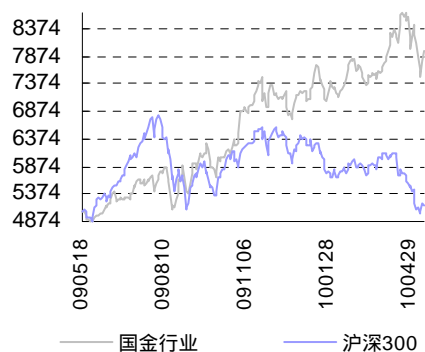


上市定价(人民币): 85.00-95.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	68.27
市场优化平均市盈率	29.70
国金医药生物指数	7982.06
沪深300指数	2868.02
上证指数	2696.63
深证成指	10330.14
中小板指数	5629.78



大输液龙头企业，产业升级领跑者

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	1.722	2.377	2.576	3.497	4.552
每股净资产(元)	6.52	8.71	27.67	31.34	36.10
每股经营性现金流(元)	1.23	1.39	2.39	3.17	4.11
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	36.07	64.09	64.09	64.09	64.09
净利润增长率(%)	43.28%	38.07%	44.50%	35.76%	30.17%
净资产收益率(%)	26.41%	27.29%	9.31%	11.16%	12.61%
总股本(百万股)	180.00	180.00	240.00	240.00	240.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论与建议

- 公司主营业务为大输液的生产和销售, 2009年销量22亿瓶(袋), 市场份额排名第一。产品基本涵盖所有的输液品种, 年销售额32亿元, 过去三年复合增速33%; 年净利润4.3亿元, 过去三年复合增速51%, 具有规模大、高成长的特点。
- 大输液行业未来的发展判断: 龙头企业引领产业升级, 集中度提升。
 - 大输液行业的发展历史显示, 供需力量的对比决定着行业的浮浮沉沉。目前行业供需力量处于相对均衡的时期, 对公司有利。
 - 大输液行业目前正在经历产品由软塑包装替代玻璃瓶的升级, 在这个过程中, 龙头企业凭借规模和技术优势, 可以获得更大的市场份额。
 - 从国外大输液发展的历史可以看出, 行业集中度的提升是必然趋势。目前国内的龙头企业, 将拥有整合行业的机遇, 做强做大。
- 科伦药业未来发展判断: 大输液龙头企业地位巩固, 其他业务均衡发展。
 - 作为大输液的龙头企业, 在行业的发展中站在最有利的地位。凭借产业升级的先行优势, 龙头地位将进一步巩固。公司可能成为国内大输液行业的整合者, 快速发展势头能够持续。
 - 着力开拓非输液领域。公司充分发挥在输液领域业已形成的优势, 利用输液产品与非输液产品的联动效应, 开拓非输液产品市场, 在未来十年使非输液产品形成和输液类产品等强的格局。
- 公司计划募集资金14.9亿元, 主要投向软塑包装大输液项目。达产后公司软塑包装生产能力增加10亿瓶(袋), 市场份额将进一步提高。我们预测公司2010、2011、2012年发行后全面摊薄EPS为2.576元、3.497元、4.552元, 增速分别为44.50%、35.76%、30.18%。
- 参考绝对估值和相对估值, 我们认为公司的合理价值区间为84.66-95.31元, 对应2010年动态PE为33-37倍。

李敬雷 联系人
(8621)61038219
lijingl@gjqz.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130208070242
(8621)61038218
huangting@gjqz.com.cn

李龙俊 联系人
(8621)61038315
lilj@gjqz.com.cn

内容目录

大输液行业分析：龙头企业的舞台将越来越大	4
大输液是我国常用治疗制剂.....	4
行业历史：供需情况波动指引行业浮沉.....	4
行业现状：产品结构升级主导目前市场.....	7
行业前景：高集中度实现稳定竞争局面.....	8
科伦药业是大输液的龙头企业，竞争优势明显	9
主要产品的市场占有率全部排名第一	9
作为龙头企业规模区域优势非常明显	10
公司在技术升级产品换代上遥遥领先	12
能够通过成本控制实现明显价格优势	14
公司经营基本情况分析：简单、高效、稳定.....	15
公司股权以自然人持股为主.....	15
公司的销售和研发体系健全.....	16
公司的财务指标较正常稳定.....	17
公司前景分析：大输液继续做强，其他业务均衡发展	18
大输液升级领跑者，市场份额继续扩大.....	18
借助联动效应，非输液业务快速发展	19
募投资金项目分析：扩产软塑包装，加快产品结构调整.....	20
盈利预测及估值.....	22
盈利预测	22
绝对估值	22
相对估值	23
风险提示	24
附录：三张报表预测摘要	错误！未定义书签。

图表目录

图表 1：大输液主要产品（按用途分类）	4
图表 2：我国历年卫生机构床位数及增长率.....	5
图表 3：我国历年医疗保险覆盖人数(单位：亿人)	5
图表 4：我国历年大输液产量统计	5
图表 5：我国历次涉及大输液的政策统计	5
图表 6：行业供给波动与政策事件的关系示意图	6
图表 7：我国大输液行业发展简史.....	6

图表 8：双鹤药业大输液产品毛利率变动情况.....	6
图表 9：大输液市场过去十年产业格局变动示意图.....	7
图表 10：国内大输液产品包装形式变化趋势.....	7
图表 11：国内外大输液包装形式构成对比.....	7
图表 12：我国大输液行业集中度不断提升.....	9
图表 13：我国大输液集中度与国外比有差距.....	9
图表 14：国内前十大大输液生产企业市场份额.....	9
图表 15：国内前十大大输液生产企业产量.....	9
图表 16：公司 2006-2008 年度主要产品的市场占有率.....	10
图表 17：公司产品按包装形式分类产量占比情况.....	10
图表 18：国内大输液企业毛利率统计.....	11
图表 19：目前国内两大输液龙头企业地域布局比较示意图.....	12
图表 20：不同大输液包装形式的优缺点比较.....	13
图表 21：公司在产品升级换代方面优势明显.....	13
图表 22：公司产品结构按销售量统计.....	14
图表 23：公司产品结构按销售额统计.....	14
图表 24：公司与其他输液企业相比产品均价较低.....	15
图表 25：公司与其他输液企业的毛利率基本相当.....	15
图表 26：公司股权结构图.....	15
图表 27：公司销售及结算模式图.....	16
图表 28：公司过去三年销售收入统计.....	17
图表 29：公司过去三年净利润统计.....	17
图表 30：公司主要财务指标情况.....	17
图表 31：公司未来引领产业升级示意图.....	19
图表 32：公司目前大输液是绝对主营业务.....	20
图表 33：公司未来将两条腿走路（示意图）.....	20
图表 34：公司募集资金项目投向统计.....	21
图表 35：大输液募集资金项目新增产能.....	21
图表 36：绝对估值的基本假设条件.....	22
图表 37：公司绝对估值敏感性分析.....	23
图表 38：公司同类可比公司最新估值情况统计.....	23
图表 39：公司分产品销售收入预测.....	24

大输液行业分析：龙头企业的舞台将越来越大

大输液是我国常用治疗制剂

- 输液是指经静脉途径滴注输入人体内的大容量注射剂，一般指超过 50ML 容量的注射液。在临床上主要用于调整体内水和电介质以及酸碱的平衡，提供人体必需的碳水化合物、脂肪、氨基酸以及维生素等营养成分，改善血容量等多种生理功能，治疗各种疾病。在我国，大输液具有使用广泛，用量巨大的特点，98%的住院病人都使用输液产品作为基本治疗手段。
- 大输液产品按其临床用途分类，主要分为体液平衡用输液、治疗用药物输液、营养用输液以及血容量扩张用输液四大类别。

图表1：大输液主要产品（按用途分类）

大输液类别	主要产品
体液平衡用输液	有葡萄糖输液、氯化钠输液、葡萄糖氯化钠输液、复方氯化钠输液等
治疗用药物输液	替硝唑输液、氧氟沙星输液、左旋氧氟沙星输液、甲硝唑输液、环丙沙星输液、诺氟沙星输液等
营养用输液	有氨基酸输液、脂肪乳输液、碳水化合物（糖类）输液、微量元素输液等
血容量扩张用输液	右旋糖酐输液、羟乙基淀粉输液以及改性明胶输液

来源：招股说明书，国金证券研究所

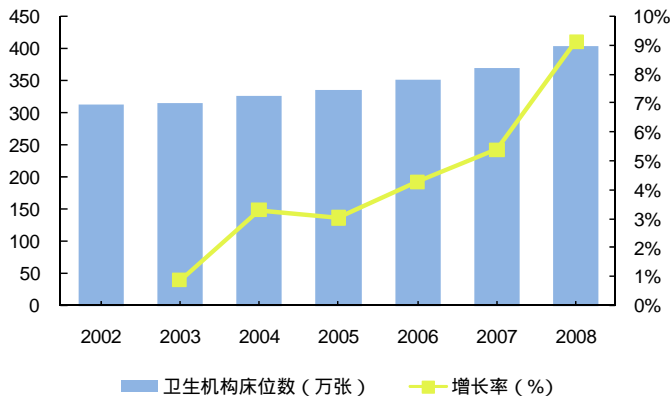
- 大输液产品按其包装形式分类，国内市场主要包括玻璃瓶、塑瓶、软袋和直立式软袋四种形式，其中软袋包装分为 PVC 软袋和非 PVC 软袋包装。随着材料技术的进步，新的包装形式不断出现。

行业历史：供需情况波动指引行业浮沉

- 从需求来看，大输液作为基础性用药，需求与医疗卫生状况的发展水平密切相关。在我国当前市场情况下，我们认为决定大输液需求的关键因素有：卫生费用、床位数、医保体系等等。
 - ◆ 国情现状决定卫生费用保持持续增长。改革开放以来，我国医疗卫生行业呈现出强劲的增长势头，2000-2007 年我国医疗卫生总费用的复合增长速度 13.73%，这是医疗卫生需求的根本。
 - ◆ 卫生机构床位数持续增长并逐步加快。根据卫生部公布的历年卫生机构总床位数的变化情况，2002-2008 年我国卫生机构总床位数以 3.2% 的复合增长率增长。
 - ◆ “新医改”刺激基础医疗需求不断释放。（1）医疗供给数量增多。截至 2008 年底，我国 98% 的地级以上城市、93% 的市辖区和一半以上的县级市都不同程度地开展了社区卫生服务，全国设立社区卫生服务中心（站）已达到 2.43 万个，较 2005 年增加 42%。（2）医保体系不断健全。城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险和新农合三大体系的建设，实现了对城乡居民的全覆盖。截止到 2008 年底，全国参合农民达 8.15 亿人，参合率为 91.5%，与 2006 年相比，增加 4.15 亿人；截至 2008 年底，我国城镇职工基本医疗保险参保人数达到 2 亿人；我国城镇居民基本医疗保险人数从 2007 年底的 4,291 万人增加至 2008 年底的 1.17 亿人，增长率为 172%。

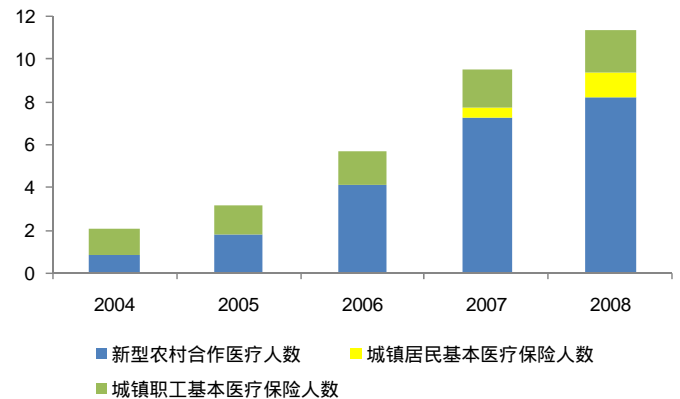
- ◆ 随着我国医疗卫生行业的持续增长，各项医疗卫生制度改革不断深化，以及我国人口老龄化速度的加快，加之人民生活水平提高对医疗保健的日益重视，预计我国大输液行业整体市场需求将持续增长。

