

科伦药业 (002422.SZ) 化学制药行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

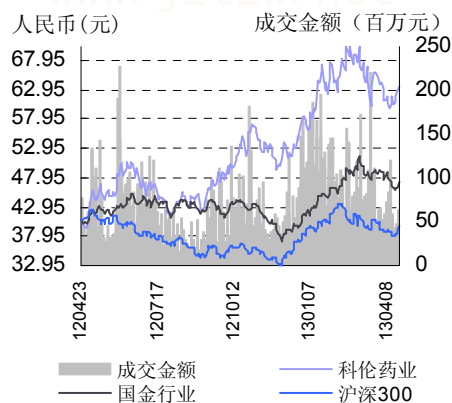
市价(人民币): 63.39元

立足输液, 短看非输液转型, 长看研发驱动;

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	222.96
总市值(百万元)	304.27
年内股价最高最低(元)	70.25/39.25
沪深300指数	2533.83
中小板指数	5258.57



相关报告

- 《转折确立, 逐步进入收获期;》, 2013.3.20
- 《成立北京上海研发中心, 转型趋势继续确立;》, 2013.1.29
- 《底部来临, 战略转型突破天花板;》, 2012.4.23

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

燕智 联系人
(8621)60870946
yanz@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	2.013	2.266	2.962	3.722	4.657
每股净资产(元)	16.33	18.34	20.70	24.25	28.76
每股经营性现金流(元)	0.71	0.84	2.38	4.06	4.97
市盈率(倍)	21.56	24.73	20.76	16.52	13.20
行业优化市盈率(倍)	20.28	23.67	27.00	27.00	27.00
净利润增长率(%)	46.11%	12.56%	30.74%	25.63%	25.13%
净资产收益率(%)	12.33%	12.35%	14.31%	15.34%	16.19%
总股本(百万股)	480.00	480.00	480.00	480.00	480.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **继续看好 2013 年转折点:** 我们近期走访了公司上下游、经销商, 更新了公司的近况。我们的基本结论是: 2013 年输液主业恢复增长确定性高, 非输液年内开始贡献利润、研发创新启动成为公司重要转折点。公司从 2013 年开始的投资大趋势机会比较确定。
- **输液板块稳定:** 输液板块经历了 2011 年基药招标影响后, 2012 年确认底部, 2013 年开始恢复正常增长。我们判断: 受 GMP 改造影响, 行业供需状况较好, 以产定销确定性高; 公司改造完成后下半年产能充分释放; 单一产品价格缓慢下降, 调结构导致平均价格提升。预计 2013 年输液板块利润增速 25% 以上。
- **非输液兑现收益:** 1) 塑料水针。预计首条线 5 个产品今年投产销售, 定价较好, 预计今年 6000 万支; 2) 新疆一期。产品表达水平高, 预计三季度确认收入, 我们预计全年有盈利; 3) 腹膜透析。正在做产能扩建, 预计明年开始有贡献; 4) 三腔营养液。已经上报产品注册, 预计明年开始有贡献。
- **研发创新启动:** 定位全国领先的研发团队开始构建, 在首席科学家王晶翼的带领下, 构建了研发梯队。1) 高附加值输液剂型。包括营养液、肿瘤药、麻醉药、造影剂等产品; 2) 高端药物的研发。包括大病领域的首仿、新型的给药剂型、创新分子的研发、生物制剂的开发; 3) 抗生素配套研发; 4) 生产基地的配套研发。公司以年 10 亿的利润为支撑, 研发基础稳固牢靠, 我们预计 3-5 年后会成为公司重要的利润贡献点。

投资建议

- 我们认为公司是拐点型企业, 2012 年底部、2013 年恢复、2014 年持续增长。公司在研发方面的布局, 为公司提供了更长期的投资价值。公司将逐步由输液向非输液转型, 投资机会逐步出现。

