

行业整合练就大输液王者

科伦药业 (002422)

建议询价区间: 77.4 - 90.3 元

新股定价报告

2010年5月19日 星期三

东海证券医药研究小组

袁舰波

执业证书编号: S0630208010052

医药生物行业 高级分析师

021-50586660-8628

联系人: 李惜浣

010-59707110

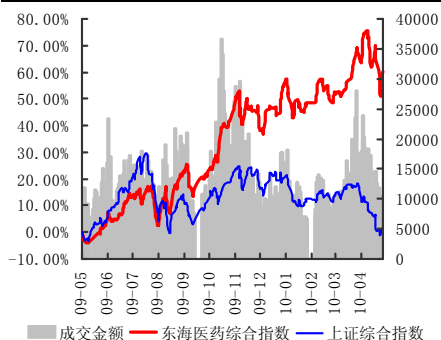
发行数据

发行前总股本(万股)	18000
本次发行股数(万股)	6000
发行后总股本(万股)	24000

发行后股权结构

刘革新	25.81%
潘慧	10.56%
刘绥华	7.55%
程志鹏	5.28%
钟军等 20 人	25.80%
社会公众股	25.00%

医药行业相对上证综指走势图



投资要点

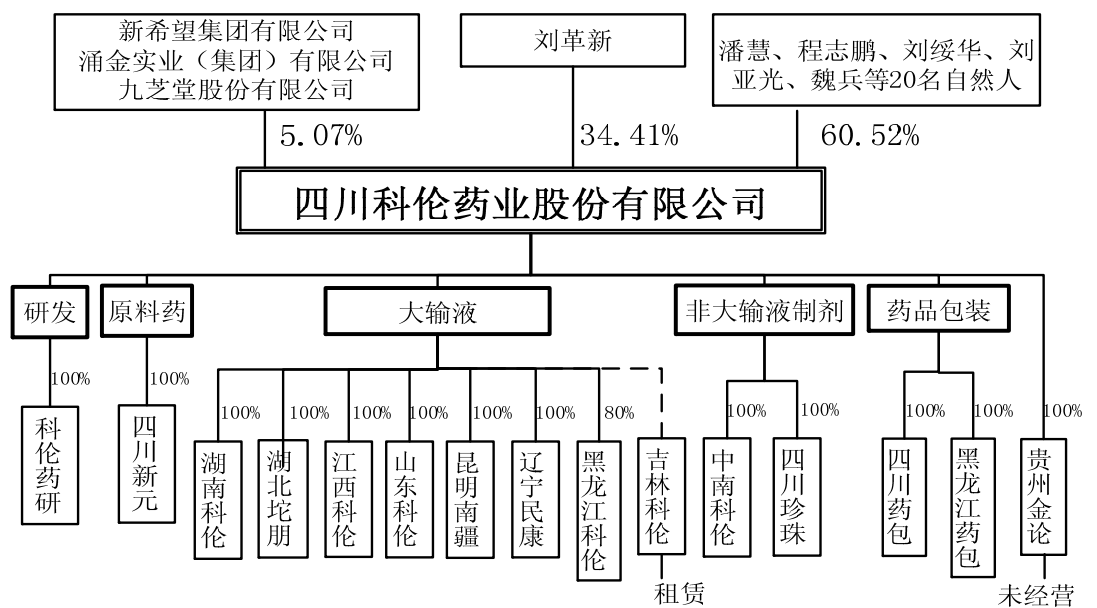
- 公司是管理层控股的企业,是我国大输液行业中的龙头,也是行业中品种最全、包装形式最完备的企业。2004至2009年,公司的市场占有率居一直居于大输液行业第一位,2009年公司销售各类大输液产品约22亿瓶(袋),大幅领先于行业中其他企业。
- 公司经营的大输液产品包括96个品种、219种规格,其中玻璃瓶、塑瓶包装输液产品2005至2007年的市场占有率居全国首位,非PVC软袋包装输液产品的市场占有率居前三位,专利产品直立式软袋输液则为公司独家品种。
- 以满足最广大人群的基本医疗保障为特点的新医改,正推动我国基层医疗机构蓬勃发展,这将有力的促进大输液产业的快速发展,公司作为大输液行业的龙头,将面临更多的机遇。
- 受销量大、单价低、质量要求高等特点的影响,大输液产业正迎来新一轮的产业升级,这将促进大输液产业集中度的快速提升。公司依靠规模、技术、研发上具有绝对的优势,在行业整合过程中有望获得更大的市场份额,大输液产业最终很可能形成以科伦为首的少数企业垄断的格局。
- 公司本次IPO计划公开发行人民币普通股(A股)6000万股,集资金到位后,将用于大输液产品扩能技改、非大输液产品开拓、药品研发中心建设等三个方向的13个项目。
- 我们预测公司2010-2011年EPS(摊薄)分别为2.58元和3.36元。考虑到公司未来良好的成长性,再综合医药上市公司估值水平,我们认为公司的合理价位在77.4元-90.3元,对应公司2010年的EPS市盈率分别为30-35倍。

