

王军

证书编号: S1300208090286
021-68604866-8310
gang.li@bocigroup.com

中银大厦 40 层
银城中路 200 号
上海市浦东新区

投资评级

科伦药业



市场/交易数据

总股本 (百万): 24000
流通股本 (百万): 4800
总市值 (亿元): 219.36
流通市值 (亿元): 43.87

52 周最高价格: 100.48 元
52 周最低价格: 82.17 元

报告日价格: 95.40 元
合理价格: 118.00 元

后发先至，潜龙在渊

——科伦药业 (002422) 投资价值分析

- 公司是我国大输液行业龙头，领先优势有望进一步扩大。公司虽然介入大输液行业较晚，但成长迅速。2008 年公司市场份额已达 22.1%，大于第二到第六名总和。2010 年 5 月公司 IPO 募集净资产 47.72 亿元，超募资金接近 33 亿元。凭借雄厚的资金实力，今后公司有望在集中度低的大输液市场通过并购整合进一步扩大市场领先地位，再次实现跨越式发展。
- 产品创新和升级，提高公司竞争实力和盈利能力。公司不断扩大塑瓶在主营收入中的比例，同时推出、自主知识产权的“直立式软袋”，毛利率从 2007 年的 36% 提高到 2009 年的 39%，市场占有率也不断随之扩大。未来公司将进一步缩减玻璃瓶产量，新建、扩建塑瓶和直立式软袋生产线，并将推出“液固双腔袋输液”高端品种。
- 公司的产销量、收入、利润增速明显高于行业整体水平。2007-2009 年，公司产销量复合增长率 27.6%，主营业务收入复合增长率为 26.5%，归属母公司的净利润复合增长率为 40.6%，明显高于行业水平。购并扩张、民营体制下的管理层持股、产品创新，是公司增速高于行业整体水平的主要原因。
- 药品降价对公司的影响较小。公司进入基本药物目录的产品，在各省的中标价格远低于国家发改委的零售指导价格，因此即使再次降价，对公司大输液产品的销售整体影响也较小。
- 根据 WIND 一致预期，公司 2010-2012 年的净利润增速分别为 43%、35%、24%，每股收益（假设股本不变）分别为 2.59 元、3.50 元、4.33 元。我们给予公司 2010 年 46 倍市盈率估值，对应目标股价 118 元。目前股价 95.40 元，尚有 24% 的空间，给以推荐评级。

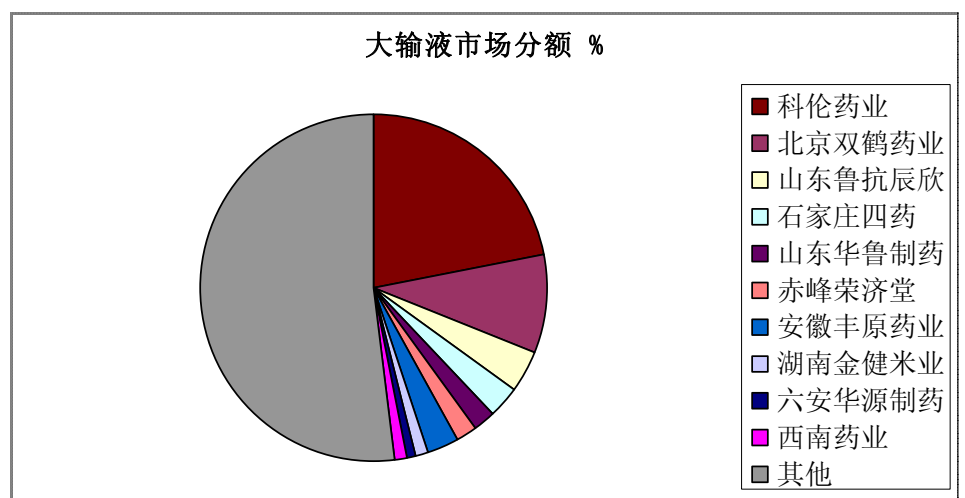
大输液龙头，领先优势有望继续扩大

公司是我国大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之一。2008年，公司销量位居行业第一，占国内市场22.1%份额，大于第二到第六名总和（见图1）。