估值

- 我们维持预测公司 2013、2014、2015 年增长 30%、25%、25% 的可持续增长, 研发转型推动估值上升。目前 PE20 倍, 维持“增持”评级。

风险

- 招标的进程决定公司销量的增长。

内容目录

几大业务板块的分析展望：趋势向上	3
对输液板块的判断，确定性的回升	3
非输液板块，今年开始贡献利润	4
研发创新，今年开始启动，3-5年后转型研发推动型企业	6
附录：三张报表预测摘要	8

图表目录

图表 1：公司毛利率去年 1 季度见底	3
图表 2：个股输液领导者都成功实现向非输液的转型	4
图表 3：药品包装剂型示意图	5
图表 4：美国百特公司业务构成（销售收入，百万美元）	6
图表 5：主要化学药企业 2012 年研发支出情况	7
图表 6：公司扣非利润统计	7

中国价值投资网 最
www.jztzw.net

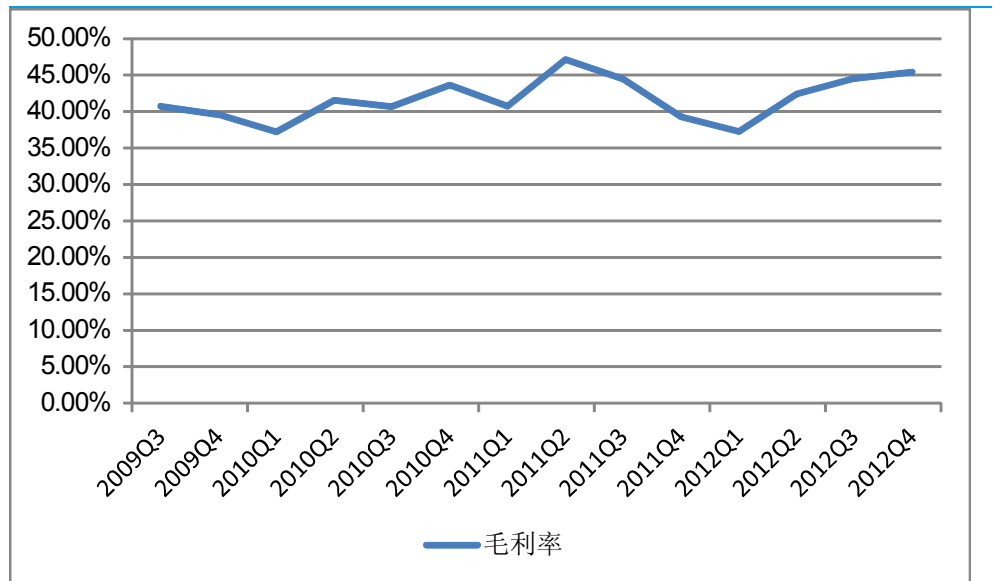
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

几大业务板块的分析展望：趋势向上

对输液板块的判断，确定性的回升

- 输液板块在 2011 年新一轮基药招标开始出现大幅降价后，逐步走向低谷。产品价格尤其是塑瓶价格大幅下滑。在 2012 年，结合 GMP 改造对产能的限制，公司的经营情况确立最底部。
- 从 2012 年第二季度开始，随着各地对基药最低价中标的修正，公司的产品价格体系逐步回升，开始出现基本面的修复。
- 进入 2013 年，我们判断输液板块将恢复确定性的增长：
 - 行业供需依然受制于 GMP 改造，整体供需格局略紧。这种局面对于价格体系的维护、对于率先完成 GMP 改造的大企业而言是机会。
 - 公司量的释放确定，上半年 GMP 改造全部完成，下半年正常生产。我们预计全年销量在 15-20% 的增长，其中高毛利的可立袋量增 25% 以上。
 - 公司价格稳中有升。公司年报披露去年已经开始对塑瓶类产品恢复性提价，从理性角度看，去年一季度的价格应该是最低点。另外随着高毛利的可立袋占比提高，综合产品价格有提升趋势。
 - 公司成本有进一步下降的可能。一是靠规模效应，二是靠创新。
- 综合而言，我们预计 2013 年输液板块，销量增长确定、价格同比提升、毛利率同比回升。