1、公司基本情况

1.1 公司股权结构

2002 年公司改组成为民营企业，包括董事长在内的经营管理层持有公司的主要股权。本次发行前，公司董事长刘革新持有公司股份 6193.73 万股，占公司股本总额的 34.41%，为公司控股股东、实际控制人。发行前公司的总股本为 18000 万股，此次计划发行 6000 万股，占发行后公司总股本的 25%。

图 1: IPO 前科伦药业股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

1.2 公司主营业务

公司是我国大输液行业中的龙头企业，主要从事大输液产品的研发、生产和销售。目前公司生产经营的大输液产品包括 96 个品种、219 种规格，2009 年销售各类大输液产品约 22 亿瓶（袋），市场占有率居国内第一。

按临床用途分类，公司的 12 种主要大输液产品：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的产量占公司所有大输液产品总产量的 94% 以上，12 种主要产品的市场占有率均列全国首位。

按包装形式分类，公司的玻璃瓶、塑瓶包装输液产品的市场占有率居全国首位；专利产品直立式软袋输液为公司独家品种。

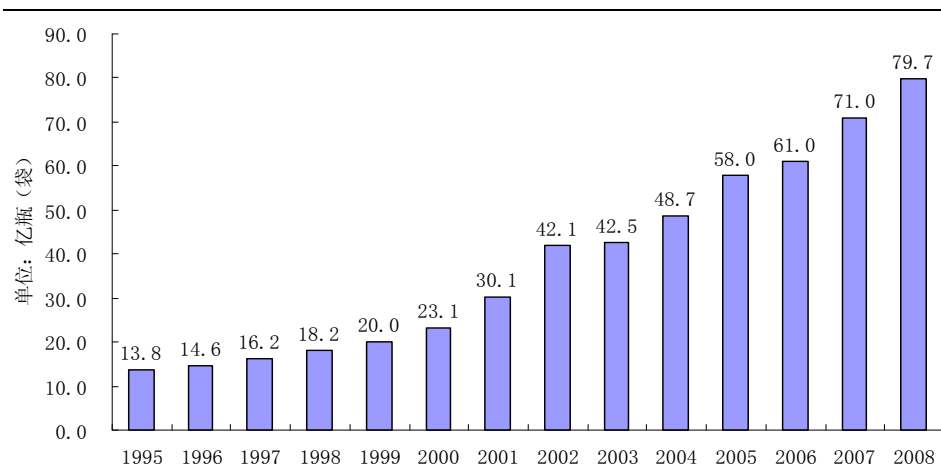
2、大输液市场行业背景

大输液是区别于小针剂的输液产品，通过静脉注射给药，临床上主要用于营养、治疗、体液平衡以及血容量扩张等方面，作为临床基本治疗手段使用广泛、用量巨大。

2.1 大输液市场规模

随着我国医疗卫生行业持续、快速的发展，大输液产品的总产量逐年递增。据统计，2008年全国大输液产量为79.7亿瓶（袋），比1995年增加65.9亿瓶（袋），1995-2008年的复合增长率为14.44%。

图 2：1995-2008 年全国大输液产量图



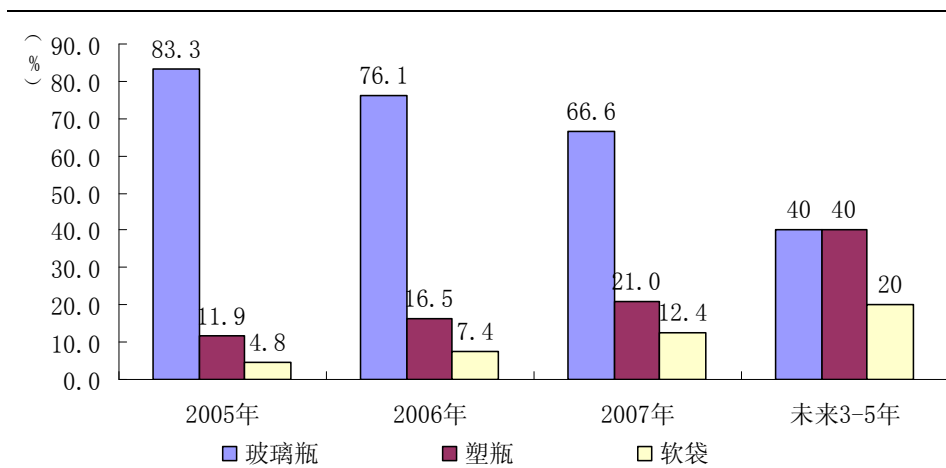
资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

