

2012年2月16日

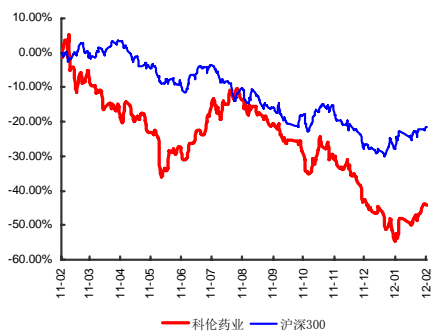
研究员：姚 凯
 执业证书编号：S0910511010001
 电话：021-62448087
 Email: yaokai@casstock.com

研究支持：吴琳
 电话：021-62442039
 Email: wulin@casstock.com

当前价格：43.77
 目标价格：65-78
 目标期限：6个月

总股本：48000万
 总市值：210.1亿
 流通比例：46.5 %

科伦药业（002422）股价表现



科伦药业（002422）： 高毛利推动业绩持续高增长

首次评级：买入

主要观点：

◆大输液行业龙头企业，业绩增长稳定。公司市场占有率约 33%，主要产品的毛利率均较高，尤其是自主研发的专利产品直立式软袋，其毛利率连续三年在 56%以上，高毛利带动公司业绩良性发展。

◆首创直立式软袋，产品发展符合行业趋势。公司研发的直立式软袋包装属全球首创。另外，公司还研发了液固双腔袋，该产品是目前国际上最先进的即配型包装输液产品，预计将在 2013 年前后上市。

◆通过产业链向上延伸，增强成本控制能力。2011年初公司收购了上游企业君健塑胶。掌控部分上游包材，利于公司成本控制。

◆进行抗生素中间体项目，完善非输液类产品全产业链。在巩固制剂产品的新市场和新产品的开发基础上，公司将重点进行中间体产品的市场开发。项目建成达产后年产硫氰酸红霉素 4800 吨，头孢中间体共 9000 吨。预计今年 10 月硫氰酸红霉素第一条生产线将投产。

◆通过并购进行产业集中，给予买入评级。大输液行业产业集中是趋势。公司过去的并购较为成功，未来也将继续。我们预测公司 2011 年-2013 年归属于上市公司股东的净利润分别为 9.56 亿元、12.49 亿元和 16.44 亿元，比上年同期分别增长 45%、31%和 31%。2011 年-2013 年 EPS 为 1.99 元、2.6 元和 3.42 元，我们给予 2012 年 25-30 倍 PE，测算出的目标价格为 65 元-78 元，给予买入评级。

◆风险提示：大输液产品价格下滑风险；产品质量风险；产业整合与并购低于预期风险；新项目低于预期的风险。

一、大输液行业龙头企业，业绩增长稳定

公司是我国大输液行业中品种最为齐全、包装形式最为完备的医药制造企业之一，2010年，公司实现各类大输液产品产量 28.5 亿瓶/袋，销售约 26.46 亿瓶/袋，市场占有率约 33%，近年来公司玻瓶及塑瓶包装输液产品的市场占有率始终列全国首位；非 PVC 软袋包装输液产品的市场占有率稳居全国前三位。

截止2011年6月30日，公司生产和销售511个品种共847种规格的医药产品，其中生产和销售108个品种共245种规格的大容量注射剂，359品种共556种规格的其它剂型药品，以及44个品种共46种规格的原料药。另外，公司还拥有16个品种的医药包材产品，共获得34个药包材注册证。114种药品进入《国家基本药物目录》，被列入OTC品种目录药品85种，被列入医保目录药品287种，国家中药保护品种3种药品。

公司在四川、云南、辽宁、浙江、湖南等 15 个省份建立了 14 家大输液生产基地，同时 57 个销售片区覆盖我国除台湾、香港以外的所有省市地区，共有近 6000 余家各地级经销商，与公司直接建立长期业务关系的二级以上医院 2000 多家，各级经销商维护逾 25000 家包括二级以下医院在内的终端渠道，基本形成了全国性产业布局，较好的满足了大输液产品市场需求特点，有效消除了产品运输半径的制约。

