



最大的价值在于管理

——科伦药业（002422）新股定价报告

2010年5月23日

建议申购

科伦药业

新股定价

摘要:

- **优秀的管理体制和管理团队是公司的最大价值所在。**科伦药业有着先进的管理体制，完善的激励机制，更有一位敢打敢拼，有勇有谋的带头人，这些都是公司最宝贵的财富，也是最核心的价值。
- **十四年的奋斗成就今日的大输液龙头。**科伦药业目前是中国输液行业中品种最多、包装形式最完备的医药制造企业。未来几年，我们预计升级产品软袋和直立式软袋的比例会继续提高，而老产品玻璃瓶的份额会逐渐降低，产品结构将进一步优化。输液市场的自然增长和集中度的提高给公司带来的增长空间。
- **营销网络平台已成，非输液产品将加速发展。**从更长远的角度来看，公司的非输液产品是重要的利润来源。科伦药业致力于发展成为综合性的现代药业集团。公司具备其他一般医药企业所不具备的优势，即营销网络的优势。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。
- **盈利预测与估值：**根据我们的假设，预计科伦药业2010年-2012年的EPS分别是3.28元、4.21元和6.30元。我们用FCFF、APV、FCFE、DDM、AE、EVA等估值方法进行绝对估值，计算出来的每股价值区间为142-203元。相对估值法下，可比对象2010年的平均动态市盈率为39倍，以此计算，科伦药业的每股合理价位为128元。

财务指标预测

指标	09A	10E	11E
营业收入（百万元）	3246	4494	6312
增长率（%）	23.8%	38.4%	40.5%
净利润（百万元）	428	590	759
增长率（%）	38.1%	37.9%	28.6%
每股收益(元)	2.38	3.28	4.21
净资产收益率（%）	27%	31%	32%
PE	35.1	25.4	19.8
PB	9.6	7.8	6.3

银国宏

执业证书编号：s1480207120048

联系人：陈恒

010-66507337

chenheng@dxzq.net.cn

询价区间

84.66-95.31

上市首日定价区间

83.36-100.00

发行上市资料

总股本（万股）	24000
发行量（万股）	6000
发行日期	2010-5-24
发行方式	网下配售+网上定价
保荐机构	国金证券
预计上市日期	2010-5-30

发行前财务数据

每股净资产（元）	8.71
净资产收益率（%）	31.21
资产负债率（%）	52.62

主要股东和持股比例

刘革新	34.41
潘慧	14.08
刘绥华	10.06
程志鹏	7.04
钟军	3.36
新希望集团有限公司	2.81
其他股东	2.69
魏兵	2.11
薛维刚	2.11
尹凤刚	2.11

目 录

1. 优秀的管理体制和管理团队是公司的最大价值所在.....	3
1.1 管理体制先进.....	3
1.2 管理团队稳定，激励机制到位.....	4
2. 十四年的奋斗成就今日的大输液龙头.....	5
2.1 大输液是公司的当家产品.....	6
2.2 产品结构正在优化.....	6
2.3 大输液发展空间仍较大.....	8
3. 营销网络平台已成，非输液产品将加速发展.....	9
4. 募投项目分析.....	10
5. 盈利预测与估值.....	11

表格目录

表格 1: 大输液产品按包装分类比较.....	7
表格 2: 募集资金前后大输液产能比较.....	10
表格 3: 募投项目明细.....	11
表格 4: 盈利预测及市场数据.....	12
表格 5: 科伦药业盈利预测.....	12
表格 6: 估值假设.....	13
表格 7: 相对估值（以 2010 年 5 月 21 日收盘价计算）.....	13

插图目录

图表 1: 科伦药业管理结构图.....	4
图表 2: 科伦药业股权结构图.....	5
图表 3: 科伦药业收入结构图.....	6
图表 4: 科伦药业毛利结构图.....	6
图表 5: 科伦药业产品结构图（按包装分）.....	7
图表 6: 科伦药业产品结构图（按用途分）.....	7
图表 7: 我国大输液市场规模.....	8
图表 8: 我国大输液企业集中度.....	9
图表 9: 中国和发达国家大输液企业集中度比较.....	9
图表 10: 合理股价区间图（折现率、永续增长率变化±1%）.....	13