由于医药行业受益于人口老龄化、城镇化和新医改等因素的影响，整个医药行业的市场容量在未来5至10年仍将保持稳定、快速的增长。预计大输液作为基础用药的市场需求和规模将持续增长，增长率应不低于6%，至2010年大输液行业的市场容量至少将达到85亿瓶（袋）。

2.2 大输液市场产品结构

大输液市场容量持续增长的同时，大输液产品的包装也在向更加安全、便捷的软塑包装转化。04年以来，玻璃瓶产品份额逐年下降，软塑包装逐步替代玻璃瓶的趋势已越发明显。新型软塑包装输液产品在欧美国家占据90%以上的市场份额，相比之下我国新型包装输液产品市场的上升空间依然很大。根据现阶段我国大输液产品结构的调整趋势，预计3-5年后，我国大输液市场将达到“4-4-2”格局。

图 3: 近年我国大输液产品包装形式变化趋势图



资料来源: 公司招股说明书, 东海证券研究所

2.3 大输液市场集中度

与发达国家相对成熟的大输液市场相比, 我国大输液市场集中度较低。截止到 2007 年 6 月, 共有 397 家大输液生产企业通过国家药监局 GMP 认证, 大部分生产企业以低端产品为主、经营规模较小。

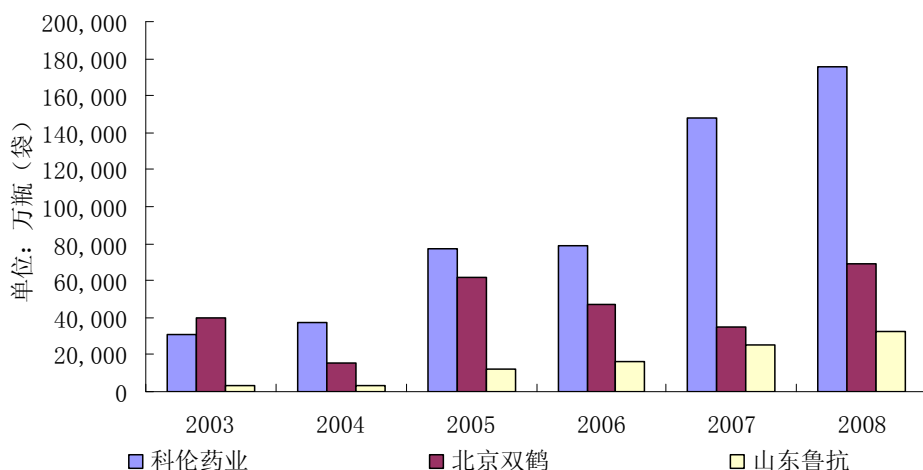
随着大输液行业内产品结构的逐步转化、监管力度的日益增强, 行业对生产企业技术、设备等要求不断提高, 通过竞争提高行业的集中度是发展的必然趋势。2006 年我国大输液行业前十名企业的生产集中度仅为 23.37%, 2008 年已增至 48.4%, 随着市场集中度的逐渐提高, 最终将形成少数企业垄断大部分市场的格局。

3、公司核心竞争能力分析

3.1 大输液领域的龙头企业

公司一直致力于大输液领域的研发、生产和销售, 目前生产经营 96 个品种、219 种规格的大输液产品, 是我国输液行业中品种最全、包装形式最完备的企业。2009 年公司销售各类大输液产品约 22 亿瓶(袋), 市场占有率居国内第一。2004 年以来, 公司的市场占有率居一直居于大输液行业第一位, 且大幅领先于其他企业。

图 4：2003-2008 年的大输液市场占有率前三名企业产量情况



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

按临床用途分类,公司的 12 种主要大输液产品的产量占公司所有大输液产品总产量的 94%以上, 2008 年 12 种主要产品的市场占有率均列全国首位。按包装形式分类,公司的玻璃瓶、塑瓶包装输液产品 2005-2007 年的市场占有率居全国首位; 非 PVC 软袋包装输液产品的市场占有率居前三位; 专利产品直立式软袋输液为公司独家品种。