图表1：公司毛利率去年1季度见底



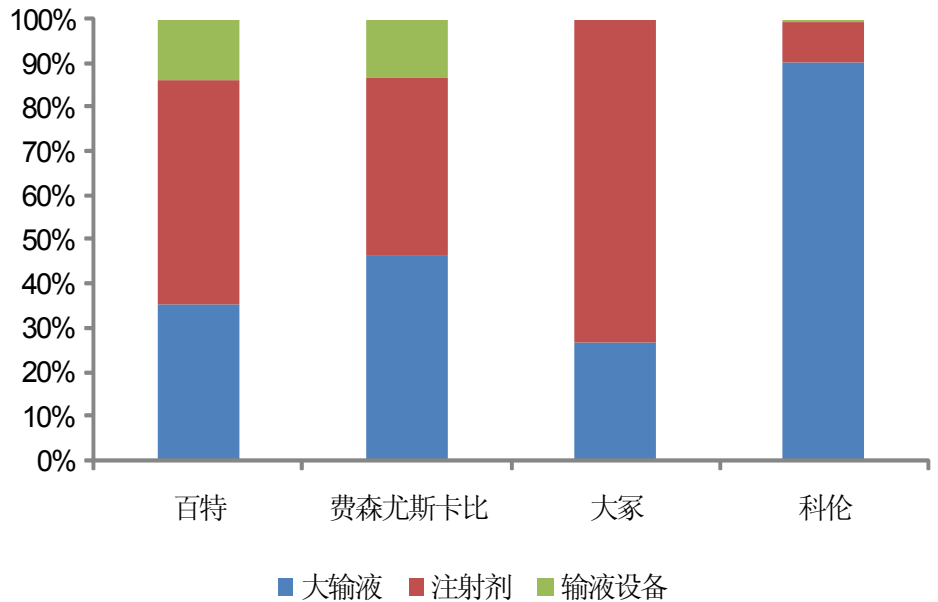
来源：国金证券研究所，公司年报

- 超预期的地方可能在新产品：
 - 一是 PP 软袋，去年山东科伦和贵州科伦获准生产，今年的招标情况决定今年的销量；
 - 二是双室袋的研发进展。

非输液板块，今年开始贡献利润

- 公司非输液板块 2012 年收入已经达到 7.7 个亿，同比增长 54%。优势品种如康复新液、西酞普兰增速都在 50% 以上。
- 我们看好公司由“输液向非输液转型”的战略，渠道优势、包材优势、管理优势决定了输液企业转型的便利性。从国外成熟企业的样本看，转型成功的概率非常高。