1. 优秀的管理体制和管理团队是公司的最大价值所在

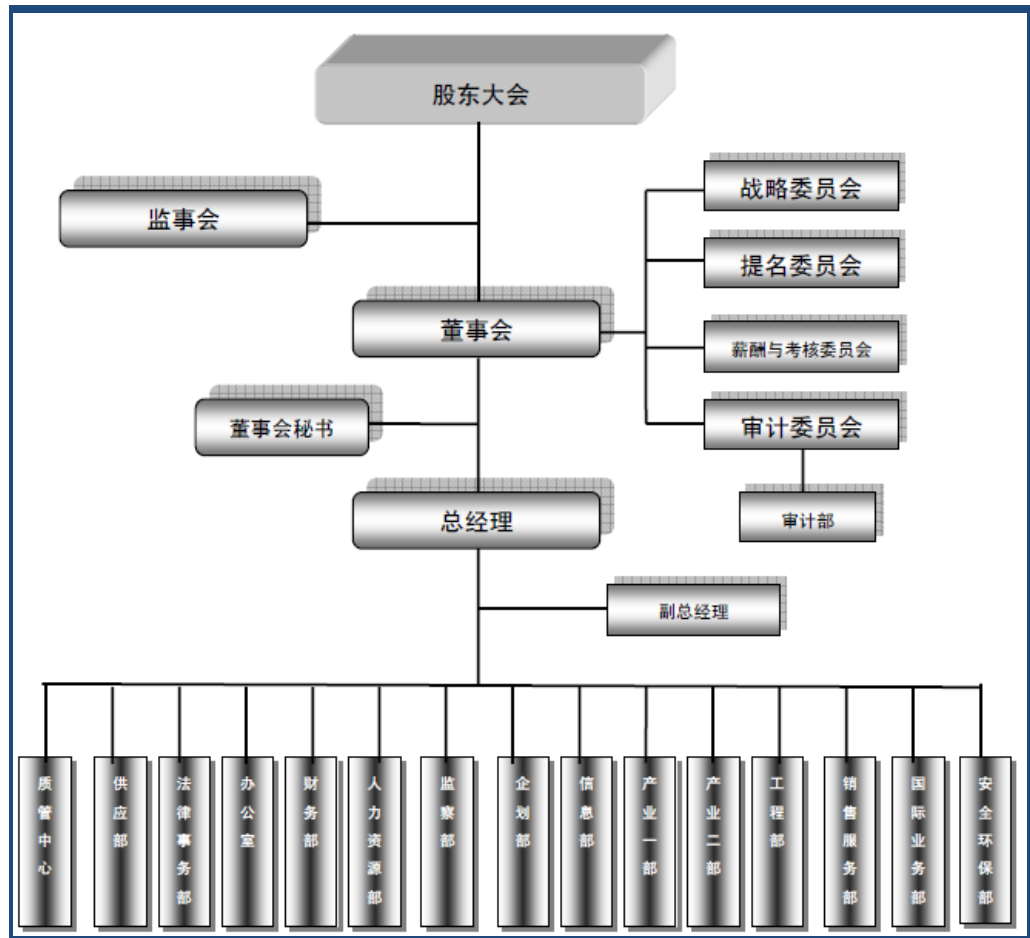
做企业的是人，管理企业的是人。一个企业，特别是一个民企能否在众多的竞争者中脱颖而出，关键的因素在于人。而人又是最不确定的因素，有着独特的复杂性，因此要想发挥人的主观能动性，一套完备先进的管理体制和激励机制必不可少。科伦药业有着先进的管理体制，完善的激励机制，更有一位敢打敢拼，有勇有谋的带头人，这些都是公司最宝贵的财富，也是最核心的价值。《孙子兵法》有云“上下同欲者胜”，高度的价值认同下管理层能够自律，基层员工能够自觉，这样的团结一致所产生的协同力量将成为科伦药业未来持续快速发展的法宝。

1.1 管理体制先进

公司是一家纯粹的民营企业，在日常管理上实行半军事化管理，比较严格。2008年5月，公司联合用友软件开始打造自己的管理信息系统。这个系统成功地为公司搭建了一个全面的现代化信息平台，提升了科伦的管理水平。科伦药业已经建立了一套包括“24小时复命制”和“首问负责制”在内的独特而完善的工作制度，奉行全程质量控制、质量服务和体制保障的大质量观；着力打造一个“原则至上、是非分明、没有借口、行动第一”的高执行力领导团队；努力培养一支“对事尽力、对物珍惜、对己克制、对人感恩”的优秀员工队伍。新进入科伦的员工都必须经过一周的军训以及不定期的拓展训练，必背员工手册。只有这个严律的制度，才能培养和孕育优秀的人才，有了人才才有市场和研发的增长。这种传承下来的精神和职业道德才是科伦药业最与众不同的地方。

