

湘财证券研究所

医药行业研究小组

陈国栋

Tel: 021-68634510-8721

E-Mail: cgd2854@xcsc.com

叶侃

Tel: 021-68634510-8721

E-Mail: yk2880@xcsc.com

张银旗

Tel: 021-68634510-8067

E-Mail: zyq0100@xcsc.com

发行情况:

股本结构

发行股本(万股): 6000

发行后总股本(万股): 24000

股票价格

合理价值区间(元): 80.7-88.77

发行情况

网下发行数量(万股): ≤1200

网上发行数量(万股): ≥4800

网上网下申购时间: 20100524

中签率公告日: 20100526

申购资金解冻日: 20100527

主承销商: 国金证券股份有限公司

投资要点:

q 大输液行业领跑者，未来继续扩大领先优势: 公司是国内大输液产品品种最全，市场占有率第一的企业。大输液生产基地分布在多个省份，营销网络遍布全国。随着玻璃瓶逐渐淡出大输液市场，公司也及时调整自身产品结构，扩大软塑瓶产能比重。公司积极投入研发，开发出直立式软袋和液固双腔软袋等新型大输液品种，避开低端产品激烈竞争，满足部分高端市场需求。公司为大量采购本公司产品的医院提供静脉药物配置服务，有利于增强公司与医院之间的联系。尽管大输液市场容量增速较低，但凭借自身结构调整和新产品推出，公司有着继续扩展市场份额能力，并获得更高利润增速。

q 拓展非输液业务，将成为公司另一利润增长点: 目前公司 90%以上的营收来自于大输液业务，未来几年大输液市场处于较为激烈竞争中。进一步扩大其他非输液业务比重，就显得十分必要。目前非输液产品主要有抗生素类粉针及一些普药固体制剂。粉针可与大输液产品共同销售，形成较好协同作用，促进各自销量增长。目前公司有几十个新产品正在研发，其中 9 个是拥有自主知识产权的新药品种，未来凭借这些新药成熟，非输液产品占比逐渐扩大，产品结构更趋完善。

q 募集资金投向大输液产能扩充及非输液产品业务: 公司计划向大输液项目投入 11.86 亿元，并调整产品结构，减少玻璃瓶产品占比，扩产软塑瓶产能。完全达产后，预计将新增 10.05 亿瓶(袋)。公司还将增加非输液产品业务比重，对珍珠制药和中南科伦进行生产线技术改造和扩建，投入约 2.55 亿元。抗生素等粉针可与大输液产品捆绑销售，形成较好协同效应，改变公司绝大多数营收来自大输液，产品结构单一的现状。

投资建议: 我们预测科伦药业 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 分别为 2.69 元、3.77 元、4.85 元。公司是大输液行业的领军企业，具有研发、营销等多项优势，未来市场份额将不断得到提高。我们以已上市的相关医药类上市公司作为对比，这些企业对应 2010 年动态市盈率为 28.74 倍，科伦药业应享有更高估值水平。根据目前市场状况，我们给予公司 2010 年动态市盈率 30-33 倍，科伦药业的合理价值区间为 80.7-88.77 元。

风险因素: 输液产品发生价格战；研发新产品失败

盈利预测

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万元)	2621.39	3245.99	4155.09	4680.25	5257.93
增长率	29.18%	23.83%	28.01%	12.64%	12.34%
净利润(百万元)	309.88	427.86	645.65	904.89	1163.06
增长率	43.44%	38.07%	50.90%	40.15%	28.53%
摊薄后每股收益(元)	1.72	2.38	2.69	3.77	4.85

目录

1、公司股权结构	3
2、大输液行业领跑者	4
3、调整产品结构，毛利率稳步增长	7
4、扩大大输液产能，开拓非输液产品业务	8
5、盈利预测与估值	10
6、风险因素提示	12

图目录

图 1、科伦药业上市前后股权结构	3
图 2、1995 年-2008 年国内大输液产品产量	4
图 3、科伦药业大输液生产基地分布	5
图 4、2009 年科伦药业主要产品营收占比	6
图 5、2007 年-2009 年科伦药业各类大输液产品销量	6
图 6、科伦药业各类主要产品毛利率	7
图 7、2007 年-2009 年科伦药业营业收入、净利润和综合毛利率	8
图 8、2007 年-2009 年科伦药业期间费用率	8