3.2 受益于产品结构升级和行业集中度提升

随着行业内产品结构的升级调整,玻璃瓶输液产品的市场份额逐步被软塑包装输液产品取代,对于生产企业技术工艺、制造设备、经营规模提出了更高的要求,公司作为行业龙头在规模、技术、设备上都具有绝对的优势。由于公司的产品结构升级速度远超行业平均水平,软塑包装已经占到了销量的 48%, 销售收入的 55%, 而软塑产品的毛利远高于玻瓶,使公司具有较高的毛利水平。

随着行业产品结构的升级,行业集中度也将逐渐提升,经营规模小、生产水平低、研发能力差的中小企业将被淘汰,公司这样的龙头企业在行业整合过程中将最为收益,可获得更大的市场份额,大输液行业最终将形成以科伦为首的少数企业垄断的格局。

3.3 全国性生产布局和销售网络

公司采取全国性生产基地布局与经营模式,目前公司的生产基地遍布于全国九省份,基本形成了全国性产业布局,有效的消除了大输液产品运输半径的制约。

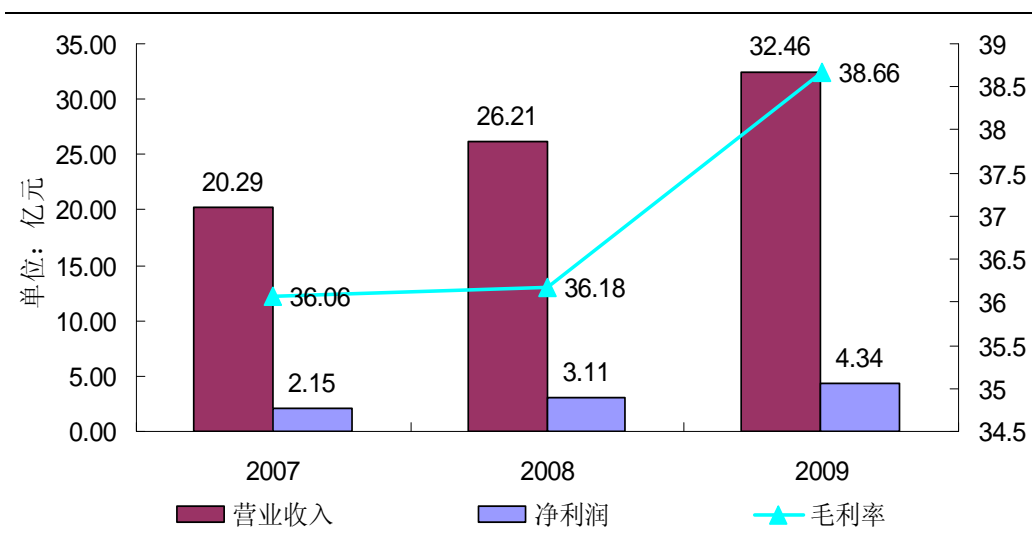
与全国性生产基地配套的销售网络覆盖了我国除台湾、香港和澳门以外的所有省、直辖市和自治区,共有 5800 余家各级经销商,约 2150 家二级以

上医院与公司直接建立长期业务关系，公司与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。

4、公司财务分析

近三年，公司的营业收入保持 20% 以上的增长，净利润实现了近 40% 的增长，毛利率持续提升，公司盈利能力较好。

图 5：公司近三年营业收入、净利润、毛利率情况



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

07 年以来，公司的期间费用占营业收入的比例较为稳定，公司在保持营业收入和利润较快增长的同时较好的控制了费用增长。

表 1：公司近三年期间费用情况

	2007	2008	2009
销售费用	31,108.54	39,446.38	50,088.93
管理费用	12,237.73	13,063.16	17,211.53
财务费用	3,068.38	4,697.38	4,606.42
三项费用总计	46,414.65	57,206.92	71,906.88
占营业收入的比例	22.87%	21.82%	22.15%

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

近三年，公司的资产负债率一直处于较高水平，但呈逐年下降的趋势；流动比率与速动比率稳步提高。

表 2: 公司其他财务指标

主要财务指标	2007	2008	2009
流动比率	1.05	1.25	1.38
速动比率	0.60	0.85	1.02
应收账款周转率	6.1	6.1	6.0
存货周转率	3.1	3.2	3.4
每股经营活动产生的现金流量(元)	2.25	1.23	1.39
资产负债率	57.41	53.62	53.88
每股净资产(元)	9.22	6.61	8.77