图表2：我国历年卫生机构床位数及增长率



来源：招股说明书，国金证券研究所

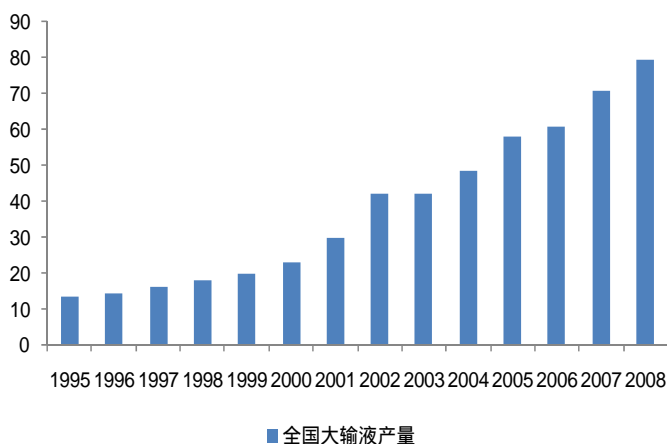
图表3：我国历年医疗保险覆盖人数(单位：亿人)



- 从供给来看，2008年全国大输液产量近80亿瓶（袋），比2002年增加38亿瓶（袋），年复合增长率为11.2%，保持了较快增长。从具体结构看，市场供给情况除了与需求变动保持一致以外，政策推动、技术变革也是重要的决定因素。

- ◆ 政策推动。纵观行业历史，大输液产能（产量）的每一次扩张、缩减，都与政策的波动有密切关系。例如，1999年8月24日，原国家药监局正式印发《关于实施〈药品生产质量管理规范〉有关规定的通知》，要求大输液和粉针剂生产必须在2000年底前达到GMP要求。于是，1/3的企业和3700余家医疗机构大输液制剂室被关停淘汰，保留下来的近400家大输液生产企业则迎来了短暂的市场春天。类似的情况还有多次，如下图所示。
- ◆ 技术变革。在大输液产能出现过剩的情况下，新材料、新技术的应用就显得尤为关键。例如从2004年开始，国内大输液行业展开了新一轮的产品升级。能够较快开发、上市新包装形式产品的企业，在产能扩张中就占据了主动。

图表4：我国历年大输液产量统计

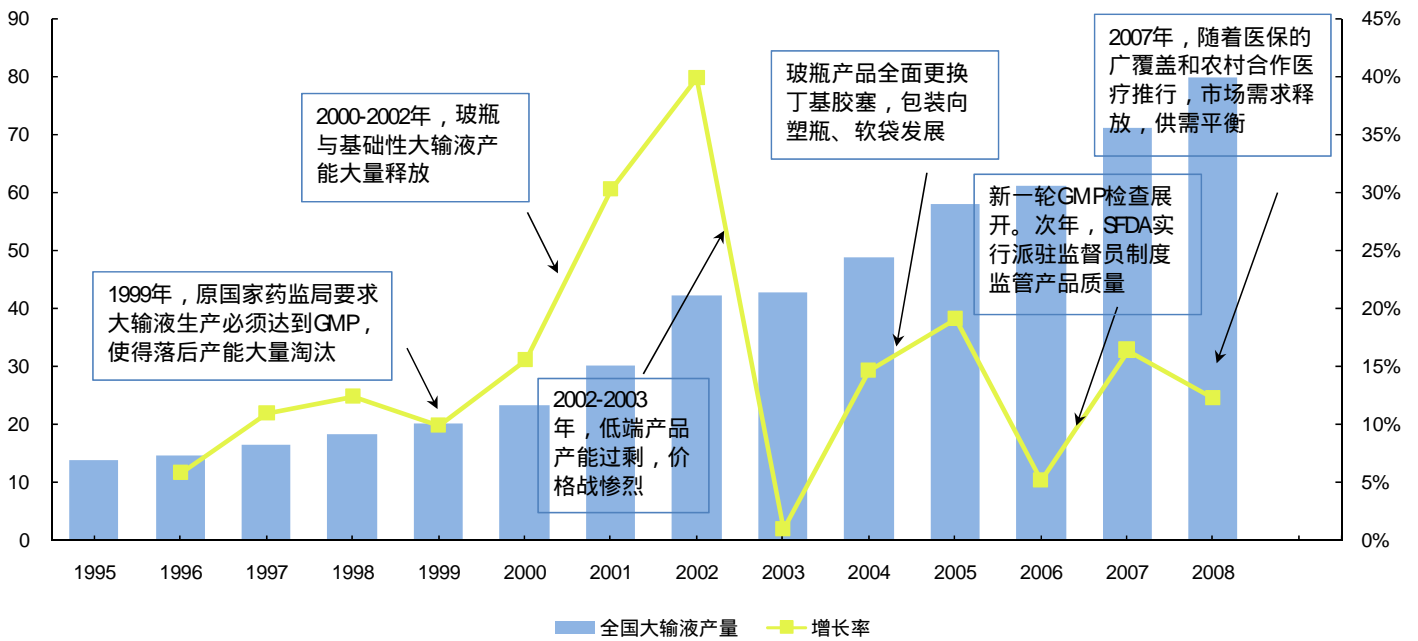


来源：招股说明书，国金证券研究所

图表5：我国历次涉及大输液的政策统计

时间	政策实践	影响
1999年	原国家药监局正式印发《关于实施〈药品生产质量管理规范〉有关规定的通知》，明确要求大输液和粉针剂生产必须在2000年底前达到GMP要求	1/3的企业遭到关停淘汰
2001年	《医疗机构制剂配制质量管理规范》(试行)颁布实施，各省、市药监局抓住核发《医疗机构制剂许可证》的契机参照药厂的GMP标准及时制定换证验收条件，并进行严格的换证验收	全国越3700家生产条件差的医院制剂室被撤消。
2005年	国食药监注[2005]13号文件《关于进一步做好淘汰普通天然胶塞工作的通知》明确规定：从2005年1月1日起禁止所有药品采用普通天然胶塞包装	玻璃质量标准提高，成本上升
2006年	“参数放行”制度开始在部分企业试行，之后企业可自愿申请	对药品质量管理提出了目标规划
2007年	SFDA对注射剂、生物制品和特殊药品三类高风险品种的生产企业试行派驻监督员制度，整顿药品市场秩序。	进一步加强对行业的质量监管
2007年	SFDA起草了化学药品、多组分生化药及中药注射剂的技术指导原则，组织制订了《注射剂安全性检查项目指导原则》、《注射剂中15种常用辅料及相关杂质测定方法》	严格注射剂技术审查标准，提高了注射剂品种及常用注射用辅料的质量标准
2007年	国家和各地食品药品监督管理局对生产企业进行专项整治，对辖区内生产企业实施GMP情况进行了全面检查	截止当年4月，吊销《药品生产许可证》5家，收回《药品GMP证书》128家，停产整顿168家，限期整改2025家

图表6：行业供给波动与政策事件的关系示意图



来源：招股说明书，相关政策性文件，国金证券研究所

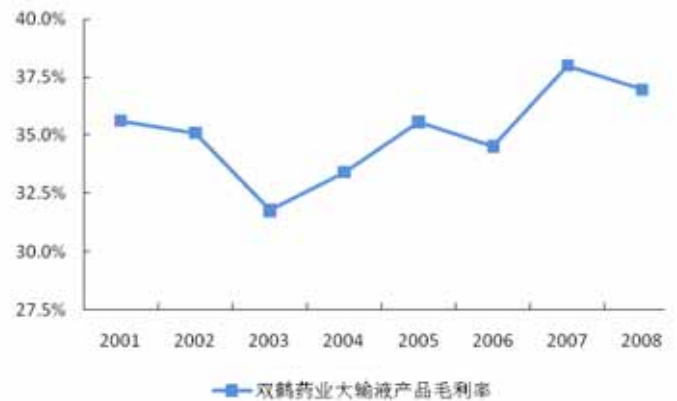
- 从供需的匹配关系来看，需求的持续增长、供给产能的不断扩张，二者力量的对比，决定了行业的浮浮沉沉。我们把国内发展史总结为如下几个阶段：
 - ◆ 2000年之前，自然增长期。这段时间供需基本匹配，盈利稳定。
 - ◆ 2000年-2003年，变革期。这段时间行业的特点是，在新版GMP认证政策的推动下，带来了产能的淘汰，以及后续的快速扩张，为后续产能过剩埋下伏笔。
 - ◆ 2003年-2006年，动荡期。这段时间行业的典型特点，产能过剩引发价格竞争，企业的盈利能力出现下降（见毛利率图），但同时为了摆脱困境，龙头企业开始技术变革引发产业升级（塑软包装替代玻璃瓶）。
 - ◆ 2006年至今，需求拉动期。这段时间行业的特点是随着医改的推进，需求快速增长，过剩产能得到消化，同时产业升级持续进行。最新的行业现状，请见下一章节的分析。

图表7：我国大输液行业发展简史

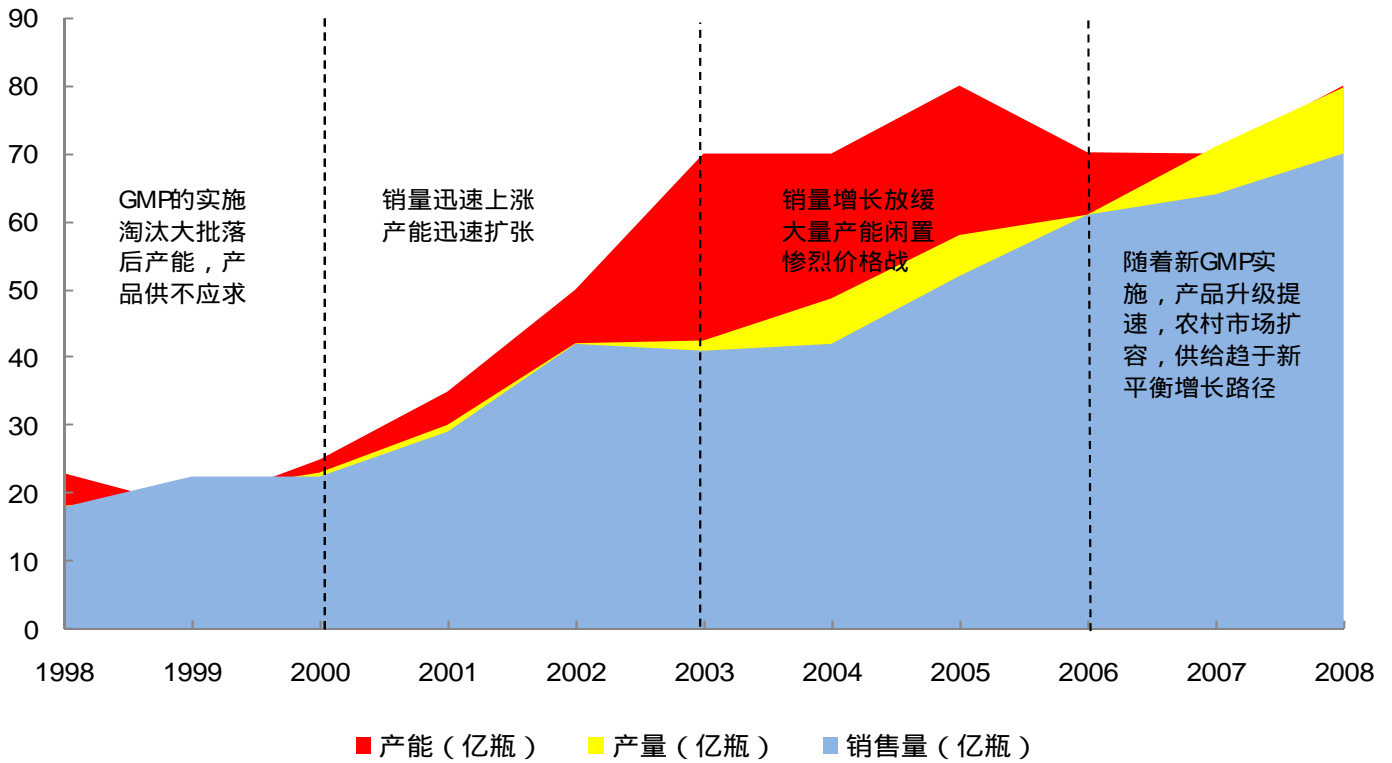
时间	事件	对行业的影响
1999年	原国家药监局明确要求大输液和粉针剂生产必须在2000年底前达到GMP要求。	1/3的企业和3700余家医疗机构大输液制剂室被关停淘汰。
2000-2002	之前的供给短缺引发投资热潮，产能快速上升	市场产销两旺
2003-2005	销量增速放缓，产能集中释放	大量产能闲置，价格战爆发，500毫升普通输液价格降至每瓶1元
2006	产品包装由玻璃瓶向软袋和塑瓶升级，并开始着重研发营养性输液、治疗性输液品种	玻璃瓶产能逐步淘汰，市场集中度上升
2006底	新GMP要求实施，派驻监督员制度严控质量标准	落后产能进一步淘汰
2007	医疗保险的广覆盖和农村合作医疗的逐步实施	市场需求提速