表目录

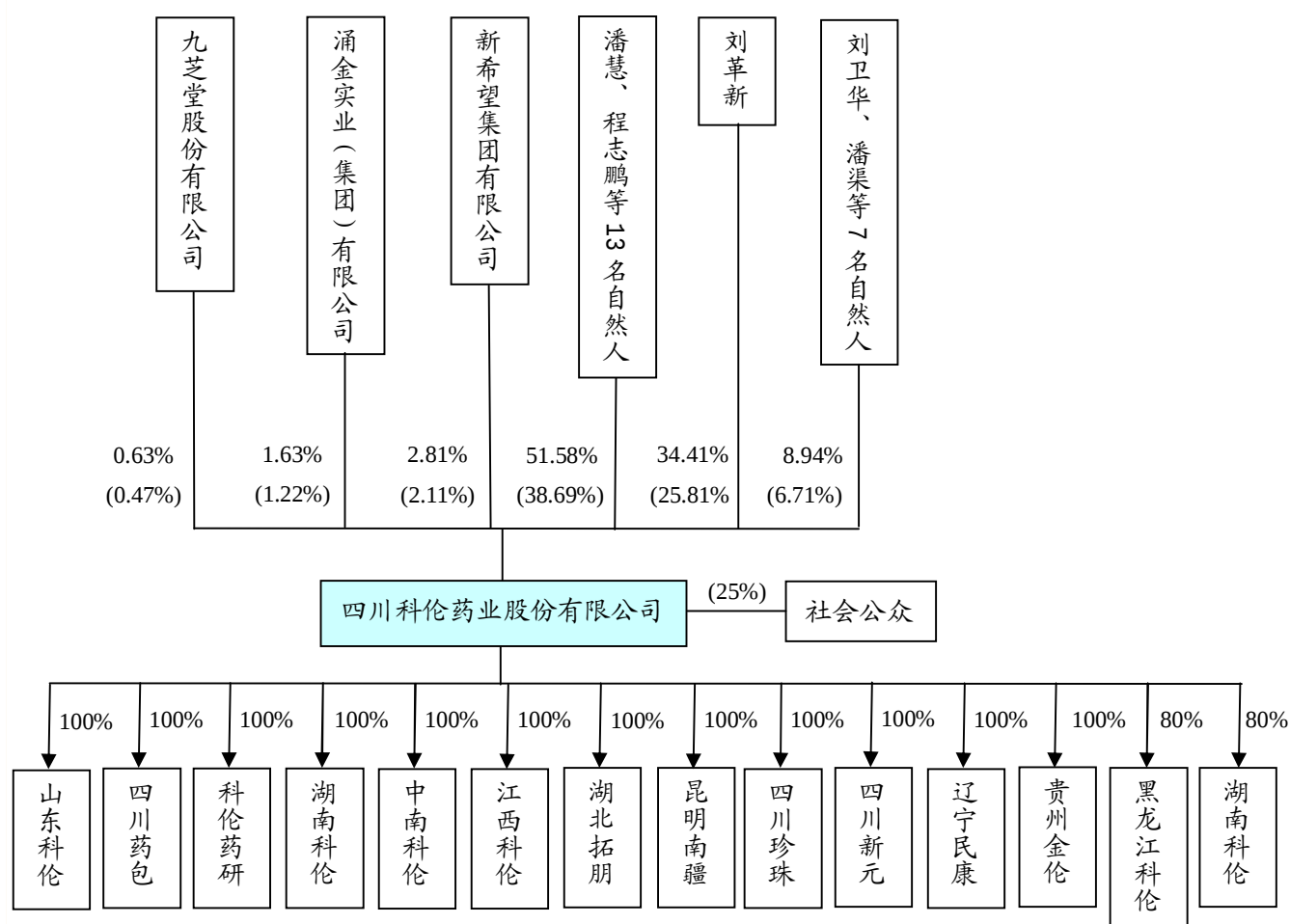
表 1、科伦药业募投项目	9
表 2、科伦药业主要业务预测	10
表 3、公司利润预测表（百万元）	11
表 4、相关上市公司估值比较	11