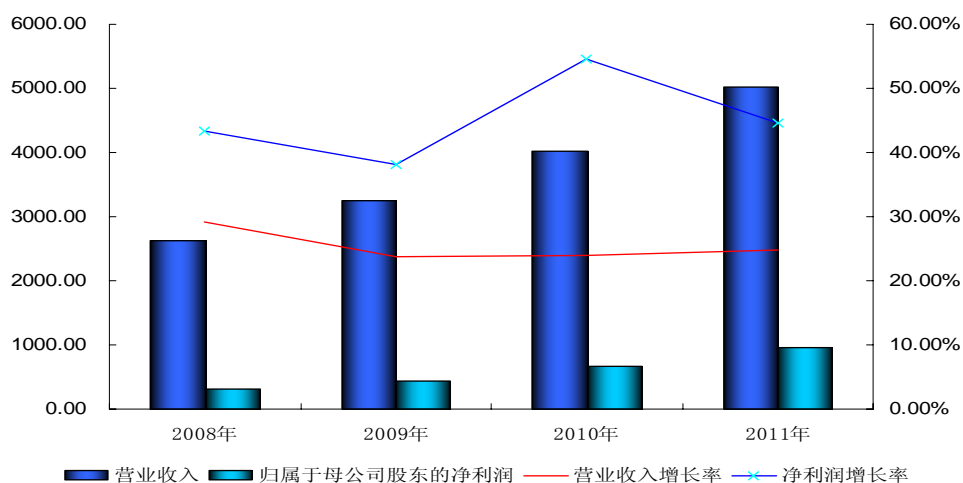
公司主要产品的毛利率均较高，尤其是自主研发的专利产品直立式软袋，其毛利率连续三年在 56%以上，高毛利带动公司业绩良性发展。2008 年-2010 年营业收入分别为：262139 万元、324599 万元和 402640 万元，增长率分别为 29.18%、23.83%、24.04%；2008 年-2010 年归属母公司股东的净利润分别为：30989 万元、42785 万元、66123 万元，增长率分别为 43.28%、38.07%、54.55%。公司近年来业绩增长稳定，净利润呈现快速增长，连续三年增速在 35%以上。我们预计 2011 年公司营业收入为 502558 万元，净利润为 958，分别比上年增长 25%和 45%。另外，大输液统一定价的政策有望出台，将制定合理的招标价格，公司将受益。

图表 1： 2008 年-2010 年主要产品毛利率情况

	2008	2009	2010
大输液产品	36.87%	39.03%	42.07%
其中：玻璃瓶	26.71%	28.97%	30.43%
塑瓶	47.96%	42.78%	42.77%
软袋	37.92%	38.05%	42.15%
直立式软袋	58.67%	56.24%	56.53%
非大输液产品	29.19%	34.78%	31.42%

资料来源：公司公告，航天证券研发部

图表 2： 2008-2011E 盈利情况（单位：百万元）



资料来源：公司年报，航天证券研发部

二、首创直立式软袋包装，产品发展符合行业趋势

由于大输液药品在使用上没有本质的区别，因此除了在药品质量方面，国内厂商的竞争主要还是体现在包装形式上。目前国内大输液包装形式分为玻璃瓶、塑瓶、软袋和直立式软袋四类，其中玻璃瓶包装是最主要的包装形式。但从欧美发展来看，大输液未来将逐渐淘汰玻璃瓶。目前美国使用软袋和塑瓶的比率达到 90%，欧洲达到 70%，印度也达到 50% 以上，而我国却只有 35% 左右。根据现阶段我国大输液产品格局的调整趋势，预计 3-5 年内，我国大输液市场将表现出“4-4-2”格局，即玻璃瓶和塑瓶输液产品各占 40% 的市场份额，软袋输液占 20% 的市场份额。

