

合理价格

72.6-84.7元

大输液龙头登陆

——科伦药业（002422）新股分析报告——

研究员

王剑辉
执业证号: S1250200010075
电话: 010-57631186
邮箱: wjhui@swsc.com.cn

发行上市资料

合理发行价格	85.4-97.6元
发行股数(万)	6000
申购日期	5月24日
发行后总股本(万)	24000
主承销商	国金证券

主要观点:

- **合理价格区间为 83.6 元-95.6 元** 我们预计公司投入计划生产之后, 2010-2011 年每股收益为 2.42 元和 3.26 元, 同比增长 35.8%和 34.5%; 公司在大输液业务上较其他大输液企业有多方面的竞争优势, 考虑目前整体市场仍有下跌预期的情况下, 我们认为首发上市 30-35 倍的市盈率较为合适, 对应的合理价格为 72.6-84.7 元。
- **大输液行业绝对龙头** 公司是大输液行业的龙头, 2009 年销售各类大输液产品约 22 亿瓶, 是同期行业另一寡头双鹤药业的 3 倍, 居国内大输液行业第一位, 近三年来市场份额一直维持在 20%以上的水平, 产品涵盖所有大输液品种, 其中, 25 个品种纳入国家基本药物目录。
- **产品结构调整加速, 利润增长加速** 公司作为行业龙头, 本次募集资金的用途主要是对产品升级换代, 调整产品结构; 产品的销售收入将呈现 15-20%左右的提升, 但是由于高毛利品种的占比迅速提升, 并且公司较强的成本控制能力, 使得利润增长将快于收入增长, 将持续 35%左右的增长速度, 高于行业水平。
- **行业的发展“更加”趋寡头, 有利于公司** 大输液行业整体上呈规模化竞争, 将在较快的时间内实现更集中的寡头垄断, 规模扩张是寡头企业巩固龙头地位的主要手段; 目前市场的两大寡头为公司和北京的双鹤药业, 08 年市场份额分别为 25%和 12%; 公司在大输液的产量、产能、品规以及专有包装技术, 在行业上都处于绝对龙头, 并且专注于大输液产品的运作; 此次募集获得充裕的资金之后, 可实行多区域的收购, 因此, 2011-2012 年公司的产量和产能将大于计划内投产的产能和产量, 收入和利润增长将有较大的弹性变化。
- **民营体制, 成本控制** 由于公司的产品市场特点, 规模扩张下, 成本控制是取得快速利润增长的关键, 这正是民营企业的特点; 公司在 07-09 年产量不断提升, 而产品均价呈略微下降的趋势, 因此收入增长速度放慢, 但公司的民营体质, 实现了强有效的成本控制效果, 毛利率和净利润率持续提升。本次 IPO 公司将获得充裕的资金, 我们预计将采取一些列的并购, 扩大公司规模, 较行业其他公司较强的成本控制力, 将是公司的一个重要竞争优势。

1. 投资要点

要点简述

- 行业绝对龙头，产品规格涵盖齐全，募集投产后，规模优势将进一步体现；
- 募集投产对产品升级换代，调整收入结构，高毛利产品比例逐渐提高，收入增长或将维持在行业平均增长水平，但净利润增速将呈 40%左右的增速；
- 专注大输液行业，将较明显的获益行业增长和市场产品格局变化带来的利好；
- 制剂业务发展依靠全国的销售网络，将实现快速增长，增加公司毛利空间；
- 超募资金有利于公司规模扩张的外部并购，进一步加大公司的龙头优势；
- 民营体质，成本控制能力强。

在不考虑公司未来横向并购的产量增加的情况下，我们预计公司 2010-2011 年，IPO 之后的每股收益为 2.42 元和 3.26 元，剔除增发股份，同比每股收益增幅分别为 35.8%和 34.5%。

(百万元,元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	2621	3246	3658	4196	4818
净利润	310	428	573	766	964
EPS(元)	1.72	2.38	2.42	3.26	4.02