- 24小时复命制：接到命令后，24小时之内要告诉领导您怎么做的，做得怎么样了。
- 首问负责制：每个第一时直接到命令的，不管是不是您的本职工作，如果是就自己完成，如果不是，就交给相关人士，您都要督促这个事情的发展，直至完成。

图表 1：科伦药业管理结构图



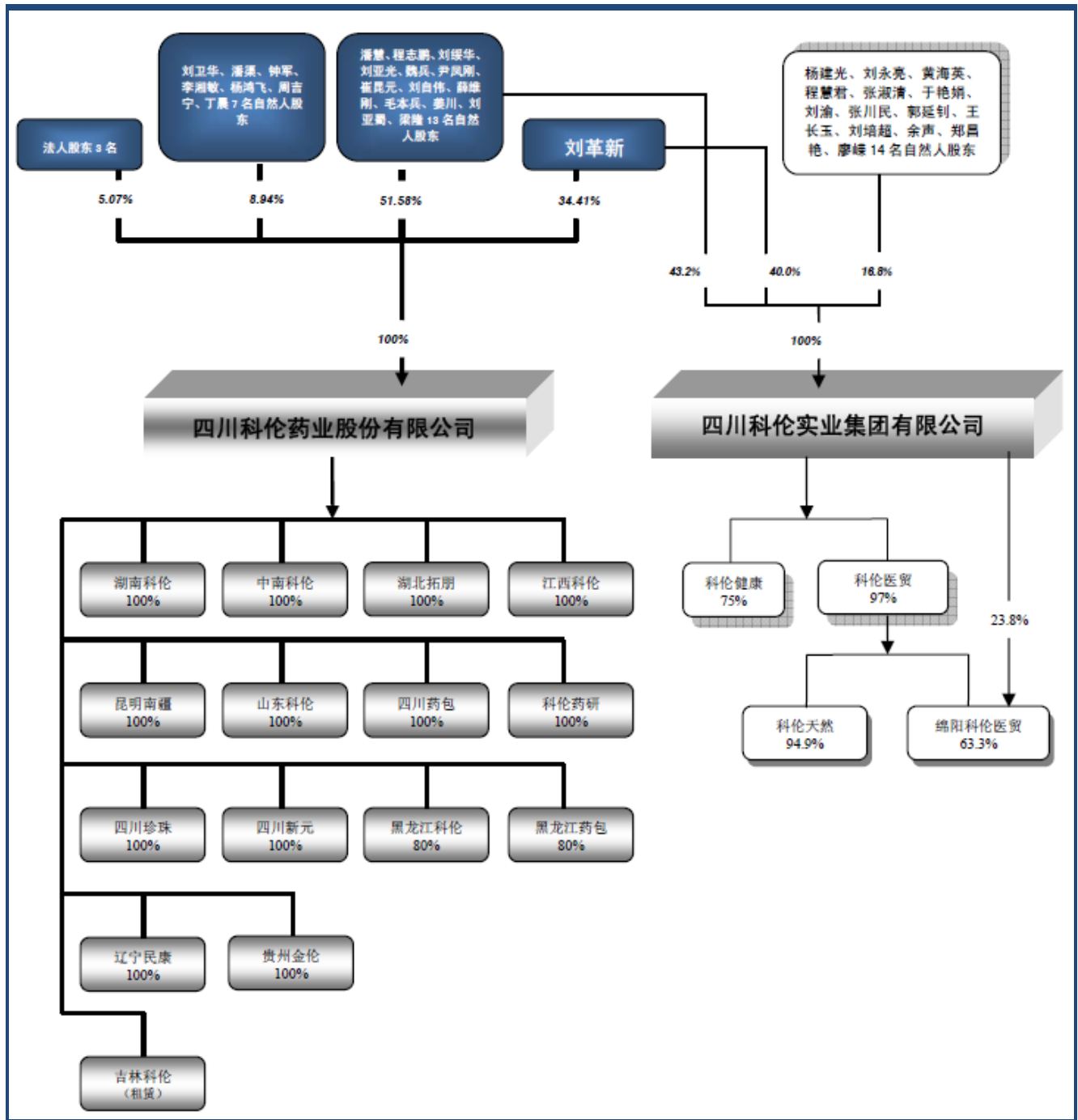
资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

1.2 管理团队稳定，激励机制到位

公司的股权结构比较简单，现任董事长刘革新先生是公司的实际控制人、第一大股东，发行前持股比例为 34.41%；公司董事副总经理潘慧是公司第二大股东，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%。

