | 10697 | <b>获利能力</b>     |       |        |       |        |
|                |      |       |       |       | 毛利率             | 38.7% | 40.7%  | 42.3% | 45.3%  |
|                |      |       |       |       | 净利率             | 13.2% | 15.8%  | 18.1% | 20.4%  |
|                |      |       |       |       | ROE             | 27.3% | 8.9%   | 10.8% | 13.4%  |
|                |      |       |       |       | ROIC            | 20.6% | 26.4%  | 31.6% | 39.6%  |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |       |        |       |        |
|                |      |       |       |       | 资产负债率           | 52.6% | 14.9%  | 15.3% | 15.5%  |
|                |      |       |       |       | 净负债比率           | 66.87 | 38.55% | 38.96 | 38.00% |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 1.38  | 6.89   | 7.16  | 7.40   |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 1.02  | 6.22   | 6.46  | 6.67   |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |       |        |       |        |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 1.08  | 0.68   | 0.54  | 0.59   |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 6     | 6      | 6     | 6      |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 5.75  | 5.56   | 4.86  | 4.94   |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |       |        |       |        |
|                |      |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 1.78  | 2.58   | 3.51  | 5.03   |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.04  | 2.11   | 2.52  | 3.31   |
|                |      |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 6.53  | 28.91  | 32.43 | 37.45  |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |       |        |       |        |
|                |      |       |       |       | P/E             | 59.57 | 41.12  | 30.23 | 21.13  |
|                |      |       |       |       | P/B             | 16.25 | 3.67   | 3.27  | 2.84   |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 47    | 33     | 25    | 18     |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

**周锐**, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 2006 年、2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名;

**余方升**, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

**余文心**, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药及医药政策研究;

**江琦**, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药行业研究。

**管猛**, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 2009 年加入中投证券研究所。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434