数据来源：西南证券研发中心

主要假设

- 公司通过成本控制，在产品降价的趋势下，基本维持现有产品的毛利率；
- 公司在募集之后，产能呈间断性的逐步释放。

主要风险

- 产品降价快于预期；
- 产品结构调整慢于预期；
- 转固后，资产减值损失较大。

表 1 收入结构预测

(万元/瓶/袋)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
玻璃瓶						
产量	106693	107637	113198	112400	106780	101441
收入	115079	136044	135115	128878	121210	114573
增长 (%)		0.182182	-0.00683	-0.04616	-0.0595	-0.05475
塑料瓶						
产量	27841	42385	72282	88446	112691	153100
收入	40146	54856	86039	106068	133793	179951
增长 (%)		37%	57%	23%	26%	34%
软袋						
产量	3785	5363	6337	7691	9046	10400
收入	8599	13105	15423	19221	22153	25215
增长 (%)		52%	18%	25%	15%	14%
直立式软袋						
产量	9771	20508	30633	33944	37256	35600
收入	20582	34806	61195	71623	77823	73621
增长 (%)		69%	76%	17%	9%	-5%
液固双腔软袋						
产量				1500	4000	6000
收入				9210	24806	36836
增长 (%)					169%	49%
大输液部分合计	184406	238812	297772	334999	379785	430197
增长 (%)		30%	25%	13%	13%	13%
非大输液部分	18116	22693	25962	30000	39000	48750
增长 (%)		25%	14%	15.5%	30%	25%
其他业务收入	411	635	864	864	864	864
营业收入总计	202933	261504	323735	375863	440649	518061
增长 (%)		29%	24%	13%	14.7%	14.5%
毛利	73177	94204	124628	150542	185180	218619
综合毛利率 (%)	36%	36%	38%	41%	44%	45%

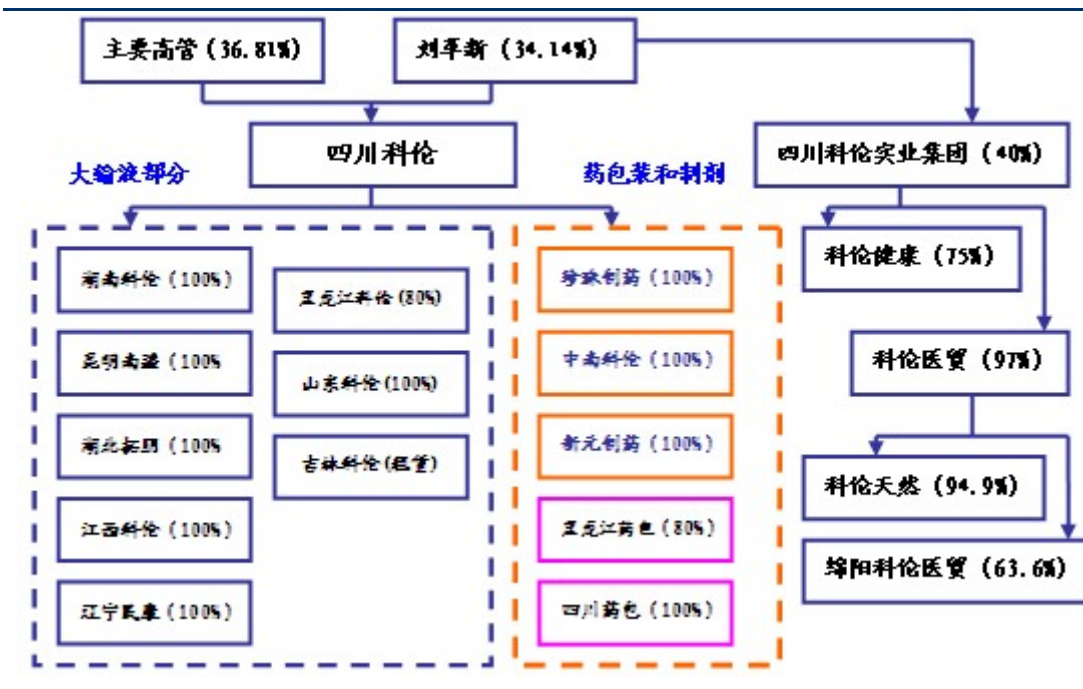
数据来源: 西南证券研发中心

2. 公司基本情况

公司是以现任董事长刘革新先生为主要发起人，由原来的四川科伦大药厂改制重组而来；业务主要从事医药研究、开发及生产销售。大输液是公司的主导业务，现有共计 96 个品种、219 种规格的大输液产品，是目前国内输液行业中品种最为齐全和包装形式最为完备的医药制造企业；另有以子公司珍珠制药和中南科伦为主的中西药制剂业务。

在国家推进去产能过剩，增加行业集中度的大背景下，公司的基本发展导向为，以大输液业务为主，继续扩大公司在行业的规模，对现有低端输液包装进行升级换代，同时发展中西药制剂业务，以 OTC 产品为依托，加强实施公司的品牌建设。