图表2: 各国输液领导者都成功实现向非输液的转型

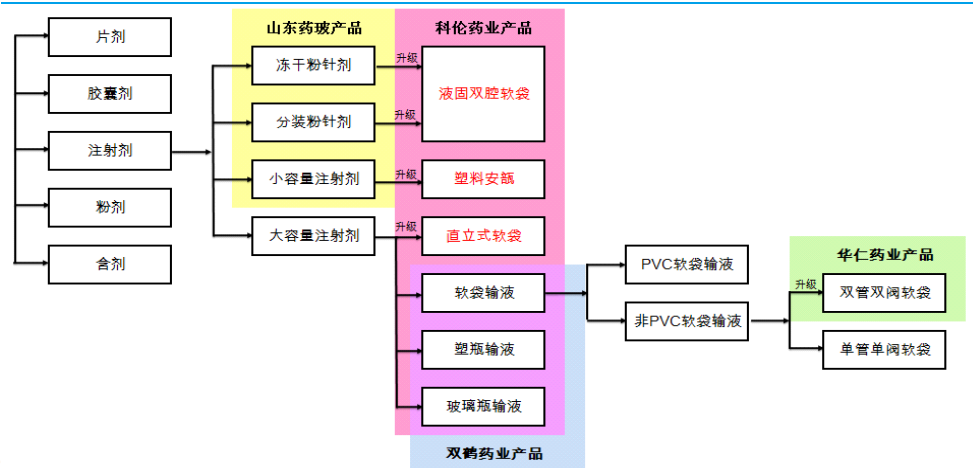


来源：国金证券研究所，公司年报

- 科伦药业已经成型的非输液产品包括：
 - 一、塑料水针——200 亿支的潜在市场容量。去年湖北科伦的塑料水针获准生产，是国内首家获得生产资质的企业。
 - (1) 水针市场容量不逊于输液。水针与大输液同等，属于主流注射剂剂型。我们预测目前全国水针销量超过 200 亿支，市场规模超过大输液。
 - (2) 塑料安瓿水针替代玻璃安瓿水针是国际小水针包装材料的发展趋势和潮流。塑料水针在安全性、环保性和方便性方面具有独特优势和重大推广价值，完全符合国家《医药工业“十二五”发展规划》医药包装的产业升级导向，我们判断随着国内企业逐步获批，将替代玻璃安瓿成为未来小水针的主流包装形式。
 - (3) 公司的塑料水针国内首家上市，我们预计定价会参考大冢产品，预计在 1 元以上。第一条线产能 6000 万支，2013 年可以产生收入、利润贡献。随着后续更大产能的生产线投入使用，塑料水针将最终成为公司重大产品之一。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表3: 药品包装剂型示意图