公司的高管大多数都是从科伦成立之初就在公司任职，管理团队很稳定。从招股说明书披露的高管情况看，虽然公司目前的核心管理层仍是创始团队，但是一些从基层提拔上来和外聘的人才也逐渐进入管理层，为公司的管理带来了新的气息。如主管人力资源的刘绥华先生原是湖南工业科技大学的党委书记，副总经理陈得光先生是销售出身，主管质量监督的葛均友先生原是德国 Ratiopharm 制药有限公司亚太区质量经理。刘革新先生的独子刘思川先生在留学回国后也在公司任职，目前任公司董事，主管非输液类的销售，现在正在缅甸开拓国际市场。

图表 2: 科伦药业股权结构图



资料来源: 招股说明书、东兴证券研究所

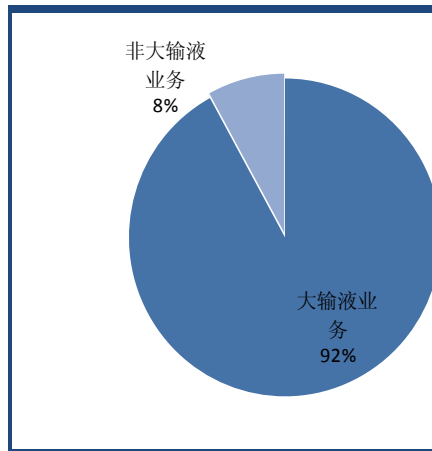
2. 十四年的奋斗成就今日的大输液龙头

2.1 大输液是公司的当家产品

科伦药业目前是中国输液行业中品种最多、包装形式最完备的医药制造企业。2009年，公司实现主营业务收入 32.46 亿元，其中输液类产品贡献收入近 30 亿元，占 91.7%，属于绝对的当家品种。

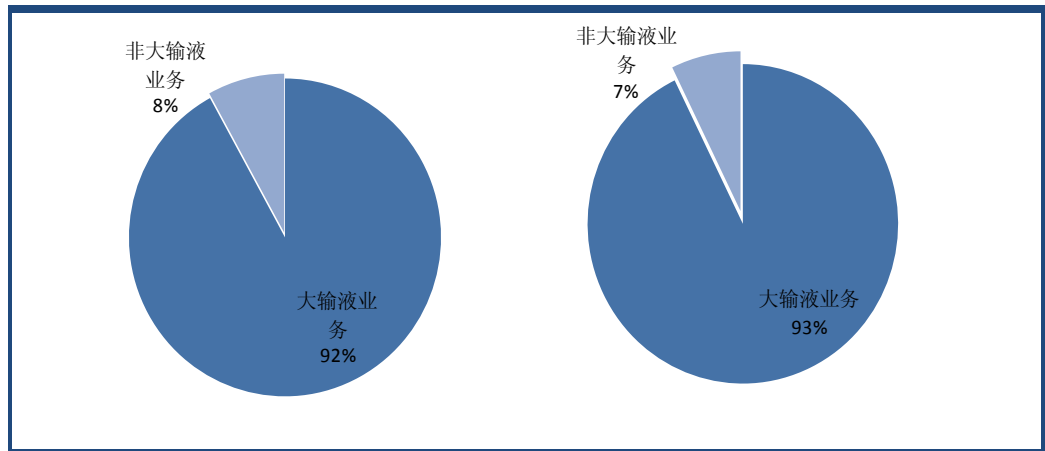
2009 年公司销售各类大输液产品约 22 亿瓶（袋），位居国内大输液行业第一。据统计，2008 年全国大输液产量为 79.7 亿瓶（袋），1995-2008 年的复合增长率为 14.44%，据测算，2009 年全国大输液产量约在 84.5 亿瓶（袋）左右，公司的市场占有率约为 26%。

图表 3：科伦药业收入结构图



资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

图表 4：科伦药业毛利结构图



资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

2.2 产品结构正在优化

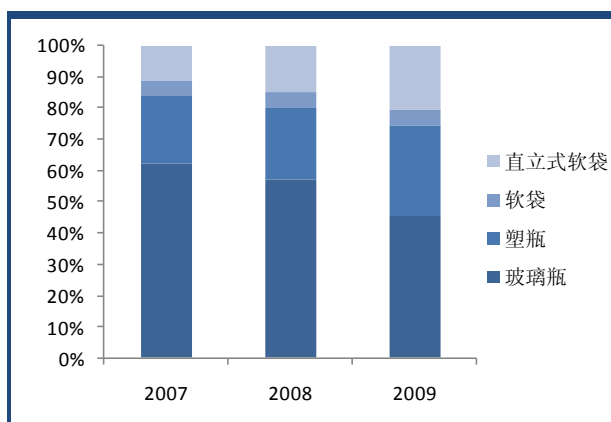
大输液具有使用广泛、用量巨大的特点。临床上分主要有体液平衡用输液、治疗用药物输液、营养用输液和血容量扩张用输液四大类；如果按包装形式分类，主要有玻璃瓶、塑瓶、软袋（包括 PVC 软袋和非 PVC 软袋）和直立式软袋。