来源：招股说明书，相关公司年报，国金证券研究所

图表8：双鹤药业大输液产品毛利率变动情况



图表9：大输液市场过去十年产业格局变动示意图

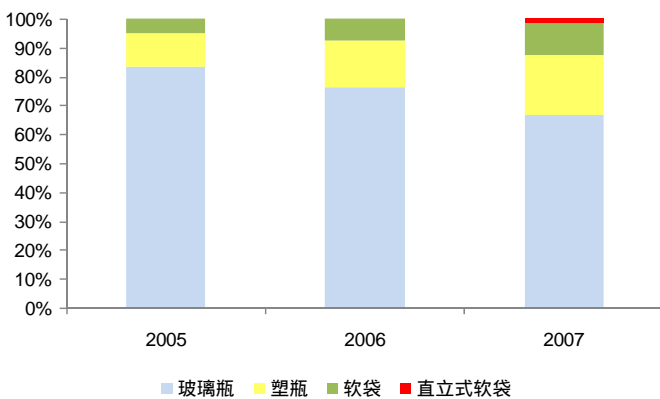


来源：招股说明书，国金证券研究所

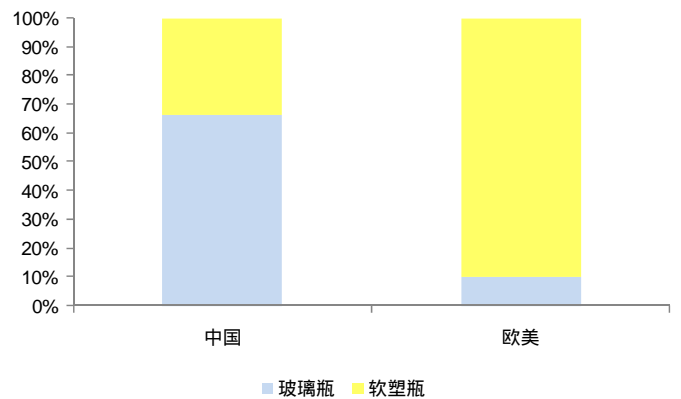
行业现状：产品结构升级主导目前市场

- 从 2004 年开始，大输液在产能过剩的背景下，开始了产品升级的道路。随后我国输液产品市场呈现出软塑包装输液产品加速增长的趋势，其中玻璃瓶包装输液产品的市场占比由 2005 年的 83.3% 下降至 2007 年 66.6%。

图表10：国内大输液产品包装形式变化趋势



图表11：国内外大输液包装形式构成对比



来源：招股说明书，国金证券研究所

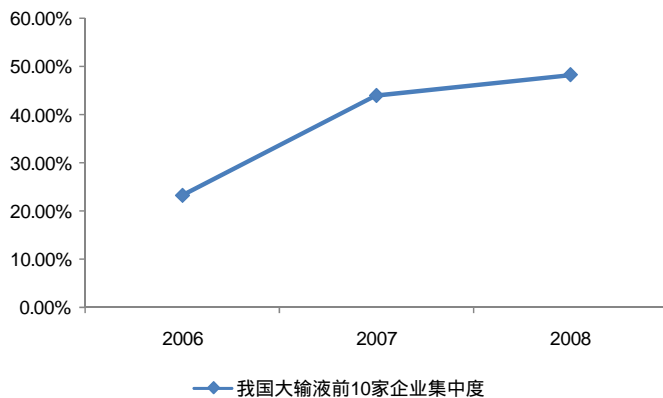
- 实现产品结构升级是行业发展的客观需求，塑瓶、软袋及直立式软袋等软塑包装与传统玻璃瓶相比具有如下优势：
 - ◆ 在临床安全、产品运输及储藏等方面，软塑包装输液产品均比玻璃瓶包装输液产品更具优势。

- ◆ 在市场销售价格方面，因塑瓶、软袋包装输液产品生产成本不断下降，玻璃瓶包装输液产品在销售价格上的优势已减弱，而直立软袋包装输液产品因其生产成本接近玻璃瓶包装输液产品，因此在售价上更具有竞争优势。
- ◆ 在医院采购趋势方面，2006年“齐二药事件”和“欣弗事件”后，医院为了安全起见开始更多的采购产品质量更高、性能更为稳定及安全性更强的软塑包装输液产品，而不单以价格作为采购标准。
- 虽然近几年我国软塑包装输液产品呈现快速增长趋势，但与欧美国家新型包装输液产品占据90%以上市场份额相比，我国新型包装输液产品的市场份额仍存在很大差距。国家药监局2010年医药科技发展规划要求尽快部分淘汰玻璃瓶输液，因此，大输液行业的发展趋势将是软塑包装输液产品逐步取代玻璃瓶输液产品。
- 在产品结构升级的过程中，行业内优势企业的规模化经营、生产工艺提升和制造设备更新换代，将使软塑包装输液产品的生产成本逐步降低，这加快了大输液产品包装形式的软塑化进程。同时龙头企业也将会因此获得更大的市场份额。这对行业的影响详见下节分析。

行业前景：高集中度实现稳定竞争局面

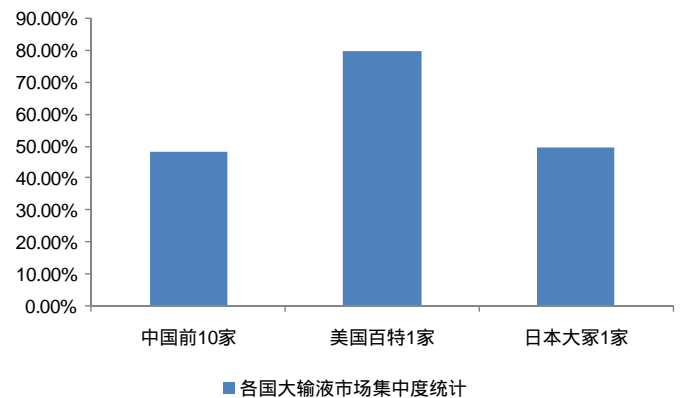
- 在产品结构升级的过程中（软塑包装逐步替代玻璃瓶包装），随着龙头企业的逐步做大，行业集中度将进一步提升。
- 截止到2007年6月，国家药监局共批准397家大输液生产企业通过GMP认证，2008年我国输液行业前十强企业生产集中度约为48.4%。与发达国家大输液成熟市场高度集中的特点不同，我国大输液市场基本上还处于市场成熟的前期阶段，大输液生产企业比较分散。这种现象主要是历史原因造成的：
 - ◆ 首先，我国的产品升级还未完成。玻瓶还占有50%的市场份额，玻璃瓶包装输液产品由于进入门槛相对较低，目前行业内尚有相当数量的专门从事玻璃瓶包装输液产品制造的企业。
 - ◆ 其次，玻瓶由于运输半径的限制，地域壁垒的存在使得大企业无法彻底实现市场整合。
- 随着产品结构升级的推进，我国的行业集中度将不断提升，主要的推动因素是：
 - ◆ 随着龙头企业对技术和生产设备的更新、规模效应的逐步形成以及大输液产品包装软塑化进程的不断深入，小规模生产企业尤其是以玻璃瓶输液为主要产品的企业在盈利空间萎缩的局面下将逐步退出市场；
 - ◆ 龙头企业凭借其完整的产品体系和生产基地的全国性布局，能有效消除大输液产品运输半径的制约，将进一步压缩区域性、小规模经营企业的生存空间；
 - ◆ 随着国家对于医药行业监管力度的日益增强，医疗卫生机构极为重视输液产品的品牌和质量稳定性，输液产品作为直接进入血液的药品，其质量稳定性直接关系到病患的安危。因此，医疗卫生机构会首选质量稳定性有充分保障的品牌输液产品，对品牌输液产品的采购比重将逐步提高，不单以价格作为输液采购的主要考虑因素。
- 综上所述，我国大输液行业集中度集聚的趋势将持续进行，行业内优势企业的市场份额将会继续扩大，经营规模较小、以低端产品为主、研发能力不足的企业将逐步退出市场，行业集中度的不断提高将是我国大输液行业发展的必然趋势。

图表12：我国大输液行业集中度不断提升



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表13：我国大输液集中度与国外比有差距

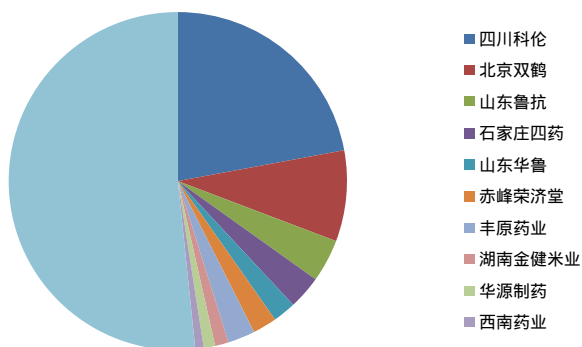


科伦药业是大输液的龙头企业，竞争优势明显

主要产品的市场占有率全部排名第一

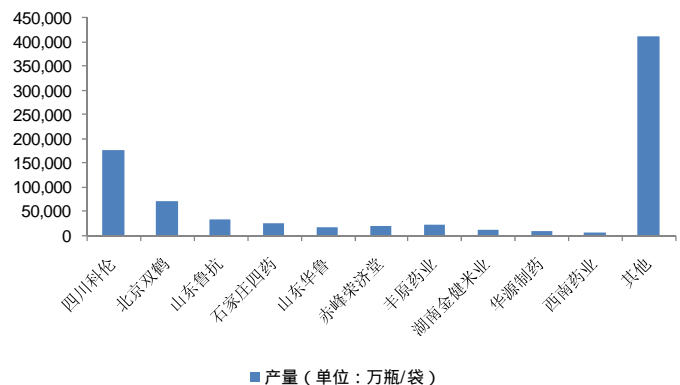
- 科伦药业目前是中国输液行业中品种最多和包装形式最完备的医药制造企业，2009年销售各类大输液产品约22亿瓶（袋），位居国内大输液行业第一。

图表14：国内前十大大输液生产企业市场份额



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表15：国内前十大大输液生产企业产量



- 按临床用途分类，公司的主要大输液产品是葡萄糖输液、氯化钠输液、葡萄糖氯化钠输液、替硝唑输液、氧氟沙星输液、左旋氧氟沙星输液、甲硝唑输液、环丙沙星输液、氨基酸输液、脂肪乳输液、复方氯化钠输液以及诺氟沙星输液共计12种产品。2009年、2008年及2007年上述12种大输液产品的产量占公司所有大输液产品总产量的比重分别为94.24%、94.9%及95.1%。2008年度公司上述12种主要产品的市场占有率均列全国首位。

