

化学制剂



科伦药业（002422）

推荐（维持）

难能可贵的高速增长

市场数据

报告日期	2010-10-25
收盘价(元)	118.98
总股本(百万股)	240.00
流通股本(百万股)	60.00
总市值(百万元)	28555.20
流通市值(百万元)	7138.80
净资产(百万元)	6600.29
总资产(百万元)	8152.54
每股净资产	27.50

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3246	3960	4931	6036
同比增长(%)	23.8%	22.0%	24.5%	22.4%
净利润(百万元)	428	661	933	1220
同比增长(%)	38.1%	54.5%	41.2%	30.8%
毛利率(%)	38.7%	41.1%	42.5%	44.0%
净利率(%)	13.2%	16.7%	18.9%	20.2%
净资产收益率(%)	27.3%	9.5%	11.8%	13.4%
每股收益(元)	1.78	2.75	3.89	5.08
每股经营现金流(元)	1.04	2.12	2.65	3.82

相关报告

《软塑包装输液产品驱动高速增长》2010-8-24

《大输液的王者》2010-5-31

投资要点

事件:

科伦药业公布了 2010 年三季报, 公司实现营业收入 284,800 万元, 同比增长 21.32%; 归属上市公司股东的净利润为 45,183 万元, 同比增长 57.30%, 每股收益 2.19 元。公司预计全年净利润的增长在 50-70%之间。

点评:

公司的业绩略超我们的预期。

- **第三季度在高基数上继续高速增长。**公司的业绩之所以再次超出我们预期, 其原因在于第三季度的净利润在去年同期高基数上继续保持高速增长: 单季度实现净利润 19,161 万元, EPS0.80 元(上半年 EPS 仅 1.37 元), 同比增长 61.30%。我们注意到, 从近期已公布的医药上市公司三季报来看, 由于去年第三季度普遍基数较高, 业绩增速大多呈现不同程度的放缓趋势, 科伦能取得如此佳绩, 实属难能可贵。
- **超常规的高增长来自于产品升级和并购。**在此前的中报点评中, 我们指出公司成长的两大动力来自于软塑包装对玻璃瓶包装产品的升级换代以及兼并收购。前者使得公司的毛利率持续提升, 净利润的增速远远快于营业收入的增长; 后者则通过对行业的整合不断提高市场份额, 报告期间公司完成了对安阳大洲药业(现改名为“河南科伦”)的顺利整合和实现了黑龙江科伦药业包装有限公司的 100%控股(以 1,163 万元的对价收购剩余 20%股权)。

王晞 S0190200010075

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

项军

021-38565838

xiangjun@xyzq.com.cn

- **毛利率小幅提升，期间费用率保持平稳。**报告期间，公司的综合毛利率为 40.0%，与去年 38.7%和上半年 39.6%相比均有小幅提升；销售费用率为 15.38%，管理费用率为 5.52%，基本保持平稳；由于发行上市获得大量超募资金，公司的财务费用比去年同期下降 56.57%。
- **盈利预测。**我们再次小幅上调盈利预测，预估 2010-2012 年 EPS 分别为 2.75、3.89 和 5.08 元，公司是大输液行业的优质龙头企业，高速增长中仍有继续超预期的可能性，我们维持“推荐”评级。