我国的大输液市场分散，为公司购并提供了广阔空间。2008年我国输液行业前十强企业生产集中度约为48.4%。显著低于美国（百特公司占80%左右）、日本（大冢公司占50%左右）、欧洲（市场基本被费森尤斯、贝朗、百特克林泰克和法玛西亚四大公司占领）的市场集中度。相对分散的市场状况有利于企业之间的并购。

超募资金为公司并购提供了雄厚实力。公司IPO 募集净资产47.72 亿元，其中计划内募集的15亿元投产后，将明显扩大公司的大输液产能（见表1）。另外，公司超募资金接近33 亿元，使公司具备雄厚的资金实力，能够在并购整合中获得先机。由于运输原因，大输液市场具有明显的地域性特点，因此通过横向并购能够使公司迅速扩张市场覆盖范围，进一步扩大市场领先地位。

图 1、我国大输液市场份额分布情况



数据来源：公司招股说明书、中银国际



表1、计划内募集资金投产后公司大输液产能变化情况（单位：万瓶/袋）

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	79,500	73,600
	软袋	10,400	4,000	6,400
	直立式软袋	35,600	15,000	31,500（注）
	液固双腔软袋	6,000	6,000	-
合计		317,500	100,500	227,900

数据来源：公司招股说明书、中银国际

创新与升级，提升公司盈利能力

大输液行业目前产品升级换代的趋势明显，软塑包装输液产品增长迅速，逐渐取代传统的玻璃瓶产品，2004年以来我国输液产品市场开始进行产业升级，软塑包装输液产品加速增长，而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%（见表2），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。

公司积极顺应包装升级趋势，从近5年的产品产量结构中可以看出，公司玻璃瓶所占比例下降迅速。同时公司推出、自主知识产权的“直立式软袋”，2009年已经占据公司产量的14%。公司主要产品分类中，玻璃瓶毛利率不到30%，而其他类型毛利率均比较高，其中直立式软袋2009年毛利率达到56%。高毛利产品销售增长提升了整体盈利水平，公司毛利率从2007年的36%提高到2009年的39%（见图2、图3）。

未来公司将进一步缩减玻璃瓶产量，新建、扩建塑瓶和直立式软袋生产线，并将推出“液固双腔袋输液”高端品种，设计单品价格超过6元/袋，毛利率达到70%，可进一步提高公司盈利能力。