1、公司股权结构

公司是由科伦有限变更而来的股份有限公司，其股东是由刘革新等自然人、新希望、涌金实业、九芝堂等企业组成。公司实际控制人为刘革新，占据 34.14% 股份。刘革新先生还拥有四川科伦实业集团有限公司 40% 股权，旗下有科伦医贸、科伦健康、科伦天然等公司。

本次公司计划发行人民币普通股 6000 万股，发行后总股本为 24000 万股，全部为流通股。发行前后公司股本结构情况参见图 1，括号内为发行后的持股比例。

图 1、科伦药业上市前后股权结构



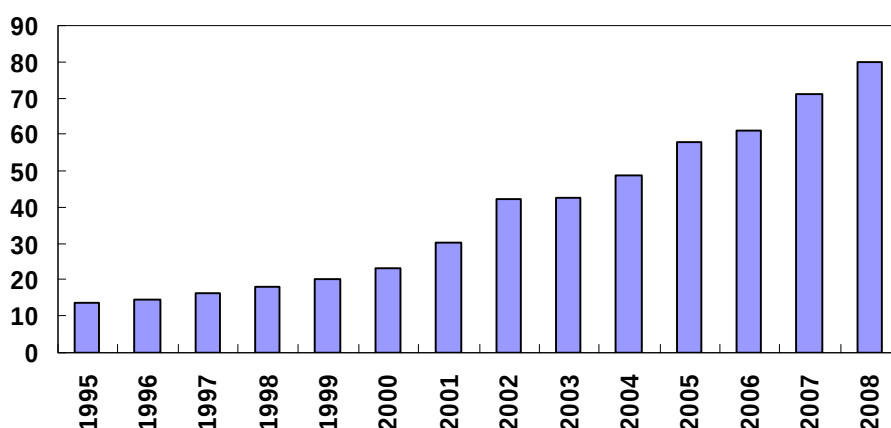
数据来源：招股说明书、湘财证券研究所

2、大输液行业领跑者

科伦药业是输液行业品种齐全，市场占有率第一的企业，拥有 96 个品种，219 种规格的大输液产品。其中 25 个大输液品种进入国家基本药物目录。旗下生产非大输液产品的子公司有珍珠制药和中南科伦。