公司通过与四川大学、沈阳药科大学、中国医药大学等院校、科研院所合作的方式共同研发新型产品。公司研发的直立式软袋包装拥有多项专利技术，已获得 I 类包材批文并完成产品注册，属全球首创，该产品克服了非 PVC 软袋不能直立摆放、配液操作不便的缺陷，同时，使用后的空瓶可焚烧并直接转化为水和二氧化碳，环保性好。而其生产成本低于软袋、接近塑瓶，零售价格略低于软袋、高于塑瓶，目前在市场上尚未出现类似的竞争性产品。另外，公司还研发了液固双腔袋，该产品是目前国际上最先进的即配型包装输液产品，工艺要求高，只有欧美和日本等部分国家能够生产。目前已完成设备安装，等待 SFDA 注册审批，预计 2013 年前后可实现上市销售，届时有望提升在小针和冻干粉针市场的占有率。

公司近年来玻璃瓶包装产量比重以每年 10% 以上的速率递减，而软塑包装则以每年多于

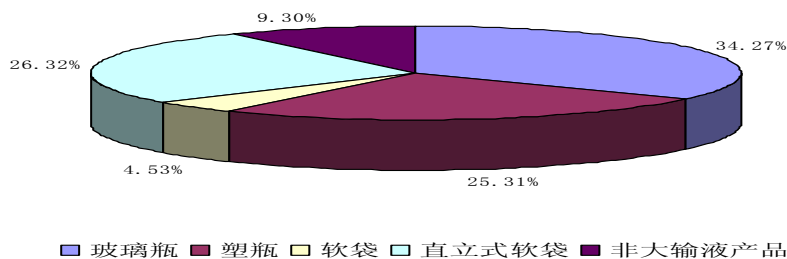
10%的速率递增。符合我国大输液未来发展趋势。

图表 3：公司按包装形式分类主要产品产量情况：

品名	占公司总产量的比重		
	2008	2009	2010
玻璃瓶	61.19%	50.89%	40.71%
塑瓶	24.10%	32.49%	34.32%
软袋	3.05%	2.85%	2.81%
直立式软袋	11.66%	13.77%	22.16%

资料来源：公司公告，航天证券研发部

图表 4：2010 年公司产品收入结构



资料来源：公司公告，航天证券研发部

三、通过产业链向上延伸，增强成本控制能力

公司生产所需原材料主要为包装材料、药物活性成分和辅料。除部分药物活性成分、玻璃瓶及组合盖自产外，绝大部分原材料通过公司供应部面向全国统一采购。2008 年-2010 年，包材和原辅料成本在公司营业总成本中的占比分别为 77.17%、75.49%和 80.83%，成本结构基本保持稳定。

图表 5：公司近年主要原料采购情况

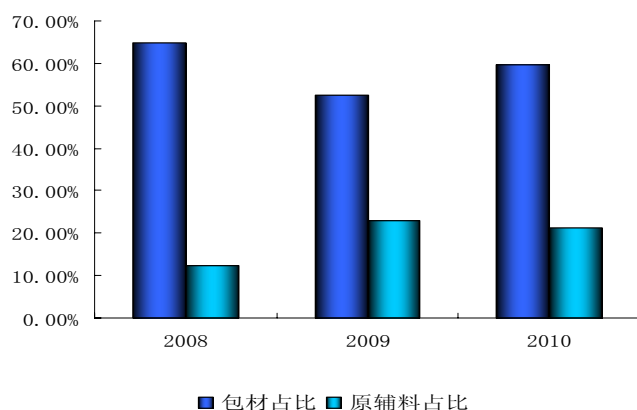
包装材料	2010 年采购量	采购均价（元）		
		2008	2009	2010
玻璃瓶（万支）	119347	0.31	0.28	0.33
纸箱（万套）	6146	3.26	2.94	3.09