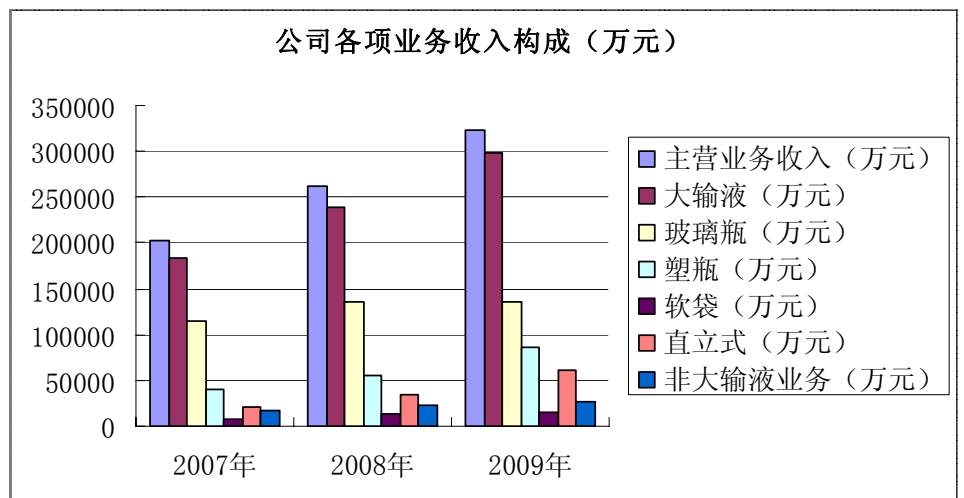
表2、我国大输液包装变化趋势



包装形式	2007 年度 (%)	2006 年度 (%)	2005 年度 (%)
玻璃瓶	66.6	76.1	83.3
塑瓶	21.0	16.5	11.9
软袋	11.0	7.4	4.8
直立软袋	1.4	-	-
合计	100.0	100.0	100.0

