



新时代证券有限责任公司

Newtimes Securities CO.LTD

日期: 2010年6月25日

投资评级: 短期观望 中期增持

目标价: 无

当前价: 96.41元

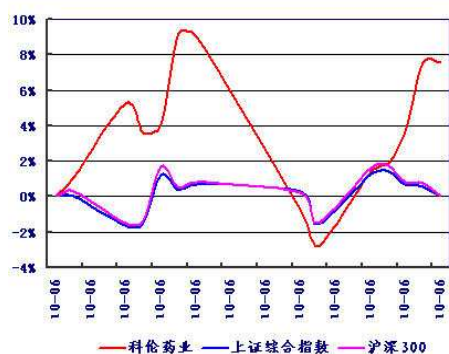
## 科伦药业 (002422)

## ---行业龙头 三“高”突出

## 基础数据 2010年5月26日

每股收益 (元)	0.52 (1季)
每股净资产 (元)	29.11
每股公积金 (元)	20.95
每股未分配利润	6.63
目前流通股 (万股)	4800
总股本 (万股)	24000

## 科伦药业上市以来相对大盘走势图



## 一、大输液龙头企业 立足四川布局全国

## (1) IPO基本情况介绍

科伦药业股票于5月24日上网发行, 发行价为83.36元/股, 对应市盈率为48.16倍。发行中签率3.10%, 发行数量为6000万股, 其中网下发行1200万股, 网上发行4800万股, 发行后总股本为2.4亿股, 其中网上定价发行的4800万股股票自6月3日起开始上市交易, 网下发行的1200万股预计将于9月3日上市。

刘革新先生是公司的控股股东、实际控制人, 持有发行后股本总额的25.80%的股权, 是公司的实际控制人, 管理层多数持有公司股权。

参照公司股票发行价83.36元, 6月25日收盘价为96.41元, 上涨15.65%。

## (2) 全国大输液龙头, 具备较强的整合能力。

公司是全球最大的输液专业制造商, 是国内产业链最为完美的大型医药集团。公司专注于医药输液行业的研发和创新, 2009年销售各类大输液产品约22亿瓶(袋), 居国内大输液市场之首。公司生产和销售96个品种共219种规格的大输液产品, 以及276个品种共396种规格的非大输液产品。

07-09年公司收入复合增长26.5%, 净利润复合增长40.6%。2009年主营收入、营业利润分别为32.5、5.1亿元, 净利润4.3亿元。公司连续三年主营收入的90%以上来自于大输液产品, 全国市场占有率连续两年超过20%, 位居首位, 明显高于同类上市公司双鹤药业。目前在全国9个省份有生产基地, 通过57个销售片区销售, 已基本形成了全国性产业布局。

公司一直致力于产品的结构升级: 低端的玻瓶占比逐渐下降, 09年销售额为13.5亿元, 未来保持目前

研究总监: 秦茂军

电 话: 010-83561327

E-mail: qinmaojun@xsdzq.cn

执业证书编号: s1360207100031

研发中心联系人: 冯文锁

电 话: 010-83561319

10 亿瓶规模；高端的软塑包装产品稳步上升，目前已占收入比重达到 50%，其中塑瓶和软袋继续保持约 25% 增长，直立式软袋、更新一代包材等产品升级将成为未来增长点。

公司成功研发的直立式软袋，是目前国内输液市场上独家创新专利技术，代表着未来发展方向。此次募集资金主要用于扩大新型输液产品生产规模；公司积极拓展大输液行业的高端产品市场，募投项目包括扩建及新增塑瓶、直立式软袋、软袋、液固双腔袋等 10 项输液生产线。

**(3) 行业前景和公司竞争优势:**

大输液行业发展形势：1、需求拉动增长，整体产量逐年递增。据统计，2008 年全国大输液产量为 79.7 亿瓶（袋），行业增长率在 15% 左右，预计 2010 年大输液行业的市场容量至少将达到 85 亿瓶（袋）；2、产品升级，软塑瓶逐步代替玻璃瓶包装；3、行业集中度提升，但与国外仍存差距。

公司的竞争优势：1、规模效应：主要大输液产品连续两年市场占有率均列全国首位；2、技术领先：成功研发的直立式软袋包装是目前国内市场一种创新。3、公司具有较强的整合能力，正是通过不断地整合和管理输出，公司从四川走向全国，在 9 个省份具有 16 个生产基地，初步确立行业龙头地位，可以相信，这种较强的整合能力仍能在公司后期得到体现。

**二、三”高”数据突出，具备连续大比例送转条件**

成功发行上市后，科伦药业是典型的三高品种（高净资产、高公积金、高未分配利润），简单计算其具体数据，根据其发行上市相关资料披露，若扣除发行费用，科伦本次募集资金净容为 47.72 亿，若按总股本 2.4 亿计算，每股净资产增加 19.88 元，加上发行前 9.23 元，则发行后每股净资产高达 29.11 元；每股公积金亦增加 19.88 元，加上发行前的 1.0676，发行后每股公积金高达 20.95；同时由于连续几年没有分红，科伦药业上市后每股未分配利润高达 6.63 元。

