

科伦药业 (002422.SZ) 化学制药行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130210050004
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺

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

李龙俊

分析师 SAC 执业编号: S1130210080003
(8621)61038315
lilj@gjzq.com.cn

进军广东，输液板块布局即将完成；

事件

公司今日发布公告：使用超募资金 2430 万元收购广东庆发药业有限公司 100% 股权。

评论

收购意在完善输液板块布局，进入广东市场：公司在中报中指出，公司在沿海经济发达地区核心省份的销售增长明显，市场占有率稳步提升，尤其是软塑包装产品的销售增长迅速，是公司目前销售软塑瓶产品的主力市场。为进一步满足市场需求，有效降低公司整体的物流费用，公司将在沿海经济发达地区主要选择符合公司长远发展目标的企业作为并购对象。公司 8 月份宣布收购河南安阳，11 月份宣布收购浙江国境，此次收购广东庆发仍然是这一战略的一部分。

收购对象除了有区位优势外，输液产品与公司形成互补：广东庆发现有资产状况不佳，净资产为-9700 万元，净利润约为-200 万元，科伦药业此次收购还需承担其债务 1.237 亿元。但是收购对象除了传统的区位优势以外，还有很大的改造价值：该公司拥有注塑、吹瓶、灌装三合一的塑瓶生产线，此种三合一的输液产品较为独特，是国家重点鼓励发展的输液技术和产品，在定价上可能具有优势。通过此次收购，科伦药业直接拥有了此项产品技术，与公司现有产品形成互补。公司公告初步计划投入 1.5 亿元左右的资金，使广东庆发从 2012 年开始年产塑瓶包装大输液 3 亿瓶，聚维酮碘溶液剂 2000 万瓶，年营业总收入约 5.2 亿元，净利润约 6500 万元（对应 EPS 为 0.27 元）。

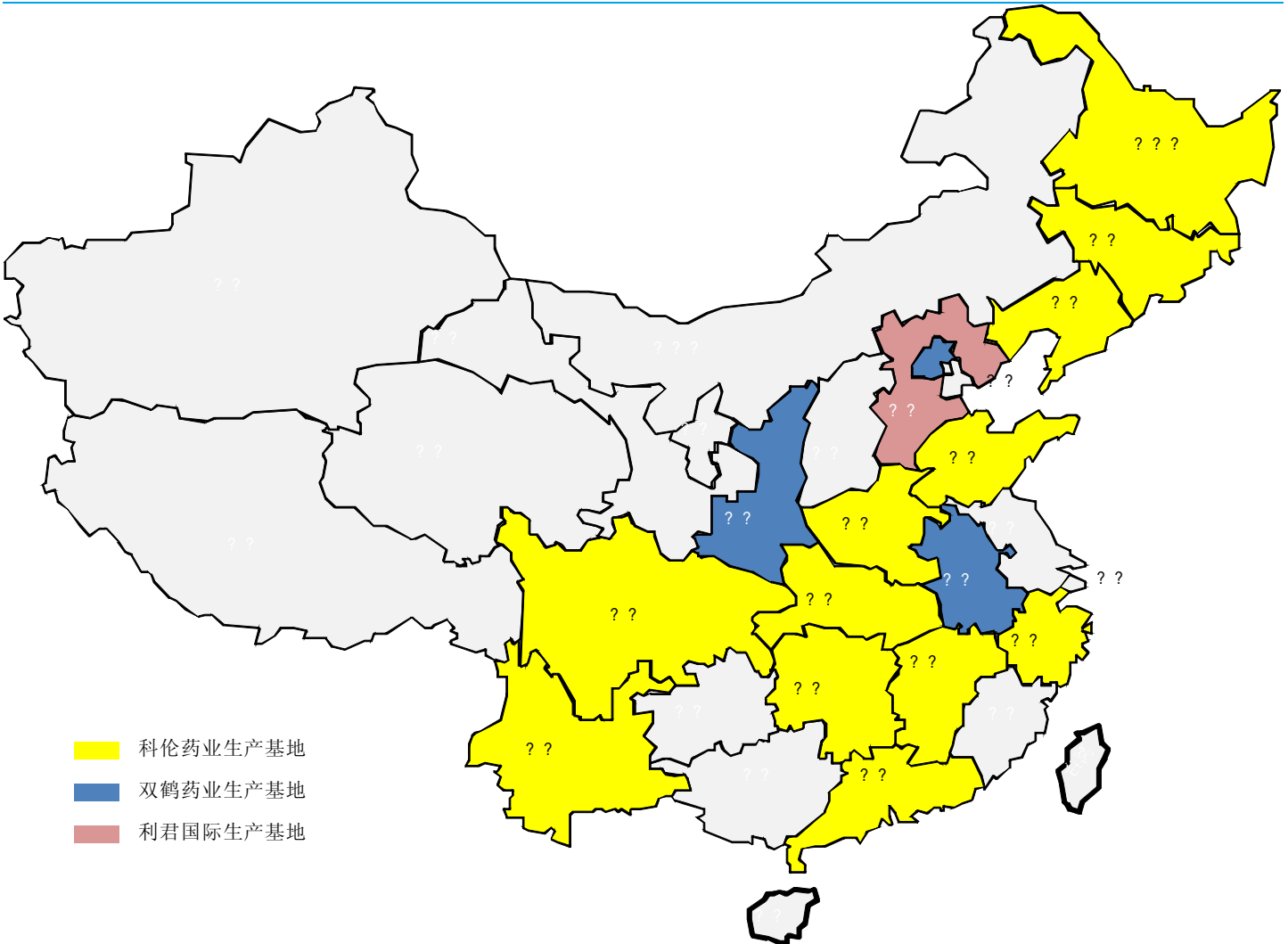
输液板块的全国布局即将完成：从我们绘制的中国输液版图来看（见图 1），科伦药业在全国经济发达省份的布局即将结束。根据公司中报披露的战略，我们预计公司再有 1-2 个输液方面的并购，即可完成全国输液板块的布局。到时公司将在主要医药消费省份都有自己控制的本地企业，招投标更加便利，销量有保障，同时输液产品销售的物流成本大幅降低。输液板块有望逐步成为公司利润的稳定来源。