国内大输液产品产量一直呈现上升态势，从 1995 年的 13.8 亿瓶（袋）增加至 2008 年的 79.7 亿瓶（袋）。

图 2、1995 年-2008 年国内大输液产品产量

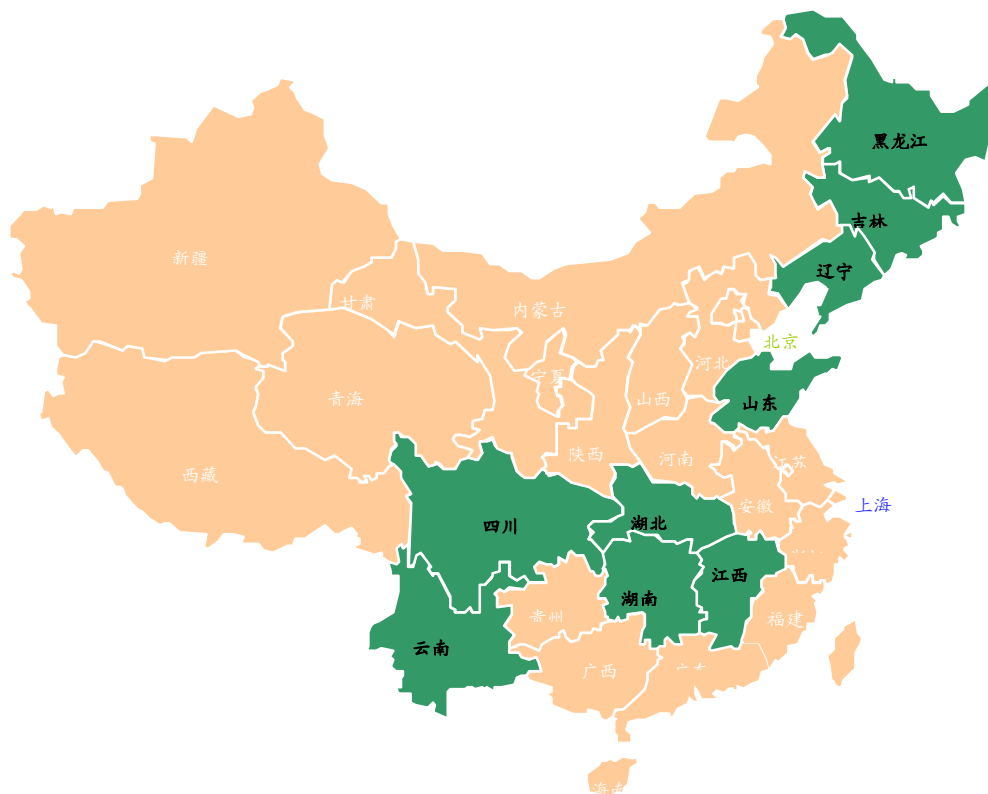


数据来源：招股说明书、湘财证券研究所

公司占据大输液市场 22% 的市场份额，位居首位，大输液市场占有率前十位企业占据 48%，行业集中度有望进一步提高。大输液市场占有率居前的厂家还有北京双鹤药业、山东鲁抗辰欣等。2008 年全国大输液产量达到 79.7 亿瓶（袋），平均每人年均消费 6 瓶，基本达到欧美人年平均使用水平。

大输液产品存在一定销售半径限制，公司在辽宁、山东、江西、湖南、湖北等地都建立生产大输液产品的子公司，建立全国性生产基地网络。而市场占有率排名第二的双鹤药业在安徽、广东、陕西、辽宁等地有大输液生产基地，覆盖面远不及科伦药业。

图 3、科伦药业大输液生产基地分布



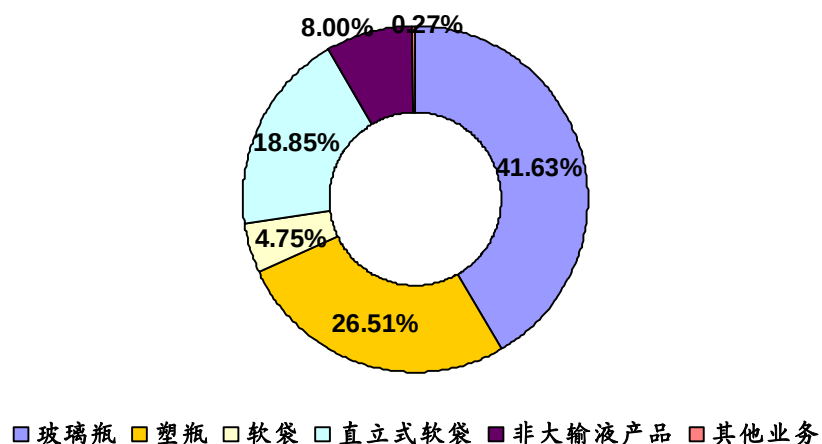
数据来源：湘财证券研究所

今后几年大输液行业整体增速不高，科伦药业发展机遇在于国内大输液产品结构调整以及大输液行业集中度提高。

由于塑瓶、软袋等大输液产品具有运输、存储更为便利，临床使用更加安全等特点，所以近几年市场份额逐步提高，而玻璃瓶大输液产品市场开始萎缩。根据相关统计数据，玻璃瓶大输液产品市场占有率从 2005 年的 83.3%降低至 2007 年的 66.6%。且玻璃瓶产品的运输成本较高，有着一定运输半径，销售上存在地域限制，今后发展塑瓶、非 PVC 软袋、直立式软袋等大输液品种是大势所趋。据预测，今后几年玻璃瓶、塑瓶和软瓶的销量比例为 4:4:2，塑瓶和软瓶将成为厂家竞争的重点。