图 1 科伦药业及科伦集团主要控股架构



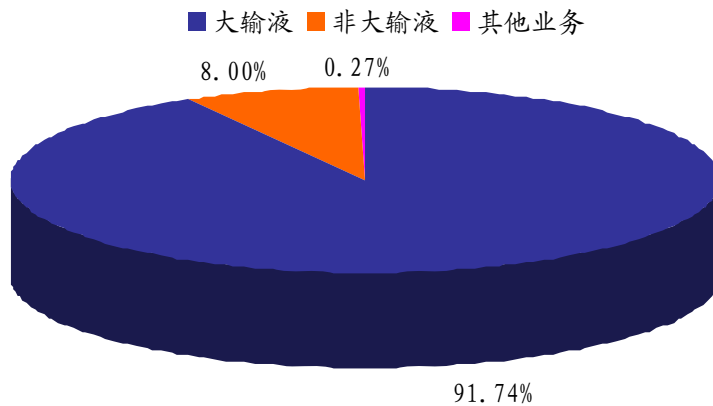
数据来源：公司招股书

以科伦医贸为主的科伦实业是四川最大的医药商业公司，由于医药商业毛利润较低，为保证上市公司整体质量，本次上市并未纳入上市公司其中。公司通过改组，已在 2002 年成为民企体质，董事和主要高管人员持有公司的主要股权，为公司发展和业绩增长提供了动力。

3. 业务分析

公司是大输液行业的龙头，2009 年销售各类大输液产品约 22 亿瓶，是同期行业另一寡头双鹤药业的 3 倍，居国内大输液行业第一位。2006 年公司收购了从事非大输液业务的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制剂产品，共计 276 个品种、396 种规格的非大输液产品。其中，25 个品种的大输液产品和 67 个品种的非大输液产品纳入国家基本药物目录。

图 2 公司收入构成



数据来源：公司招股书

3.1 大输液业务

3.1.1 大输液的行业情况

大输液主要是区别于小针剂的输液产品，是日常治疗使用最为普遍的一种剂型之一。大输液产品按临床用途分类，主要分为体液平衡用、治疗用药、营养用输液以及血容量扩张用四大类别。其中，前三类是国内目前使用较为普遍，包含主要的普药类品种如葡萄糖输液、氯化钠输液、葡萄糖氯化钠输液、替硝唑输液、氧氟沙星输液、氨基酸输液等；血容量扩张国内使用较多的是羟乙基淀粉输液。

由于产品使用上，大宗大输液药品没有本质上的区别，国内厂商的竞争，除了在药品质量上，最重要的是包装形式。目前国内大输液包装形式为玻璃瓶、塑瓶、软袋和直立式软袋，其中软袋包装分为 PVC 软袋和非 PVC 软袋包装。玻璃瓶包装是目前最主要包装形式，软袋包装主要是非 PVC 软袋包装，直立式软袋是最新的包装形式，为科伦药业全球首创，具有专利保护，是公司本次募集扩张的主要包装形式之一。

表 2 不同大输液包装比较

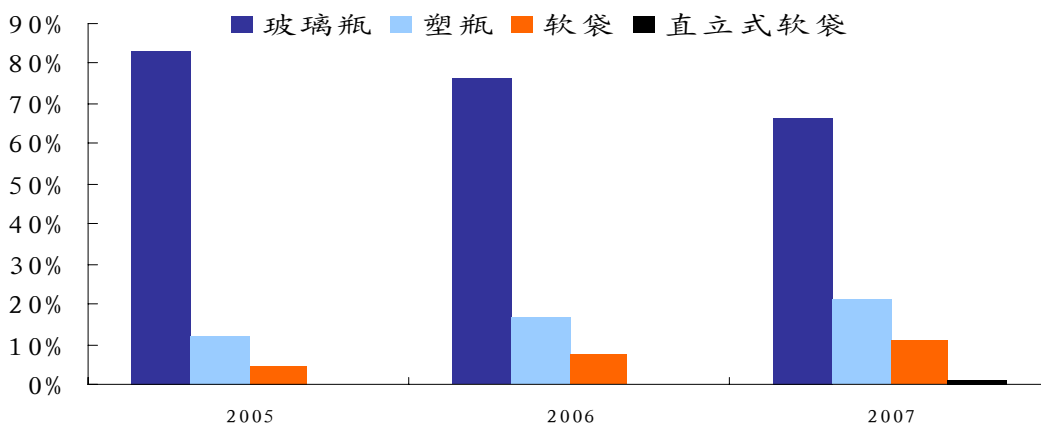
包装形式	玻璃瓶	塑瓶	软袋	直立式软袋
化学稳定性	较好	好	好	好
抗冲击	差	好	好	好
透明度	好	较好	好	好
口部密封性	较差、易污染	好、不易污染	好、不易污染	好、不易污染
胶塞接触药液	是、易污染	否，不易污染	否，不易污染	否，不易污染
是否容易磨损	是，脱落物和隐形裂伤易污染	否，无脱落物和隐形裂伤	否，无脱落物和隐形裂伤	否，无脱落物和隐形裂伤
使用方法	需空气回路，易二次污染	需空气回路，易二次污染	自身产生负压，无需空气回路，安全性高	自身产生负压，无需空气回路，安全性高
临床使用习惯	习惯	习惯	不习惯	习惯
运输	重量大，运费高，易破损	重量轻，运费低，不易破损	重量轻，运费低，不易破损	重量轻，运费低，不易破损
价格及成本	价格低，成本低	价格高于玻璃瓶、成本与玻璃瓶相近	价格高、成本高	价格略低于软袋，成本略低于塑瓶