输液之后科伦药业的成长在哪里？非输液！我们注意到，与前两次收购类似，此次广东庆发除了输液生产线以外，也有非输液生产能力。其生产的聚维酮碘溶液剂产品在东南沿海地区拥有较高知名度，拥有聚维酮碘原料药、聚维酮碘溶液剂的生产批件。公司认为收购完成后，该产品可实现与大输液产品销售的联动，借助公司的营销网络，可以快速提高产品的市场份额。我们认为这一说明预示了公司更长的战略规划：借助输液板块积累的销售网络价值，快速上量非输液产品，再造一个科伦！我们从国外成熟输液企业的成长路径可以看出，输液企业向非输液板块拓展是可行、必然的通路，是延伸公司渠道、产品、管理价值的出路。而非输液板块的空间远远大于输液（全国输液市场容量有 100 亿瓶，而粉针有 150 亿支、水针有 200 亿支，这还仅仅是两种与公司注射领域相关的），这就是公司未来成长的空间。

投资建议

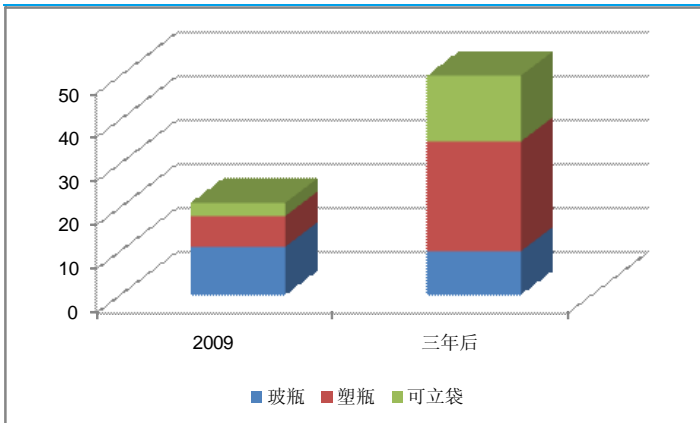
我们判断公司即将计入二次腾飞阶段，目前是经营拐点的前期，也是投资的较好机会。我们维持公司 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 为 2.75 元、4.20 元、5.90 元的盈利预测，三年复合增速 50%，目标价位 210 元，对应 PEG 为 1。

图表1: 主要输液企业全国生产基地布局



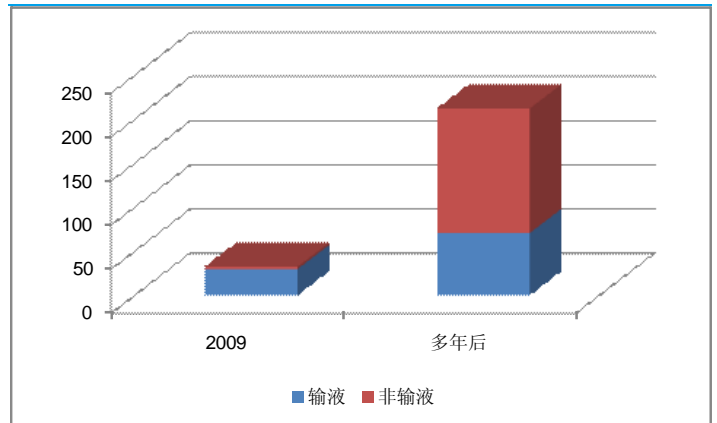
来源: 国金证券研究所, 注: 双鹤药业在广东、湖北、辽宁也有生产基地

图表2: 短期内公司投资逻辑示意图 (产品升级)



来源: 国金证券研究所

图表3: 长期看公司投资逻辑示意图 (产业链延伸)



历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-09-02	买入	118.60	N/A
2	2010-12-12	买入	152.99	N/A

来源：国金证券研究所



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，国金证券不作出任何担保。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	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室