目前公司主营收入绝大多数来自于大输液产品，2009 年营收占比达到 91.73%。大输液品种中，比重最大的是玻璃瓶和塑瓶产品，分别达到 41.63%和 26.51%。因为公司开发直立式软袋品种，压缩传统软袋的产能投入，所以传统软袋的占比仅为 4.75%。非大输液产品虽然目前占比较小，仅为 8%，但是今后要大力发展的业务。

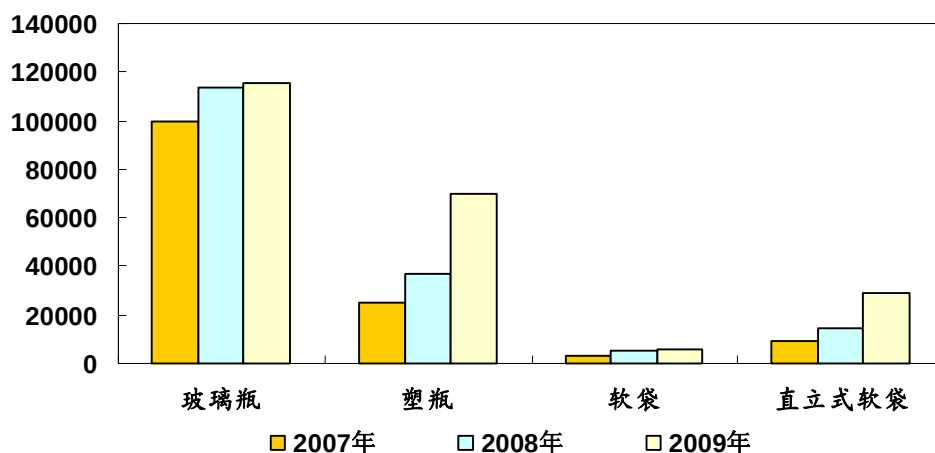
图 4、2009 年科伦药业主要产品营收占比



数据来源：招股说明书、湘财证券研究所

由于玻璃瓶重量大，运输不便，在大输液系列产品中的比重逐渐降低。公司玻璃瓶输液产品销量增长较慢，这符合大输液产品结构发展趋势。塑瓶销量增长快速，但市场竞争日趋激烈。而直立软袋是公司专利品种，销量从 2007 年的 9478 万袋快速增长到 2009 年的 28943 万袋。

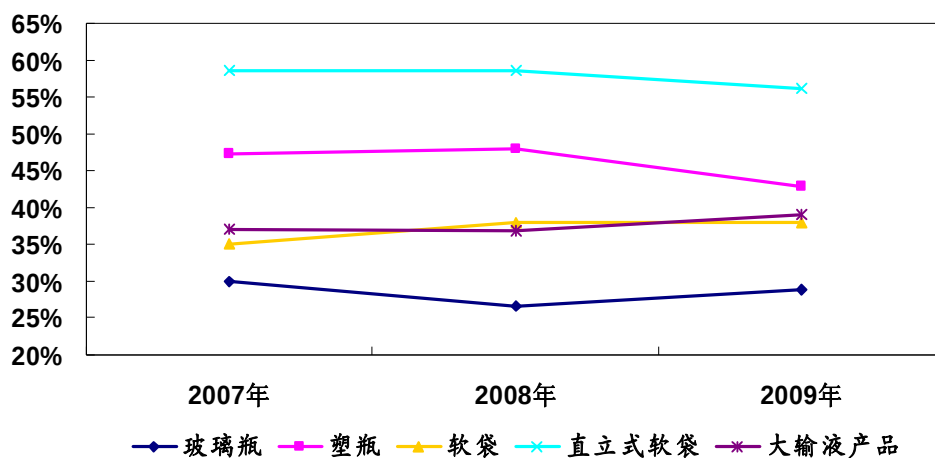
图 5、2007 年-2009 年科伦药业各类大输液产品销量



数据来源：招股说明书、湘财证券研究所

通过自身品牌效应和强大营销能力，公司大输液产品综合毛利率略有上升。玻璃瓶产品已开始退出市场，竞争程度反而有所下降，毛利率基本保持稳定。而塑瓶品种正成为各大厂家激烈的重点，毛利率逐渐从 2007 年的 47.37% 下滑至 2009 年的 42.78%。

