

科伦药业 (002422.SZ)

收购和产品升级驱动业绩高增长

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

176.7-206.2

联系人

分析师

胡德军

谢刚

消费品小组

S0740210090003

021-20315083

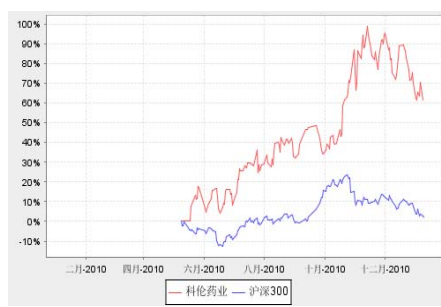
hudj@qlzq.com.cn

2011年3月7日

基本状况

总股本(百万股)	240.00
流通股本(百万股)	60.00
市价(元)	134.51
市值(百万元)	32282.40
流通市值(百万元)	8070.60

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3,245.99	4,026.40	5,224.90	6,773.30	7,535.09
营业收入增速	23.83%	24.04%	29.77%	29.63%	11.25%
净利润增长率	38.07%	54.55%	54.78%	38.04%	18.39%
摊薄每股收益(元)	2.38	2.76	4.26	5.89	6.97
前次预测每股收益(元)	—	2.81	4.09	5.60	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	57.17	33.39	24.19	20.43
PEG	0.00	1.05	0.61	0.64	1.11
每股净资产(元)	8.71	29.13	33.39	39.28	46.25
每股现金流量	1.39	0.62	4.39	3.77	6.58
净资产收益率	27.29%	9.46%	12.77%	14.99%	15.07%
市净率	0.00	5.41	4.26	3.63	3.08
总股本(百万股)	180.00	240.00	240.00	240.00	240.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

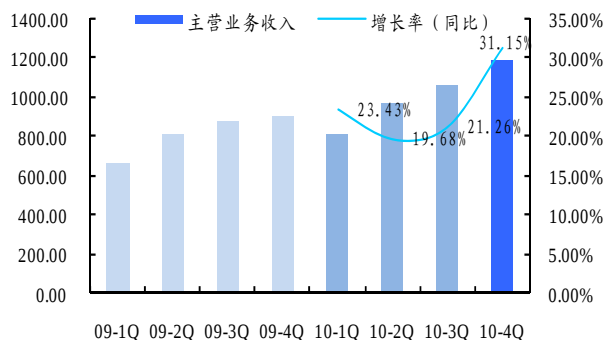
投资要点

- **2011年3月7日发布业绩年报**, 2010年度公司实现营业收入40.26亿元, 比上年同期增长24.02%; 归属于母公司股东的净利润6.61亿元, 比上年同期增长54.55%, 实现每股收益为3.08元, 摊薄后每股收益为2.76元, 符合我们预期;
- **收购有望持续, 短期依然会是热点**: 从行业来说, 大输液依然面临新版GMP技改压力, 很多中小型企业面临投入和产出不成比例的尴尬局面, 因此产品成本的提高将削弱小规模企业的区域优势, 从而有利于龙头企业的整合和全国布局, 我们认为公司目前募集资金充裕, 今后收购有可能趋向于中大规模的优质型企业, 同时也将更加趋向于非输液产品, 并利用大输液渠道带动非输液产品的销售;
- **募投产能2011年将部分的达到释放**, 我们预计2011年公司净利润增幅为40—60%。如果不考虑公司未来收购, 我们预计2011年净利润增速在50%左右, 主要业绩增长动力来源于塑瓶内部产品替代带来的毛利率提升以及募投产能的逐步释放, 而一旦公司收购其他优质企业将可能加速净利润增长, 我们整体判断公司2011年依然处于高速增长阶段;
- 从单季度来看, 公司营业收入四季度同比增加31.15%, 净利润同比增加47.66%, 而四季度管理费用率达到了8.98%, 高出三季度3.3个点, 其增加原因为2010年上市费用1,685万元计入当期损益所致;
- 从产品结构来看, 塑瓶的产能扩张和内部产品替代是公司净利润增速大于收入增速的主要原因;
- **投资建议**: 我们小幅上调公司盈利预测, 预计2011-13年公司EPS分别为4.26元、5.89元和6.97元, 同比分别增长54.78%、38.04%和18.39%; 我们坚持认为公司目前处于高速增长期, 给予公司2012年30-35倍市盈率, 合理股价为176.7—206.2元, 继续给予公司“买入”的投资评级。