胶塞（万支）	119882	0.14	0.1	0.09
铝盖（万支）	168671	0.03	0.03	0.033
聚丙烯粒料（万公斤）	2381	14.05	11.81	13.33
多层共挤膜（万平方米）	529.81	9.56	9.66	9.23
组合盖（万支）	110115	0.23	0.21	0.21
接口（万支）	8190	0.22	0.21	0.21
主要药物活性成分及辅料				
葡萄糖（公斤）	17504872	3.17	2.99	3.42
氯化钙（公斤）	3029548	1.9	2.1	1.91
左旋氧氟沙星（公斤）	27600	553.59	347.81	246.21
卵磷脂（公斤）	52645	1731	1666.66	1760.66
氧氟沙星（公斤）	4771	420.53	352.1	323.52
环丙沙星（公斤）	4751	256.17	255.78	239.54
右旋糖酐（公斤）	181567	55.84	55.5	55.56

资料来源：公司公告，航天证券研发部

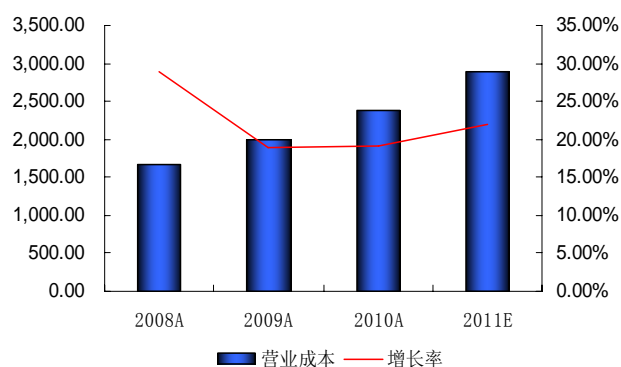
生产原料中包材占比最大，2008年-2010年，公司包装材料占营业总成本中的占比分别为64.92%、52.5%和59.73%。如果能够控制上游包材，将大大提高公司盈利。2011年初公司收购了上游企业君健塑胶。君健塑胶拥有塑料输液容器用聚丙烯组合盖（拉环式）、药用合成聚异戊二烯垫片和塑料输液容器用聚丙烯接口三个药品包装用材料和容器注册证；拥有两个万级（局部百级）净化车间，两条生产线。2010年组合盖、接口成本占公司包材的18.24%，收购上游包材，无疑会减少公司成本，同时公司一直与供应商维持良好的合作关系，其成本基本稳定。公司2008年-2010年成本增长率分别为28.94%、19.01%和19.21%。