图 6、科伦药业各类主要产品毛利率



数据来源：招股说明书、湘财证券研究所

公司还为大量采购本公司输液产品的医院提供静脉药品配置服务，提高静脉药品使用的安全性。1969 年美国建立第一个静脉药物配置中心，并且逐渐在欧美国家开展。而我国第一家静脉药物配置中心成立于 1999 年，目前开展这项业务仍然较少。我们认为静脉药品配置服务对于一些医疗技术能力还不是很强的县级医院而言是必要的，未来这项增值业务能给公司大输液产品带来更多帮助。

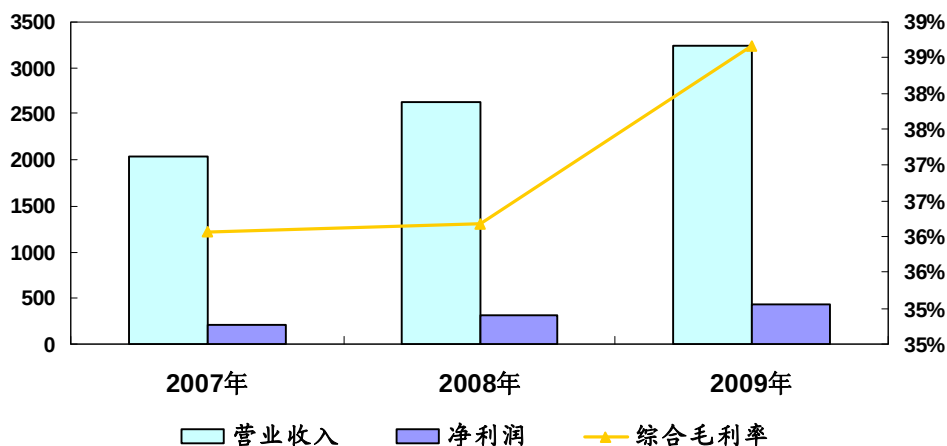
在后续研发项目方面，现在共有 27 个新药进入临床前研究，其中 9 项拥有自主知识产权，多数均为一类新药。另外正在研发大输液新药产品有 11 项，注射剂新药产品 7 项，原料药新药产品 12 项，口服制剂新药产品 21 项。