数据来源：公司招股书

软包装市场份额逐步上升

大输液在药品使用上，基本属于大宗普药品种，其随着医药行业的增长而自然增长，自95年到2008年以来，年复合增长率为14.44%。玻璃瓶包装在运输、存储和稳定性等方面受到较大限制，市场份额不断下滑，从2004年以前的超过80%市场份额，下降到07年的66.6%。而相对的，软包装系列具有其不具备的优势，且由于市场竞争尚不充分，毛利空间较高，市场份额上升明显。

图3 四种包装的市场份额

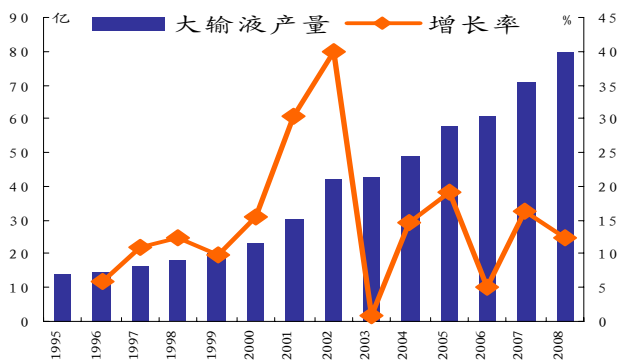


数据来源：公司招股书

行业集中度将进一步提高

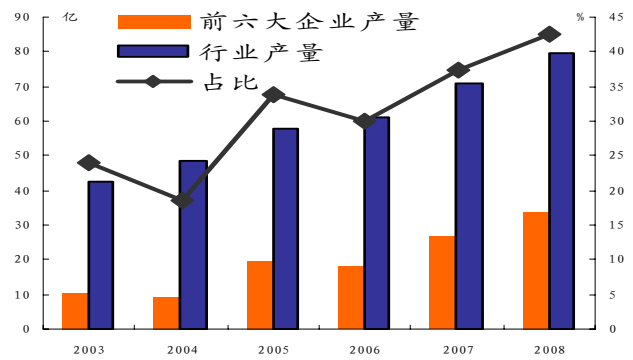
我国大输液整体处在发展初期，行业集中度较低，前十名集中度不到50%。而同时，行业低端玻璃瓶包装产能过剩，国家药监局2010年医药科技发展规划要求尽快淘汰部分玻璃瓶输液，并且由于玻璃瓶有较强的运输半径限制，优势企业的规模和行业集中度将进一步提升，预计我国未来大输液将呈现“4（玻璃瓶）-4（塑瓶）-2（软袋）”的格局。

图4 行业已迈入稳步增长的道路



数据来源：公司招股书

图5 市场集中度提升



数据来源：公司招股书

3.1.2 公司的竞争优势

作为大宗药品，规模、成本控制力和产品结构优势，是行业竞争的要点。

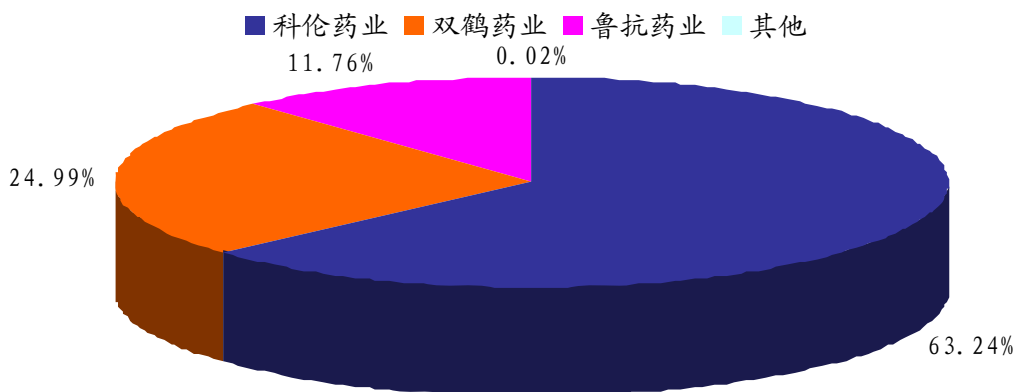
规模竞争优势

目前我国输液行业仍然处于低端竞争，玻璃瓶包装产量仍占主导地位，有一个较长的去产能过剩时间。与其他去过剩产能的制造行业一样，具有规模优势，并能够在去产能过剩中实现产品升级的企业将胜出。