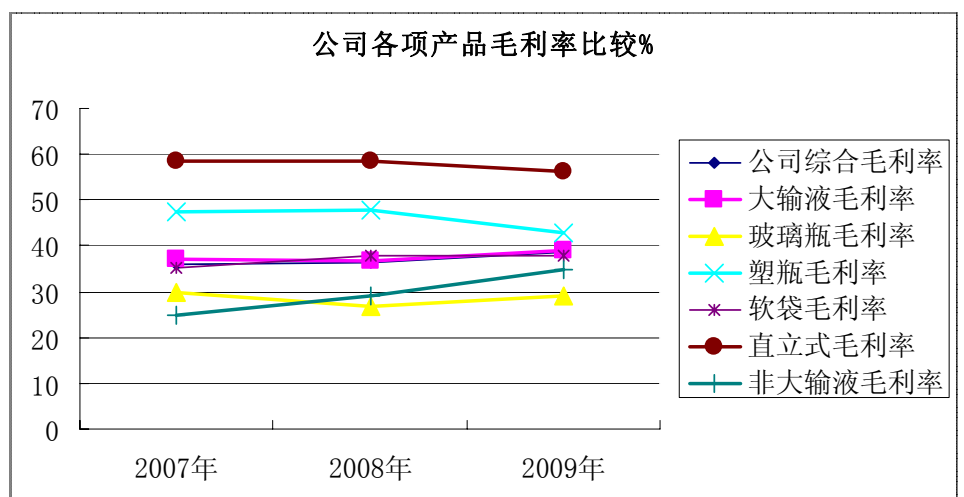
数据来源：公司招股说明书、中银国际

图 2、公司各项业务收入构成



数据来源：公司招股说明书、中银国际

图 3、公司各项业务毛利率比较



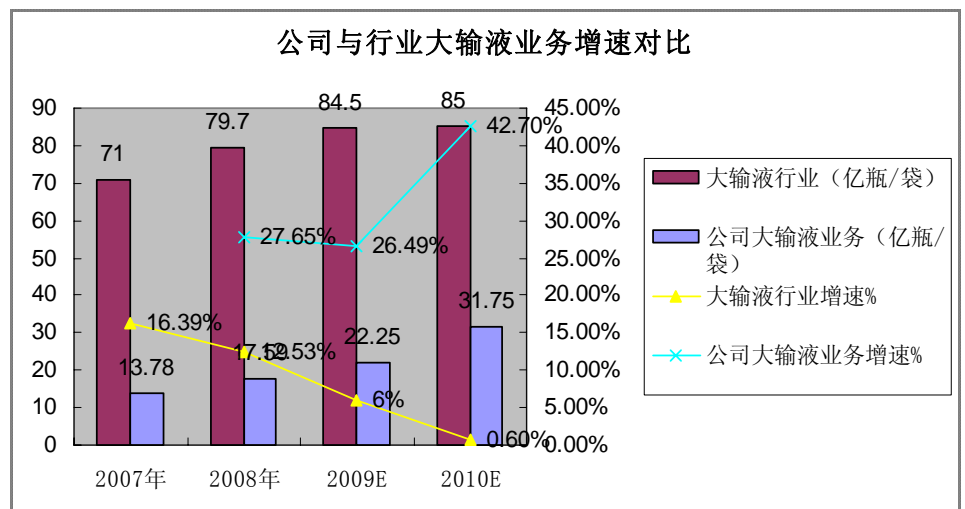
数据来源：公司招股说明书、中银国际

公司业务增速明显高于行业整体水平

2007年以来，公司的产销量、收入、利润增速明显高于行业整体水平（见图4、图5）。2007-2009年，公司主营业务收入复合增长率为26.5%，归属母公司的净利润复合增长率为40.6%。公司高增长的原因有以下三点：

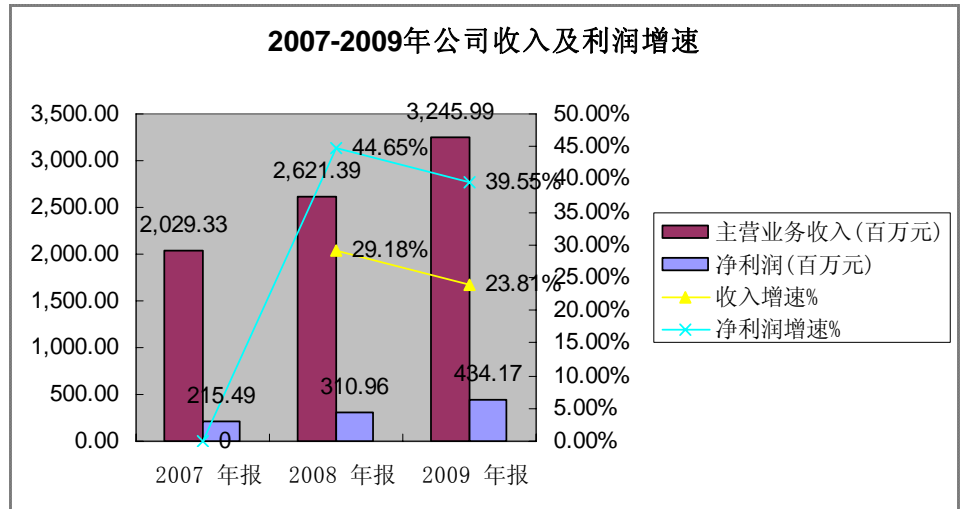
- 1、公司重视通过横向并购快速扩大规模（见图7），截至2008年2月，公司已并购产能占公司全部产能的21%。
- 2、公司民营体制，管理层持股，激励政策到位。公司目前国内规模较大的竞争对手，均是国有体制（双鹤药业、山东鲁抗晨欣、丰原药业等）或从国企转变而来（利君国际旗下石药四厂）。主要竞争对手除双鹤药业外，近几年扩张动作较少，主要策略多是保住其所在的本地市场。
- 3、创新提高产品附加值。公司净利润的增速要明显快于营业收入，主要原因是随着高毛利率的直立式软袋等新产品逐步放量，公司的平均毛利率持续上升，带动了净利润的快速增长。