表格 1：大输液产品按包装分类比较

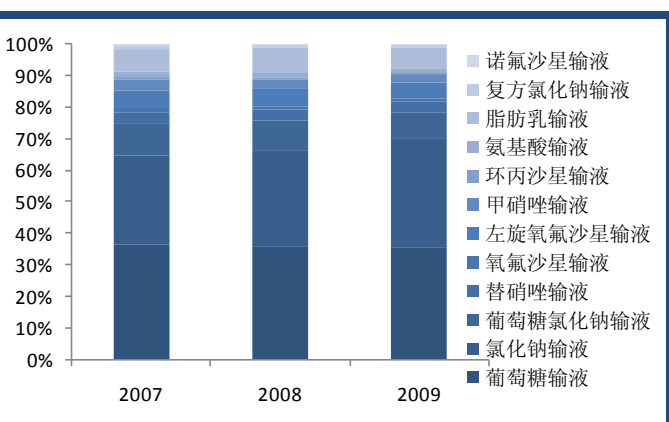
包装形式	玻璃瓶	塑瓶	软袋	直立式软袋
化学稳定性	较好	好	好	好
抗冲击	差	好	好	好
透明度	好	较好	好	好
口部密封性	较差，易污染	好，不易污染	好，不易污染	好，不易污染
胶塞接触药液	是，易污染	否，不易污染	否，不易污染	否，不易污染
是否易破损	是，脱落物和隐形裂伤易污染	否，无脱落物和隐形裂伤	否，无脱落物和隐形裂伤	否，无脱落物和隐形裂伤
使用方法	需空气回路，易二次污染	需空气回路，易二次污染	自身产生负压，无需空气回路，安全性高	自身产生负压，无需空气回路，安全性高
运输	重量大，运费高，易破损	重量轻，运费低，不易破损	重量轻，运费低，不易破损	重量轻，运费低，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

资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

公司能够生产常见的全系列大输液产品，涉及 96 个品种共 219 种规格，其中有 25 个品种的大输液产品被列入国家基本药物目录。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、替硝唑输液等 12 种产品。2007-2009 年 12 大品种产量占公司大输液总产量的 95.1%、94.9%和 95.1%，市场占有率均列全国首位。按包装形式统计，公司玻瓶、塑瓶的市场占有率均为全国第一，非 PVC 软袋占有率稳居前三；直立式软袋包装输液产品是公司的专利产品，占有率 100%。

图表 5：科伦药业产品结构图（按包装分）


资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

图表 6：科伦药业产品结构图（按用途分）


资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

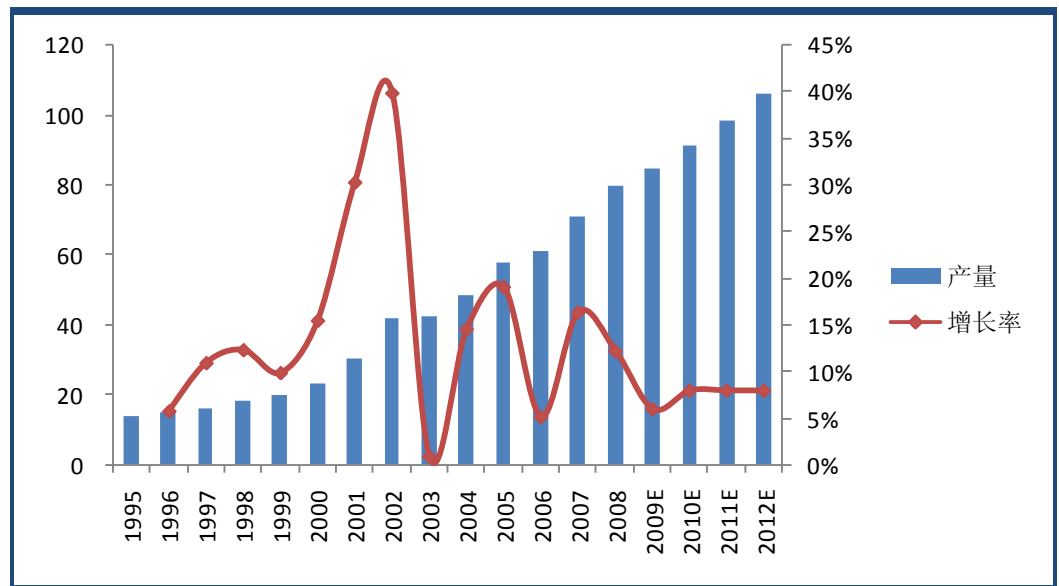
未来几年，我们预计升级产品软袋和直立式软袋的比例会继续提高，而老产品玻璃瓶的份额会逐渐降低，产品结构将进一步优化。

