

大输液未来的寡头之一，市场定价有待重估

——科伦药业深度报告

投资要点：

- 科伦药业股份有限公司是一家主要从事大输液产品研发与生产的民营医药企业。公司目前有7家专业生产大输液的子公司，拥有大输液生产线共计30条，可以生产和销售96个品种共219种规格的大输液产品，是中国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。2009年销售各类大输液产品约22亿瓶（袋），占据国内大输液市场23.40%的份额，位居首位。
- 大输液作为临床应用最为广泛的产品之一，伴随着国内医疗卫生事业和医药市场共同持续发展，1995~2008年行业复合增长率为14.44%。由于大输液的销售量，无论在增长趋势和增速方面都与住院人次有着较高的关联度，故我们判断：在我国城市老龄人口迅速增加所释放的刚性需求和新医改政策推动下，医保覆盖范围扩大以及医保支付额度增加所释放的改善性需求双重推动下，大输液行业未来三年年均增长率将在20%左右，是最为明确受益于新医改的行业之一。
- 大输液虽然在本质上属于化学制剂药，但我们认为大输液行业与医药商业行业拥有更多的相似，而公司作为大输液的龙头企业与医药商业的龙头国药控股有较强的可比性，故我们认为公司目前的市场定价有待重估。
- 我们预测公司2010—2012年每股收益分别为2.55元、3.67元和4.73元。我们认为其合理的市场定价应该向国药控股（1099.HK）看齐，为2010年50倍动态市盈率。依此计算，公司合理价位为127.50元。公司未来六个月有42%左右的上升空间，故给予“强烈推荐”评级。

风险提示

- 产品质量风险
- 所得税率优惠政策变化风险
- 大输液行业发生价格战的风险

请务必阅读正文之后的重要声明

医药生物

评级：强烈推荐

目标价格：¥ 127.50

当前价格：¥ 90.30

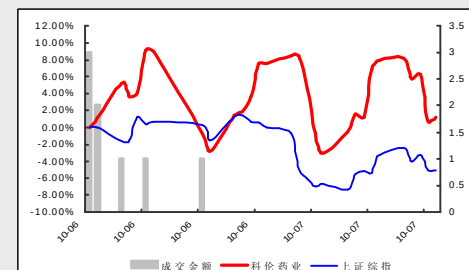
基础数据

总股本/流通 A 股（亿股）	2.40/0.48
总市值（亿元）	217
流通市值（亿元）	43
每股净资产（元）	26.47
净资产收益率（%）	5.77

交易数据

52 周内股价区间（元）	82.17~100.48
静态市盈率（倍）	50.73
动态市盈率（倍）	35.41
市净率（倍）	3.41

上市以来公司股价走势



田 垒、张 欣 S0820208030013
电话 021-32229888*3507
邮箱 tianlei@ajzq.com

内容目录

一、大输液行业确定性受益医改，并将最终形成寡头垄断格局.....	4
我国大输液行业增长稳定.....	4
大输液用量与住院人次有较高相关性，将明确受益于医改所带来的市场扩容.....	5
大输液行业不同于一般的化学制剂药，它将最终走向寡头垄断.....	7
(1)、 产品同质性强，使得大输液行业有形成寡头垄断格局的基础.....	7
(2)、 规模和成本是大输液企业能否成为寡头之一的重要基石.....	8
(3)、 大输液行业产品包装的升级换代，促进行业寡头形成.....	8
(4)、 国外发达国家大输液行业已经形成了寡头垄断格局.....	10
(5)、 我国大输液行业正处在寡头形成过程中.....	10
二、公司当前是大输液行业龙头，未来必将是行业的寡头之一.....	11
在规模上，公司是我国大输液行业当之无愧的王者.....	12
在技术上，公司是我国大输液行业的领先者.....	15
优良的管理，更保证了公司未来成为大输液行业寡头之一.....	19
三、公司市场定价有待重估，应向国药控股（1099.HK）看齐.....	22
大输液行业在证券市场的定价更应该类似于医药商业行业.....	22
公司市场定价更应该向国药控股（1099.HK）看齐.....	23
四、盈利预测、估值与投资评级.....	24
五、风险提示.....	26

图表目录

图表 1：1995~2008 年全国大输液产量统计 单位：亿瓶（袋）.....	4
图表 2：四种大输液包装形式的具体特征与优劣.....	5
图表 3：我国住院人次、医院床位数、大输液销售增长率对比图.....	5
图表 4：我国 65 岁以上老龄人口所占比例及预测 图表 5 我国社区卫生中心数量及增长速度.....	6
图表 6：我国新农合参加人数和覆盖率情况 图表 7：新农合受益人次和筹资情况.....	7
图表 8：2007 年我国产量前十的大输液产品情况.....	8
图表 9：我国大输液产品包装形式变化趋势情况.....	9
图表 10：美日欧大输液行业寡头所占当地市场份额情况.....	10
图表 11：2006—2008 年我国十大大输液企业的市场份额.....	11
图表 12：公司近三年营业收入及增长率 图表 13：公司近三年净利润及增长率.....	11
图表 14：公司 IPO 前股权结构情况.....	12
图表 15：2009 年公司主营业务收入构成 图表 16：2009 年公司主营业务利润构成.....	13
图表 17：近几年公司大输液产量占国内总份额变化.....	13

图表 18: 2007 年公司产品按包装形式分类产量占全国产量情况	14
图表 19: 2008 年度我国大输液企业市场占有率情况	14
图表 20: 2013 年大输液行业产能前 5 大企业产能状况	15
图表 21: 公司的专利概况	16
图表 22: 2007——2009 年公司玻璃瓶和非玻璃瓶的销售收入占比情况	17
图表 23: 2007——2009 年公司直立式软袋输液销售金额和占大输液销售比例	18
图表 24: 液固双腔袋大输液和传统粉液分离型大输液的实用性及安全性情况对比	18
图表 25: 部分上市公司 2008 年大输液业务的毛利率情况	19
图表 26: 2007 年——2009 年公司流动比率和资产负债率情况	20
图表 27: 2007 年——2009 年公司流动比率和资产负债率情况	20
图表 28: 2007 年——2009 年公司存货周转率和应收帐款周转率情况	21
图表 29: 2007 年——2009 年公司期间费用率情况	21
图表 30: 化学制剂药行业、大输液行业和医药商业类比	22
图表 31: 科伦药业和国药控股类比	23
图表 32: 盈利预测假设 单位: 百万	24
图表 33: 盈利预测结果简表	25
图表 34: 财务报表预测	27

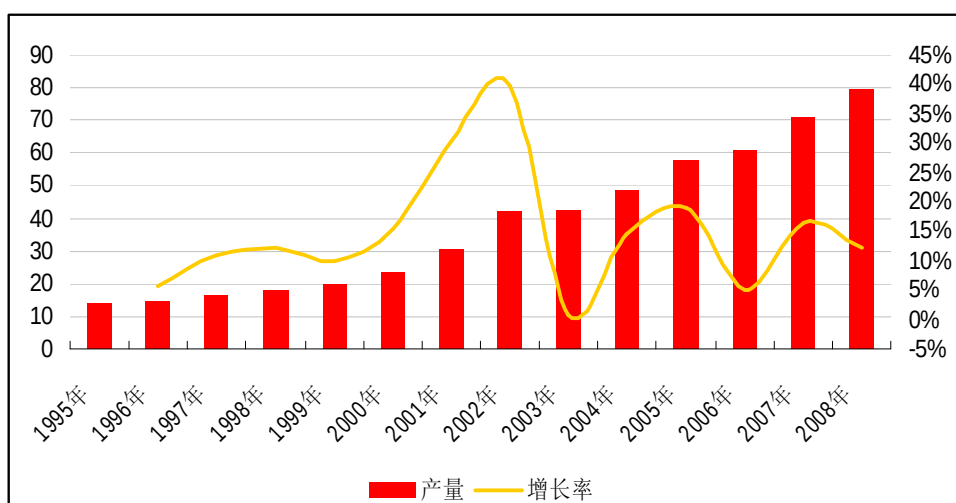
一、大输液行业确定性受益医改，并将最终形成寡头垄断格局

我国大输液行业增长稳定

- I 大输液一般是指容量超过50ml的注射液，是区别于小针剂的输液产品，属于静脉给药的一种剂型。大输液在临床上主要应用于脱水症的治疗与预防；循环血液量、血浆量的急性丧失和休克的治疗；体液中电解质成分浓度异常的治疗；酸、碱平衡异常的治疗；补充热量、营养、高能输液；药物静脉给药的载体。
- I 大输液作为我国药品中七大制剂中重要制剂之一，是临床应用最为广泛的治疗手段。我国大输液产品在国内医疗卫生行业和医药市场持续发展的趋势下，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），比1995年增加65.9亿瓶（袋），1995~2008年的复合增长率为14.44%。

图表 1：1995~2008 年全国大输液产量统计

单位：亿瓶（袋）



数据来源：公司公告、爱建证券

- I 大输液依据包装材料分类：大输液历经170余年的发展，包装形式从十九世纪中叶的全开放式到二十世纪初的半开放式再到现在的全封闭式。目前国内大输液包装形式主要有玻璃瓶、塑瓶、非PVC软袋和直立式软袋四种形式。