资料来源: 公司招股说明书、东海证券研究所

5、公司主要风险

5.1 产品降价的风险

1997 年到至今国家发改委已累计发布二十多次药品降价令, 09 年 10 月又公布了国家基本药物的零售指导价格。公司进入国家基本药物目录的大输液产品, 零售指导价格下降幅度约为 20%。但由于产品市场竞争激烈, 以往在各省的中标价格已远低于零售指导价格, 下降后的零售指导价格仍然高于绝大多数地区的实际中标价格, 因此对公司整体影响较小。但持续的药品降价趋势仍会对公司单位产品盈利水平形成一定冲击。

5.2 新产品表现低于预期的风险

公司 07 年推出的直立式软袋为公司的专利产品, 在未来的产品结构升级中被寄予厚望; 同时, 新一代包材和液固双腔袋也被视为公司未来几年的增长点。如果新产品的市场表现低于预期, 将在一定程度上影响公司业绩。

6、募集资金投向

公司本次 IPO 计划公开发行 6000 万股, 所募集资金的投资项目分为三类。

表 3: 募集资金投向及金额

	项目内容	项目数量	投资金额	占募集资金投资总额比例
第一类	对大输液业务进行扩能技改	10	118,567.92	79.52%
第二类	对非大输液业务的投入	2	25,536.41	17.13%
第三类	对研发中心改造建设	1	5,003.00	3.36%

资料来源: 公司招股说明书、东海证券研究所, 单位: 万元

6.1 大输液产品扩能技改项目

本次募集资金投资项目达产后, 公司在输液产品方面将年新增塑瓶

79,500 万瓶, 软袋 4,000 万袋, 直立式软袋 15,000 万袋, 双腔软袋 6,000 万袋, 输液产品总产能将增加至 31.75 亿瓶。按我国 2010 年输液产品约 85 亿瓶的市场容量测算, 市场占有率约为 37.4%。

表 4: 本次募集资金投资项目达产后, 公司大输液产品的产能变化情况:

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
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	73,600
	软袋	10,400	6,400
	直立式软袋	35,600	31,500
	液固双腔软袋	6,000	-
合计	317,500	100,500	227,900

资料来源: 公司招股说明书、东海证券研究所, 单位: 万瓶(袋)

6.2 非大输液产品开拓项目

公司非大输液业务收入主要来源于珍珠制药和中南科伦一些普药品种的销售, 此次投资项目包括珍珠制药二期改扩建工程项目和中南科伦原有生产线技术改造工程, 以加强公司的综合实力。公司遍布全国的大输液销售网络, 有助于制剂业务未来的发展。

6.3 研发中心改造项目

作为行业龙头, 公司一直关注大输液产品及新型包材的研发, 本次募集资金将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, 全面提升公司的研发实力。

7、估值与市场定价

7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设:

- 1、塑瓶产品 10 年保持 40% 的增长, 11-12 年增长 30%; 软袋产品 10 年保持 18% 的增长, 11-12 年增长 20%;
- 2、随着直立式软袋产品市场的迅速扩张, 10 年保持 80% 增长, 11-12 年增长 40%、30%;
- 3、三项费用率保持平稳;
- 4、公司综合企业所得税率为 17%。

在上述假设下, 我们预测公司 2010-2011 年 EPS (摊薄) 分别为 2.58 元和 3.36 元。

表 5: 科伦药业盈利预测

利润表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	262139	324599	405389	488222	588904
增长率	29.2%	23.8%	24.9%	35.0%	40.0%
营业成本	167301	199107	243718	286113	339218
营业税金及附加	1970	2567	3243	3906	4711
销售费用	39446	50089	62835	75674	91280
管理费用	13063	17212	20269	24411	29445
财务费用	3068	4697	4606	(300)	(300)
利润总额	35151	52192	75786	98580	124712
所得税费用	4055	8774	12884	16759	21201
归属于母公司净利润	30989	42785	61984	80628	102001
EPS	1.72	2.38	2.58	3.36	4.25

资料来源: 招股说明书、东海证券研究所

7.2 上市定价

我们认为公司作为大输液领域龙头, 在规模、技术、研发等方面竞争优势明显; 大输液行业的产品结构升级和行业集中度的提升, 为公司带来了前所未有的机遇。考虑到公司未来良好的成长性, 再综合医药上市公司估值水平, 我们认为公司的合理价位在 77.4 元-90.3 元, 对应公司 2010 年的 EPS 市盈率分别为 30-35 倍。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业等。

一、行业评级

推荐 Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其他附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122