如果将其和创业板与中小板中股价在 100 元上下的几个公司进行比较的话，按每股净资产、公积金、未分配利润数据（按现行股本摊薄）如下：

**表：每股净资产与每股未分配利润比较**

上市公司	每股净资产 (元)	每股公积金 (元)	每股未分配 利润(元)
碧水源	19.44	16.58	1.65
国民技术	24.56	21.44	1.97
汉王科技	12.74	9.98	1.6
东方园林	14.09	10.15	2.6
(除权前)			

海普瑞	17.94	14.34	2.31
洋河股份	18.65	11.45	5.77
世纪鼎利	26.28	21.74	3.22
理工监测	12.82	9.3	2.3
神州泰岳 (除权前)	18.33	13.8	3.26
科伦药业	29.11	20.95	6.63

从中可以看出，科伦的每股净资产与每股未分配利润均排第一，每股公积金仅略低于国民技术与世纪鼎利，是典型的三高品种，即便和同类品种相比，也具有明显的优势，这是其上市后股价走势一度十分强悍的主要原因之一。具备连续高比例送转的条件，股本扩张的能力突出。

当然，这些数据仅仅是一种条件，并不必然代表公司一定会高送转，最终关键还是取决于公司的盈利状况。

### 三、上市首日，机构有大笔扫货建仓迹象

科伦药业自6月3日上市至今，累计换手224%，成交均价90.39元，涨幅21%，初步确立84-100的箱体震荡区间，10阳5阴，强势特征明显；而上市首日表现更为强劲，有机构积极介入吸纳迹象，换手率高达76.35%，盘后披露的信息显示，买入前五名均为机构专用席位，其中，一家机构买入金额高达1.6亿元，而5家买入该股的总金额达到4.9亿元，占到其全日成交总额的15.5%。

在最近大盘低迷、新股频频破发的背景下，此种迹象较为罕见。

### 四、后市可能存在的风险

1. 日益增强的环保风险：公司所处行业，在生产过程中对周边环境造成一定污染，尤其是产生的废水、废气及噪音。可以预见的是国家队环保的要求越来越高，公司将可能面临更高的环保压力，从而支付更高的环保费用，在一定程度上影响公司的经营业绩。5月14日，IPO前，公司曾接到管理机关要求其整改下属企业环保不达标的通知，后虽公司努力，顺利完成限期环保达标的整改，但也反映出公司面临的环保压力。

2. 行业竞争加剧风险：我国的大输液行业处于较为充分的竞争环境当中，大输液生产企业数量众多，市场集中度较低，竞争激烈；此外，国外的药品制造商已开始进入国内市场生产大输液产品，公司还需面对海外药品制造商的竞争，如果公司不能保持与该等竞争对手的竞争优势，公司的经营业绩可能会受到不利影响。所以，从长期看，公司产品利润



率存在走低的风险。

3. 挤压药价虚高的政策打压风险. 国家近期展开的挤压药价虚高的政策打压, 目标十分明确, 就是通过整顿药品出厂定价环节和药品流通领域环节, 尤其是药品进入医院的流通环节, 力图将虚高的药价降到合理水平, 使消费者减轻负担, 这种使相关药企让利于民的政策趋势, 必将对相关企业带来一定影响。

## 五、盈利预测及操作建议

预计科伦药业 10-12 年的 EPS 分别为 2.64、3.56 和 4.55 元。综合考虑公司的优势和目前市场新股定价水平, 按照 2010 年业绩的 35 倍 PE, 相对估值法目标价为 92.40 元, 绝对估值目标价 99.60 元。

目前, 另一大输液龙头企业双鹤药业 2010 年动态估值 27 倍市盈率。

结合公司三高数据突出, 具备行业龙头地位和上市首日市场表现积极来看, 科伦药业股价中期可望具备较好的表现机会; 但从短期来看, 由于市场整体弱势难以改变, 以及整个医药板块估值存在向下调整的压力, 科伦药业股价短期连续走强的难度较大, 操作上, 着眼股本扩张能力突出这一特点, 建议把握寻机低吸的良机, 结合其上市以来整体换手状况来看, 84 元以下具有较好的安全边际. 给予短期观望, 中期增持的评级。

## 投资评级界定:

### 一、行业评级

- 推荐 预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数
- 中性 预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平
- 回避 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 预期未来6个月股价涨幅:  $\geq 15\%$
- 增持 预期未来6个月股价涨幅:  $10\% - 15\%$
- 中性 预期未来6个月股价涨幅:  $-10\% - +10\%$
- 减持 预期未来6个月股价跌幅:  $> 10\%$



## 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，公司分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与公司及分析师无关。

本报告版权归新时代证券所有，为非公开资料，仅供公司客户使用。未经公司书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。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。

**公司：**新时代证券有限责任公司

**地址：**北京西城区金融大街1号A座8层

**邮编：**100033

**电话：**010-83561319

**网址：**[www.xsdzq.cn](http://www.xsdzq.cn)