表 1、科伦药业分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	09-4Q	10-1Q	10-2Q	10-3Q	QOQ	2008	2009	YOY		说明
营业收入	899	813	973	1062	9.2%	2621	3246	23.8%		
营业成本	543	510	569	630	10.8%	1673	1991	19.0%		
毛利	356	303	404	432	6.9%	948	1255	32.3%		
销售费用	123	133	144	161	11.4%	394	501	27.0%		
管理费用	57	45	52	60	14.5%	131	172	31.8%		
财务费用	16	11	13	-11	-183.1%	47	46	-1.9%		上市超募资金到位
资产减值	1	0	2	-0	-120.5%	4	5	31.9%		
公允价值	0	0	0	0		0	0			
投资收益	0	0	0	0		0	0			
营业利润	151	108	184	215	16.6%	353	506	43.2%		
利润总额	168	111	194	225	16.0%	352	522	48.5%		
净利润	141	93	167	192	14.7%	310	428	38.1%		
EPS	0.781	0.517	0.696	0.798	14.7%	1.722	2.377	38.1%		
销售费用率	13.7%	16.4%	14.8%	15.1%	0.3%	15.0%	15.4%	0.4%		
管理费用率	6.4%	5.5%	5.4%	5.7%	0.3%	5.0%	5.3%	0.3%		
财务费用率	1.7%	1.3%	1.4%	-1.0%	-2.4%	1.8%	1.4%	-0.4%		
所得税率	15.4%	15.8%	13.8%	14.9%	1.2%	11.5%	16.8%	5.3%		
毛利率	39.6%	37.2%	41.5%	40.7%	-0.9%	36.2%	38.7%	2.5%		产品结构升级
净利润率	15.6%	11.5%	17.2%	18.0%	0.9%	11.8%	13.2%	1.4%		

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2295	6093	6763	8065
货币资金	517	3972	4172	4954
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	615	757	942	1154
其他应收款	27	33	41	50
存货	595	673	790	909
非流动资产	1038	1693	2039	2076
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	746	1356	1722	1812
在建工程	137	168	159	105
油气资产	0	0	0	0
无形资产	80	80	80	80
资产总计	3333	7786	8802	10141
流动负债	1659	695	765	866
短期借款	1077	0	0	0
应付票据	172	202	245	293
应付账款	323	373	425	473
其他	85	120	94	100
非流动负债	95	90	90	90
长期借款	90	90	90	90
其他	5	0	0	0
负债合计	1754	785	855	956
股本	180	240	240	240
资本公积	192	4884	4884	4884
未分配利润	1100	1695	2535	3633
少数股东权益	11	21	34	52
股东权益合计	1579	7001	7948	9186
负债及权益合计	3333	7786	8802	10141

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	428	661	933	1220
折旧和摊销	0	59	94	115
资产减值准备	5	-5	1	1
无形资产摊销	0	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	46	21	-15	-17
投资损失	0	-0	-0	-0
少数股东损益	6	10	13	18
营运资金的变动	331	223	399	419
经营活动产生现金流量	159	509	637	916
投资活动产生现金流量	-198	-701	-451	-151
融资活动产生现金流量	227	3647	15	17
现金净变动	187	3455	200	782
现金的期初余额	341	517	3972	4172
现金的期末余额	528	3972	4172	4954

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3246	3960	4931	6036
营业成本	1991	2332	2833	3380
营业税金及附加	26	31	39	47
销售费用	501	606	740	893
管理费用	172	206	247	302
财务费用	46	21	-15	-17
资产减值损失	5	5	4	5
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	506	759	1083	1426
营业外收入	30	40	40	40
营业外支出	14	10	10	10
利润总额	522	789	1113	1456
所得税	88	118	167	218
净利润	434	670	946	1238
少数股东损益	6	10	13	18
归属母公司净利润	428	661	933	1220
EPS (元)	1.78	2.75	3.89	5.08

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	23.8%	22.0%	24.5%	22.4%
营业利润增长率	43.2%	50.1%	42.8%	31.7%
净利润增长率	38.1%	54.5%	41.2%	30.8%
盈利能力(%)				
毛利率	38.7%	41.1%	42.5%	44.0%
净利率	13.2%	16.7%	18.9%	20.2%
ROE	27.3%	9.5%	11.8%	13.4%

偿债能力(%)

资产负债率	52.6%	10.1%	9.7%	9.4%
流动比率	1.38	8.77	8.84	9.32
速动比率	1.02	7.79	7.81	8.26

营运能力(次)

资产周转率	1.08	0.71	0.59	0.64
应收帐款周转率	5.92	5.75	5.80	5.76

每股资料(元)

每股收益	1.78	2.75	3.89	5.08
每股经营现金	1.04	2.12	2.65	3.82
每股净资产	6.53	29.09	32.97	38.06

估值比率(倍)

PE	67.06	43.42	30.76	23.51
PB	18.30	4.11	3.63	3.14

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。