图表16：公司2006-2008年度主要产品的市场占有率

序号	品名	2006 (%)	2007 (%)	2008 (%)
1	葡萄糖输液	16.4	20.5	23.6
2	氯化钠输液	16.5	19.9	22.6
3	葡萄糖氯化钠输液	16.2	21.4	24.9
4	替硝唑输液	36.1	36.3	42.7
5	氧氟沙星输液	31.6	32.1	44.8
6	左旋氧氟沙星输液	16.4	14.4	12.4
7	甲硝唑输液	20.4	26.4	12.2
8	环丙沙星输液	47.7	46.7	55.6
9	氨基酸输液	6.3	5.6	9.4
10	脂肪乳输液	20.9	40.3	66.4
11	复方氯化钠输液	20.1	26.8	29
12	诺氟沙星输液	54.2	26.6	71.3
13	其他输液产品	5.4	22.5	20.6
公司总产量占市场总产量		16.2	20.9	22.1

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 按产品包装形式分类，2005~2007年公司玻璃瓶及塑瓶包装输液产品的市场占有率均列全国首位；公司生产的非PVC软袋包装输液产品的市场占有率居全国前三位；直立式软袋包装输液产品作为公司专利产品，目前市场上尚未出现相同的竞争性产品。

图表17：公司产品按包装形式分类产量占比情况

品名	指标	2005 (%)	2006 (%)	2007 (%)
玻璃瓶	占公司总产量比重	86.3	75.2	72
	市场玻璃瓶占市场总产量比重	83.3	76	66.6
	占市场玻璃瓶输液产品产量比重	14	16	22.6
塑瓶	占公司总产量比重	10.9	22.7	18.8
	市场塑瓶占市场总产量比重	11.9	16.5	21
	占市场塑瓶输液产品产量比重	12.4	22.1	18.7
软袋	占公司总产量比重	2.7	2.2	2.6
	市场软袋占市场总产量比重	4.8	7.4	11
	占市场软袋输液产品产量比重	7.8	4.7	4.8
直立式软袋	占公司总产量比重	-	-	6.6
	市场直立式软袋占市场总产量比重	-	-	1.4
	占市场直立式软袋输液产品产量比重	-	-	100
公司总产量占市场总产量		13.5	16.2	20.9

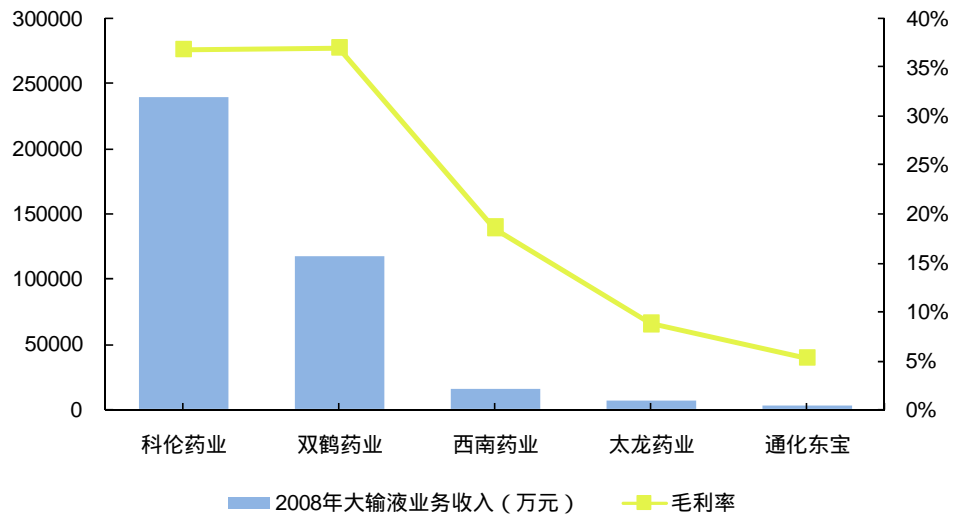
来源：招股说明书，国金证券研究所

作为龙头企业规模区域优势非常明显

- 公司能够生产常见的全系列大输液产品。产品涉及96个品种共219种规格的大输液产品，以及279个品种共396种规格的非大输液产品；其中有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。
- 公司是目前中国输液行业中品种最多和包装形式最完备的医药制造企业之一。丰富齐全的产品系列可以满足终端医疗卫生机构对大输液产品的临床需求，在降低终端客户采购成本，提高其采购效率的同时，本身也因

为规模优势获得较高毛利。我们对目前涉及大输液业务的上市公司毛利率统计如下，规模优势明显能带来竞争力。

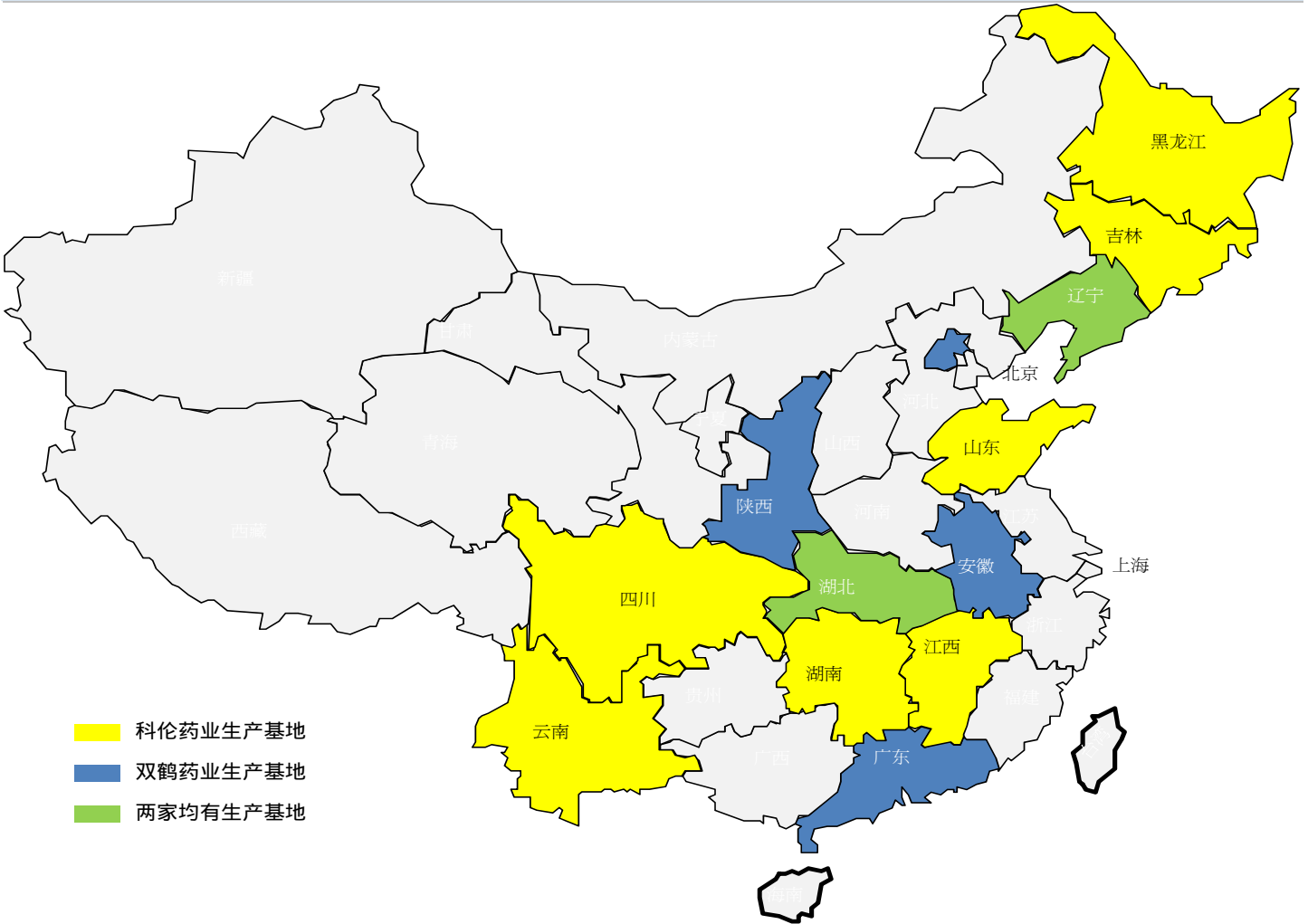
图表18：国内大输液企业毛利率统计



来源：各公司年报，国金证券研究所

- 区域布局也是公司的优势之一。公司的生产基地遍布于全国九省份，已基本形成了全国性产业布局，较好的满足了大输液产品的市场需求特点，有效消除了大输液产品销售运输半径的制约，为公司经营规模的持续扩大和市场份额的稳步增长奠定了坚实的基础。目前两大大输液龙头企业布局比较如下图：

图表19：目前国内两大输液龙头企业地域布局比较示意图



来源：招股说明书，相关公司年度报告，国金证券研究所

公司在技术升级产品换代上遥遥领先

- 公司在产品的升级换代速度和创新等方面领先于同行业其他企业，这是公司能够在竞争激烈的大输液行业保持优势的基础，也是公司能够在未来保证继续增长的动力。
- 公司与行业同时进行的升级——软塑包装替代玻璃瓶：公司是国内第一批成功研制并上市塑瓶和软袋的企业。在玻璃瓶竞争日益激烈的情况下，公司准确把握行业发展趋势，在国内率先开始了软塑包装（普通软袋+塑瓶）替代玻璃瓶包装的产品升级。从软塑包装与玻璃瓶特点的比较可以看出，软塑包装替代玻璃包装是当前行业发展一种趋势。
- 公司领先于行业进行的升级——直立式软袋替代软袋：公司是国内首家也是目前唯一一家研发并上市直立式软袋包装的企业。软塑虽然还是目前行业的主流升级品种，但公司已经预判性的开发出了更新一代的产品——直立式软袋。直立式软袋具备软袋的所有使用优势，但是生产成本低于软袋、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，为公司收入利润增长做出很大贡献。
- 公司领先于行业进行的升级——更新一代的包材替代塑瓶：公司新的包材也在持续研发中，在直立式软袋的基础上，对产品成本做进一步的降低，以期待与直立式软袋配合，能够实现对软袋和塑瓶的逐步替代。

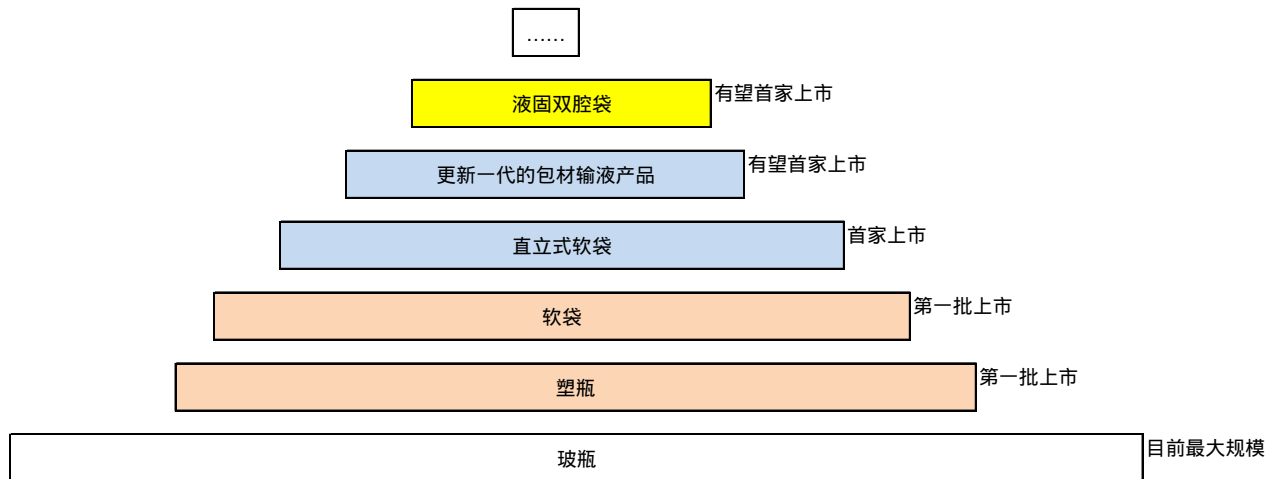
图表20：不同大输液包装形式的优缺点比较

	运输半径	安全性	成本	重量	价格
玻瓶	受限	接触空气	低	重	低
塑瓶	不受限	接触空气	低	轻	低
软袋	不受限	不接触空气	高	轻	高
直立式软袋	不受限	不接触空气	低	轻	高
更新一代的包材	不受限	不接触空气	更低	轻	高（预计）