2.3 大输液发展空间仍较大

我们测算输液产品的发展空间主要从两方面考虑：一方面是输液市场的自然增长率；另一方面是输液市场的整合，集中度的提高给公司带来的增长空间。

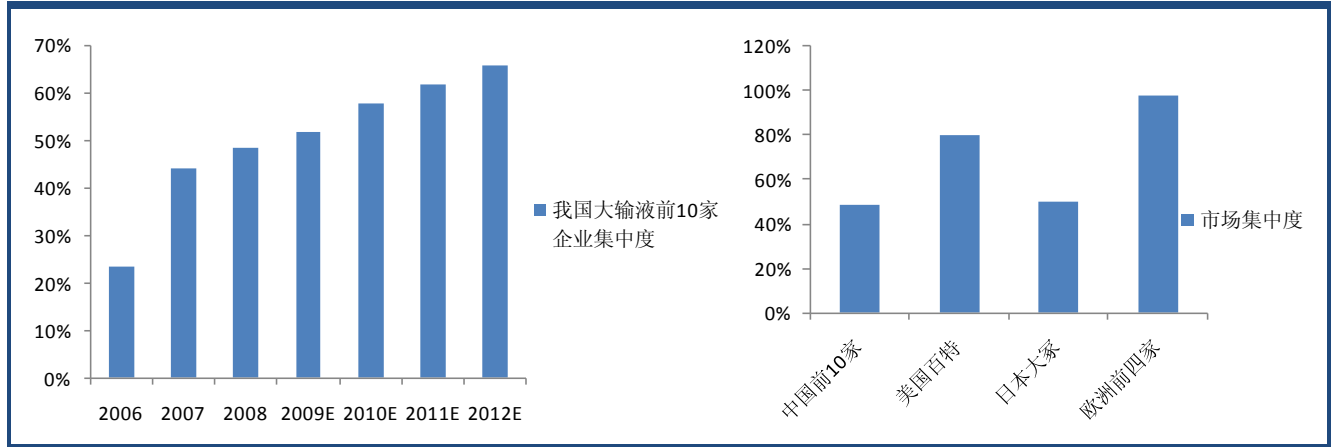
输液市场的自然增长。按照我国卫生机构总床位数 3.2% 的增长率，并考虑我国医疗卫生制度改革对医药市场的显著拉动效应，预计大输液作为基础用药其市场需求的增长率应不低于 6%。我们假设 2010-2012 年的市场自然增长率为 8%，那么到 2012 年大输液的市场规模将达到 106.4 亿瓶（袋）。

图表 7：我国大输液市场规模

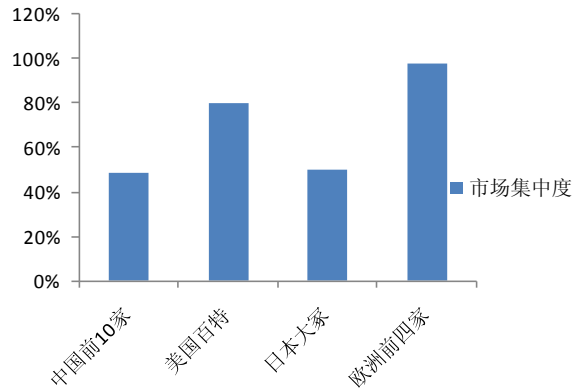


资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

输液市场的整合，集中度的提高给公司带来的增长空间。从 2004 年开始，在相关政策、产能过剩等因素的驱动下，大输液开始了升级之路。塑瓶和软袋开始加速增长，逐渐替代玻璃瓶。玻璃瓶的市场占比由 2005 年的 83.3% 下降至 2007 年的 66.6%。同时，行业集中度不断提高，前 10 的企业集中度由 2006 年的 22% 左右上升到 2008 年的 48%。在科伦药业的成长过程中，适时地兼并一些小企业是助推公司快速扩张的常用手段。大输液销售会受到运输半径的制约，在全国布局不仅会使节约成本，提高毛利率，而且会对产业的格局产生深远的影响。这种影响将表现在龙头企业规模优势越来越明显，产业升级的进程会加快，行业集中度加速提高。对比发达国家的输液行业集中度，如美国百特 1 家就占到 80% 的份额，日本大冢有着 50% 的市场占有率，我国的行业集中程度还较低。这也意味着科伦具备吞噬中小企业市场份额的潜力。

