

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

40 亿, 全面进入非输液市场;

事件

公司公告计划投资 39.9 亿元, 投产硫氰酸红霉素、头孢系列等一系列抗生素中间体, 计划打造新疆伊犁河谷为全球最大抗生素“药谷”。公司目标形成从抗生素原料中间体到原料药再到粉针、冻干粉针和口服制剂相结合的具有完整产业链的非输液类产品体系。

评论

事件本身对科伦药业、乃至中国医药产业都有重大影响: 1、由于公司之前已经提出“输液与非输液等强”的战略, 从公司成本控制力强、产品规模大的企业经营特色出发, 进入抗生素这一大品类领域是在意料之中的, 也是最容易发挥公司在输液领域积累的经验的一种选择; 2、中国的抗生素市场至今比较分散, 参与企业众多, 竞争仍主要延续历史格局。此次公司这样一家民营企业大举进入这个市场, 势必会对现有格局产生影响。

从全产业链角度, 我们看好公司的此次战略布局: 1、公司进入非输液领域, 最直接的选择是与输液配套的抗生素药物; 2、公司要在抗生素这一非输液领域形成竞争优势, 必须要形成从抗生素原料中间体到原料药再到粉针、冻干粉针和口服制剂相结合的具有完整产业链, 才能形成整体竞争力, 实现产业整合; 3、抗生素中间体和原料药按照最大化的产能生产、同时结合终端粉针、冻干粉针、口服等制剂的大批量销售, 可以形成规模效益, 进一步降低成本; 4、虽然公司目前制剂销售规模不大, 但从案头研究的结论来看, 公司未来势必会做大制剂销售规模。到时候目前投产的中间体和原料药就是一步妙棋, 可谓“制剂放量、原料先行”。综上, 我们认为公司的此次战略布局, 是站在全产业链角度考虑问题, 具有前瞻性。

公司此次布局具备的优势: 1、政策扶持。公司此次在新疆投资, 符合《国务院关于进一步促进新疆经济社会发展的若干意见》精神、符合国家要求将优势资源就地转化为经济优势的发展原则; 2、成本优势。伊犁充足并相对廉价的粮食、水、能源供应和人力资源作为保证, 可以降低公司经营成本。3、与现有业务的协同效应。公司在输液板块积攒的渠道优势、现有输液与抗生素产品联合使用的特性、公司在研的双腔袋、公司现有的三家非输液公司几十个原料和制剂批文, 都有助于消化原料产能。

此次事件对公司盈利的影响: 1、短期影响不大: 此次投资分两阶段, 一是 2011-2012 年底, 4800 吨硫氰酸红霉素建成试车, 二是 2012-2014 年, 9000 吨头孢中间体建设。预计最快的业绩贡献和相关折旧摊销要到 2013 年, 因此这两年对业绩没有直接影响。第一阶段公司用超募资金出资, 不存在资金问题; 第二阶段可能会涉及融资, 影响财务费用。2、长期增厚利润: 公司预计全部达产后, 在一定的价格假设基础上, 可实现年销售收入 68 亿元, 净利润 14.84 亿。但我们认为实际情况可能会好一些, 因为公司未来会把中间体与原料制剂销售一体化, 盈利能力可能会提高。

如何看待公司的投资价值: 1、短期看 2011 年业绩高增长确定。公司此次同时公告使用超募资金 4.2 亿元收购崇州君健塑胶, 预计该公司可实现 2011 年净利润 1 亿元, 这样来看, 我们预测 2011 年 10 亿的净利润, 50% 的增长可以实现; 2、长期看, 公司现有业务自然增长, 再加上此次投资的项目贡献, 预计公司利润额能达到 25-30 亿元。从这个角度看, 公司市值还有很大空间。