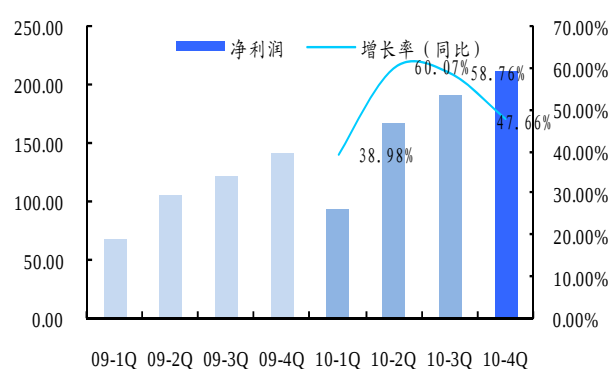
图表 1：公司单季度利润表对比情况

项目 (百万元)	2009单季度数据				2010单季度数据				备注	
	09-1Q	09-2Q	09-3Q	09-4Q	10-1Q	10-2Q	10-3Q	10-4Q	10-4Q同比增减	10-4Q环比增减
主营业务收入	658.68	812.90	875.90	898.51	813.02	972.89	1062.10	1178.40	279.89	116.30
增长率 (同比)					23.43%	19.68%	21.26%	31.15%	31.15%	9.89%
增长率 (环比)	#DIV/0!	23.41%	7.75%	2.58%	-9.51%	19.66%	9.17%	10.95%	8.37%	1.78%
营业成本	430.28	498.83	519.11	542.84	510.43	568.72	630.10	664.25	121.41	34.15
成本率	65.32%	61.36%	59.27%	60.42%	62.78%	58.46%	59.33%	56.37%	-4.05%	-2.96%
主营业务税金及附加	5.10	6.51	7.29	6.78	5.57	7.38	7.87	10.56	3.78	2.69
占销售收入百分比	0.77%	0.80%	0.83%	0.75%	0.69%	0.76%	0.74%	0.90%	0.14%	0.16%
主营业务利润	223.30	307.56	349.50	348.89	297.02	396.79	424.13	503.59	154.70	79.46
营业利润率	33.90%	37.83%	39.90%	38.83%	36.53%	40.78%	39.93%	42.74%	3.91%	2.80%
主营毛利	228.40	314.07	356.79	355.67	302.59	404.17	432.00	514.15	158.48	82.15
毛利率	34.68%	38.64%	40.73%	39.58%	37.22%	41.54%	40.67%	43.63%	4.05%	2.96%
增长率 (同比)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	32.48%	28.69%	21.08%	44.56%	#DIV/0!	23.48%
增长率 (环比)	#DIV/0!	37.51%	13.60%	-0.31%	-14.92%	33.57%	6.89%	19.02%	19.33%	12.13%
销售费用	100.81	126.75	150.05	123.27	133.20	144.17	160.63	154.44	31.17	(6.19)
销售费用/收入	15.30%	15.59%	17.13%	13.72%	16.38%	14.82%	15.12%	13.11%	-0.61%	-2.02%
管理费用	32.63	39.35	42.72	57.41	44.68	52.45	60.04	105.82	48.41	45.78
管理费用/收入	4.95%	4.84%	4.88%	6.39%	5.50%	5.39%	5.65%	8.98%	2.59%	3.33%
财务费用	9.59	10.40	10.37	15.70	10.92	13.37	(11.11)	(5.40)	(21.10)	5.71