图表 2：四种大输液包装形式的具体特征与优劣

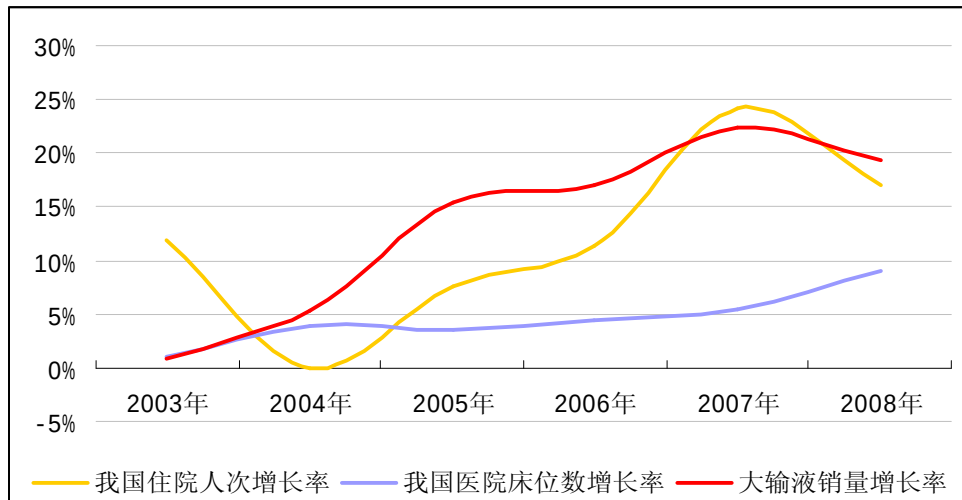
包装形式	玻璃瓶	塑瓶	非 PVC 软袋	直立式软袋
化学稳定性	较好	好	好	好
抗冲击	差	好	好	好
透明度	好	较好	好	好
口部密封性	较差，易污染	好，不易污染	好，不易污染	好，不易污染
胶塞接触药液	是，易污染	否，不易污染	否，不易污染	否，不易污染
是否易破损	是，脱落物和隐形裂伤易污染	否，无脱落物和隐形裂伤	否，无脱落物和隐形裂伤	否，无脱落物和隐形裂伤
使用方法	需空气回路，易二次污染	需空气回路，易二次污染	自身产生负压，无需空气回路，安全性高	自身产生负压，无需空气回路，安全性高
临床使用习惯	习惯	习惯	不习惯	习惯
运输	重量大，运费高，易破损	重量轻，运费低，不易破损	重量轻，运费低，不易破损	重量轻，运费低，不易破损
价格及成本	价格低、成本低	价格高于玻璃瓶、成本与玻璃瓶相近	价格最高、成本最高	价格略低于软袋，成本略低于塑瓶

数据来源：公司公告、爱建证券

大输液用量与住院人次有较高相关性，将明确受益于医改所带来的市场扩容

- 我国政府从2009年开始启动了旨在加快推进基本医疗保障制度建设、初步建立国家基本药物制度、健全基层医疗卫生服务体系、促进基本公共卫生服务逐步均等化、推进公立医院改革试点这五大方面的新医改，并拟在3年之内投入8500亿财政资金支持医改。
- 随着我国经济的快速增长和医疗卫生保障体系的完善，居民对疾病诊断预防及健康管理意识加强，我国医疗机构的总诊疗人次和入院人数持续上升。总诊疗人次从2000年21.23亿次上升至2008年的31.08亿次，年平均增长率为20.80%。入院治疗人次从2000年0.53亿人上升至2008年的1.15亿人次，年平均增长率为27.12%。

图表 3：我国住院人次、医院床位数、大输液销售增长率对比图

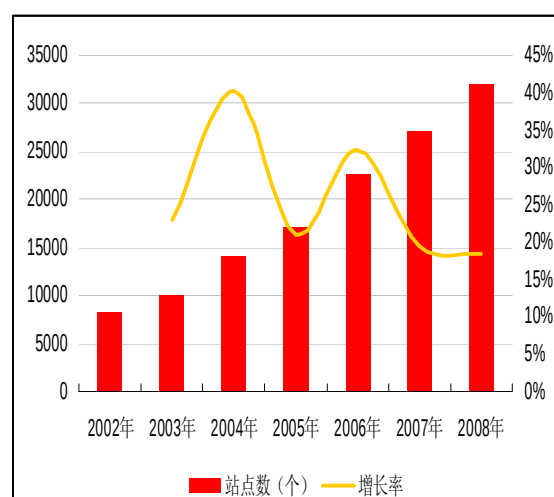
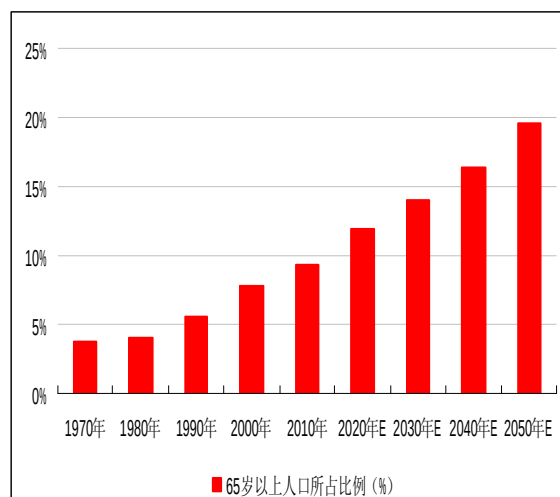


数据来源：卫生部、公司公告、爱建证券

- I 大输液在急诊和住院治疗中有着最为基础和无可替代的应用。在我国98%的住院病人都使用大输液产品作为基本治疗手段。通过上图，我们对比了2003年至2008年间我国住院人次增长率、医院床位数增长率和大输液销售增长率。发现医院床位数作为提供人们住院治疗的基础，其每年较为稳定增长，保证了我国住院人次的上升趋势，而大输液的销售量，无论在增长趋势和增速方面都与住院人次有着较高的关联度。
- I 新医改过程中，国家将继续加大对基层医疗体系的投入，推进基本医疗保障制度建设、健全基层医疗卫生服务体系。我们预计随着我国老龄人口（尤其是城市老龄人口）迅速增加所释放的刚性需求将推动城市中高端医疗市场的扩容；而新医改政策推动下，医保覆盖范围扩大以及医保支付额度增加所释放出的低端改善性需求将使乡镇基层医疗市场迅速膨胀。
- I 未来三年，我国乡镇卫生院和城市社区医院的病床数量将显著增加，这将释放入院治疗的需求，预计住院人次三年平均增长率将不低于20%，住院治疗人次的增长将直接带动作为住院治疗的基本方式且价格低廉的大输液的销量，我们预计未来三年大输液的销售年均增长率将在20%左右，是最为明确受益于新医改的药品之一。

图表 4：我国 65 岁以上老龄人口所占比例及预测

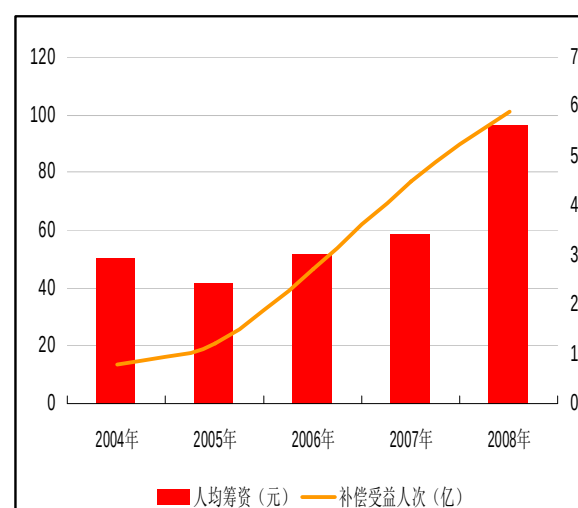
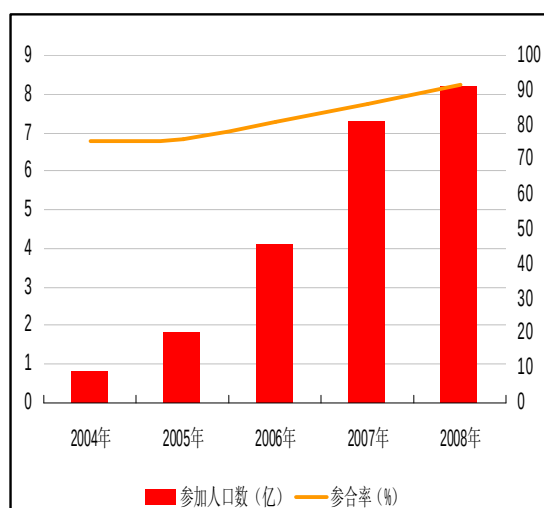
图表 5 我国社区卫生中心数量及增长速度



数据来源：卫生部、爱建证券

图表 6：我国新农合参加人数和覆盖率情况

图表 7：新农合受益人次和筹资情况



数据来源：爱建证券、卫生部

大输液行业不同于一般的化学制剂药，它将最终走向寡头垄断

I 化学制剂药行业从诞生到现在，已经跨越了几个世纪，但它并不像石油、超市等行业那样形成了寡头垄断的格局。大输液虽然本质上属于化学制剂药，但它与一般的化学制剂药存在诸多不同。我们认为未来十五年内，我国大输液行业未来将出现寡头垄断局面，主要出于以下五点理由：