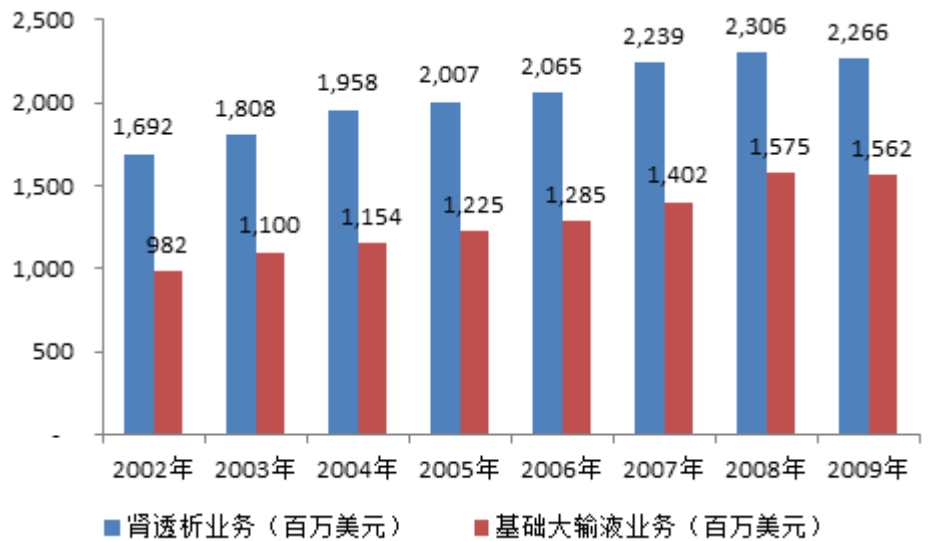


来源: 国金证券研究所

- **二、新疆项目——一期项目今年开花结果。**我们预计今年三季度开始会有收入、利润贡献。
 - (1) 项目一期工程硫氰酸红霉素中试车间一次性试车成功, 2012年6月2日中试生产出首批合格硫氰酸红霉素产品。2012年10月起进入分批调试阶段。
 - (2) 伊犁川宁于2012年7月获国家发展和改革委员会发展规划司“国家鼓励发展的内外资项目确认书”, 伊犁川宁新建抗生素中间体建设项目符合国家产业政策, 为国内投资鼓励项目。
 - (3) 新疆项目的战略目标是构建全产业链。为实现成为综合性现代药业集团的发展目标, 达成非输液类和输液类业务等强的格局, 公司充分利用在输液行业已形成的优势, 依托输液和抗生素产品在销售和临床使用上具有的协同效应, 积极推进非输液类业务的发展, 实施抗生素全产业链发展战略, 近年来通过收购广西科伦、组建新迪化工、吸收合并珍珠制药和中南科伦、新建伊犁川宁抗生素中间体项目、收购利君国际部分股权等措施, 初步构建了抗生素全产业链。
 - (4) 考虑到抗生素与输液的匹配程度, 该业务是输液企业最容易进入的领域。所以从成功的概率上来看也比较高。
- **三是腹膜透析——面向尿毒症大病种领域。**收购的青山利康腹膜透析公司正在进行扩产改造, 预计明年开始贡献。
 - (1) 肾透析业务也是非常适合输液企业进入的领域, 国外主要的透析巨头前身都是输液企业, 例如百特、费森尤斯等。我们通过美国最大的输液企业百特的报表就能看出, 肾透析业务的潜力。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表4: 美国百特公司业务构成 (销售收入, 百万美元)



来源: 国金证券研究所, 公司年报

- (2) 市场潜在容量大。对于终末期肾病患者数量的测算, 根据发病率和其他国家的参考数值, 我国目前存量患者有 150-200 万人, 每年新发病例 20 万人。终末期肾病的治疗方式有肾移植、血透、腹透三种, 由于肾源有限, 后两种是主要的治疗方式。目前我国一年进行透析 (腹透、血透) 治疗的人数约 25 万人, 治疗率不到 20%。因此, 无论对于血透、腹透而言, 都有较大的提升空间。
- (3) 科伦药业凭借渠道优势, 最有可能分享该行业的成长。但因为目前腹透贡献尚小, 还需等待产能的释放和市场的拓展。
- 四、三腔营养液——高附加值的营养液产品。目前氨基酸葡萄糖脂肪乳三腔营养液主要是外资品牌销售, 产品定价高、附加值高。公司目前产品已经报批, 国内进展领先。