投资建议

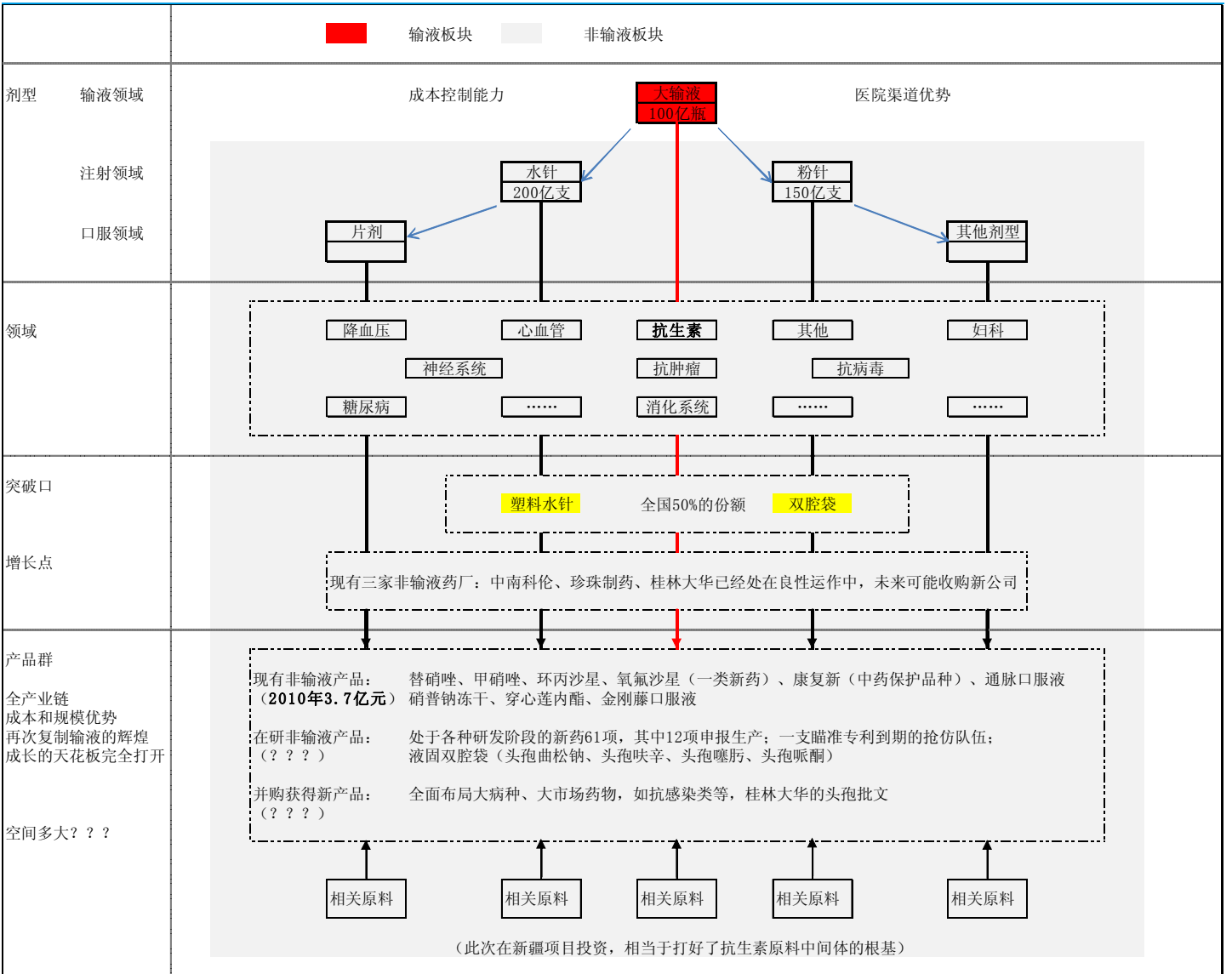
维持公司 2011、2012 年 EPS 为 4.20 元、5.90 元的盈利预测, 维持“买入”评级, 公司作为转型期的企业, 值得重点配置。

图表1: 公司此次项目投入计划及产出预测

项目	产品	总投资	建设周期	预计价格	预计达产盈利	
第一阶段	建设20,000m3发酵体积硫氰酸红霉素和与整个项目配套的热电联产动力系统及环保站。	硫氰酸红霉素 4800吨	19.33亿	2011.04-2012.12	470元/kg	收入: 68亿元 利润: 15亿元
第二阶段	建设21,000 m3发酵体积头孢中间体及配套的环保站	GCLE3000吨	20.58亿	2012.10-2014.12	500元/kg	
		7-ADCA3000吨			600元/kg	
		7-ACA3000吨			800元/kg	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 公司经营发展战略示意图



来源: 国金证券研究所

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
3	2010-12-28	买入	145.00	N/A
4	2011-02-24	买入	148.67	N/A
5	2011-03-07	买入	147.77	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)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
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: 201204	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 921 室