公司研发大输液后续高端产品：非 PVC 多层共挤膜室间隔输液袋、双腔袋输液及全合一肠外营养输液。这些产品在国际市场也属于高新产品，研发成功后提高整体技术含量。

3、调整产品结构，毛利率稳步增长

借助公司强大营销网络，软塑瓶比重不断提高，营收增长较快。不断研发新产品，调整产品结构，综合毛利率不断提升。由于毛利率的提升，净利润增速快于营业收入增速。

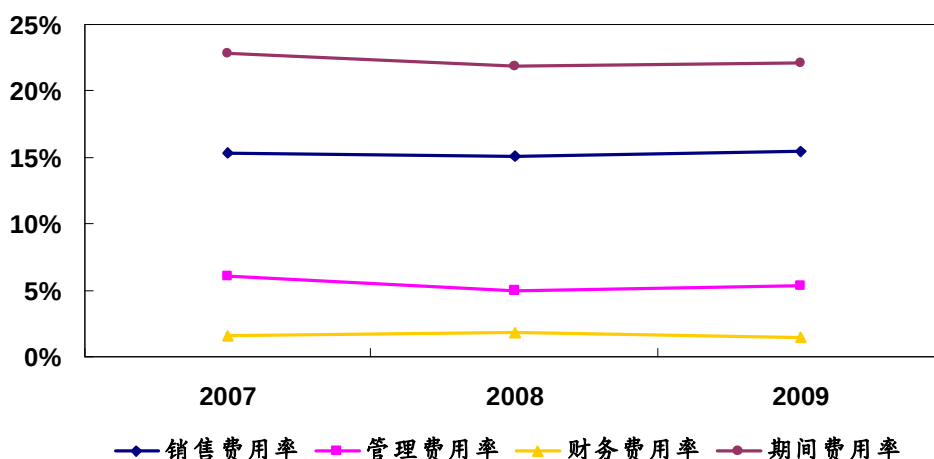
图 7、2007 年-2009 年科伦药业营业收入、净利润和综合毛利率



数据来源：招股说明书、湘财证券研究所

销售费用中比重最大的支出是市场开发费和运输费，根据这两项费用特点，销售费用基本与营收规模同步增长，所以销售费用率保持稳定。

图 8、2007 年-2009 年科伦药业期间费用率



数据来源：招股说明书、湘财证券研究所

4、扩大大输液产能，开拓非输液产品业务

计划募集资金约 14.9 亿元，投入三大类项目。第一类是对大输液产品线的扩能技改及新产品线的建设；第二类是非大输液业务的扩建；第三类是建设自身研发中心。这三项投入分别占总募集资金的 79.52%、17.13%和 3.36%

公司募投项目调节大输液产品结构，减少玻璃瓶产能，扩大软塑瓶产能，新增液固双腔软袋这个品种。液固双腔软袋是一种新型输液产品，国内尚无厂家生产，由于该产品使用简便，安全可靠，得到医生护士的肯定。

中南科伦生产抗生素类粉针剂可与大输液产品进行捆绑营销，形成协同效应，从而带动抗生素类粉针剂销量的增长，目前产能已无法得到满足。中南科伦还有

康复新液等中药保护品种，中药处理提取车间和中药制剂车间的产能瓶颈也需要解决。

珍珠制药以生产普药为主，面对国内中低端市场，目前抗生素类产品占比最大，达到 89%。募集资金将扩建珍珠制药生产线，使其片剂、胶囊剂分别达到 15 亿片、2.5 亿粒。建成后将大规模提高各类固体制剂剂型产能，增加公司非输液产品比重。

表 1、科伦药业募投项目

涉及子公司	项目	主要产品	新增产能
山东科伦、辽宁民康等	大输液产品	玻璃瓶	-4000
		塑瓶	79500
		软袋	4000
		直立式软袋	15000
		液固双腔软袋	6000
中南科伦	冻干粉针	注射用穿琥宁、硝普钠、胸腺肽等	5700 万瓶
	无菌分装粉针	注射用阿莫西林钠克拉维酸钾、氨苄西林钠舒巴坦钠等	1800 万瓶
	胶囊剂	氟氯西林钠阿莫西林胶囊、阿莫西林胶囊	4.5 亿粒
	片剂	右旋糖酐铁片、双黄连泡腾片、小儿清肺化痰泡腾片	15 亿片
珍珠制药	控释微丸剂	吡啶美辛控释微丸、奥美拉唑肠溶微丸、复方氨酚烷胺微丸	-
	软胶囊剂	金刚藤软胶囊、多烯磷脂酰胆碱软胶囊	2.5 亿粒
	滴丸剂	冠心七味滴丸	10 亿粒

数据来源：招股说明书、湘财证券研究所

5、盈利预测与估值

1、玻璃瓶销量微幅萎缩，价格略有下滑，今后几年保持稳定

2、液固双腔袋在 2011 年开始上市销售。

表 2、科伦药业主要业务预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
玻璃瓶						
销量 (万瓶)	100028	113552	115452	115000	113000	112000
均价 (元/瓶)	1.150	1.198	1.170	1.15	1.15	1.15
销售收入 (万元)	115079	136044	135115	132250	129950	128800
毛利率	29.91%	26.71%	28.97%	28.50%	28.30%	28.20%
塑瓶						
销量 (万瓶)	25152	37296	69952	90938	107306	126622
均价 (元/瓶)	1.596	1.471	1.230	1.20	1.20	1.25
销售收入 (万元)	40146	54856	86039	109125	128768	158277
毛利率	47.73%	47.96%	42.78%	41.00%	40.00%	40.00%
软袋						
销量 (万瓶)	3185	5038	6038	7125	8407	9921
均价 (元/瓶)	2.700	2.601	2.554	2.60	2.50	2.40
销售收入 (万元)	8599	13105	15423	18525	21018	23810
毛利率	35.17%	37.92%	38.05%	38.00%	38.00%	38.00%
直立式软袋						
销量 (万瓶)	9478	14759	28943	57886	69463	76410
均价 (元/瓶)	2.172	2.358	2.114	2.15	2.15	2.15
销售收入 (万元)	20582	34806	61195	124455	149346	164280
毛利率	58.55%	58.67%	56.24%	56.50%	57.00%	56.50%
液固双腔袋						
销售收入 (万元)	0	0	0	0	25000	48000
毛利率					70.00%	70.00%
非输液业务						
销售收入 (万元)	18116	22693	25962	31154	38943	50626
毛利率	25.05%	29.19%	34.78%	35.50%	36.00%	37.00%