一、产品同质性强，使得大输液行业有形成寡头垄断格局的基础

与目前全球已经上市的数以十万种一般化学制剂药相比，大输液为同质性很强的一类化学制剂药，目前全球范围内上市的大输液品种只有两百多种，且常规品种的产量占据了绝对的大头。据中国医药工业协会统计，2007年全国大输液产量前十名的品种占据了总产量的95.4%，且基本为基础性的常规品种。

图表 8：2007 年我国产量前十的大输液产品情况

序号	通用名	产量(亿瓶)	占总产量的比例 (%)
1	葡萄糖	21.30	35.0
2	氯化钠	18.01	29.6
3	葡萄糖氯化钠	6.21	10.2
4	左氧氟沙星	5.39	8.9
5	甲硝唑	2.25	3.7
6	替硝唑	1.58	2.6
7	氧氟沙星	1.02	1.7
8	甘露醇	0.90	1.5
9	复方氨基酸	0.83	1.4
10	环丙沙星	0.51	0.8
合计	——	58.00	95.4

数据来源：中国医药工业协会、爱建证券

二、规模和成本是大输液企业能否成为寡头之一的重要基石

正是由于大输液企业生产的产品同质性很强，故与一般的化学制剂药企业比拼研发和销售实力不同，更大的规模和更低成本，成为了大输液企业发展壮大乃至最终成为寡头企业的决定性因素。从行业发展规律来看：依靠规模和成本优势发展壮大的行业，往往就是那些可能形成寡头垄断的行业。

三、大输液行业产品包装的升级换代，促进行业寡头形成

目前我国玻璃瓶大输液还占据着60%左右的市场份额，由于玻璃瓶包装输液较重，有着运输半径的限制，因此还有许多玻璃瓶输液产品为主的中

小企业多局限在区域内经营。随着软塑包装逐步替代玻璃瓶包装，以及行业内优势企业凭借其完整的产品体系和全国性生产基地的布局，都将促进行业寡头的形成。

2004年以来我国大输液产品市场呈现出软塑包装输液产品加速增长的趋势，软塑包装输液产品的市场占比由2005年的16.7%上升至2007年33.4%，软塑包装输液产品呈现快速增长趋势。这主要是由于以下四方面的原因造成：

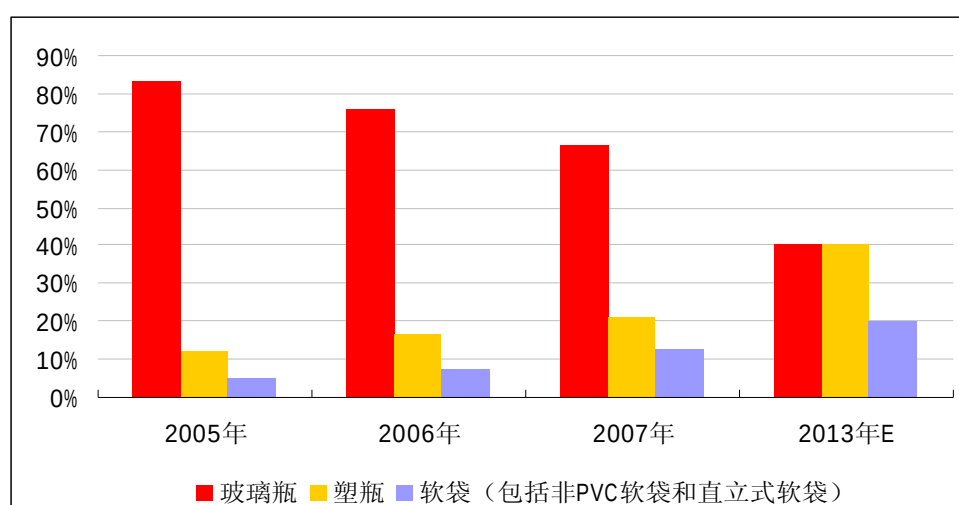
(1)在临床安全、产品运输及储藏等方面：软塑包装输液产品均比玻璃瓶包装输液产品更具优势；

(2)在市场销售价格方面：因软塑包装输液产品生产成本不断下降，玻璃瓶包装输液产品在销售价格上的优势已减弱，因此在售价上更具有竞争优势；

(3)在医院采购趋势方面：2006年“齐二药事件”和“欣弗事件”后，医院为了安全起见开始更多的采购产品质量更高、性能更为稳定及安全性更强的软塑包装输液产品，而不单以价格作为主要因素。

(4)在节能减排方面：玻璃瓶制造对能源的消耗和环境的不良影响较软塑包装输液产品大很多，不符合国家节能减排的国策。

图表 9：我国大输液产品包装形式变化趋势情况



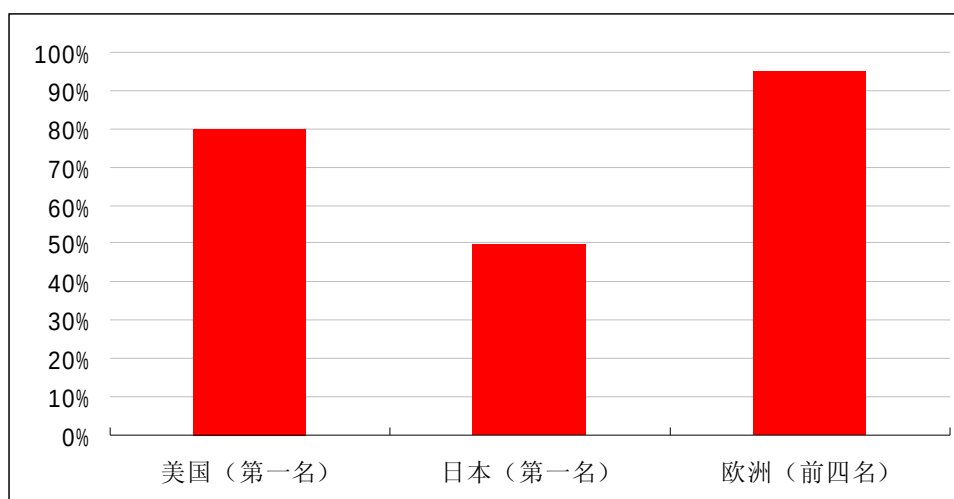
数据来源：公司公告、爱建证券

总体上看，输液产品包装的软塑料是主流趋势，美国使用软袋和塑料瓶的比率达到90%，欧洲达到70%，印度也达到了50%以上，而我国软袋、塑料瓶产品只占市场份额的40%左右，制药工业协会预计至2013年将达到60%左右。产品包装的升级，将促进行业寡头的形成。

四、国外发达国家大输液行业已经形成了寡头垄断格局

欧美日等国的大输液行业市场集中现象非常明显，输液生产企业数量少、规模大，已基本形成了寡头垄断格局。在美国，百特公司占据了全美80%的输液市场；在欧洲，大输液市场基本上被费森尤斯、贝朗、百特克林泰克和法玛西亚四大公司占领；在日本，排名首位的大冢公司占有50%左右的市场份额。

图表 10：美日欧大输液行业寡头所占当地市场份额情况

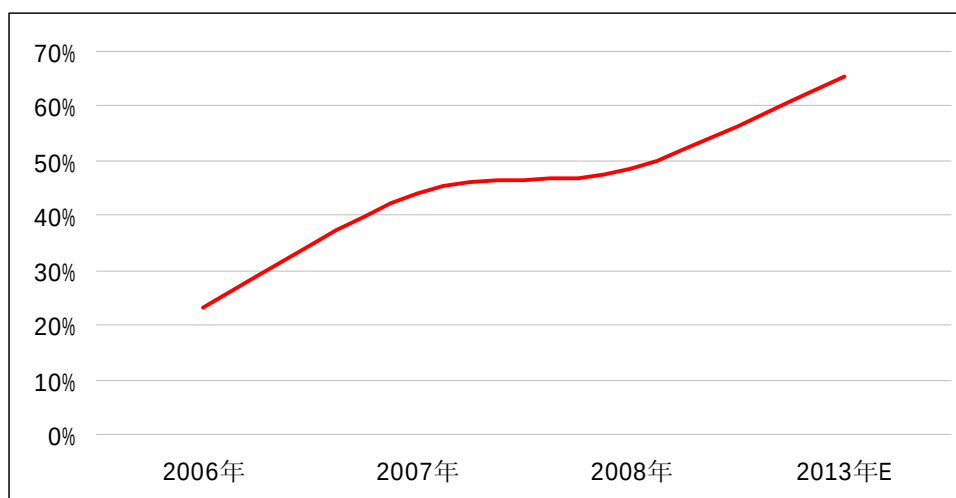


数据来源：公司公告、爱建证券

五、我国大输液行业正处在寡头形成过程中

我国大输液市场正处于市场成熟的前期阶段，大输液生产企业比较分散。截止到2007年6月，国家药监局共批准397家企业大输液生产企业通过GMP认证。近几年，我国前十大大输液企业所占市场份额逐年增加，2008年所占份额已经达到48.4%，行业集中度提高的趋势非常明显。可以说，我国大输液行业正处在寡头形成过程中，从国内前十大大输液企业的扩产情况看，我们预计至2013年，前十大企业所占市场份额将提高至65%左右。