图表 8：我国大输液企业集中度


资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

图表 9：中国和发达国家大输液企业集中度比较


资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

我们假设大输液市场的近三年增长率在 8%左右，到 2012 年大输液的市场集中度进一步提高，科伦药业的市场份额由目前的 23%提高至 35%，那么从数量上来看，科伦药业的大输液产量将超过 37 亿袋（瓶），复合增长率接近 20%。

3. 营销网络平台已成，非输液产品将加速发展

公司已经成为我国大输液行业龙头，但是大输液毕竟市场容量有限，其规模只能满足公司 5-10 年的增长。从更长远的角度来看，公司的非输液产品是重要的利润来源。科伦药业致力于发展成为综合性的现代药业集团。公司具备其他一般医药企业所不具备的优势，即营销网络的优势。

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。公司现有的 57 个销售片区覆盖我国除台湾、香港以外的所有省市地区，间接管理 4,840 多名销售人员，共有 5,800 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 2,150 家，各级经销商共维护逾 25,000 家包括二级以下医院在内的终端渠道。此外，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。

科伦药业的子公司中中南科伦和珍珠制药可作为非输液产品的运作平台。公司目前拥有的非输液药品中粉针和小水针有 89 个品种，167 个规格；其他类药品有 190 个品种，229 个规格；其中有 67 个产品进入了国家基本药物目录。

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。未来，公司将形成输液和非输液类产品“两条腿走路”的业务格局，有效减低生产经营风险。

4. 募投项目分析

此次公司拟公开发行人 6000 万股 A 股，计划募集资金约 149,107.33 万元，全部投入到包括科伦药业、珍珠制药、江西科伦、湖南科伦等在内的 13 个建设项目。项目可以分为以下三大类：

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，投资项目包括扩建新增塑瓶输液生产线工程、扩建直立式软袋输液生产线工程、扩建软袋输液产品生产线工程、新建液固双腔袋输液生产线工程共计 10 个项目，投资金额合计 118,567.92 万元，占募集资金投资总额 79.52%；

四川科伦通过实施此次募集资金投资项目，大输液产品总体产能将增加至 317,500 万瓶（袋），较 2009 年增长 89,600 万瓶（袋），新增产能均为塑瓶、软袋等软塑包装输液产品。

表格 2：募集资金前后大输液产能比较

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
塑瓶	153,100	79,500	73,600
软塑包装	10,400	4,000	6,400
输液产品	35,600	15,000	31,500
直立式软袋*	6,000	6,000	-
液固双腔软袋	35,600	15,000	31,500
合计	317,500	100,500	227,900

资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

第二类，对非大输液业务的投入，用以进一步增强公司综合实力和核心竞争力，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，投资金额合计 25,536.41 万元，占募集资金投资总额 17.13%。

第三类，公司研发中心改造建设项目，用以加大自主创新力度、巩固核心竞争力及全面提升研发能力，投资金额合计 5,003.00 万元，占募集资金投资总额 3.36%。

募集资金投资项目投产后，公司的大输液业务生产规模将进一步扩大，公司将继续保持和提升在我国大输液行业的竞争优势；同时，公司非大输液产品生产规模将较大幅度的扩大，公司产品体系将更为健全。公司技术研发中心的建设，将使新产品、新工艺持续投产和应用，为公司下一步企业技术改造和可持续发展夯实了基础。

表格 3: 募投项目明细

序号	建设地	项目名称	投资金额（万元）
1	科伦药业	扩建直立式聚丙烯输液袋生产线项	7,247.94
2	珍珠制药	二期改扩建工程项目	7,061.01
3	江西科伦	塑瓶输液扩产项目	6,495.09
4	科伦药业 广安分公	扩建塑瓶输液生产线项目	7,996.89
5	科伦药业	扩建软袋输液生产线项目	21,274.84
6	湖南科伦	新建液固双腔软袋输液生产线项目	20,545.79
7	昆明南疆	输液生产基地整体改造建设项目	15,055.40
8	辽宁民康	新增塑瓶输液生产线项目	9,056.16
9	山东科伦	新增塑瓶输液生产线项目	12,030.01
10	黑龙江科 伦	新建塑瓶输液生产线项目	7,424.66
11	湖北拓朋	塑瓶输液技改工程项目	11,441.14
12	科伦药业	研发中心改造建设项目	5,003.00
13	中南科伦	原有生产线技术改造工程项目	18,475.40
		合计	149,107.33