数据来源：湘财证券研究所

我们预计科伦药业 2010、2011、2012 年的主营业务收入分别为 41.55 亿、46.80 亿与 52.58 亿，归属母公司净利润分别为 6.54 亿、9.15 亿与 11.73 亿，按发行后总股本 24000 万股计算，合每股收益分别为 2.69 元、3.77 元与 4.85 元。

表 3、公司利润预测表 (百万元)

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2029.33	2621.39	3245.99	4155.09	4680.25	5257.93
营业成本	1297.56	1673.01	1991.07	2446.60	2551.08	2719.63
营业税金及附加	13.20	19.70	25.67	32.86	37.01	41.58
销售费用	311.09	394.46	500.89	631.57	720.76	799.21
管理费用	122.38	130.63	172.12	228.53	271.45	289.19
财务费用	30.68	46.97	46.06	38.00	5.00	5.00
资产减值损失	7.97	3.51	4.62	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	-0.07	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	246.52	353.11	505.56	772.53	1089.94	1398.33
营业外收入	11.63	16.54	30.04	25.00	25.00	25.00
营业外支出	1.95	18.14	13.68	10.00	10.00	10.00
利润总额	256.20	351.51	521.92	787.53	1104.94	1413.33
所得税	40.67	40.55	87.74	133.88	190.05	240.27
净利润	215.53	310.96	434.18	653.65	914.89	1173.06
少数股东损益	-0.80	1.08	6.32	8.00	10.00	10.00
归属于母公司的净利润	216.33	309.88	427.86	645.65	904.89	1163.06
稀释每股收益(元)	1.20	1.72	2.38	2.69	3.77	4.85

数据来源: 湘财证券研究所

我们以已上市的相关医药类上市公司作为对比, 这些企业对应 2010 年动态市盈率为 28.74 倍, 科伦药业的估值应与之基本一致。根据目前市场状况, 我们给予公司 2010 年动态市盈率 30-33 倍, 科伦药业的合理价值区间为 80.7-88.77 元。

表 4、相关上市公司估值比较

上市公司	股价	总市值	EPS			PE		
			09A	10E	11E	09A	10E	11E
双鹤药业	27.22	155.62	0.79	1.03	1.25	34.46	26.43	21.78
山东药玻	16.15	41.57	0.56	0.78	0.95	28.84	20.71	17.00
哈药股份	20.56	255.36	0.75	0.90	1.03	27.41	22.84	19.96
丰原药业	7.27	18.9	0.09	0.20	0.30	80.78	36.35	24.23
华润三九	27.5	269.2	0.72	0.89	1.11	38.19	30.90	24.77
丽珠集团	46.68	138.04	1.63	1.69	2.02	28.64	27.62	23.11
白云山 A	14.18	66.51	0.23	0.39	0.49	61.65	36.36	28.94
平均值	22.79	135.03	0.68	0.84	1.02	42.85	28.74	22.83

数据来源: 湘财证券研究所

6、风险因素提示

原材料成本上涨风险：大输液产品的上游原料是生产玻璃的石英砂、烧碱和聚丙烯粒料等材料。这些材料价格受大宗商品价格影响，一旦出现过度上涨，会给公司带来一定成本压力。

市场竞争加剧：大输液行业进入壁垒不高，行业集中度较低。产品同质性强，生产厂家多，市场竞争较为激烈。如竞争对手发起价格战，会造成公司产品销量减少、价格下降，从而对当期业绩产生不利影响。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。