图表 11：2006—2008 年我国十大大输液企业的市场份额

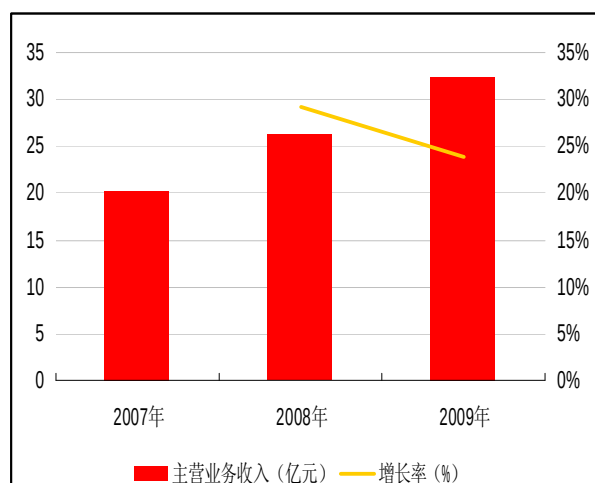


数据来源：公司公告、爱建证券

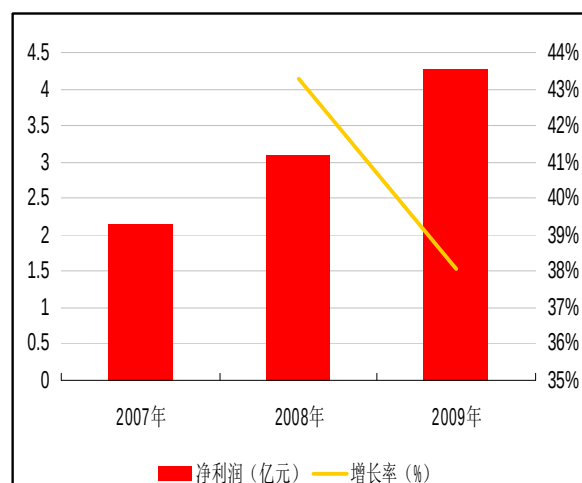
二、 公司当前是大输液行业龙头，未来必将是行业的寡头之一

- I 四川科伦药业股份有限公司成立于1996年，地处成都市，其法定代表人为刘革新先生，是一家主要从事大输液产品研发与生产的民营医药企业。2009年公司实现主营业务收入32.46亿，近三年复合增长率为26.45%，实现净利润4.28亿，复合增长率达到40.71%。总体增速都超过医药行业近三年的平均增速。

图表 12：公司近三年营业收入及增长率



图表 13：公司近三年净利润及增长率



请务必阅读正文之后的重要声明

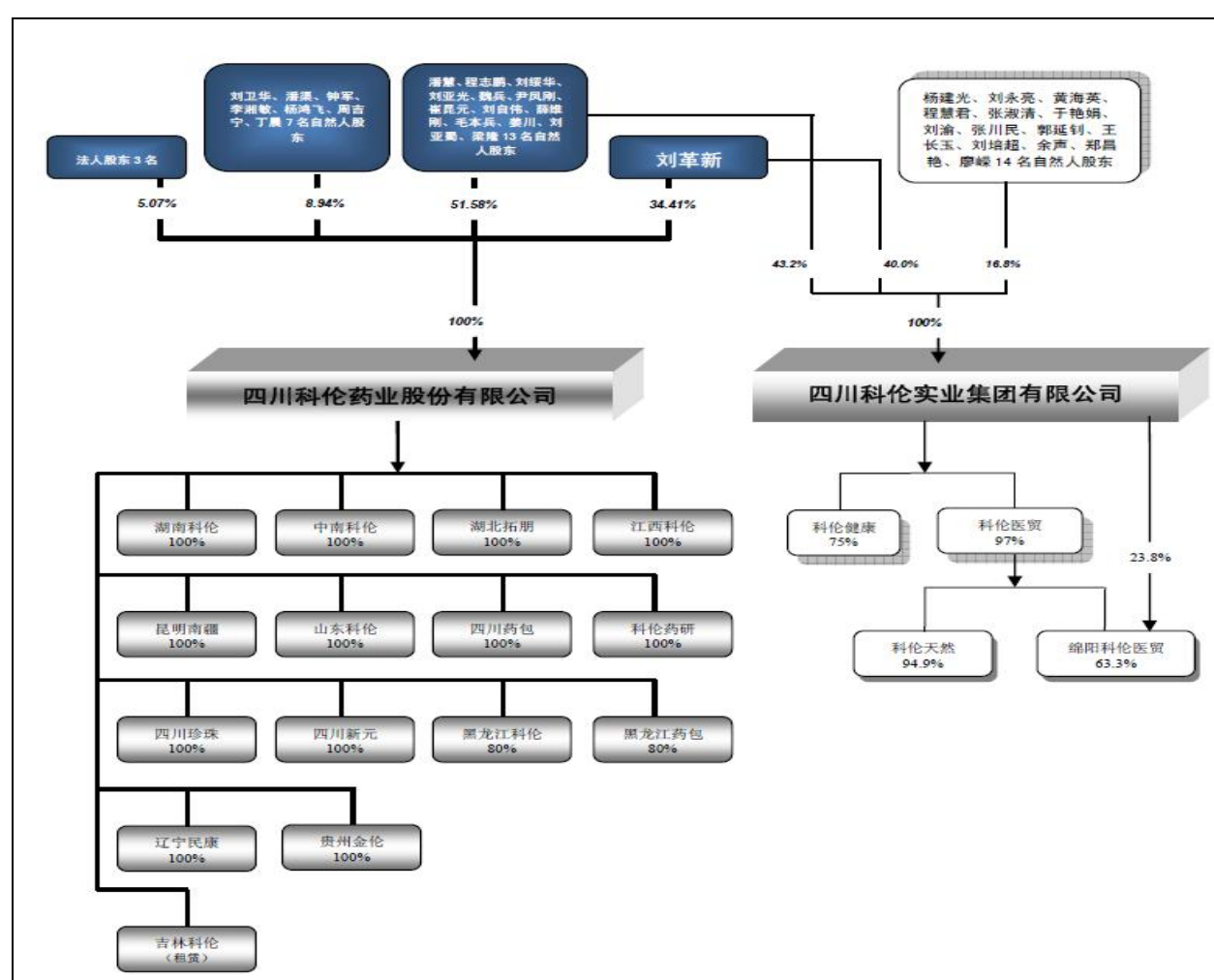
11

数据来源：公司公告、爱建证券

在规模上，公司是我国大输液行业当之无愧的王者

- 公司下属共有14家子公司，其中7家子公司的主营业务为大输液产品，3家子公司的主营业务为药品生产制造，其余4家则是主营药包或研发业务。自然人刘革新直接和间接持有公司25.80%的股权，为公司的实际控制人。

图表 14：公司 IPO 前股权结构情况

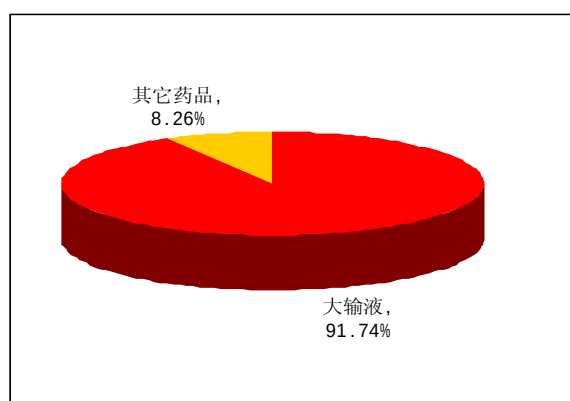


数据来源：公司公告、爱建证券

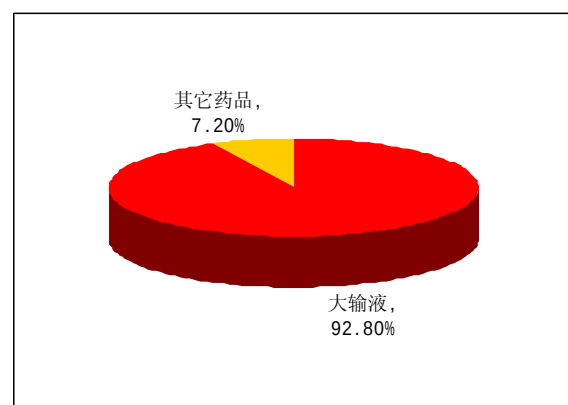
- 2009年公司32.46亿的主营收入中，大输液业务贡献了其中的29.77亿，占91.74%；利润占据了公司主营业务利润的92.8%。公司除了大输液之外，还有少量化学药和中成药业务，但可以说目前大输液业务是公司的绝对支柱。