图表6：主要原材料占比情况



资料来源：公司年报，航天证券研发部

图表7：2008-2011E 成本情况（单位：百万元）

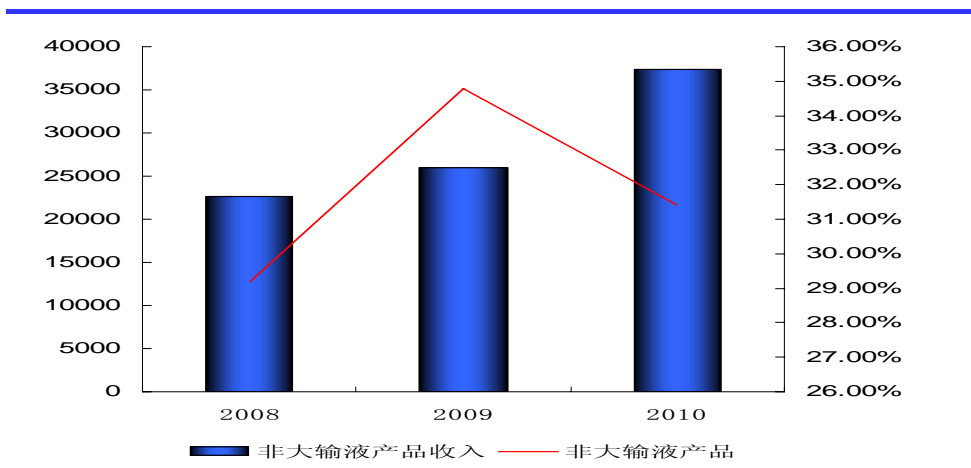


资料来源：公司年报，航天证券研发部

四、进行抗生素中间体项目，完善非输液类产品全产业链

公司在大输液稳步发展的情况下，逐步扩大非大输液业务版图。目前公司非大输液业务收入主要来源于子公司珍珠制药和中南科伦，两家企业分别主要生产中成药和西药抗生素普药品种，具备共计 357 个品种、485 种规格的非大输液产品生产能力，其中有 86 个品种进入了《国家基本药物目录》。非大输液业务其毛利率较高，同时，依托大输液销售网络优势及生产技术改造，未来非大输液在整体利润结构上将起到重要作用。

图表 8： 2008-2010 年公司非大输液收入及毛利率情况（单位：万元）

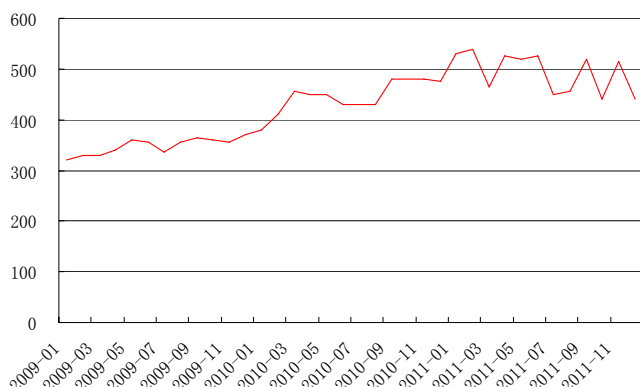


资料来源：公司公告，航天证券研发部

在巩固制剂产品的新市场和新产品的开发基础上，公司将重点进行中间体产品的市场开发。公司在 2011 年 3 月公告，将使用 164376.2 万元建设抗生素中间体项目。项目建成达产后年产硫氰酸红霉素 4800 吨，头孢中间体共 9000 吨。项目计划分两个阶段建设实施，计划四年全部建成。预计今年 10 月硫氰酸红霉素第一条生产线将投产。

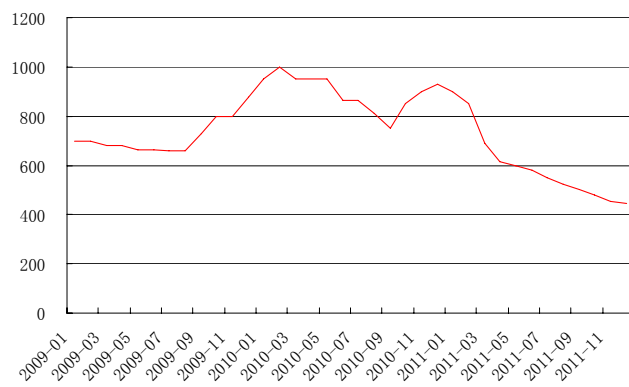
2010 年全球需求量在 1.2 万吨以上，市场增长率超过 25%。我国是全球第一大红霉素原料药生产国，国内产能 1 万吨，实际年产量约 7,000 吨，由于生产水平较低，产量增长缓慢，供不应求情况促使近两年产品价格上涨，基本在 400-540 元/千克之间。另外，硫氰酸红霉素可做兽药，市场空间较大。但目前国内硫氰酸红霉素扩产较多，粗略估计，未来 2-3 年内国内将有万吨新产能投产，届时市场竞争加剧，产品价格将出现波动。加上部分头孢系列产品价格不稳，因此，目前公司的抗生素中间体项目未来业绩难以预测，我们暂不将此项目过多的反映在 13 年的业绩中。