图4、公司与行业大输液业务增速对比



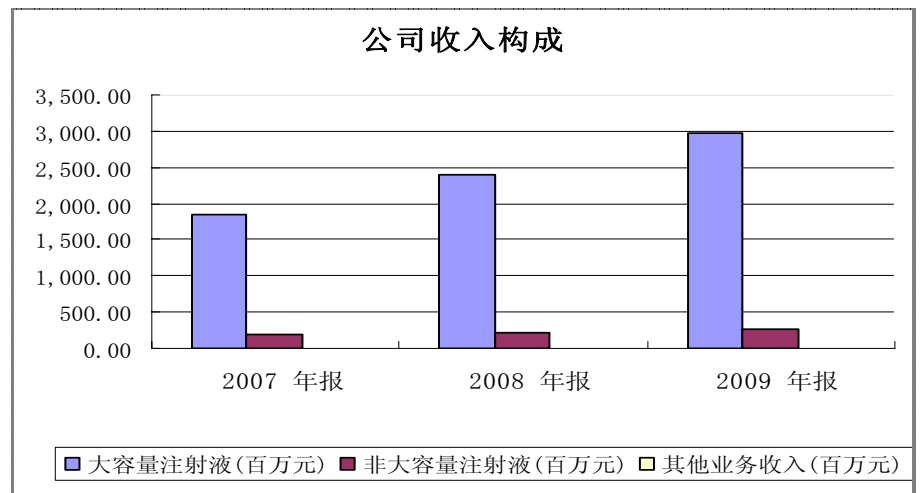
数据来源：公司招股说明书、中银国际

图5、2007-2009年公司收入及利润增速



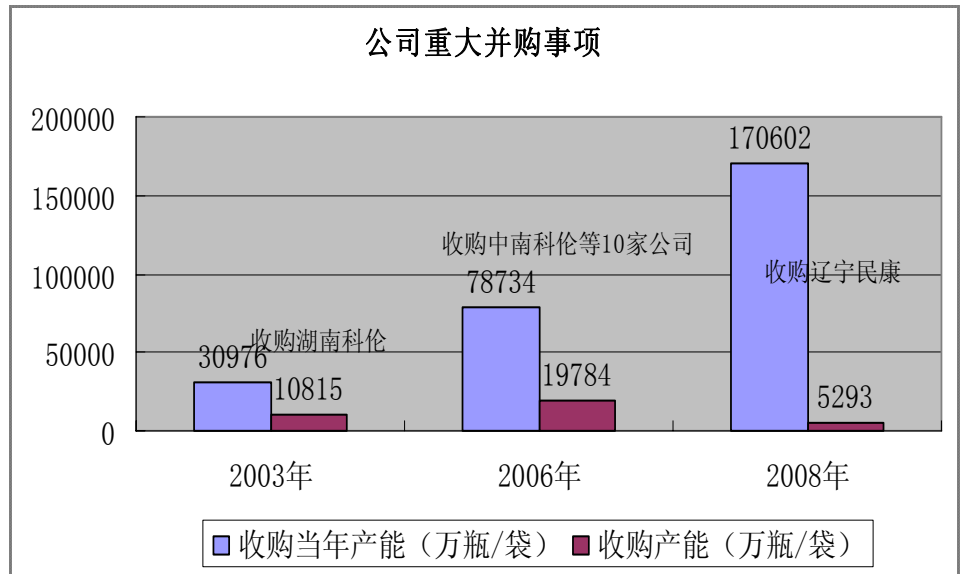
数据来源: WIND、中银国际

图 6、2007-2009 年公司收入构成



数据来源: WIND、中银国际

图 6、公司重大并购事项



数据来源: WIND、中银国际

政府价格管制对公司影响小

政府价格管制是投资公司股票需要考虑的主要风险。2009年公司进入国家基本药物目录的全部产品销售收入占同期主营业务收入的78.53%。国家发改委于2009年10月2日公布了国家基本药物的零售指导价格,有45%的药品零售指导价下降。就公司进入国家基本药物目录的大输液产品而言,此次降价幅度约为20%。由于该等产品生产厂家众多,市场竞争激烈,过往在各省的中标价格均远低于国家发改委的零售指导价格,此次降价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,因此对公司大输液产品的销售整体影响较小。从长期发展趋势看,适当降价还有利于公司趁机扩大市场份额。

盈利预测及估值

表 3、公司盈利预测

科伦药业	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入 (百万元)	2621	3246	4000	4772	5582
净利润 (百万元)	311	434	622	840	1040
每股收益 (元)	0.00	0.00	2.59	3.50	4.33
每股净资产 (元)	6.52	8.71	22.39	25.89	30.97
每股经营现金流 (元)	1.23	1.39	1.98	3.25	3.57
资产负债率 (%)	55.19	52.62			