请务必阅读正文之后的重要声明

图表 15: 2009 年公司主营业务收入构成



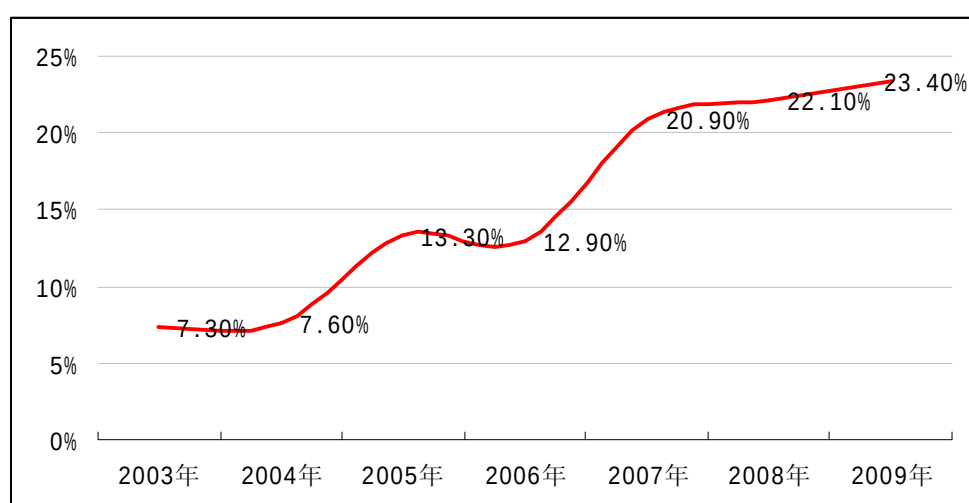
图表 16: 2009 年公司主营业务利润构成



数据来源: 公司公告、爱建证券

- I 公司目前在四川、湖南、江西等省市设立了7家专业生产大输液的子公司, 拥有大输液生产线共计30条, 其中玻璃瓶输液生产线15条, 塑瓶输液生产线7条, 软袋输液生产线3条, 直立式软袋输液生产线5条, 可以生产和销售96个品种共219种规格的大输液产品, 是中国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。2009年销售各类大输液产品约22亿瓶(袋), 占据国内大输液市场23.40%的份额, 位居首位。

图表 17: 近几年公司大输液产量占国内总份额变化

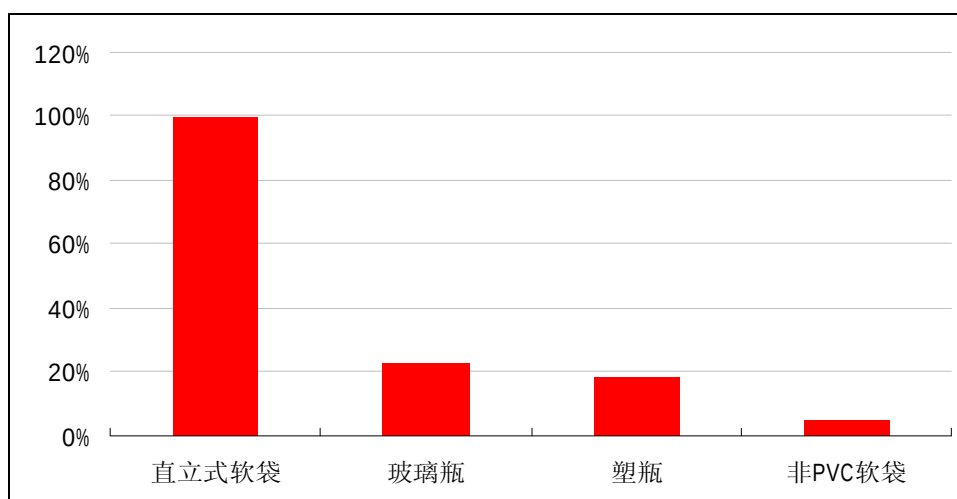


数据来源: 公司公告、爱建证券

- I 从大输液的四种主流包装材料的市场占有率分析, 公司的玻璃瓶及塑瓶包装输液产品的市场占有率均列全国首位; 公司生产的非PVC软袋包装输液产品的市场占有率居

全国前三位；直立式软袋包装输液产品作为公司专利产品，目前市场上尚未出现类似的竞争性产品。

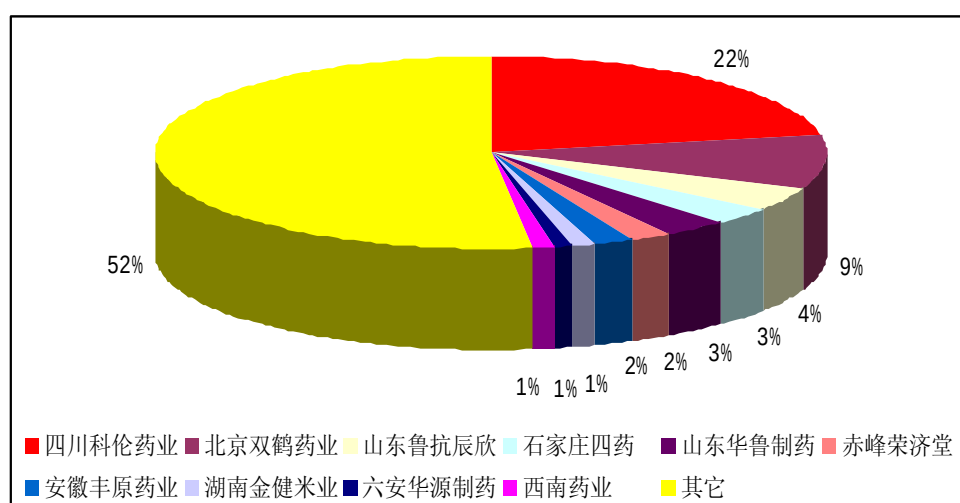
图表 18：2007 年公司产品按包装形式分类产量占全国产量情况



数据来源：公司公告、爱建证券

- I 公司自成立以来专注于大输液产业，通过内延伸和外延式并举的发展模式，产能和销量逐年增长，并逐步拉开了与其它大输液生产企业的差距。2008年公司大输液产品市场占有率达到22.10%，而排名第二的北京双鹤药业股份有限公司市场占有率仅为9%。公司毫无疑问的成为了当前我国大输液行业的王者。

图表 19：2008 年度我国大输液企业市场占有率情况



数据来源：公司公告、爱建证券

- I 公司通过上市募集了近50亿资金，并计划投入其中15亿新建或扩建大输液生产线，所有项目达产后输液产品总产能将提高至约31.75亿瓶（袋），公司还可以利用超募资金进行外延式的发展，我们预计至2013年左右，公司大输液的市场份额将提升至32%左右。

图表 20：2013 年大输液行业产能前 5 大企业产能状况

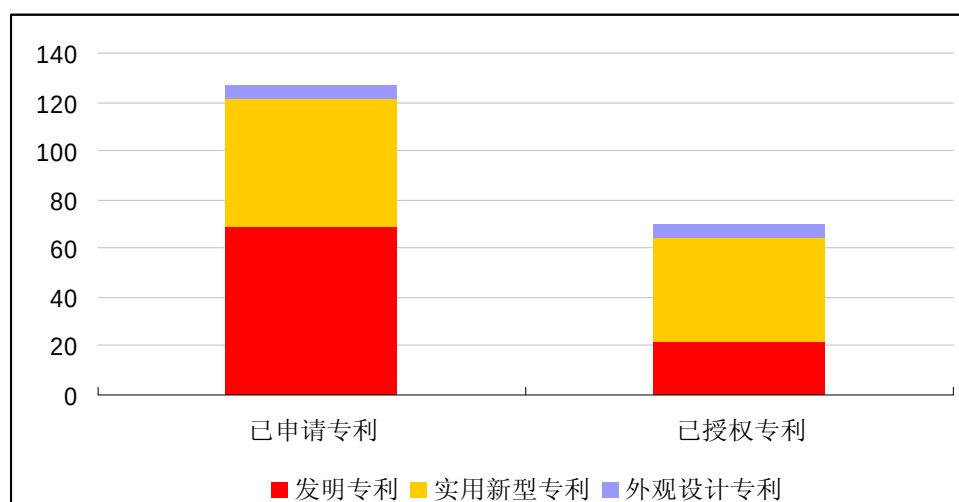
企业名称	2008年产能（亿瓶、袋）	计划新增产能（亿瓶袋）	2013年产能（亿瓶、袋）
四川科伦	17.59	14.16	31.75
双鹤药业	6.95	2.65	9.6
石家庄四药	4.00	6.00	10.00
鲁抗辰欣	3.27	2.73	6.00
华鲁制药	1.72	8.28	10.00
其它	47.63	3.7	51.33
合计	79.72	38.96	118.68

数据来源：公司公告、爱建证券

在技术上，公司是我国大输液行业的领先者

- I 公司的研发机构为全资子公司四川科伦药物研究有限公司，该公司拥有一支由73名专业人员组成的内部研发队伍，研究的工作主要集中于四个领域：为持续推出消费量大并广为中国市场接受的非专利处方或非处方药品；开发科伦药业具有知识产权的专有药物；开发生产技术以降低生产成本及减少瑕疵以及开发新型输液包装材料和容器。公司目前申请了127项专利，其中已经授权了其中的70项。