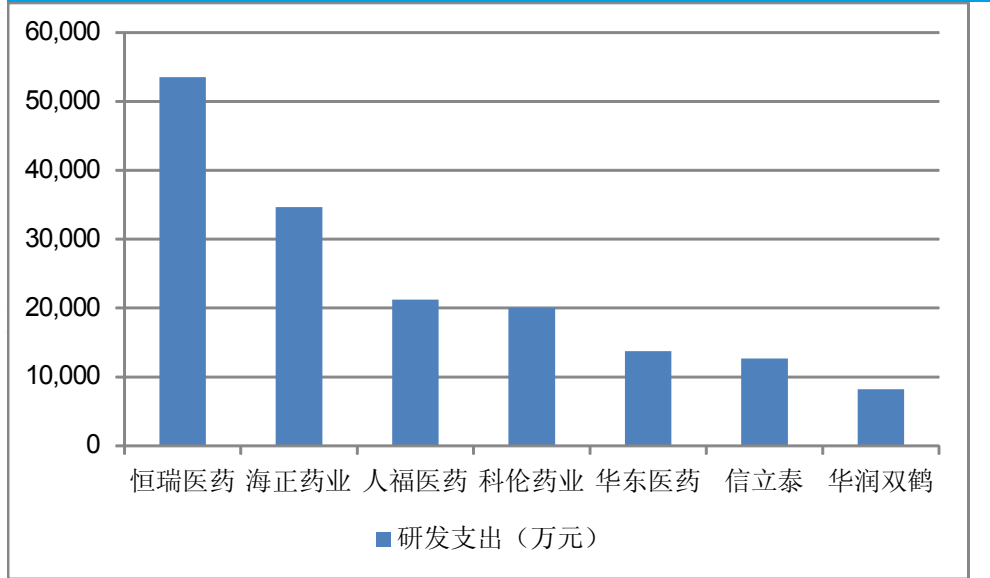
研发创新, 今年开始启动, 3-5 年后转型研发推动型企业

- 研发储备开始发力。2012 年末, 王晶翼博士加盟科伦, 结合公司发展战略, 对研发方向、组织结构进行了调整, 以“做好药、快做药”为工作核心, 专注于研发输液、抗生素以及高技术内涵药物, 引进人才, 设立北京、上海研发中心, 整合全球研发资源
- 研发思路务实、高效。公司沿着四大研发线路展开布局, 目前产品梯队已经构建。我们预计 3-5 年时间内, 将逐步成为公司重要利润来源:
 - 第一是, 高附加值的输液品种。包括肠外营养液、抗肿瘤、造影剂、麻醉药等;
 - 第二是, 重点开拓高技术内涵新品种。包括优秀仿制药的早仿/首仿 (治疗重大疾病的药物, 包括抗肿瘤药物、抗病毒药物、治疗代谢性疾病药物等)、创新小分子药物、新型给药系统、生物技术药四个领域。
 - 第三是, 与新疆项目配套的抗生素研发, 打通上下游。
 - 第四是, 各个生产基地的自有品种开发。
- 研发投入开始加大。去年公司研发投入 2 亿元, 规模已经在业内领先。
 - 公司现有各种研发阶段的新药 36 项, 其中 10 项新药正在进行临床研究 (有 6 项为有自主知识产权的创新性新药), 7 项新药已申报临

床, 8 项新药已获得临床批件, 1 项新药待申报生产, 10 项新药已申报生产。

- 公司现有 154 项仿制药正在进行临床前或申报生产前研究, 43 项仿制药申报生产。

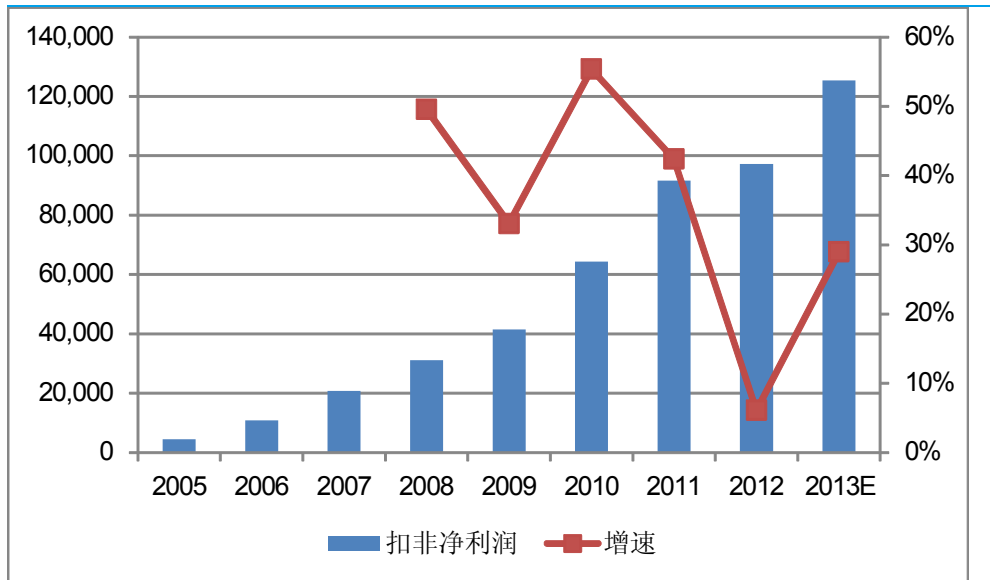
图表5: 主要化学药企业 2012 年研发支出情况



来源: 国金证券研究所, 公司年报

- 公司目前利润近 10 个亿, 在此基础上着力投入研发, 我们认为具有可持续性。在此规模的持续投入下, 预计 3-5 年时间, 可以为公司贡献一批具有竞争力的创新类产品, 培育成公司输液、非输液以外的第三增长发动机。