主营收入增长率 (%)	29.18	23.83	23.24	19.30	16.96
净利润增长率 (%)	44.31	39.62	43.22	35.03	23.84
毛利率 (%)	36.18	38.66			
净资产收益率 (%)	31.62	30.96	15.69	16.74	16.77

数据来源: WIND 一致预期、中银国际

表 4、公司估值

科伦药业	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润 (百万元)	311	434	622	840	1040
净利润增长率 (%)	#REF!	39.62	43.22	35.03	23.84
每股收益 (元)	0.00	0.00	2.59	3.50	4.33
PE (倍)	#DIV/0!	#DIV/0!	36.82	27.27	22.02
PEG	0.00	0.00	0.81	0.78	0.92
PB (最新)				3.56	

数据来源: WIND 一致预期、中银国际

表 5、同类公司估值比较

简称	2010EPS(E)	2011EPS(E)	2010PE	2011E
恩华药业	0.3330	0.4966	53.16	35.64
华邦制药	1.0758	1.2508	44.90	38.62
北陆药业	0.4223	0.5205	43.05	34.93
力生制药	1.0083	1.2225	39.99	32.98
誉衡药业	1.3290	1.8810	39.95	28.22
红日药业	1.0476	1.3751	38.57	29.39
亚太药业	0.4755	0.6066	37.24	29.20
康芝药业	1.3684	1.8133	37.02	27.94
科伦药业	2.5909	3.4985	36.82	27.27
丰原药业	0.2000	0.3000	35.70	23.80
恒瑞医药	1.0765	1.3277	35.67	28.92
海南海药	0.4730	0.6460	35.65	26.10
白云山 A	0.3916	0.4884	28.42	22.79
双鹤药业	1.0234	1.2479	23.42	19.21
美罗药业	0.3757	0.1942	20.92	40.47
中恒集团	1.4478	2.1066	20.26	13.93
丽珠集团	1.7136	2.0359	20.16	16.97
三精制药	0.9199	1.0425	19.09	16.84
哈药股份	0.9091	1.0551	18.85	16.24
均值	0.9569	1.2163	33.10	26.81

数据来源: WIND 一致预期、中银国际

结论

根据 WIND 一致预期, 公司 2010-2012 年的净利润增速分别为 43%、35%、24%, 每股收益 (假设股本不变) 分别为 2.59 元、3.50 元、4.33



元。由于大输液产品价格低，产量大，品种多，行业属性接近普药，所以我们参考普药行业对公司进行估值。普药行业 2010 年市盈率为 33 倍（见表 5）。鉴于公司的净利润增速明显高于行业均值（25%），以及公司的龙头地位，我们给予公司 40%的估值溢价，即 2010 年 46 倍市盈率，对应目标股价 118 元。目前股价 95.40 元，尚有 24%的空间，给以推荐评级。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告的编写和发布严格遵守中华人民共和国(为本免责声明的目的不包括香港、澳门特别行政区和台湾地区)的适用法律、法规和监管部门的规定。未经中银国际证券有限责任公司(以下简称“本公司”)事先书面允许，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或向任何其他人发放此报告的材料、内容或复印件。本公司保留对任何侵权行为和有悖本报告原意的引用行为进行追究的权利。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为本公司或本公司关联公司的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给收件人作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有否修改)之前咨询独立专业顾问。本公司不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议，或保证任何投资或策略适用于收件人的个别情况，本报告不能作为收件人私人咨询的建议，而收件人不会因为收到本报告而成为本公司的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是本公司及本公司零售经纪部研究团队研究员从相信可靠的来源取得或达到，但本公司不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，本公司不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司本身网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到本公司网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映本公司及本公司零售经纪部研究团队研究员在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表本公司的立场。

本公司 2008 版权所有。保留一切权利。