财务费用/收入	1.46%	1.28%	1.18%	1.75%	1.34%	1.37%	-1.05%	-0.46%	-2.21%	0.59%
三项费用/收入	21.71%	21.71%	23.19%	21.86%	23.22%	21.58%	19.73%	21.63%	-0.23%	1.90%
资产减值损失	-	3.17	0.14	1.31	-	2.38	0.49	1.99	0.68	2.48
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	80.26	127.88	146.21	151.20	108.21	184.41	215.05	246.75	95.55	31.70
增长率 (同比)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	34.82%	44.21%	47.08%	63.19%	#DIV/0!	16.11%
增长率 (环比)	#DIV/0!	59.33%	14.33%	3.41%	-28.43%	70.42%	16.62%	14.74%	11.33%	-1.87%
加：营业外收入	1.39	4.00	3.96	20.69	4.99	13.67	14.72	8.53	(12.16)	(6.19)
减：营业外支出	0.65	5.97	2.69	4.37	2.63	3.77	4.41	10.41	6.04	6.00
利润总额	81.00	125.91	147.48	167.52	110.57	194.30	225.36	244.86	77.34	19.50
增长率 (同比)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	36.51%	54.32%	52.81%	46.17%	#DIV/0!	-6.64%
增长率 (环比)	#DIV/0!	55.44%	17.13%	13.59%	-34.00%	75.73%	15.99%	8.65%	-4.94%	-7.33%
所得税	14.03	21.23	26.72	25.76	17.48	26.74	33.64	35.55	9.79	1.91
实际税率(%)	17.32%	16.86%	18.12%	15.38%	15.81%	13.76%	14.93%	14.52%	-0.86%	-0.41%
净利润	66.98	104.68	120.76	141.76	93.09	167.56	191.72	209.32	67.56	17.60
净利润率(%)	10.17%	12.88%	13.79%	15.78%	11.45%	17.22%	18.05%	17.76%	1.99%	-0.29%
增长率 (同比)					38.98%	60.07%	58.76%	47.66%	47.66%	-11.10%
增长率 (环比)	#DIV/0!	56.29%	15.36%	17.39%	-34.33%	80.00%	14.42%	9.18%	-8.21%	-5.24%
归属母公司所有者的	65.52	102.92	118.79	140.62	93.15	167.07	191.61	209.40	68.78	17.79
摊薄每股收益(元)	0.36	0.57	0.66	0.78	0.52	0.70	0.80	0.87	0.09	0.07