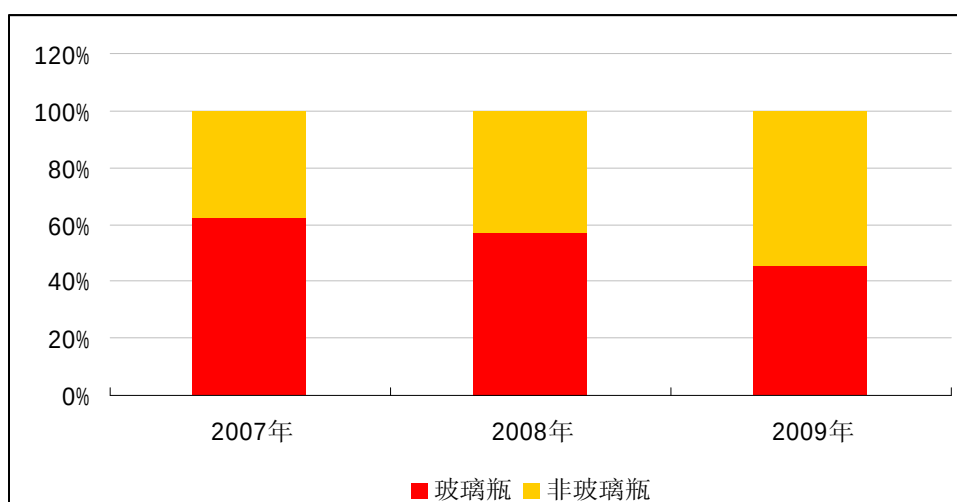
图表 21：公司的专利概况



数据来源：公司公告、爱建证券

- I 由于全球目前已经上市的大输液品种只有200多种，且产量前十位的品种基本为基础性的常规品种，并占据了大输液总产量的95.4%。所以与一般的化学制剂药企业不同，大输液企业在新品种上的研发能力，并不是大输液企业的核心技术实力，大输液包装材料上的研发能力才是该类企业的核心技术实力的体现。
- I 从目前大输液行业主流的玻璃瓶、塑瓶、非PVC软袋和直立式软袋四种包材看，玻璃瓶大输液毫无疑问是最原始，技术门槛最低的包材。我们可以通过比较大输液企业玻璃瓶大输液收入与非玻璃瓶大输液收入的高低来初步判断企业的技术实力。
- I 公司大输液产品构成，体现公司在大输液行业中技术上的领先：近几年公司在扩大企业规模的同时，通过新建非玻璃瓶生产线，不断降低玻璃瓶大输液在大输液业务中销售收入的比重。公司大输液的销售金额占比由2007年的62.41%上升至2009年的45.38%，非玻璃瓶的大输液销售收入占比相应增长。目前公司玻璃瓶大输液销售收入占比远低于国内大输液企业玻璃瓶销售收入60%的平均收入占比，体现了公司在大输液包装材质升级上的领先地位。

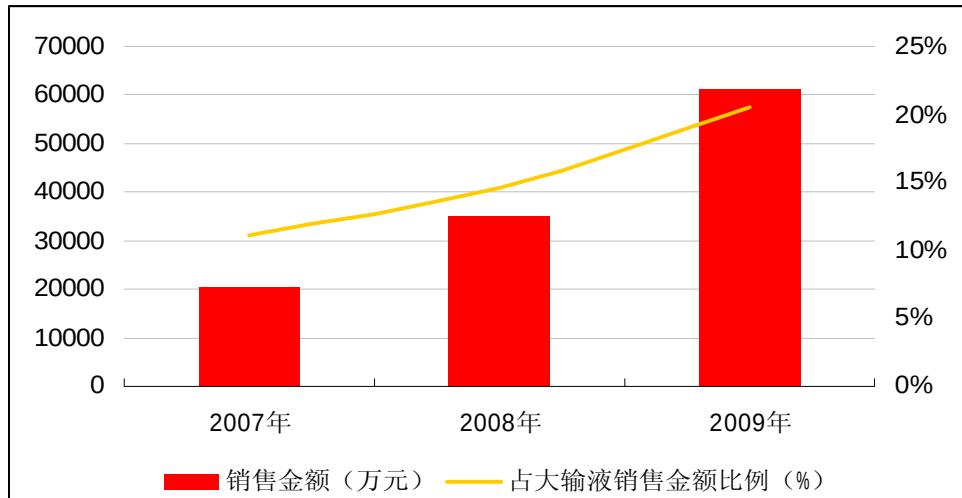
图表 22：2007——2009 年公司玻璃瓶和非玻璃瓶的销售收入占比情况



数据来源：公司公告、爱建证券

- I 专利产品直立式软袋输液制剂，进一步体现公司在大输液行业中的技术优势：该产品为公司拥有自主知识产权的创新专利产品，系全球首创，已获得国家专利局多项实用新型和外观设计专利的授权。直立式软袋在安全性、实用性、环保性和经济性等方面相对于其它输液包装产品具有明显的优势：与玻璃瓶和塑瓶包装产品相比，直立式软袋与非PVC软袋一样，都是采用密闭输液的方式，无需导入外界空气，有效地避免了输液过程中的二次污染，对病人而言更安全；与非PVC软袋产品相比，由于直立式软袋可以直立摆放，与玻璃瓶和塑瓶的临床配液规程一致，更符合医护人员的操作习惯，克服了非PVC软袋不能直立摆放、配液操作不便的缺陷，提高了护理工作的效率，适用性更强，具有很高的临床应用价值。同时，该产品使用后的空瓶可焚烧并直接转化为水和二氧化碳，对环境无不利影响。该产品经科学技术部、环境保护部、商务部及国家质量监督检验检疫总局联合认定为国家重点新产品，作为公司专利产品，目前市场上尚未出现类似的竞争性产品，预计2011年才将有类似产品上市。由于上述诸多的优势，公司直立式软袋输液销售金额由2007年的2.06亿，上升至2009年的6.13亿元，复合增长率为72.50%，远高于大输液行业平均的增速。

图表 23：2007——2009 年公司直立式软袋输液销售金额和占大输液销售比例



数据来源：公司公告、爱建证券

- I 液固双腔软袋输液制剂挑战国际大输液一流技术水平：公司通过4年的技术准备，18项国家授权专利的保护，拟投资2.05亿，在子公司湖南科伦投建一条年产6000万袋/年的液固双腔软袋输液制剂生产线，预计该生产线2013年能投产。该产品为即配型输液产品，采用特定的工艺，以非PVC多层共挤膜为包装材料，将药物粉末和注射用溶剂装于同一包装袋的两个腔室内。液固双腔袋输液在使用时只需用手挤压药袋，即可开通粉剂室和液剂室中间的弱焊隔离条，实现粉剂和液剂的混合溶解，不接触外部空气即可实现配药，可避免污染或异物混入，也可避免配药时发生错误，被公认为最方便最安全可靠的高端大输液品种。我们认为：如果该类包材产品能够顺利实现工业化生产，将极大的体现公司雄厚的技术实力，公司的竞争力也将由国内范围提升至国际范围。

图表 24：液固双腔袋大输液和传统粉液分离型大输液的实用性及安全性情况对比

项目	液固双腔袋大输液	传统粉液分离型大输液
配药环境要求	无需专用配药室，可即用即配，对环境要求不高，特别适应在自然灾害、战争等特殊环境及无配药室环境下操作。	需专用配药室，不能即用即配，使用时对配药环境要求较高。
使用两次时二次污染情况	仅输液管路在使用时存在二次污染可能。	使用时针头多次穿刺，使微粒产生机会增加；输液管路在使用时存在二次污染可能。
配药时与空气接触情况	配药时与空气不接触，外界环境对药物不污染，且不存在药物损失。	配药时与空气接触，环境有可能对药物造成污染，且存在药物损失。
误配药可能性	不存在误配药可能性，安全性高。	存在误配药可能性，有一定程度的配药风险性。
医护人员安全性	减少了配药接触药物环节，可降低化疗等药物对医护人员潜在的危害。	由于配药接触药物环节多，化疗等药物对医护人员存在较大的潜在危害。

环保性	使用后的废物燃烧仅产生水和二氧化碳，环保性较高。	使用后的废物燃烧会产生有毒物质，对环境污染较大。
-----	--------------------------	--------------------------

数据来源：公司公告、爱建证券

优良的管理，更保证了公司未来成为大输液行业寡头之一

- I 通过上文的论述，我们认为公司目前在规模上，是我国大输液行业当之无愧的王者；在技术上，是我国大输液行业的领先者。公司大输液业务毛利率方面的优良表现，正是公司规模和技术两大优势综合作用的最好表现。通过下表我们可以清楚的看出：公司大输液业务的毛利率水平在同行业上市公司中处于较高水平，2007年和2008年毛利率分别较例举公司大输液业务毛利率均值高7.93%和12.59%，这主要系公司的大输液业务体现出较好的规模效应，以及有效的成本控制与生产工艺水平的提高。

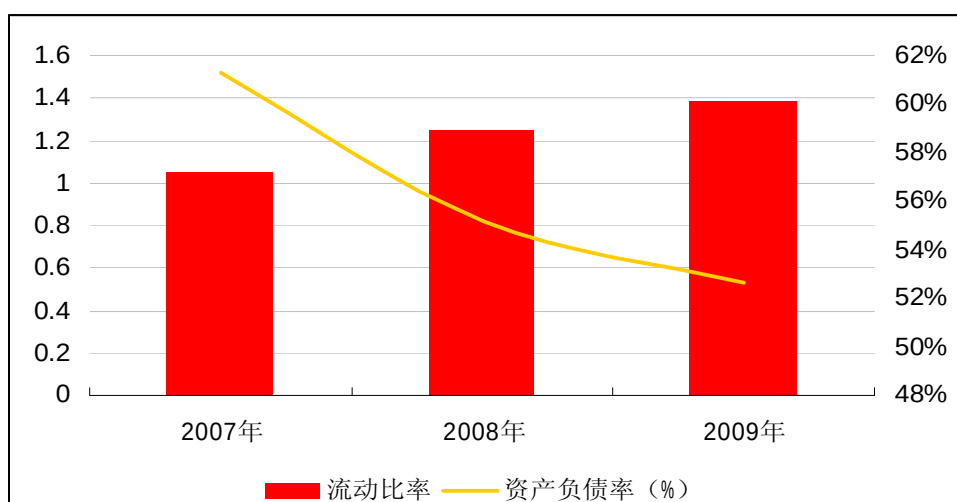
图表 25：部分上市公司 2008 年大输液业务的毛利率情况

公司	代码	2008 年度大输液业务占主营业务比重	大输液业务整体毛利率	
			2008 年	2007 年
西南药业	600666	24.73%	18.53%	18.72%
双鹤药业	600062	23.64%	36.96%	38.00%
金健米业	600127	14.58%	39.37%	38.46%
太龙药业	600222	9.93%	8.73%	10.97%
通化东宝	600867	4.89%	5.24%	32.01%
本公司		91.32%	36.87%	37.15%
平均		28.18%	24.28%	29.22%