来源：招股说明书，国金证券研究所

- **公司未来打算进行的升级——公司有望成为首家上市液固双腔袋的企业。**液固双腔袋是目前国际上最先进的即配型包装输液产品，由于工艺要求高，目前只有欧美和日本等国生产。公司从 2005 年开始研发，最终在技术上取得突破，目前已经开始安装设备。公司将以头孢类输液为突破口，掀起新一轮产品升级。产品主要定位于小针和冻干粉针市场，能够提高公司的产品附加值。
- **公司未来打算进行的升级——公司更新一代的输液产品也在研发当中。**包材的进步没有止境，公司作为研发领先的企业，通过精细化研发管理的模式，一直在力求包装材料的更新和进步。相信公司能够在很快的时间内，推出更加划时代的新包材输液，继续推动以自身为主导的产业升级过程，不断扩大优势，提高市场份额。

图表21：公司在产品升级换代方面优势明显



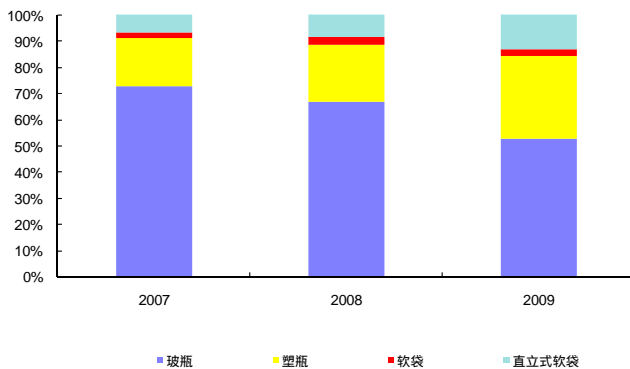
来源：招股说明书，国金证券研究所

- **产品升级领先对公司发展有战略意义。**新的包装形式的产品不断推出，除了进一步丰富了公司在国内输液行业高端市场的产品体系，为医疗机构和商业伙伴提供了更多、更优质的产品选择外，对公司产品的全国布局有战略意义：
 - ◆ 成熟产品的价格下降是医药行业一直面临的问题，现行的招标制度使得企业难以在保市场和保价格两者之间做出选择。目前为公司贡献大

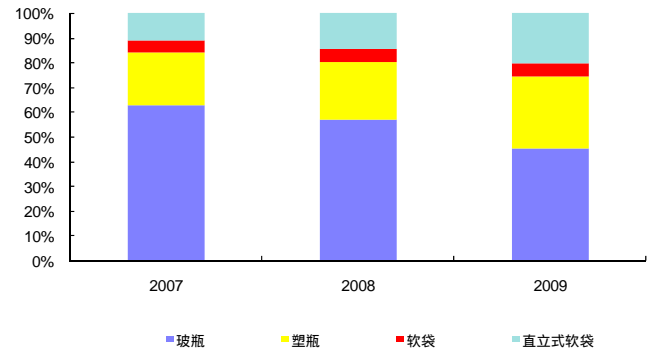
部分收入的输液产品（如塑瓶、软袋），未来可能都会面临价格下降的问题。而新一代产品（如直立袋、双腔袋、更新一代产品）的适时上市，可以帮助公司解决这一难题。

- ◆ 以软袋销售为例，对于普通软袋历史中标价格太低的区域或招标中历来以低价为导向的部分省份，公司可以放弃普通软袋而以直立式软袋或者将来可能新出的新产品参与投标，因新产品往往没有历史中标价，故而更容易确保产品中标价格按公司预期实现。
- ◆ 将来可能出现的更新的包材产品，与公司可立袋在输液的高端市场上既互为补充、又互相区隔，在招投标价格上又可以相互保护，从而更有利于从整体上保证公司产品在中高端输液市场的价格稳定和销量增长，至少可以在很大程度上延缓可立袋中标价格的下降速度，进而有利于实现公司销售规模和利润的同步增长。
- 为了给产品升级做好支持，公司对生产线的建设也按照最高标准进行。公司积极参与并推进国际先进的药品质量保障体系的认证（即 cGMP 认证）工作，对即将推行的新版 GMP 认证有较好的理解。这对公司在行业竞争中获得先发优势有很大帮助。
- 从产品结构调整的结果上看，公司一直是产品结构升级的领先者。公司目前软塑包装已经占到了销量的 48%，销售收入的 55%，比例远超行业平均水平。如下图所示：

图表22：公司产品结构按销售量统计



图表23：公司产品结构按销售额统计



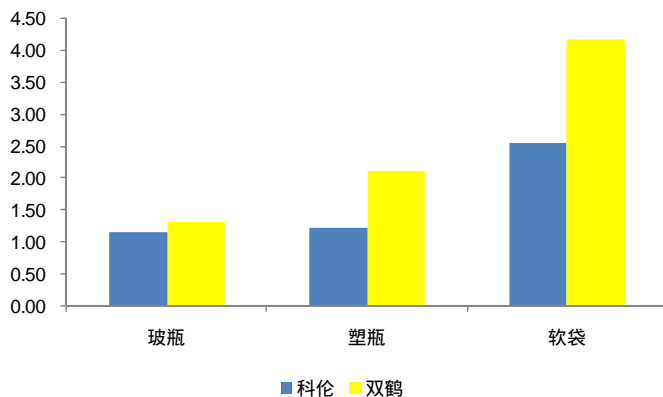
来源：招股说明书，国金证券研究所

能够通过成本控制实现明显价格优势

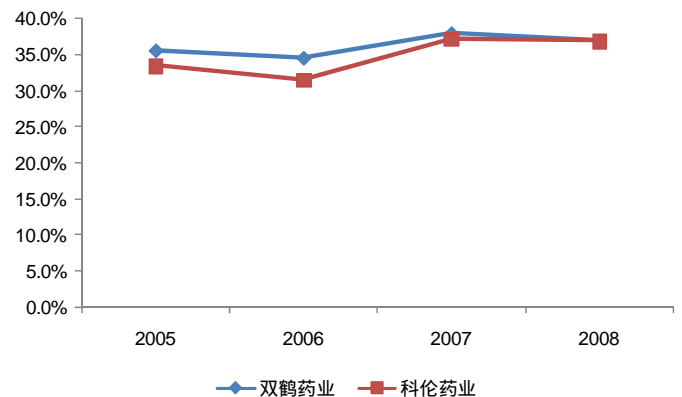
- 公司的大输液产品在国内市场份额位居首位，凭借领先的市场地位，上游供应商对公司存在一定程度的依赖性，故公司在原材料采购方面具有较强的议价能力。公司利用规模优势通过招投标方式对主要原材料实施集中采购，能在保证采购质量的前提下有效降低采购成本。
- 公司在开发及生产输液产品方面专注不断加强生产线的效能，对每个生产阶段均创新开发了高效率而标准化的工艺流程，对各类生产设备不断进行改良，较为显著地提升了生产效率并降低了产品出现瑕疵的比率，在保证产品质量的情况下能够卓有成效地降低成本。同时，公司的生产工艺经整合和改进后也具有弹性，能迅速重新调节以生产不同产品，也使公司可以适时掌控产品成本，并能及时回应客户需求的转变及行业的变化趋势。
- 公司从事输液生产已有十多年历史，积累了较丰富的生产技术诀窍。公司在解决部分输液产品在储存期内出现白点、结晶等问题方面有独到的技术方案，产品质量优于许多同行企业；在塑瓶输液、软袋输液、脂肪乳输液的生产中也积累了技术诀窍，通过使用这些技术诀窍，可以提高产品质量和降低生产成本，如公司自主开发的塑瓶输液吊环焊接技术，既能减少该

工序的用人数量，还能避免人员对产品可能造成的污染，这些许多细小的技术诀窍是公司拥有的核心技术的重要组成部分。

图表24：公司与其他输液企业相比产品均价较低



图表25：公司与其他输液企业的毛利率基本相当



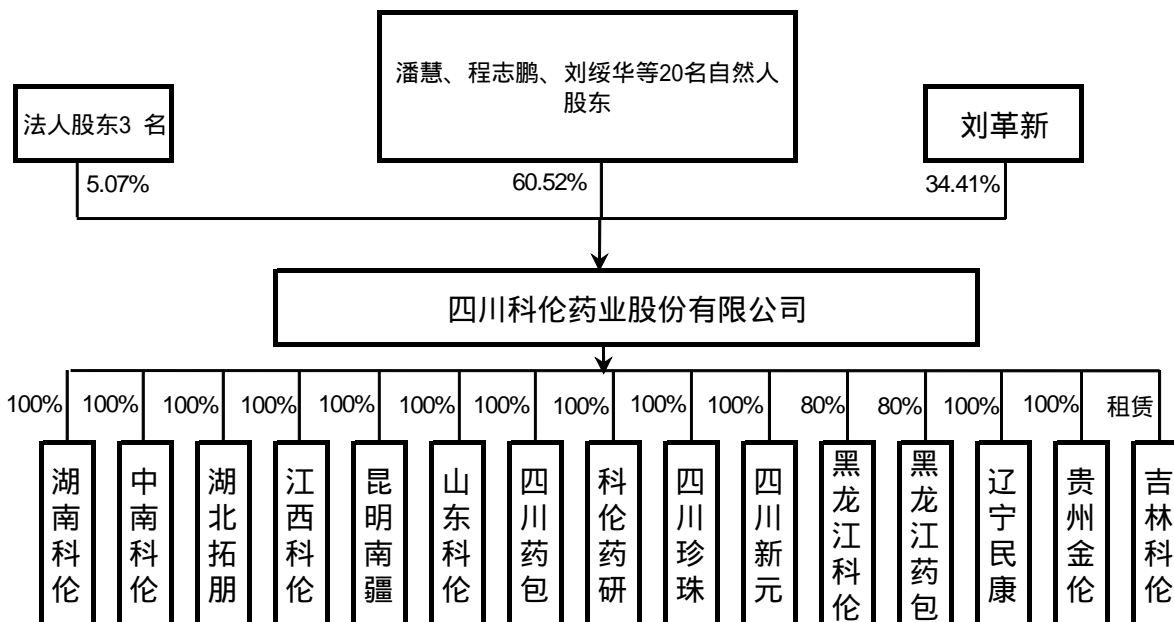
来源：招股说明书，相关公司年报，国金证券研究所

公司经营基本情况分析：简单、高效、稳定

公司股权以自然人持股为主

- 公司股权以自然人持股为主。刘革新是公司的实际控制人，现任公司董事长，持股 34.41%，潘慧是第二大股东，任公司董事、副总经理，持股 14.08%；副总经理刘绥华持股 10.06%；董事、总经理程志鹏持股 7.04%。