大输液的产品特征，使得地方企业有较大的经营半径限制，行业内的中小企业多局限在区域内经营。为降低物流成本，行业内优势企业一般采取全国性生产布局与经营模式，以有效消除产品运输半径的制约。

科伦药业至 2002 年以来，扩张迅速，目前已实现全国布局，是行业内销售范围最广的大输液企业，在产量及销量上已成为行业最大的企业，08 年市场份额为 25%，远远领先于行业其他寡头。

图 6 公司处于行业龙头地位

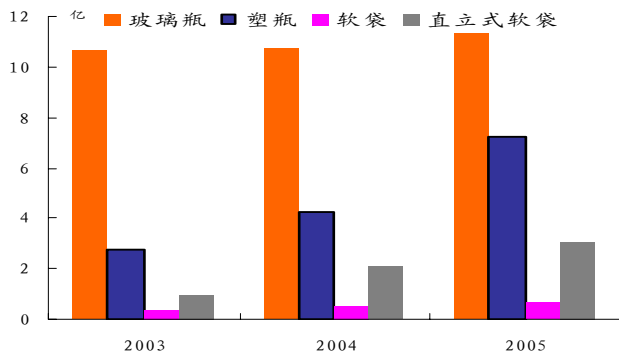


数据来源：公司招股书

产品升级换代增加毛利

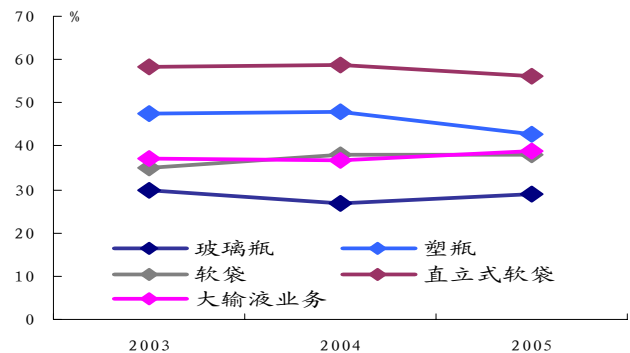
作为大输液龙头，公司在产品结构调整上，也几随行业的变化，软包装销量的上升明显提高了公司的毛利率。

图 7 公司各类包装产量情况



数据来源：公司招股书

图 8 软塑系列包装产量比重的提升公司毛利率



数据来源：公司招股书

另外，公司自主研发的直立式软袋，是国内市场上一种创新的专利独有技术，在全球范围内均属首创。其包装输液产品兼具其他包装形式输液产品的优点，而且生产成本低于软袋、接近塑瓶，零售价格略低于软袋、高于塑瓶，在降低能耗和环境保护方面也有巨大的价值，是目前输液产品中最具市场竞争力的产品，代表着未来中国输液产业发展的方向。

销售网络遍及 收益新医改

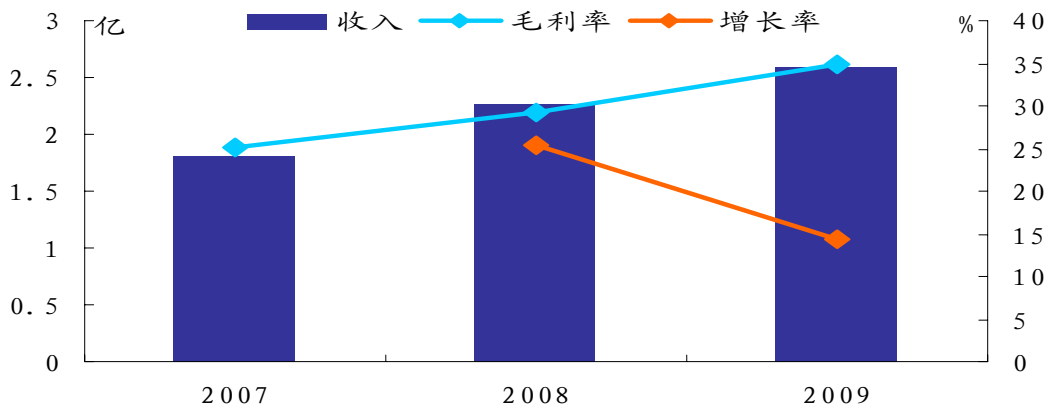
公司品规齐全，较常用的大输液药品基本涵盖，如基本药物左氧氟沙星、甲磺酸培氟沙星等。在基本药物目录实施下，公司目前的基本药物大输液品种供不应求，在实行“三班倒”的加班赶工情况下，急需产能扩张。