数据来源：公司公告、爱建证券

- I 公司的民营体制，管理层的稳定团队和进取精神保证了公司的优良管理和运营水平。通过分析公司2007年——2009年的各项财务比率可以看出：
- (1) 公司短期偿债能力不断提高：资产负债率的不断下降和流动比率的逐年提高，尤其在首发上市后，公司超募35亿元现金，是目前公司总负债的2倍，短期偿债风险已几乎降为零。

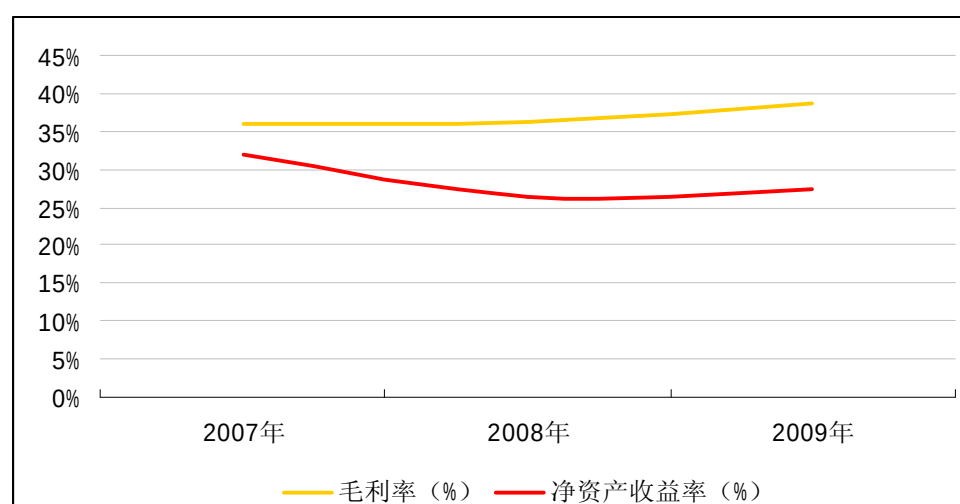
图表 26：2007 年——2009 年公司流动比率和资产负债率情况



数据来源：公司公告、爱建证券

- (2) 公司盈利能力稳定：由于公司不断提高毛利率较高的非玻璃瓶业务比重，故公司的销售毛利率稳步提高；由于公司不断的进行外延式的发展，收购过来的企业层次不一，但公司净资产收益率近几年都在30%左右波动，显示出公司较高的稳定性。

图表 27：2007 年——2009 年公司流动比率和资产负债率情况

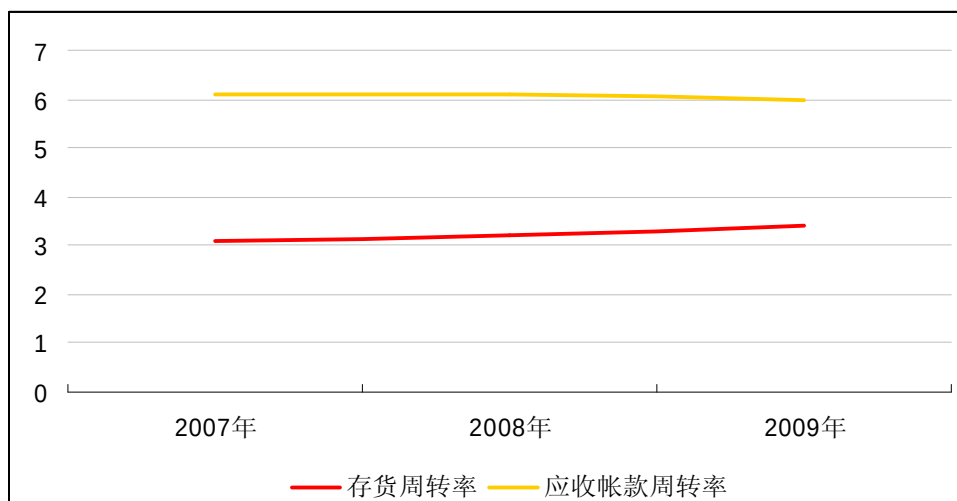


数据来源：公司公告、爱建证券

- (3) 公司营运能力稳中有升：反应公司营运能力的存货周转率近三年呈现出逐年小幅提升的情况；应收帐款周转率近三年稳定在6左右，

显示出公司运营状况非常稳健。

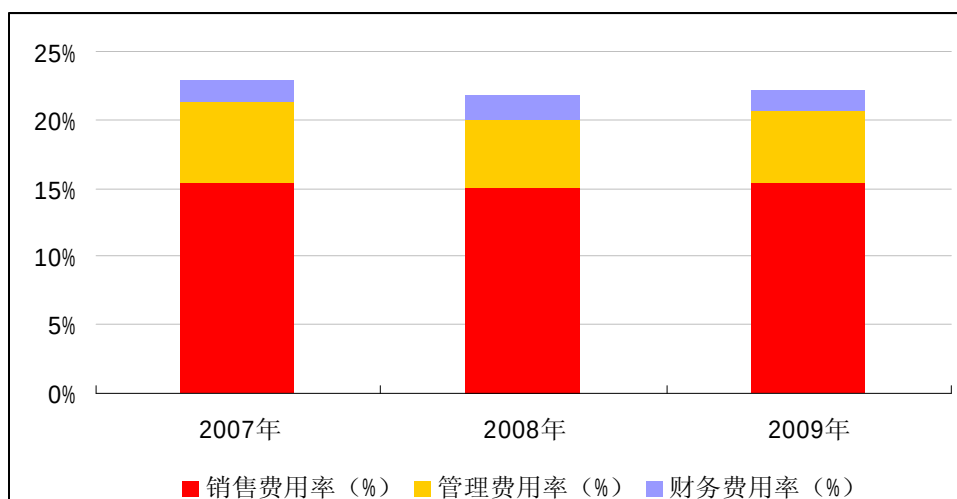
图表 28：2007 年——2009 年公司存货周转率和应收帐款周转率情况



数据来源：公司公告、爱建证券

- (4) 公司期间费用控制良好：公司近三年期间费用率一直都保持在22%左右，且销售费用率、管理费用率和财务费用率波动幅度都很小，这些进一步反应了公司管理的稳定和发展的稳健。

图表 29：2007 年——2009 年公司期间费用率情况



数据来源：公司公告、爱建证券

- I 大输液行业自身天然的集中度提高趋势加上公司目前在规模和技术上在国内大输液市场上占据的有利地位，以及公司清晰的发展思路和优良的企业管理水平，使我们有

充分的理由相信公司必将成为未来我国大输液行业的寡头之一。

三、公司市场定价有待重估，应向国药控股（1099.HK）看齐

大输液行业在证券市场的定价更应该类似于医药商业行业

- I 大输液虽然本质上属于化学制剂药品，但它和化学制剂存在着诸多的不同，反而和医药商业更加的相似。下表从行业属性、经营产品、经营模式、成长路径等六个方面总结了这三个行业的相似和不同之处。

图表 30：化学制剂药行业、大输液行业和医药商业类比

科目	化学制剂药行业	大输液行业	医药商业行业
行业属性	制造型	制造型	流通型
经营产品	全球上市的产品超过十 万种，各家企业生产的产品 针对不同疾病，产品没有销 售半径，且差异性较大。	全球上市的产品 200 多 种，其中销量前十的产品 占据95%以上的市场份额， 且基本为基础性的常规品 种，产品有销售半径，产 品的差异主要体现在包装 材质上，总体上差异性不 大。	经营产品数以万计，但大部 分企业都在经营这些品种， 故产品差异性较小。
经营模式	研发驱动或者销售驱动，生 产基地只需要一个。	扩大规模降低成本是硬道 理，生产基地需要多个。	规模效应显著，需要在经营 区域内密集布点。
成长路径	长期的成长靠研发，短期的 增长靠销售。	内生外延式发展并举，抓住 包装材质升级机遇。	抓住基药实施带来的产业 整合机遇。
医改受益情况	部分产品受益	受益明确	受益明确
目前行业发展状 况和未来将形成 的格局	1500 多家国内企业既要面 对外企的竞争，又要面对国 内企业之间的竞争。前十强 企业市场占有率合计为 17.76%，未来市场集中度将 缓慢提高。	主要是300多家国内企业竞 争，在部分高端产品领域要 面对合资企业的竞争。前十 强市场占有率合计为48%， 正处于市场集中度提高的 过程中，未来市场将出现寡	1万多家国内企业，正在进 行一场大鱼吃小鱼的游戏。 前十强市场占有率合计为 35%，未来市场集中度将继 续提高，最终出现寡头垄断 局面。

