

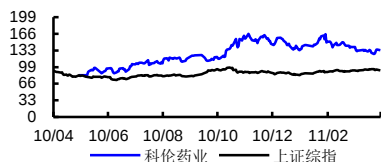
证券研究报告—动态报告

医药保健
制药与生物
科伦药业(002422)
2011 年 1 季报点评
谨慎推荐

(维持评级)

2011 年 4 月 26 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本 (百万股)	480.0/120.0
总市值 (百万元)	63,926.4/15,981.6
沪深 300/深圳成指	2,964.95/12,508.01
12 个月最高/最低 (元)	165.81/83.36

相关研究报告:

《科伦药业-002422-预期中的高增长》——2011-3-7

证券分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120006

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

季报点评

高增长延续

● 1 季度业绩延续高增长, 现金流向好

公司 Q1 实现收入 10.8 亿元, 同比增长 32.26%, 归属于母公司股东的净利润 1.5 亿元, 同比增长 58.22%, EPS0.61 元/股, 符合市场预期。经营现金流净额 0.22 元/股, 同比由负转正。

● 产品结构优化和新产能投产继续推动增长

公司收入、利润持续高增长主要来自: 1) 产品结构优化, 软塑输液等高毛利产品继续替代玻璃瓶; 2) 新增软塑包装大输液生产线陆续投产, 产销量增加。3) 因为新产品和软塑大输液收入比重提升, 公司 Q1 的毛利率同比明显提高 3.48 个百分点。

● 费用率略有升高, 总体合理

Q1 公司销售费用和管理费用分别同比增长 38.67% 和 68.90%, 高于收入增长。销售费用增长主要是增加市场费用, 管理费用增长主要是新产品研发费增加 1327 万元以及无形资产摊销金额增加 641 万元。因为利息收入增加, 财务费用大幅减少 92.29%。总体来看, 期间费用率同比提高 1.05 个百分点, 仍在合理范围之内。

● 风险提示

大量并购带来的管理压力; 非大输液业务开拓达不到预期。

● 估值适中, 维持“谨慎推荐”评级

我们认为公司的大输液产品未来 2-3 年将继续享有“市场份额提升”+“产品结构升级”带来的“超越行业的增速”+“毛利率提升”双动力增长。对于公司拓展非输液业务, 我们认为公司也可延续其作为民企灵活机制和优秀管理带来的“高效率+低成本”优势, 但近 40 亿投资的抗生素中间体项目未来投产后的国内竞争也可能会加剧, 从而可能会拉长投资回报期。维持 11-13 年 EPS4.04、5.14、6.44 元/股, 11-12PE33X、26X, 估值适中, 维持“谨慎推荐”评级。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3,245.99	4,026.40	4,961	6,126	7,529
(+/-%)	23.83%	24.04%	23.2%	23.5%	22.9%
净利润(百万元)	427.85	661.23	969	1234	1546
(+/-%)	38.07%	54.55%	46.6%	27.3%	25.3%
每股收益 (元)	2.38	2.76	4.04	5.14	6.44
EBIT Margin			22.8%	23.5%	24.0%
净资产收益率 (ROE)	27.29%	9.46%	12.5%	14.1%	15.5%
市盈率 (PE)	56.03	48.34	33.0	25.9	20.7
EV/EBITDA			27.2	21.5	17.3
市净率 (PB)	15.29	4.57	4.1	3.7	3.2

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	4207	4360	4365	4433	营业收入	4026	4961	6126	7529
应收款项	1577	1903	2434	3094	营业成本	2374	2813	3464	4224
存货净额	827	905	1160	1475	营业税金及附加	31	39	48	59
其他流动资产	124	153	189	226	销售费用	592	704	858	1054
流动资产合计	6735	7321	8148	9228	管理费用	263	274	318	388
固定资产	1599	1747	1896	2040	财务费用	8	8	7	6
无形资产及其他	340	328	317	306	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	116	116	116	116	资产减值及公允价值变动	(4)	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	0	100	200	300	其他收入	0	0	0	0
资产总计	8790	9612	10677	11990	营业利润	754	1119	1429	1796
短期借款及交易性金融负债	952	952	952	952	营业外净收支	21	20	20	20
应付款项	444	490	557	624	利润总额	775	1139	1449	1816
其他流动负债	149	149	159	167	所得税费用	113	169	215	269
流动负债合计	1545	1591	1668	1743	少数股东损益	0	1	1	1
长期借款及应付债券	140	140	140	140	归属于母公司净利润	661	969	1234	1546
其他长期负债	53	53	53	53					
长期负债合计	193	193	193	193					
负债合计	1738	1784	1861	1936					
少数股东权益	61	61	62	63					
股东权益	6991	7766	8753	9990					
负债和股东权益总计	8790	9612	10677	11990					

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	661	969	1234	1546
资产减值准备	(0)	0	0	0
折旧摊销	93	110	135	153
公允价值变动损失	4	3	3	3
财务费用	8	8	7	6
营运资本变动	(791)	(387)	(745)	(937)
其它	1	0	1	1
经营活动现金流	(33)	697	628	765
资本开支	(735)	(250)	(275)	(288)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(735)	(350)	(375)	(388)
权益性融资	4865	0	0	0
负债净变化	50	0	0	0
支付股利、利息	(56)	(194)	(247)	(309)
其它融资现金流	(395)	0	0	0
融资活动现金流	4458	(194)	(247)	(309)
现金净变动	3691	152	6	68
货币资金的期初余额	517	4207	4360	4365
货币资金的期末余额	4207	4360	4365	4433
企业自由现金流	(673)	436	341	465
权益自由现金流	(1018)	429	335	460

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	2.76	4.04	5.14	6.44
每股红利	0.23	0.81	1.03	1.29
每股净资产	29.13	32.36	36.47	41.63
ROS	16%	20%	20%	21%
ROE	9%	12%	14%	15%
毛利率	41%	43%	43%	44%
EBIT Margin	19%	23%	23%	24%
EBITDA Margin	21%	25%	26%	26%
收入增长	24%	23%	24%	23%
净利润增长率	55%	47%	27%	25%
资产负债率	20%	19%	18%	17%
息率	0.2%	0.6%	0.8%	1.0%
P/E	48.3	33.0	25.9	20.7
P/B	4.6	4.1	3.7	3.2
EV/EBITDA	39.2	27.2	21.5	17.3

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
		刘子宁	021-60933145	闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
周 俊					
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343			郭 莹	010-88005303
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
		吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
		杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
欧阳仕华					
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
马 彦	010-88005304			邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		数量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566			李杨之	
潘小果	0755-82130843				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 玮	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	