资料来源：招股说明书、东兴证券研究所

5. 盈利预测与估值

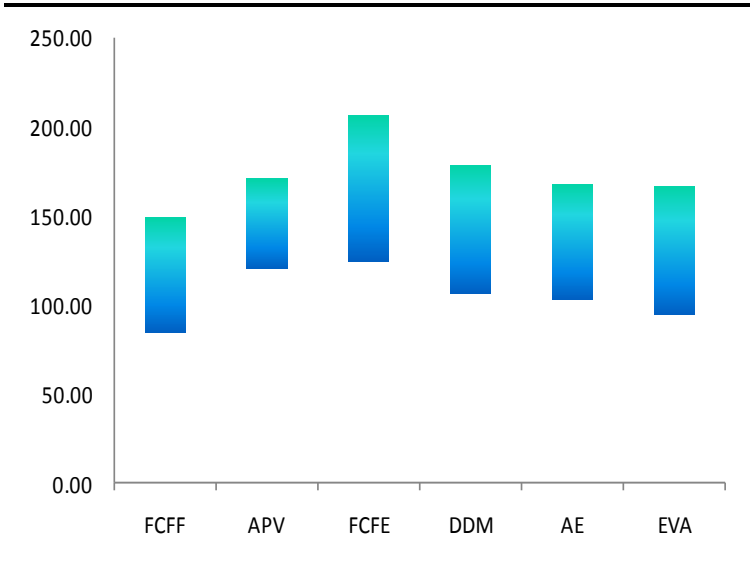
盈利预测假设：

- 玻瓶的数量增长保持在 8%左右的水平，毛利率基本保持稳定。
- 塑瓶、软袋和直立式软袋的毛利率小幅下降，但数量增长较快。
- 非大输液产品增长逐渐加快。
- 近三年销售费用率保持小幅上升，但未来有所下降。管理费用率保持稳定，财务费用率随着募集资金的到位逐步降低；其他非经营性指标保持稳定

表格 6: 估值假设

资本成本假定:	
无杠杆Beta	0.87
无风险利率	3.00%
股票风险溢价	7.50%
公司股价(元)	83.36
发行在外股数(百万)	180
股票市值(E, 百万元)	15004.8
债务总额(D, 百万元)	1271.183978
Kd	6.00%
T	17.00%
Ka	9.53%
有杠杆Beta	93.12%
Ke	9.98%
E/(D+E)	92.19%
D/(D+E)	7.81%
WACC	9.59%
永续增长率(10年后)	3.00%

资料来源: 东兴证券研究所

图表 10: 合理股价区间图(折现率、永续增长率变化±1%)


资料来源: 东兴证券研究所

我们选取和科伦药业行业地位、盈利能力相似的 9 家 A 股医药行业上市公司作为相对估值的比较对象, 计算出 2010 年的平均动态市盈率为 39 倍, 以此计算, 科伦药业的每股合理价位为 128 元。

表格 7: 相对估值(以 2010 年 5 月 21 日收盘价计算)

代码	公司名称	每股收益(元)			市盈率(倍)		
		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
600062	双鹤药业	0.79	1.05	1.27	34	26	21
600276	恒瑞医药	0.89	1.08	1.28	49	40	34
600380	健康元	0.44	0.55	0.68	21	17	14
600664	哈药股份	0.75	0.89	1.03	27	22	19
000513	丽珠集团	1.61	1.73	1.92	27	25	23
000522	白云山A	0.23	0.20	0.27	59	68	50
002262	恩华药业	0.30	0.41	0.56	87	64	47
002294	信立泰	1.90	1.73	2.12	43	48	39
002393	力生制药	0.85	1.06	1.28	55	44	36
平均					45	39	31

资料来源: 东兴证券

风险提示: 产业升级低于预期的风险; 非输液产品增长速度低于预期的风险; 国家医改政策风险; 大盘系统性风险。

分析师简介

银国宏

中国社会科学院经济学博士，东兴证券研究所所长，从事投资策略研究，曾在中信建投（华夏）证券研究所从事投资策略研究 7 年，累计从业经历 14 年。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。