图表26：公司股权结构图

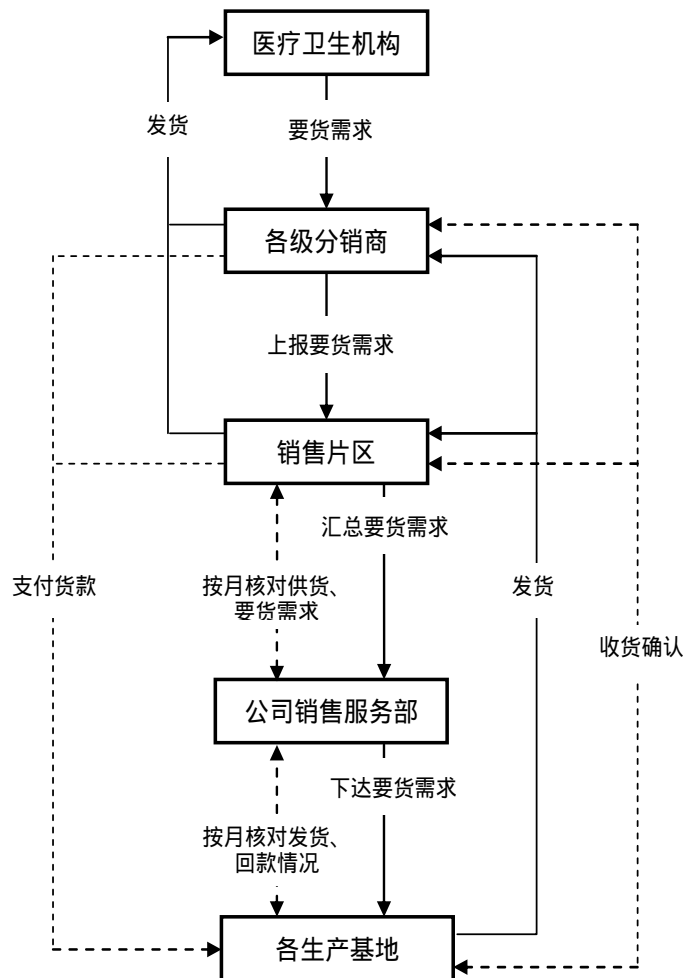


来源：招股说明书，国金证券研究所

公司的销售和研发体系健全

- 公司通过遍布全国的 57 个销售片区（一级区域总代理商）向全国各地的各级经销商销售产品，覆盖了我国除台湾、香港和澳门以外的所有省、直辖市和自治区，间接管理 4840 多名销售人员，共有 5800 余家各级经销商销售公司产品，与公司直接建立长期业务关系的二级以上医院约 2150 家，各级经销商共同维护逾 25000 家包括二级以下医院在内的终端渠道。
- 公司设有专职销售服务队伍，为各销售片区提供支援与协助。与坚持生产基地贴近主要市场的理念相结合，公司的全国性销售网络提高了产品销售效率，为持续提升公司品牌的市场知名度及扩大产品的市场覆盖率提供了保障。公司具体的销售模式如下图：

图表27：公司销售及结算模式图



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司的研发工作主要集中于四个领域：研发具有自主知识产权的创新药物；研发在中国市场需求量大的非专利药品；研发新的生产技术以提高产品质量或降低生产成本；研发新型输液包装材料 and 容器。
- 目前科伦药物研究共获得各种类别新药证书及生产批件共计 80 项，其中加替沙星片、加替沙星葡萄糖注射液为化学 1 类新药。现有各种研发阶段的新药 61 项，其中 27 项新药正在进行临床前研究（有 9 项为有自主知识产权的创新新药），5 项新药已申报临床，17 项新药已获得临床批件，12 项新药已申报生产。
- 科伦药物研究共申请 127 项专利（发明专利 69 项、实用新型 52 项和外观设计专利 6 项），其中有 70 项专利已授权（发明专利 22 项、实用新型 42 项）。

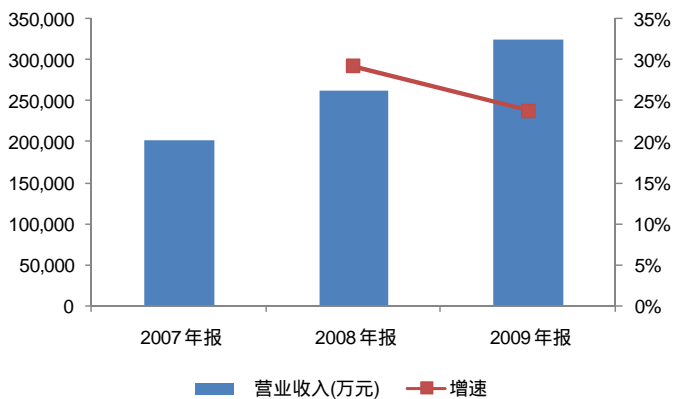
项和外观设计专利 6 项)。公司目前有 57 项专利技术被国家知识产权局初审合格或受理,已进入实质性审查。

- 两个国家级技术研发中心:经科学技术部批准,公司“国家大容量注射剂工程技术研究中心”被列入 2009 年国家工程技术研究中心首批组建项目计划;经国家发改委、科学技术部、财政部、海关总署、国家税务总局联合评审,公司被认定为“国家认定企业技术中心”。

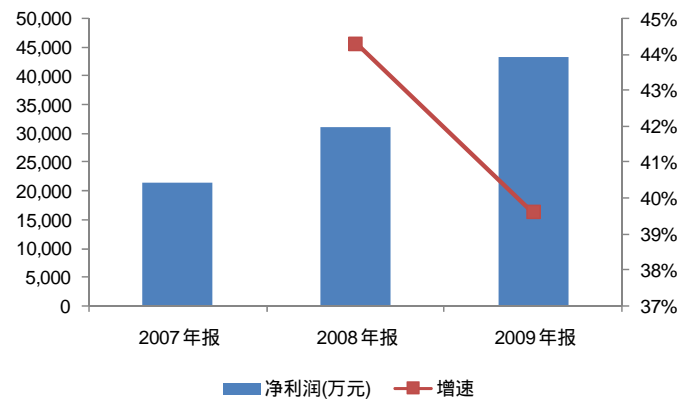
公司的财务指标较正常稳定

- 公司过去三年销售收入保持了 20%以上的增长,净利润实现了近 40%的增长,盈利能力较好;公司三项费用率基本保持平稳。具体可见下图:
- 公司的资产和现金指标都较正常,与行业平均水平相符。
- 公司目前短期借款较多,募集资金有超额的可能,可以降低负债率。

图表28:公司过去三年销售收入统计



图表29:公司过去三年净利润统计



来源:招股说明书,国金证券研究所

图表30:公司主要财务指标情况

项目指标	2009	2008	2007
流动比率	1.38	1.25	1.05
速动比率	1.02	0.85	0.6
母公司资产负债率(%)	53.88	53.62	57.41
应收账款周转率	6	6.1	6.1
存货周转率	3.4	3.2	3.1
息税折旧摊销前利润(万元)	64,616.61	46,372.89	33,698.25
利息保障倍数	11.07	7.8	8.85
每股经营活动产生的现金流量(元)	1.39	1.23	2.25
每股净现金流量(元/股)	0.67	0.73	0.23
项目	2009	2008	2007
经营活动产生的现金流量净额	25068.86	22107.59	16842.32
投资活动产生的现金流量净额	-31907.15	-23448.21	-17257.44
筹资活动产生的现金流量净额	18864.64	14552.89	2174.25
现金及现金等价物净增加额	12026.35	13212.27	1759.13