四川及西南地区是基层医疗的大市场，县乡众多，农村人口众多，基数低。集团旗下的科伦医贸是四川及西南地区最大的医药商业流通企业之一，销售深度广，有利于公司满足医改扩容下的需求膨胀。

3.2 非大输液业务

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，产品主要是一些普药品种。非输液业务起步相对较晚，但由于其毛利率叫大输液高，在公司未来整体利润结构上将有很重要的作用。因此，首先是借助大输液的销售网络加大普药品种销售，同时加大新药研发，以增加收入增长点，扩大制剂业务规模。我们认为，公司遍布全国的大输液销售网络，能较快的促进制剂业务的增长速度。

图 9 非大输液业务将呈快速增长

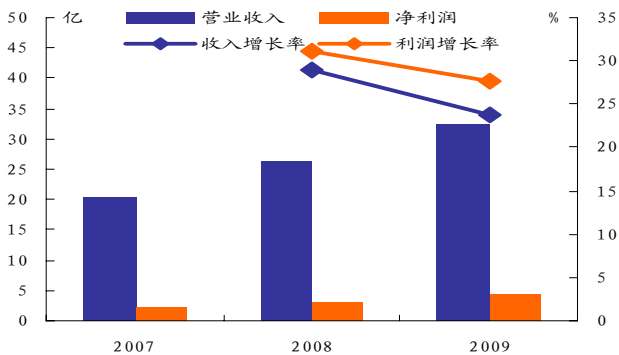


数据来源：公司招股书

4. 财务分析

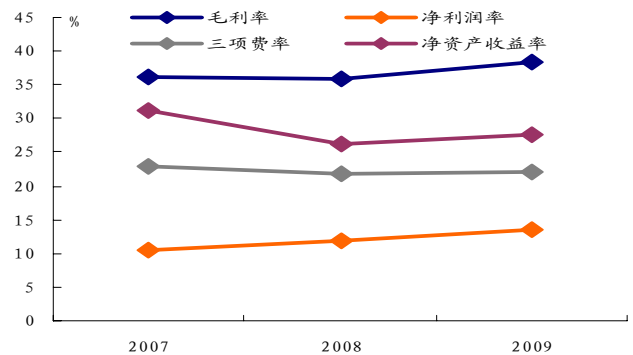
由于公司的产品市场特点，规模扩张下，成本控制是取得快速利润增长的关键。公司在07-09年产量不断提升，而产品均价呈略微下降的趋势，因此收入增长速度放慢。当公司的民营体质，实现了强有力的成本控制效果，毛利率和净利率持续提升。