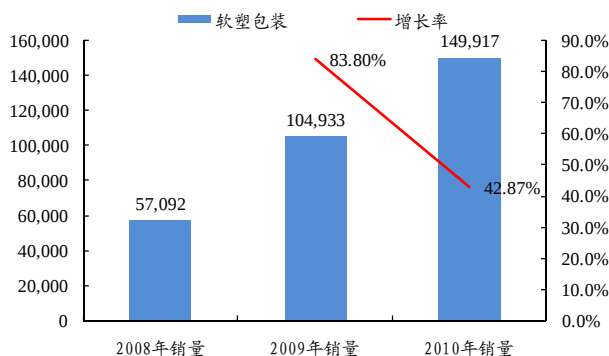
来源：齐鲁证券研究所

图表 2：公司季度销售收入增速同比连续上扬


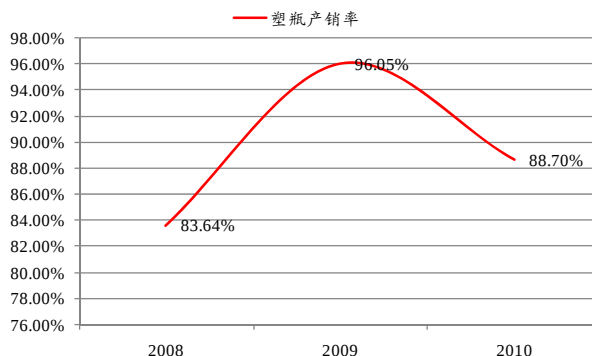
来源：齐鲁证券研究所

图表 3：四季度净利润增速同比增加 47.66%


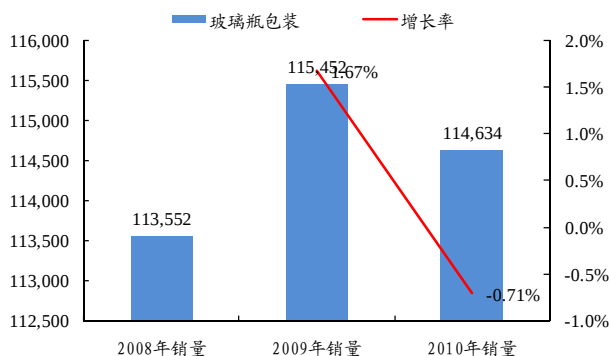
来源：齐鲁证券研究所

图表 4：公司塑瓶 2010 年销量增加 42.87%


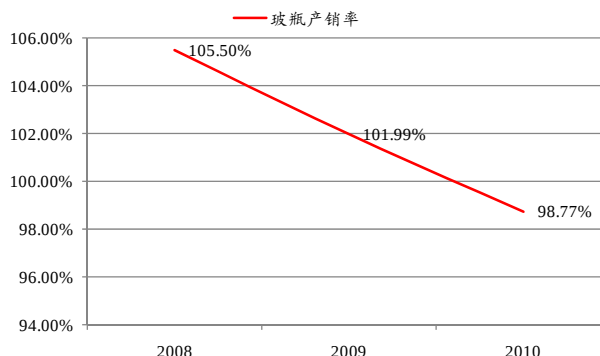
来源：齐鲁证券研究所

图表 5：公司 2010 年塑瓶产销率达到 88.70%


来源：齐鲁证券研究所

图表 6：公司 2010 年玻瓶销量基本稳定


来源：齐鲁证券研究所

图表 7：公司 2010 年玻瓶产销率为 98.77%


来源：齐鲁证券研究所

图表 8：公司分产品销售收入预测表

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
大容量大输液					
销售收入	2,977.72	3,869.57	4,860.46	6,317.08	7,007.13
增长率 (YOY)	24.69%	29.95%	25.61%	29.97%	10.92%
毛利率	48.09%	41.78%	44.97%	46.30%	48.12%
销售成本	1,545.66	2,253.04	2,674.56	3,392.03	3,635.34
增长率 (YOY)	11.44%	45.77%	18.71%	26.83%	7.17%
毛利	1,432.06	1,616.53	2,185.90	2,925.05	3,371.79
增长率 (YOY)	43.05%	12.88%	35.22%	33.81%	15.27%
占总销售额比重	91.98%	92.96%	93.02%	93.26%	92.99%
占主营业务利润比重	94.07%	94.07%	94.52%	94.85%	94.84%
其非大容量注射液					
销售收入	259.62	292.91	364.44	456.21	527.96
增长率 (YOY)	14.41%	12.82%	24.42%	25.18%	15.73%
毛利率	34.78%	34.78%	34.78%	34.78%	34.78%
销售成本	169.32	191.04	237.69	297.54	344.34
增长率 (YOY)	5.37%	12.82%	24.42%	25.18%	15.73%
毛利	90.30	101.87	126.75	158.67	183.62
增长率 (YOY)	36.31%	12.82%	24.42%	25.18%	15.73%
占总销售额比重	8.02%	7.04%	6.98%	6.74%	7.01%
占主营业务利润比重	5.93%	5.93%	5.48%	5.15%	5.16%
销售收入小计	3237.34	4162.48	5224.90	6773.30	7535.09
销售成本小计	1714.98	2444.08	2912.25	3689.57	3979.67
毛利	1522.36	1718.40	2312.66	3083.72	3555.42
平均毛利率	47.02%	41.28%	44.26%	45.53%	47.18%

来源：齐鲁证券研究所

附录 1 历史推荐和目标定价

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-03-07	买入	142.4	177 元 ~ 206 元
2	2010-09-15	买入	111.10	127 元 ~ 139 元
3	2010-11-15	买入	155.53	163 元 ~ 176 元