图表6: 公司扣非利润统计



来源: 国金证券研究所, 公司年报

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	4,026	5,148	5,885	7,219	8,705	10,580	货币资金	4,207	2,091	2,359	3,047	3,948	4,768
增长率	27.9%	14.3%	22.7%	20.6%	21.5%		应收款项	1,577	2,297	2,730	2,956	3,200	3,549
主营业务成本	-2,374	-2,945	-3,374	-4,048	-4,811	-5,827	存货	827	1,090	1,332	1,386	1,516	1,756
%销售收入	58.9%	57.2%	57.3%	56.1%	55.3%	55.1%	其他流动资产	124	186	886	142	168	204
毛利	1,653	2,203	2,511	3,172	3,894	4,753	流动资产	6,735	5,663	7,306	7,531	8,833	10,277
%销售收入	41.1%	42.8%	42.7%	43.9%	44.7%	44.9%	%总资产	76.6%	54.1%	48.9%	45.6%	45.7%	47.4%
营业税金及附加	-31	-44	-59	-65	-78	-95	长期投资	0	10	29	40	59	79
%销售收入	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	1,599	3,094	5,857	7,949	9,476	10,407
营业费用	-592	-692	-697	-736	-853	-984	%总资产	18.2%	29.6%	39.2%	48.2%	49.0%	48.0%
%销售收入	14.7%	13.4%	11.8%	10.2%	9.8%	9.3%	无形资产	446	1,223	1,349	974	954	934
管理费用	-263	-392	-519	-635	-749	-868	非流动资产	2,055	4,803	7,625	8,968	10,494	11,425
%销售收入	6.5%	7.6%	8.8%	8.8%	8.6%	8.2%	%总资产	23.4%	45.9%	51.1%	54.4%	54.3%	52.6%
息税前利润 (EBIT)	766	1,074	1,236	1,735	2,214	2,806	资产总计	8,790	10,465	14,931	16,498	19,327	21,702
%销售收入	19.0%	20.9%	21.0%	24.0%	25.4%	26.5%	短期借款	952	1,043	503	0	0	0
财务费用	-8	-3	-92	-243	-234	-262	应付款项	492	633	912	749	890	1,077
%销售收入	0.2%	0.1%	1.6%	3.4%	2.7%	2.5%	其他流动负债	101	494	973	285	275	308
资产减值损失	-4	-4	-11	-14	-33	-56	流动负债	1,545	2,171	2,389	1,034	1,165	1,385
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	140	34	2	2	2	2
投资收益	0	-7	2	0	0	0	其他长期负债	53	330	3,476	5,275	6,275	6,275
%税前利润	0.0%	n.a	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,738	2,534	5,867	6,310	7,441	7,662
营业利润	754	1,060	1,135	1,478	1,947	2,487	普通股股东权益	6,991	7,837	8,803	9,935	11,641	13,806
营业利润率	18.7%	20.6%	19.3%	20.5%	22.4%	23.5%	少数股东权益	61	94	261	253	244	234
营业外收支	21	58	134	160	120	100	负债股东权益合计	8,790	10,465	14,931	16,498	19,327	21,702
税前利润	775	1,118	1,269	1,638	2,067	2,587	比率分析						
利润率	19.3%	21.7%	21.6%	22.7%	23.7%	24.5%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-113	-157	-175	-224	-289	-362	每股指标						
所得税率	14.6%	14.0%	13.8%	13.7%	14.0%	14.0%	每股收益	2.755	2.013	2.266	2.962	3.722	4.657
净利润	662	961	1,094	1,414	1,777	2,225	每股净资产	29.128	16.327	18.339	20.698	24.253	28.763