图 10 收入增长速度放慢 但净利润增长较快



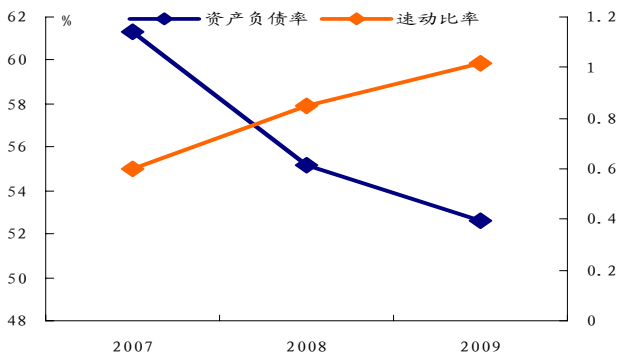
数据来源：公司招股书

图 11 成本控制有效 各项业绩指标持续提升



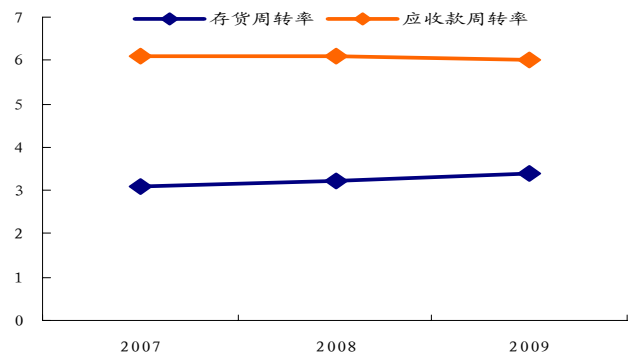
数据来源：公司招股书

图 12 偿债能力持续提升



数据来源：公司招股书

图 13 货物及账款周转保持稳定



数据来源：公司招股书

本次 IPO 肯定超募，公司将采取一系列的并购，扩大公司规模，较行业其他公司较强的成本控制力，将是公司的一个重要竞争优势。

5. 募集资金情况

公司本次拟向社会公开发行人 6000 万股新股，所募集资金扣除发行费用后将全部用于 13 个项目的投资，投资总额为 149107.33 万元。投资项目主要分为三大类，第一类主要是对目前的大输液业务进行扩能技改，大力发展软塑包装类新型产品，并积极拓展大输液行业的高端产品市场；第二类是对非大输液业务的投入；第三类是公司研发中心改造建设项目。

表 3 募集资金投资及预期收益情况

(万元)	项目名称	投资额	达产后年收入	净利润	投资收益率	回本年限
科伦药业	扩建直立式聚丙烯输液袋生产线	7247.94	27420	5180	84.08%	3.4
珍珠制药	二期改扩建项目	7061.01	27122	2497	47.16%	5.7
江西科伦	塑瓶输液扩产项目	6495.09	10918	1572	32.28%	5.5
科伦药业广安分公司	扩建塑瓶输液生产线项目	7996.89	21690	2826	41.57%	5.1
科伦药业	扩建软袋输液生产线项目	21274.84	31646	8025	44.38%	4
湖南科伦	新建液固双腔软袋输液生产线项目	20545.79	36855	7520	48.80%	5.2
昆明南疆	输液生产基地整体改造建设项目	15055.4	33175	3819	33.82%	5.3
辽宁民康	新增塑瓶输液生产线项目	9056.16	11970	2260	33.28%	5.1
山东科伦	新增塑瓶输液生产线项目	12030.01	21940	2638	29.24%	6
黑龙江科伦	新增塑瓶输液生产线项目	7424.66	11615	2172	39.01%	4.9
湖北拓朋	塑瓶输液技改工程项目	11441.14	22924	3258	37.97%	5.3
中南科伦	原有生产线技术改造工程项目	18475.4	39754	5695	41.10%	5.9
科伦药业	研发中心改造建设项目	5003.09				
合计		144104.3	297029			

数据来源：公司招股书 西南证券研发中心整理

塑瓶的扩建项目主要以四川以外的分公司为主，通过公司的成本和集团整体优势，与各地区大输液企业产生竞争，而四川地区主要是高毛利产品的升级换代。项目的达成应是在募集之后三年内，而大部分的塑瓶设备应当在明年下旬即可实现生产。全部达产后，公司的收益将翻番，年利润增长超过现在 1.5 倍。

表 4 募投后各类包装大输液产能

(亿瓶/袋)	2009	募集新增	达产后产能
玻璃瓶包装	11.54	-0.4	11.24
软塑包装	塑瓶	7.36	15.31
	软袋	0.64	1.04
	直立式软袋	3.15	3.56
	液固双腔软袋	0	0.6
合计	22.69	10.05	31.75

数据来源：公司招股书

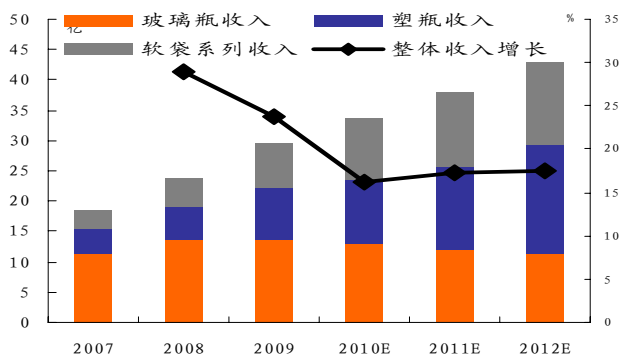
产品结构上,公司顺应行业发展趋势,玻璃瓶、塑瓶和软袋基本呈现“4-4-2”的格局,整体毛利率也持续提升。

6. 投资建议

公司作为行业龙头,本次募集资金的用途主要是对产品升级换代,调整产品结构。产品的销售收入将呈现 15-20%左右的提升,但是由于高毛利品种的占比提升,并且公司较强的成本控制能力,使得利润增长将快于收入增长,呈 35%左右的增长速度,高于行业水平。