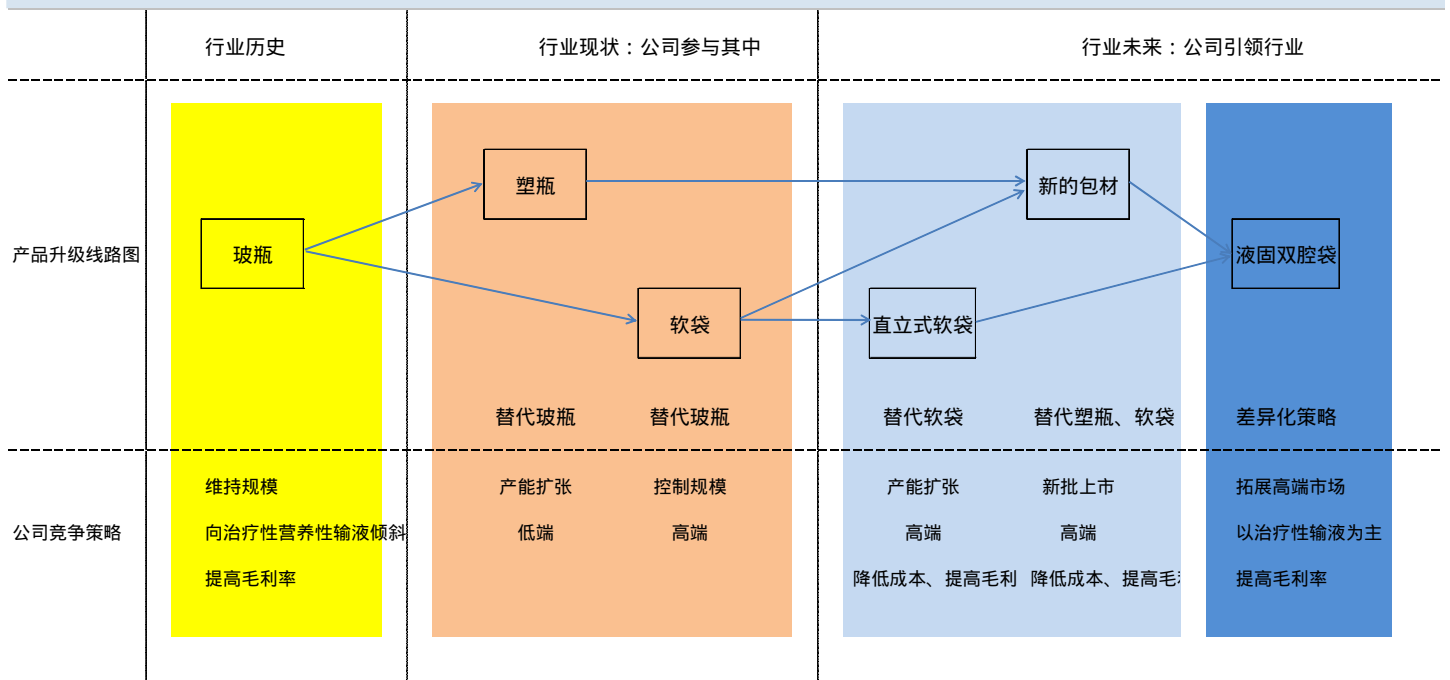
来源:招股说明书,国金证券研究所

公司前景分析：大输液继续做强，其他业务均衡发展

大输液升级领跑者，市场份额继续扩大

- 增长动力之一：行业需求的持续增长、软塑包装替代玻璃瓶带来的市场，公司依靠募集资金项目达产占领更多的增量。
 - ◆ 在国内医疗卫生行业和医药市场持续发展的趋势下，在医改持续推进、医保补偿标准不断提高的背景下，大输液行业依然能够延续增长态势。同时，公司会积极参与目前行业正在推进的“软塑包装替代玻璃瓶”的进程，募集资金主要用于软塑包装产品的生产，产能有较大的扩张。
 - ◆ **玻璃瓶：输液保持稳定规模，实施产品的结构调整和产业升级。**由于玻璃瓶已经经历了充分的价格竞争，公司将把玻璃瓶输液的年产量保持在目前 10 亿瓶左右的水平，积极拓展农村和低端市场，巩固在玻璃瓶基础输液领域的领先地位。同时，向治疗性、营养性输液等高毛利率产品调整，以保证现有玻璃瓶输液产能的消化同时又能提高产品毛利率。
 - ◆ **塑瓶：通过产能的快速扩张，替代玻璃瓶退出的市场。**公司通过成本控制，目前的新型塑瓶输液成本已与玻璃瓶输液接近，因此在中低端市场上极具竞争力。公司将抓住药品市场容量快速增长的机遇，进一步扩大塑瓶输液的市场份额。
 - ◆ **软袋：保持适当的规模，不是公司的发展重点。**公司会选择一定的产品进行软袋包装，以达到为客户提供足够的产品组合为目的，但重心仍然会放在推进软袋的进一步升级。
- 增长动力之二：引领行业产品结构继续升级，公司依靠独有产品抢占更多的市场份额。如果说“软塑包装替代玻璃瓶”这个过程，公司还只是参与者之一，那么目前公司已经掀开了产品升级新的一页，成为绝对的领导者。
 - ◆ **推动直立式软袋，通过对软袋的替代占领市场。**直立式软袋比玻璃瓶安全、成本比软袋低、价格比塑瓶高，是公司目前全力主推的品种。而且公司目前是该品种的唯一生产商，因此公司在未来产品升级过程中已经具备了先发优势。由于在生产工艺技术方面取得重大突破，公司的塑瓶输液生产线在经过适当改造后即可生产直立式软袋，因此公司未来在调整产品产能结构时将较为快速便利，能够充分适应市场需求的变化。目前公司云南生产基地、湖南生产基地及四川广安生产基地均已向国家药监部门申请了直立式软袋的包装材料注册，预计在两年之内可以获得批准。
 - ◆ **准备更新一代包材产品的上市，通过对塑瓶的替代占领市场。**公司在研的更新一代的包材产品，比直立式软袋、软袋、塑瓶的优势都大。我们认为，可以期待新的包材产品具备逐步替代塑瓶和软袋的可能。公司在这方面的准备工作又再次处于行业前列，相信市场时机成熟之时，将成为公司推动产品升级的另一武器。
 - ◆ **开发液固双腔袋等产品，面向高端市场。**公司已制定了后续产品的发展目标，包括攻克非 PVC 多层共挤膜室间隔输液袋的技术难关；发展氨基酸、脂肪乳双腔袋输液以及氨基酸、脂肪乳、葡萄糖三腔袋输液的全合一肠外营养输液等高端产品等，其中液固双腔软袋输液的高端市场是公司重点发展方向之一，在全球范围内也属于最高端的输液技术和产品。在投放市场后，公司的产品体系将更为完备，对公司根据市场变化实施有效的产品营销方略会具有推动作用。

图表31：公司未来引领产业升级示意图



来源：招股说明书，国金证券研究所

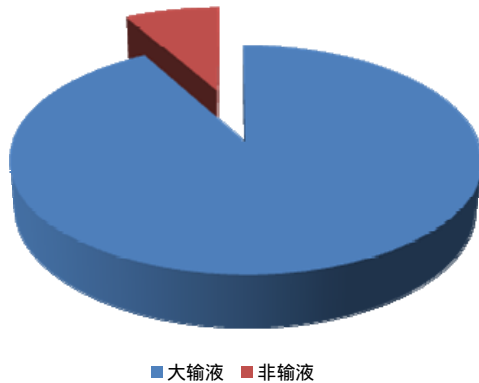
- 增长动力之三：行业的整合机会，加大集中度的过程公司最为受益。公司是目前龙头，也是最佳的整合者。我们认为随着行业的发展，整合将被提上议程。

借助联动效应，非输液业务快速发展

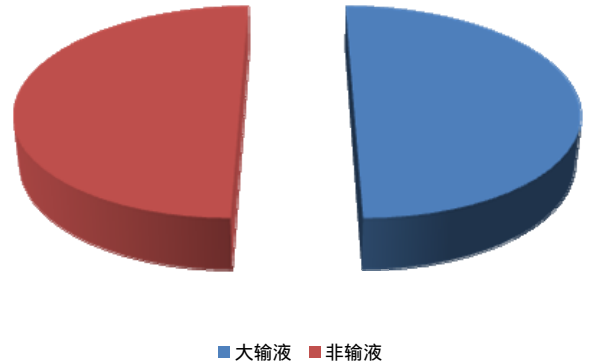
- 公司致力于发展成为综合性的现代药业集团，因此对非输液制剂领域也将着力拓展。公司将利用在输液领域已形成的销售网络优势，以全资子公司中南科伦和珍珠制药为运作平台，开拓非输液制剂产品市场，通过发挥输液类和非输液类产品的品牌协同效应，最终形成公司非输液类和输液类产品在中国医药市场等强的格局。
- 公司 2009 年度非输液类产品的营业收入占公司主营业务收入总额的比重只有 8.02%。针对这种状况，公司制定了产品组合销售计划，结合输液类产品与粉针、部分小水针类产品在临床使用中的高度关联性（粉针和小水针临床使用时必须使用普通输液作为载体），推动非输液药物的发展。
 - ◆ 公司输液、非输液产品数量众多。目前拥有 375 个品种、615 个规格的产品系列。其中输液板块有不重复的 96 个品种、219 个规格，几乎涵盖了普通输液、营养输液、治疗性输液的所有领域，为国内输液产品品类最全的公司。在非输液药品方面，粉针和小水针有 89 个品种，167 个规格；其他类药品有 190 个品种，229 个规格；以具体产品计，公司拥有的产品中有 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。
 - ◆ 输液产品与非输液产品的联动效应是公司向非输液领域拓展的优势。公司自 2006 年起抓住国家推进新农合和发展城市社区医疗的有利时机大力推行输液类产品与非输液类产品的品牌联动推广、产品组合配送和销售联动考核的营销推广计划，取得了显著的协同效应，公司输液类和非输液类产品均取得了良好的销售增长。
- 公司虽然目前主营业务为输液品种，但公司定位于成为现代综合性医药制造企业。随着此次募集资金项目的到位，在拥有很好的非输液业务资源的基础上（比输液产品还多的非输液药品批文和进入基本药物目录的品

种)，通过发挥现有销售网络的协同效应以及和输液产品的联动效应，公司非输液业务的发展预计在公司收入中占比会逐步增大。

图表32：公司目前大输液是绝对主营业务



图表33：公司未来将两条腿走路（示意图）



来源：招股说明书，国金证券研究所

募投资金项目分析：扩产软塑包装，加快产品结构调整

- 第一，进一步拓展大输液软塑包装。根据公司目前大输液产品以玻璃瓶包装为主的现状，为适应行业产品结构调整的趋势，公司将利用本次募集资金大力发展软塑包装输液产品。
 - ◆ 塑瓶：公司目前塑瓶包装输液产品的产能为年产 7.36 亿瓶，本次募集资金扩建新增塑瓶输液生产线项目将分别在江西科伦、广安分公司、昆明南疆、辽宁民康、山东科伦、黑龙江科伦及湖北拓朋共七个生产基地实施，投资项目全部达产后，发行人将新增塑瓶包装输液产品产能 7.95 亿瓶。新增塑瓶用于生产体液平衡用输液及治疗用药物输液。塑瓶产能的扩张，是公司开展价格竞争的基础。
 - ◆ 软袋：公司现有三条软袋输液生产线，目前均已实现满负荷生产。此次募集资金项目主要对公司现有的代血浆、营养性输液及部分高档治疗性输液产品和独特的复方电解质输液产品扩充生产能力，项目达产后可年产各类高档软袋输液产品共 4,000 万袋左右，以满足国内高端市场的需求。由于公司具有直立式软袋产品，普通软袋不是发展重点。
 - ◆ 直立式软袋：直立式软袋包装为公司拥有自主知识产权的创新专利产品，系全球首创。目前该产品是经国家药监局批准上市的除传统输液包装形式以外唯一的新型输液包装形式，兼具其他包装形式输液产品的优点，是目前输液产品中最具市场竞争力的产品。自 2007 年度投放市场后供不应求，基本处于满负荷生产阶段。该募集资金投资项目已竣工，完全达产后将新增产能 1.5 亿袋。
 - ◆ 液固双腔袋：液固双腔袋输液是无菌静脉注射剂产品领域最高端的产品，该产品于上世纪 90 年代中期由日本率先推出，是目前国际上一种先进的即配型包装输液产品。由于生产工艺要求很高，迄今为止仍只有日本和美国能生产这种产品并在市场销售。公司进行液固双腔袋包装输液产品的研究已有四年多时间，共申请有关专利 18 件，目前均已获授权，目前国内尚无其他厂家生产此类产品。公司的新建液固双腔袋输液生产线项目选择常用的、市场容量最大的头孢类抗生素生产液固双腔袋输液产品，主要包括盐酸头孢曲松钠葡萄糖注射液、头孢唑肟钠葡萄糖注射液、头孢哌酮钠葡萄糖注射液等产品，项目达产后可年产 6,000 万袋各类液固双腔袋输液产品。

- 第二，开始拓展非输液产品。公司拟将募集资金总额的 17.13%运用于发展非输液类产品，扩大中南科伦和珍珠制药的生产规模，进一步加强非输液类产品对公司盈利的贡献。
- 第三，充实研发中心实力。公司拟利用本次募集资金新建集信息收集分析、技术创新、新产品研发、中试生产于一体的研发中心，包括符合国家药监局对药品研发的相关要求的实验室，以及更新或新增符合药品研究需要的仪器设备，从而全面提升公司的研发实力。

图表34：公司募集资金项目投向统计

分类	序号	建设地	项目名称	投资金额 (万元)
大输液	1	科伦药业	扩建直立式聚丙烯输液袋生产线项目	7,247.94
	2	江西科伦	塑瓶输液扩产项目	6,495.09
	3	科伦药业广安分公司	扩建塑瓶输液生产线项目	7,996.89
	4	科伦药业	扩建软袋输液生产线项目	21,274.84
	5	湖南科伦	新建液固双腔软袋输液生产线项目	20,545.79
	6	昆明南疆	输液生产基地整体改造建设项目	15,055.40
	7	辽宁民康	新增塑瓶输液生产线项目	9,056.16
	8	山东科伦	新增塑瓶输液生产线项目	12,030.01
	9	黑龙江科伦	新建塑瓶输液生产线项目	7,424.66
	10	湖北拓朋	塑瓶输液技改工程项目	11,441.14
非输液	11	珍珠制药	二期改扩建工程项目	7,061.01
	12	中南科伦	原有生产线技术改造工程项目	18,475.40
研发中心	13	科伦药业	研发中心改造建设项目	5,003.00

来源：招股说明书，国金证券研究所

图表35：大输液募集资金项目新增产能

项目		募集资金投资项目达 产后	募集资金投资项目 新增	2009年	投资金额
玻璃瓶包装输液产品		112,400	4,000	116,400	-
软塑包装输液产品	塑瓶	153,100	79,500	73,600	69,499
	软袋	10,400	4,000	6,400	21,275
	直立式软袋	35,600	15,000	31,500	7,248
	液固双腔软袋	6,000	6,000	-	20546
合计		317,500	100,500	227,900	118,568

来源：招股说明书，国金证券研究所

盈利预测及估值

盈利预测

- 建立在前文对公司未来增长前景判断的基础上，我们预计公司未来三年销售收入实现 19.76%的复合增速，来源主要是大输液的贡献。我们假设玻璃瓶毛利率维稳、塑瓶毛利率下降、软袋毛利率随规模扩大逐步提升，整体毛利率随着产品结构的调整逐步上升。详细预测见下表。
- 我们假设公司销售费用率、管理费用率保持稳定，财务费用随着募集资金的到位逐步减少。其他非经营性指标稳定。
- 在上述假设基础上，我们预计公司 2010、2011、2012 年全面摊薄后（假设发行 6000 万股）的 EPS 为 2.576 元、3.497 元、4.552 元，增速分别为 44.50%、35.76%、30.18%。

绝对估值

- 在一定假设前提下（如下表），我们采用 WACC 法计算公司每股价值为 95.58 元。

图表36：绝对估值的基本假设条件

资产贴现率Ka		WACC	每股价值	95.58
行业Beta	0.90	TV增长率		3.0%
无风险利率	3.00%	债务		1,172.89
风险溢价	6.71%	投资		0.00
资产贴现率Ka	9.04%	少数股东权益		11.33
加权平均资本成本WACC		股票贴现率Ke		
D/(E+D)	7.53%	债务利率		6.57%
E/(E+D)	92.47%	实际税率		17.50%
WACC	9.39%	股票Beta		1.00
		股票贴现率Ke		9.71%