	头垄断的局面。	
--	---------	--

数据来源：爱建证券

- I 通过上表我们可以看出，虽然大输液和化学制剂药行业同属制造型行业，但由于它们所经营的产品差异性大不相同，导致了它们经营模式、成长路径以及未来将要形成的行业格局的巨大不同。相反，虽然大输液和医药商业分属制造业和流通业；但由于它们所经营的产品同质性都较强，导致了它们经营模式、成长路径以及未来将要形成的行业格局都比较类似。所以我们认为大输液行业在证券市场上的定价更应该类似于医药商业。

公司市场定价更应该向国药控股（1099.HK）看齐

- I 由于前述大输液行业和医药商业行业具有较强的相似性，所以我们认为公司作为大输液行业的绝对龙头企业与国内医药商业的绝对龙头国药控股具有一定的可比性，具体如下表：

图表 31：科伦药业和国药控股类比

项目	科伦药业	国药控股
股东背景	民营	国有
主营业务	大输液	医药商业
主营业务占营业收入比重	91.74%	93.60%
市场份额（第二名市场份额）	23%（9%）	10%（5%）
近三年主营收入复合增长率	26.45%	22.88%
近三年净利润复合增长率	40.71%	45.32%
网络布局	9个省14家子公司	20多个省，28家分销中心
发展方式	内生加外延	内生加外延
估值情况（10年动态PE）	35	50

数据来源：爱建证券

- I 通过上表，我们可以看出公司和国药控股在各自业务领域都是绝对的龙头，近几年都通过内生和外延并举的发展模式，在主营业务收入和净利润方面有着相似的增速，但国药控股在香港市场目前的估值为10年动态50倍，而公司只有35倍。依据大输液行业和医药商业相似的行业背景；公司与国药控股相似的行业地位，我们认为公司市场

定价有待重估，不应该和一般的化学制剂药企业相似，更应该向国药控股看齐。

四、盈利预测、估值与投资评级

I 盈利预测主要假设：

- (1) 公司及多家子公司享受国家与地方各类的税率优惠扶持政策，我们假设公司未来三年的有效税率维持在18%左右。
- (2) 未计算公司可能发生的外延式发展所带来的报表合并情况。
- (3) 固液双腔袋包装2012年上市销售。

图表 32：盈利预测假设

单位：百万

产品类别		2009A	2010E	2011E	2012E
玻 璃 瓶 大输液	产能	1164	1148	1124	1050
	销量	1155	1145	1100	1050
	单价	1.17	1.15	1.14	1.13
	销售收入	1351	1317	1254	1187
	增长率 (%)	-0.87%	-2.56%	-4.77%	-5.38%
	毛利率 (%)	28.97%	29.10%	29.30%	29.50%
塑 料 瓶 大输液	产能	736	1100	1531	1837
	销量	670	1045	1500	1800
	单价	1.23	1.21	1.2	1.22
	销售收入	824	1264	1800	2196
	增长率 (%)	50.30%	53.43%	42.35%	22.00%
	毛利率 (%)	42.78%	43.00%	43.50%	44.50%
非PVC 软 袋 大 输液	产能	64	75	80	104
	销量	60	65	73	90
	单价	2.55	2.5	2.45	2.4
	销售收入	153	163	179	216
	增长率 (%)	17.69%	6.21%	10.06%	20.77%
	毛利率 (%)	38.05%	38.00%	37.80%	37.50%
直 立 式 软 袋 大	产能	315	465	650	850
	销量	289	435	620	810
	单价	2.11	2.15	2.15	2.15

请务必阅读正文之后的重要声明

24

输液	销售收入	610	935	1333	1742
	增长率 (%)	74.58%	53.37%	42.53%	30.65%
	毛利率 (%)	56.24%	55.90%	55.50%	54.50%
固液双腔大输液	产能	—	—	—	60
	销量	—	—	—	30
	单价	—	—	—	3
	销售收入	—	—	—	90
	增长率 (%)	—	—	—	—
	毛利率 (%)	—	—	—	70.00%
其它化学药业	销售收入	260	312	390	507
	增长率 (%)	14.54%	20.00%	25.00%	30.00%
	毛利率 (%)	34.78%	37.00%	38.00%	40.00%
其它业务	销售收入	9	9	9	9
	增长率 (%)	50.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率 (%)	26.54%	27.00%	27.00%	27.00%
合计	销售收入	3207	4000	4965	5946
	增长率 (%)	22.24%	24.72%	24.12%	19.76%
	毛利率 (%)	38.60%	40.73%	42.47%	44.16%

数据来源：爱建证券

- I 我们预测公司2010—2012年每股收益分别为2.55元、3.67元和4.73元。公司作为目前大输液行业的龙头，未来大输液行业的寡头之一，我们认为其合理的市场定价应该向我国医药商业龙头国药控股（1099.HK）看齐，为2010年50倍动态市盈率。依此计算，我们认为公司合理价位为127.50元。公司未来六个月有42%左右的上升空间，故给予“强烈推荐”评级。

图表 33：盈利预测结果简表

	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	3246	4000	4965	5946
增长率 (%)	23.83%	23.23%	24.12%	19.76%
净利润(百万元)	428	612	881	1136
增长率 (%)	38.07%	43.05%	43.97%	28.93%
每股收益 (元)	1.78	2.55	3.67	4.73

市盈率（倍）	50.73	35.41	24.60	19.09
--------	-------	-------	-------	-------

数据来源：爱建证券

摊薄后股本计算

五、风险提示

- I 产品质量风险：由于大输液是一种直接进入人体静脉的治疗产品，如果质量出现问题，将对人体造成极大的伤害，甚至导致死亡，故产品质量风险，将是公司可能面对的最严重的风险，但由于公司严格执行GMP，故该风险发生的可能性极低。
- I 所得税率优惠政策变化风险：公司以及旗下多家子公司享受各项税收优惠政策，对公司净利润的增长起到了促进的作用。但若上述税收优惠政策发生变化，将会一定程度上影响公司的经营业绩。
- I 大输液行业发生价格战的风险：由于行业处于较为充分的竞争环境当中，不排除近几年以公司为首的大型大输液企业发起价格战，逼迫行业整合，价格战的发生对公司短期业绩将有较负面的影响，但利于公司未来长期发展。

图表 34：财务报表预测

报表预测						
利润表		(单位: 百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
	营业收入		3245.99	3999.95	4964.85	5946.00
减:	营业成本		1991.07	2370.64	2856.38	3320.42
	营业税金及附加		25.67	32.40	42.20	52.32
	营业费用		500.89	615.99	764.59	915.68
	管理费用		172.12	232.00	283.00	332.98
	财务费用		46.06	-13.74	-77.99	-85.19
	资产减值损失		4.62	6.00	8.00	9.00
加:	投资收益		0.00	0.00	0.00	0.00
	公允价值变动损益		0.00	0.00	0.00	0.00
	其他经营损益		0.00	0.00	0.00	0.00
	营业利润		505.56	756.66	1088.67	1400.79
加:	其他非经营损益		16.36	0.00	0.00	0.00
	利润总额		521.92	756.66	1088.67	1400.79
减:	所得税		87.74	136.20	195.96	252.14
	净利润		434.17	620.46	892.71	1148.65
减:	少数股东损益		6.32	8.44	11.61	12.64
	归属母公司股东净利润		427.85	612.02	881.11	1136.01
EPS			1.78	2.55	3.67	4.73
资产负债表			2009A	2010E	2011E	2012E
	货币资金		467.06	3935.60	3724.01	4664.99
	应收和预付款项		1183.32	1546.20	1945.09	2368.81
	存货		595.21	721.82	910.40	986.98
	其他流动资产		0.00	0.00	0.00	0.00
	长期股权投资		0.00	0.00	0.00	0.00
	投资性房地产		0.00	0.00	0.00	0.00
	固定资产和在建工程		948.64	1618.55	2306.46	2083.37
	无形资产和开发支出		84.03	75.11	66.19	57.26
	其他非流动资产		1.09	0.54	0.00	0.00
	资产总计		3279.34	7897.82	8952.14	10161.42
	短期借款		1077.49	0.00	0.00	0.00
	应付和预收款项		521.66	595.95	755.55	814.19
	长期借款		90.00	90.00	90.00	90.00
	其他负债		10.78	12.00	14.00	16.00
	负债合计		1699.93	697.95	859.55	920.19
	股本		180.00	240.00	240.00	240.00
	资本公积		192.17	5132.17	5132.17	5132.17
	留存收益		1195.91	1807.93	2689.04	3825.06
	归属母公司股东权益		1568.08	7180.10	8061.21	9197.22
	少数股东权益		11.33	19.77	31.38	44.01

请务必阅读正文之后的重要声明

股东权益合计	1579.41	7199.87	8092.59	9241.24
负债和股东权益合计	3279.34	7897.82	8952.14	10161.42
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	253.11	331.69	607.42	931.79
投资性现金净流量	-319.07	-800.00	-900.00	-80.00
筹资性现金净流量	188.65	3936.86	80.99	89.19
现金流量净额	122.69	3468.55	-211.60	940.98

数据来源：爱建证券

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。