图表 9： 硫氰酸红霉素价格走势（单位：元/千克）



资料来源：wind，航天证券研发部

图表 10： 7-ACA-酶法价格走势（单位：元/千克）



资料来源：wind，航天证券研发部

五、通过并购进行产业集中，给予买入评级

2006年我国大输液行业钱十强企业生产集中度约为 23.37%，2007年提升至 44.1%，2008年达到 48.4%，集中度不断提高。我国目前约有 390 多家输液生产企业，大多数都在当地区域内进行销售。而在发达国家，生产企业数量较少，规模较大，市场比较集中。比如在美国，百特公司垄断了全美 80%的输液市场，贝朗公司和雅培公司占 20%左右的市场份额；在欧洲，大输液市场基本被费森尤斯卡比、贝朗、百特三大公司占领；在日本，大冢公司占有 50%左右的市场份额。国外的大型输液企业可以生产大约 200 个品种，产品以非玻璃输液为主。我们认为未来随着我国大输液行业由粗放式增长转向集约式增长，生产厂家数量进一步减少、行业集中度进一步提升将是大势所趋。

科伦药业在 2003 年到 2009 年间，先后花费 1.5 亿元并购了 13 家公司，其中，当年盈利在 100 万元 以上的仅仅两家，其他均处于亏损或微利状态。2009 年底，这 13 家公司的销售收入已达 14.62 亿元，占科伦药业总收入的 45%。公司正是通过灌输新的科学管理理念，使收购的亏损企业扭亏为盈，并通过模式复制，不断加强兼并之路。

我们预测公司 2011 年-2013 年营业收入分别为 50.26 亿元、70.56 亿元、101.65 亿元，比上年同期分别增长 25%、40%和 44%；营业利润分别为 11 亿元、14.61 亿元和 19.19 亿元，比上年同期分别增长 46%、33%和 31%；归属于上市公司股东的净利润分别为 9.56 亿元、12.49 亿元和 16.44 亿元，比上年同期分别增长 45%、31%和 31%。2011 年-2013 年 EPS 为 1.99 元、2.6 元和 3.42 元，我们给予 2012 年 25-30 倍 PE，测算出的目标价格为 65 元-78 元，给予买入评级。

六、风险提示

大输液产品价格下降风险；新版 GMP 标准对无菌药品高要求带来的产品风险；产业整合与并购低于预期的风险；项目开展需要较多的资金，存在资金短缺影响项目进程的风险；新项目发展低于预期的风险。

公司盈利预测 (单位: 百万元)

利润表 (百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4026	5026	7056	10165
营业成本	2374	2895	4062	5627
毛利	1653	2131	2994	4538
% 营业收入	41.10%	42.39%	42.44%	44.64%
营业税金及附加	31	35	49	71
% 营业收入	0.77%	0.70%	0.70%	0.70%
销售费用	592	694	917	1220
% 营业收入	14.70%	13.80%	13.00%	12.00%
管理费用	263	302	353	508
% 营业收入	6.50%	6.00%	5.00%	5.00%
财务费用	8	0	0	0
% 营业收入	0.20%	0.00%	0.00%	0.00%
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	754	1100	1461	1919
% 营业收入	18.70%	21.89%	20.70%	18.88%
营业外收支	21	20	0	0
利润总额	775	1120	1461	1919
% 营业收入	19.30%	22.29%	20.70%	18.88%
所得税费用	113	162	212	278
净利润	662	958	1249	1641
少数股东损益	0	2	0	0
归属于母公司所有者的 净利润	661.2	956	1249	1641
EPS (元/股) -摊薄	2.76	1.99	2.60	3.42

具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

投资评级说明:

—报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

—股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10~20%

中性: 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

—行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有, 未经事先书面授权, 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“航天证券”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

风险提示:

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。投资者对其投资行为负完全责任, 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。

航天证券有限责任公司

地址: 上海市曹杨路 430 号

电话: 021-62446688

网址: www.casstock.com