来源：国金证券研究所

- 通过分别对 TV 增长率和 WACC 进行敏感性假设（详见下表），我们对上述绝对估值方法进行敏感性检验：TV 增长率 2%到 4%时，公司的合理估值范围为 85.29 元-109.70 元；当 WACC 为 9%到 10%时，公司的合理估值范围为 84.66 元-103.67 元。

图表37：公司绝对估值敏感性分析

TV增长率 (%)	2.0%			3.0%			4.0%		
WACC	9.00%	9.39%	10.00%	9.00%	9.39%	10.00%	9.00%	9.39%	10.00%
PV(FCF)	5,631.44	5,501.13	5,302.63	5,631.44	5,501.13	5,302.63	5,631.44	5,501.13	5,302.63
TV的计算									
TV	28,562.64	27,066.25	24,992.31	33,649.78	31,610.85	28,842.67	40,771.77	37,842.71	33,976.48
PV(TV)	12,065.17	11,034.96	9,635.62	14,214.03	12,887.80	11,120.10	17,222.44	15,428.54	13,099.40
企业值	17,696.60	16,536.09	14,938.25	19,845.47	18,388.93	16,422.73	22,853.87	20,929.67	18,402.04
债务	1,172.89	1,172.89	1,172.89	1,172.89	1,172.89	1,172.89	1,172.89	1,172.89	1,172.89
少数股东权益	11.33	11.33	11.33	11.33	11.33	11.33	11.33	11.33	11.33
股票价值	16,512.38	15,351.86	13,754.03	18,661.24	17,204.71	15,238.51	21,669.65	19,745.45	17,217.81
每股股票价值	91.74	85.29	76.41	103.67	95.58	84.66	120.39	109.70	95.65
PV(FCF)/EV(%)	31.82%	33.27%	35.50%	28.38%	29.92%	32.29%	24.64%	26.28%	28.82%
PV(TV)/EV(%)	68.18%	66.73%	64.50%	71.62%	70.08%	67.71%	75.36%	73.72%	71.18%

来源：国金证券研究所

相对估值

- 根据统计测算，目前医药板块主要化学制药企业 2010 年动态 PE 加权平均为 34 倍，我们认为科伦药业作为大输液的龙头公司，现在正在经历快速成长，未来作为行业的整合者成长空间广阔。同时，公司作为技术升级的引领者，可以享受一定的估值溢价，我们给予 10%。因此我们给予公司 2010 年 34-37 倍的 PE，对应合理目标价为 87.58 元-95.31 元。

图表38：公司同类可比公司最新估值情况统计

公司	代码	总股本 (亿股)	价格 (元)	总市值 (亿元)	每股收益 (元)				市盈率 (PE)		
					2008	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
恒瑞医药	600276	7.449	46.42	346	0.818	1.073	1.014	1.315	43	46	35
恩华药业	002262	1.800	25.70	46	0.400	0.304	0.409	0.626	85	63	41
人福科技	600079	4.716	17.99	85	0.200	0.430	0.480	0.650	42	37	28
信立泰	002294	1.135	144.31	164	1.380	2.340	2.672	3.562	62	54	41
双鹤药业	600062	5.717	27.90	160	0.819	0.837	1.025	1.253	33	27	22
丽珠集团	000513	2.957	43.23	128	0.170	1.610	1.700	2.014	27	25	21
白云山 A	000522	4.691	13.77	65	0.163	0.230	0.260	0.339	60	53	41
西南药业	600666	1.934	12.55	24	0.190	0.210	0.278	0.349	60	45	36
哈药股份	600664	12.420	20.41	253	0.694	0.781	0.905	1.018	26	23	20
加权平均值										34	28

来源：wind，国金证券研究所，数据更新至 2010.04.14

- 综合绝对估值和相对估值结果，我们按照谨慎取下限的原则，认为公司合理股价范围是 84.66-95.31 元。

图表39：公司分产品销售收入预测

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
玻璃瓶大输液					
销售收入 (百万元)	1,360.44	1,351.15	1,242.51	1,173.16	1,127.89
增长率 (YOY)	18.22%	-0.68%	-8.04%	-5.58%	-3.86%
毛利率	26.71%	28.97%	28.24%	28.24%	28.24%
销售成本 (百万元)	997.05	959.75	891.68	841.91	809.42
增长率 (YOY)	23.61%	-3.74%	-7.09%	-5.58%	-3.86%
塑瓶大输液					
销售收入 (百万元)	548.56	860.39	1,118.74	1,338.16	1,547.73
增长率 (YOY)	36.64%	56.85%	30.03%	19.61%	15.66%
毛利率	47.96%	42.78%	42.15%	40.27%	40.27%
销售成本 (百万元)	285.45	492.31	647.17	799.34	924.52
增长率 (YOY)	35.11%	72.47%	31.46%	23.51%	15.66%
软袋大输液					
销售收入 (百万元)	131.05	154.23	185.17	231.37	280.18
增长率 (YOY)	52.40%	17.69%	20.06%	24.95%	21.10%
毛利率	37.92%	38.05%	39.86%	41.61%	43.31%
销售成本 (百万元)	81.35	95.54	111.36	135.09	158.83
增长率 (YOY)	45.92%	17.44%	16.56%	21.31%	17.57%
直立式软袋大输液					
销售收入 (百万元)	348.06	611.95	1,208.86	1,471.00	1,636.53
增长率 (YOY)	69.12%	75.81%	97.54%	21.68%	11.25%
毛利率	58.67%	56.24%	55.79%	55.33%	55.33%
销售成本 (百万元)	143.86	267.81	534.48	657.09	731.03
增长率 (YOY)	68.63%	86.16%	99.58%	22.94%	11.25%
液固双腔袋					
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	0.00	240.00	500.00
增长率 (YOY)					108.33%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	70.00%	75.00%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	0.00	72.00	125.00
增长率 (YOY)					73.61%
其他					
销售收入 (百万元)	233.27	268.26	309.80	372.32	482.61
增长率 (YOY)	25.91%	15.00%	15.48%	20.18%	29.62%
毛利率	29.14%	34.52%	34.67%	35.62%	36.62%
销售成本 (百万元)	165.29	175.66	202.38	239.69	305.90
增长率 (YOY)	19.25%	6.27%	15.21%	18.44%	27.62%
销售总收入 (百万元)	2621.39	3245.99	4065.07	4826.00	5574.94
销售总成本 (百万元)	1673.01	1991.07	2387.07	2745.12	3054.71
毛利 (百万元)	948.38	1254.92	1678.00	2080.88	2520.23
平均毛利率	36.18%	38.66%	41.28%	43.12%	45.21%

来源：招股说明书，国金证券研究所

风险提示

- 产品价格的下跌风险；
- 新包材独家生产的局面被打破；

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,029	2,621	3,246	4,065	4,826	5,575
增长率		29.2%	23.8%	25.2%	18.7%	15.5%
主营业务成本	-1,298	-1,673	-1,991	-2,387	-2,745	-3,055
% 销售收入	63.9%	63.8%	61.3%	58.7%	56.9%	54.8%
毛利	732	948	1,255	1,678	2,081	2,520
% 销售收入	36.1%	36.2%	38.7%	41.3%	43.1%	45.2%
营业税金及附加	-13	-20	-26	-32	-38	-44
% 销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-311	-394	-501	-634	-753	-859
% 销售收入	15.3%	15.0%	15.4%	15.6%	15.6%	15.4%
管理费用	-122	-131	-172	-224	-265	-290
% 销售收入	6.0%	5.0%	5.3%	5.5%	5.5%	5.2%
息税前利润 (EBIT)	285	404	556	788	1,024	1,328
% 销售收入	14.0%	15.4%	17.1%	19.4%	21.2%	23.8%
财务费用	-31	-47	-46	-35	1	4
% 销售收入	1.5%	1.8%	1.4%	0.9%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-8	-4	-5	-5	-12	-16
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	246	353	506	748	1,013	1,316
营业利润率	12.1%	13.5%	15.6%	18.4%	21.0%	23.6%
营业外收支	10	-2	16	10	10	15
税前利润	256	352	522	758	1,023	1,331
利润率	12.6%	13.4%	16.1%	18.6%	21.2%	23.9%
所得税	-41	-41	-88	-133	-174	-226
所得税率	15.9%	11.5%	16.8%	17.5%	17.0%	17.0%
净利润	215	311	434	625	849	1,105
少数股东损益	-1	1	6	7	10	12
归属于母公司的净利润	216	310	428	618	839	1,093
净利率	10.7%	11.8%	13.2%	15.2%	17.4%	19.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	215	311	434	625	849	1,105
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	47	63	81	109	135
非经营收益	0	0	0	35	-10	-15
营运资金变动	0	0	0	-167	-188	-238
经营活动现金净流	215	358	497	574	761	987
资本开支	-173	-223	-274	-411	-522	-398
投资	0	-12	-45	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-173	-234	-319	-411	-522	-398
股权募资	20	200	0	4,455	40	50
债权募资	40	112	308	-1,178	0	0
其他	-38	-167	-119	-46	0	0
筹资活动现金净流	22	146	189	3,231	40	50
现金净流量	65	269	366	3,395	279	639

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	103	341	517	3,911	4,190	4,829
应收款项	497	857	1,135	1,327	1,548	1,787
存货	479	577	595	687	752	837
其他流动资产	26	35	48	60	69	76
流动资产	1,105	1,810	2,295	5,984	6,559	7,529
% 总资产	61.8%	68.1%	68.9%	81.3%	78.4%	78.3%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	582	750	949	1,285	1,709	1,987
% 总资产	32.6%	28.3%	28.5%	17.5%	20.4%	20.7%
无形资产	84	85	85	89	90	91
非流动资产	682	846	1,038	1,380	1,804	2,083
% 总资产	38.2%	31.9%	31.1%	18.7%	21.6%	21.7%
资产总计	1,787	2,656	3,333	7,365	8,362	9,612
短期借款	453	857	1,083	0	0	0
应付款项	546	557	522	632	727	809
其他流动负债	49	33	54	73	86	99
流动负债	1,048	1,447	1,659	705	813	908
长期贷款	36	10	90	0	0	0
其他长期负债	12	9	5	0	0	0
负债	1,096	1,466	1,754	705	813	908
普通股股东权益	675	1,173	1,568	6,641	7,521	8,663
少数股东权益	16	17	11	18	28	40
负债股东权益合计	1,787	2,656	3,333	7,365	8,362	9,612

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	2.884	1.722	2.377	2.576	3.497	4.552
每股净资产	9.001	6.519	8.712	27.673	31.337	36.097
每股经营现金净流	2.246	1.228	1.393	2.393	3.169	4.112
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	32.04%	26.41%	27.29%	9.31%	11.16%	12.61%
总资产收益率	12.10%	11.67%	12.84%	8.39%	10.04%	11.37%
投入资本收益率	20.29%	17.35%	16.81%	9.76%	11.26%	12.66%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	29.18%	23.83%	25.23%	18.72%	15.52%
EBIT增长率	N/A	41.56%	37.82%	41.69%	29.98%	29.60%
净利润增长率	N/A	43.28%	38.07%	44.50%	35.76%	30.17%
总资产增长率	N/A	48.62%	25.50%	120.93%	13.55%	14.94%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.1	59.5	61.3	62.0	60.0	60.0
存货周转天数	67.3	115.1	107.4	105.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	53.9	82.1	63.5	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	84.8	90.0	83.9	78.3	81.5	75.9
偿债能力						
净负债/股东权益	55.86%	44.14%	41.55%	-58.73%	-55.50%	-55.48%
EBIT利息保障倍数	9.3	8.6	12.1	22.6	-1,265.3	-306.2
资产负债率	61.33%	55.19%	52.62%	9.57%	9.72%	9.45%

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：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室