少数股东损益	0	-5	6	-8	-9	-10	每股经营现金净流	0.622	0.714	0.839	2.383	4.058	4.972
归属于母公司的净利润	661	966	1,088	1,422	1,786	2,235	每股股利	0.000	0.500	0.250	0.250	0.250	0.250
净利率	16.4%	18.8%	18.5%	19.7%	20.5%	21.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.46%	12.33%	12.35%	14.31%	15.34%	16.19%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	7.52%	9.23%	7.28%	8.62%	9.24%	10.30%
净利润	662	961	1,094	1,414	1,777	2,225	投入资本收益率	7.98%	9.90%	8.21%	9.68%	10.48%	11.88%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	93	192	248	254	351	452	主营业务收入增长率	24.04%	27.85%	14.33%	22.67%	20.57%	21.55%
非经营收益	42	77	125	-3	114	164	EBIT增长率	37.72%	40.23%	15.08%	40.35%	27.59%	26.75%
营运资金变动	-652	-887	-1,062	-521	-295	-455	净利润增长率	54.55%	46.11%	12.56%	30.74%	25.63%	25.13%
经营活动现金净流	145	343	405	1,144	1,948	2,386	总资产增长率	163.69%	19.06%	42.67%	10.50%	17.14%	12.29%
资本开支	-645	-2,002	-2,760	-1,448	-1,712	-1,213	资产管理能力						
投资	-308	-609	-13	-10	-20	-20	应收账款周转天数	69.8	79.4	91.1	85.0	78.0	75.0
其他	-5	0	18	0	0	0	存货周转天数	109.3	118.8	131.0	125.0	115.0	110.0
投资活动现金净流	-958	-2,611	-2,755	-1,458	-1,732	-1,233	应付账款周转天数	57.2	61.9	75.8	62.0	62.0	62.0
股权募资	4,865	0	5	-170	40	50	固定资产周转天数	91.4	107.2	129.3	134.9	141.5	131.2
债权募资	-210	368	2,855	1,427	1,000	0	偿债能力						
其他	-23	-197	-220	-255	-354	-384	净负债/股东权益	-44.18%	-10.27%	15.68%	21.89%	19.59%	10.75%
筹资活动现金净流	4,633	170	2,640	1,002	686	-334	EBIT利息保障倍数	98.3	327.3	13.4	7.1	9.5	10.7
现金净流量	3,820	-2,097	290	688	902	819	资产负债率	19.78%	24.22%	39.29%	38.25%	38.50%	35.30%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	3	4	9
增持	0	0	8	9	24
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.73	1.71	1.72

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-04-25	增持	65.92	N/A
2 2012-02-12	增持	41.68	N/A
3 2012-02-29	增持	45.06	50.00 ~ 60.00
4 2012-03-27	增持	42.04	N/A
5 2012-04-23	增持	40.72	50.00 ~ 60.00
6 2013-01-29	增持	67.20	N/A
7 2013-03-20	增持	63.60	N/A

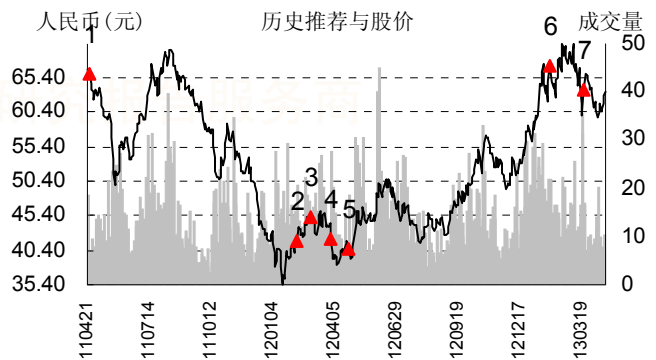
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券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, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。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, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net