来源：齐鲁证券研究所

附录2：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	2,621	3,246	4,026	5,225	6,773	7,535
增长率	29.18%	23.8%	24.0%	29.8%	29.6%	11.2%
营业成本	-1,673	-1,991	-2,374	-2,912	-3,690	-3,980
% 销售收入	63.8%	61.3%	58.9%	55.7%	54.5%	52.8%
毛利	948	1,255	1,653	2,313	3,084	3,555
% 销售收入	36.2%	38.7%	41.1%	44.3%	45.5%	47.2%
营业税金及附加	-20	-26	-31	-41	-53	-59
% 销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-394	-501	-592	-781	-1,007	-1,123
% 销售收入	15.0%	15.4%	14.7%	15.0%	14.9%	14.9%
管理费用	-131	-172	-263	-320	-424	-468
% 销售收入	5.0%	5.3%	6.5%	6.1%	6.3%	6.2%
息税前利润 (EBIT)	404	556	766	1,171	1,599	1,906
% 销售收入	15.4%	17.1%	19.0%	22.4%	23.6%	25.3%
财务费用	-47	-46	-8	27	53	57
% 销售收入	1.8%	1.4%	0.2%	-0.5%	-0.8%	-0.8%
资产减值损失	-4	-5	-4	0	0	0
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	353	506	754	1,198	1,652	1,963
营业利润率	13.5%	15.6%	18.7%	22.9%	24.4%	26.0%
营业外收支	-2	16	21	19	20	20
税前利润	352	522	775	1,217	1,672	1,982
利润率	13.4%	16.1%	19.3%	23.3%	24.7%	26.3%
所得税	-41	-88	-113	-187	-253	-301
所得税率	11.5%	16.8%	14.6%	15.4%	15.1%	15.2%
净利润	311	434	662	1,030	1,419	1,681
少数股东损益	1	6	0	6	6	8
归属于母公司的净利润	310	428	661	1,023	1,413	1,673
净利率	11.8%	13.2%	16.4%	19.6%	20.9%	22.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	311	434	662	1,030	1,419	1,681
少数股东损益	0	0	0	6	6	8
非现金支出	66	77	93	122	146	172
非经营收益	58	64	42	19	-11	-10
营运资金变动	-214	-325	-648	-118	-650	-264
经营活动现金净流	221	251	149	1,059	910	1,587
资本开支	223	274	645	545	657	620
投资	-12	-45	-308	0	0	0
其他	0	0	-5	0	0	0
投资活动现金净流	-234	-319	-958	-545	-657	-620
股权募资	200	0	4,865	0	0	0
债权募资	112	308	-210	-944	0	0
其他	-167	-119	-23	-38	-9	-9
筹资活动现金净流	146	189	4,633	-981	-9	-9
现金净流量	132	120	3,824	-467	244	958

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	341	517	4,207	3,734	3,971	4,921
应收账款	857	1,135	1,577	1,800	2,354	2,612
存货	577	595	827	867	1,101	1,187
其他流动资产	35	48	124	129	165	174
流动资产	1,810	2,295	6,735	6,531	7,591	8,893
% 总资产	68.1%	68.9%	76.6%	72.3%	71.5%	71.8%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	750	949	1,599	1,910	2,238	2,531
% 总资产	28.3%	28.5%	18.2%	21.2%	21.1%	20.4%
无形资产	85	85	446	577	780	955
非流动资产	846	1,038	2,055	2,497	3,028	3,496
% 总资产	31.9%	31.1%	23.4%	27.7%	28.5%	28.2%
资产总计	2,656	3,333	8,790	9,028	10,619	12,388
短期借款	857	1,083	952	9	9	9
应付账款	557	522	492	629	762	835
其他流动负债	33	54	101	115	155	170
流动负债	1,447	1,659	1,545	753	926	1,014
长期贷款	10	90	140	140	140	140
其他长期负债	9	5	53	53	53	53
负债	1,466	1,754	1,738	946	1,119	1,207
普通股股东权益	1,173	1,568	6,991	8,014	9,427	11,100
少数股东权益	17	11	61	67	74	82
负债股东权益合计	2,656	3,333	8,790	9,028	10,619	12,388

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	1.722	2.377	2.755	4.265	5.887	6.969
每股净资产 (元)	6.519	8.712	29.128	33.392	39.279	46.248
每股经营现金净流 (元)	1.228	1.393	0.622	4.385	3.765	6.578
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	26.41%	27.29%	9.46%	12.77%	14.99%	15.07%
总资产收益率	11.67%	12.84%	7.52%	11.34%	13.30%	13.50%
投入资本收益率	20.80%	20.70%	16.40%	21.79%	23.70%	25.02%
增长率						
营业总收入增长率	29.18%	23.83%	24.04%	29.77%	29.63%	11.25%
EBIT增长率	41.56%	37.82%	37.72%	52.80%	36.64%	19.14%
净利润增长率	43.28%	38.07%	54.55%	54.78%	38.04%	18.39%
总资产增长率	48.62%	25.50%	163.69%	2.70%	17.63%	16.66%
资产管理能力						
应收账款周转天数	59.5	61.3	69.8	67.0	67.9	67.6
存货周转天数	115.1	107.4	109.3	108.7	108.9	108.8
应付账款周转天数	82.1	63.5	57.2	59.3	58.6	58.8
固定资产周转天数	77.8	78.3	79.5	73.7	61.8	59.3
偿债能力						
净负债/股东权益	44.14%	41.55%	-44.18%	-44.36%	-40.23%	-42.68%
EBIT利息保障倍数	8.6	12.1	98.3	-43.3	-30.4	-33.3
资产负债率	55.19%	52.62%	19.78%	10.48%	10.54%	9.74%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在 -5%+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机:13641659577
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308