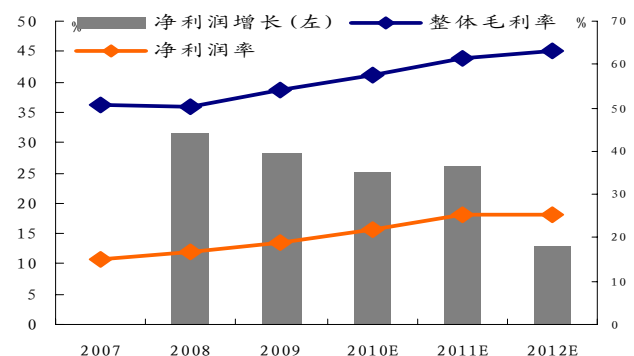
大输液行业整体上,将在较快的时间内实现更集中的寡头垄断,规模扩张是寡头企业巩固龙头地位的主要手段。目前市场的两大寡头为公司和北京的双鹤药业,08 年市场份额分别为 25%和 12%。公司在大输液的产量、产能、品规以及专有包装技术,在行业上都处于绝对龙头,并且专注于大输液产品的运作。良好的盈利能力,我们肯定公司此次将超募,充裕的资金可实行多区域的收购,因此,2011-2012 年公司的产量和产能将大于计划内投产的产能和产量,收入和利润增长将有较大的弹性变化。并且公司销售网络遍布全国,制剂的销售也将实现高速增长。我们预计公司投入计划生产之后,2010-2011 年每股收益为 2.42 元和 3.26 元。

图 14 非玻璃瓶包装收入占比将逐渐增大



数据来源: 西南证券研发中心

图 15 产品结构调整导致净利润增长较快



数据来源: 西南证券研发中心

表 5 可比上市公司估值情况

	2010EPS	2011EPS	2010PE	2011PE
西南药业	0.316	0.308	35.94	36.88
双鹤药业	0.95	1.14	28.3	23.64
太龙药业	0.11	0.16	70.54	48.5
丰原药业	0.15	0.2	52.6	39.45
平均值			46.86	37.12

数据来源: 西南证券研发中心

上述企业均为大输液产量较大,且占比较大的上市公司。鉴于公司产品结构调整较快,辅以制剂业务的快速发展,利润将呈现远高于行业的增长水平;并且相对于双鹤药业的大输液业务(占其总营业收入的 23%,毛利的 31%)相比,公司的业绩将更直接受益基层医疗的普药扩容,和产品升级换代带来的业绩快速增长,首发募集成功,将更加拉大与双鹤药业的距离。因

此,公司多方面的竞争优势,但同时在目前整体市场仍有下跌预期的情况下,我们认为首发上市 30-35 倍的市盈率较为合适,对应的合理价格为 72.6-84.7 元。

资产负债表(百万)	2008A	2009A	2010E	2011E	利润表(百万)	2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	341	517	2497	2704	营业收入	2621	3246	3659	4196
应收票据	365	493	556	637	营业成本	1673	1991	2153	2345
应收账款	476	615	693	795	营业税金及附加	20	26	29	33
预付款项	35	48	63	78	销售费用	394	501	565	640
其他应收款	17	27	31	35	管理费用	131	172	176	193
存货	577	595	644	701	财务费用	47	46	52	60
固定资产	646	746	724	1167	营业利润	353	506	685	927
在建工程	48	137	68	580	营业外收支净额	-2	16	16	16
无形资产	80	80	79	77	税前利润	352	522	701	943
资产总计	2656	3333	5355	6774	减: 所得税	41	88	118	159
短期借款	814	1077	1077	0	净利润	311	434	583	784
应付票据	154	172	186	880	归母公司净利润	310	428	581	782
应付账款	369	323	345	1353	少数股东损益	1	6	2	3
应交税费	24	45	59	67	基本每股收益	1.72	2.38	2.42	3.26
长期借款	10	90	90	90	稀释每股收益	1.72	2.38	2.42	3.26
负债合计	1466	1754	1781	2416	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E
股东权益合计	1180	1579	3574	4358	成长性				
现金流量表(百万)	2008A	2009A	2010E	2011E	营收增长率	29.2%	23.8%	12.7%	14.7%
净利润	311	434	583	784	EBIT 增长率	41.6%	37.8%	32.4%	33.9%
折旧与摊销	0	0	93	140	净利润增长率	43.3%	38.1%	35.8%	34.5%
经营活动现金流	221	251	575	2435	销售净利率	11.8%	13.2%	15.9%	18.6%
投资活动现金流	234	319	0	-1092	ROE	26.3%	27.1%	16.3%	17.9%
融资活动现金流	146	189	362	-1137	ROIC	17.38%	16.78%	12.89%	18.40%
现金净变动	601	758	937	206					
期初现金余额	103	341	517	2497					
期末现金余额	704	1100	1454	2704					

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成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提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100140

电话：(010) 57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>