

2011-04-05

医药生物

科伦药业 002422.SZ

大格局、大未来

报告起因：股东大会

◆大输液：2013 年前市场占有率超 50%，重磅产品择时而发

公司提出了 2013 年前 50%市场占有率的阶段目标，这和我们的预测一致。我们认为公司的大输液产业在国内已经具有最显著的竞争优势。而新版 GMP 的推行将成部分中小型大输液企业退出市场的导火索，从而逐步释放出约 30 亿瓶装的市场，给公司带来良好的契机，能保证 50%份额的达成。

新大输液新产品的研发和生产都取得了重大的进展，能在未来的 1-2 年内陆续投放市场。其中包括了成本和安全领先的 pp 软袋、高毛利率的双腔袋等领先产品。

我们认为市场占有率（以瓶装计）不能完全反映未来科伦的竞争实力，更应该关注其不断完善和提升的产品结构带来的盈利能力的不断提升。

◆非大输液：大格局、高起点、好前景

公司之前就提出非大输液板块和大输液等强的格局。最近的一段时间的收购和新疆项目的公诸于众说明了非大输液板块在精心酝酿和策划多时之后，迈入了迅速实施阶段。公司提出了抗生素全产业链的概念，进入新疆伊犁正是为了获得抗生素上游最为宝贵的原材料资源，如粮食和煤炭。目前抗生素中间体市场具有很高的集中度，也是利润最为丰厚的一环，在此占据一强之地将能支持公司长远的发展。凭借新疆项目公司将打造出红霉素类和头孢类两条全产业链。而新疆项目独特的天时（政策支持）、地利（资源丰富）、人和（团队优秀）让我们看好其前景。

◆未来三年高成长无虞，维持“买入”评级：

未来 2 年，公司大输液板块因软塑产品不断放量依然有强劲的增长，加之新产品的投入将能提升综合毛利率水平，所以保障了业绩的增长。2013 年后，大输液产品依然存在内部结构不断优化带来的盈利能力提升，加之非大输液的针剂和普药、以及新疆项目投产带来的显著拉动，公司将保持 45%以上的增速。我们依然认为公司是国内制药企业中最有望做大做强的一家，看好其长远发展。我们给予 2011-13 年 eps 分别为 4.28、6.03 和 8.43 元。目标价 215 元，维持“买入”评级。

◆风险分析：

大输液产品和抗生素中间体产品价格波动。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	3,246	4,026	5,190	6,855	9,169
营业收入增长率	23.83%	24.04%	28.89%	32.10%	33.75%
净利润（百万元）	428	661	1,027	1,448	2,024
净利润增长率	38.07%	54.55%	55.26%	41.09%	39.77%
EPS（元）	1.78	2.76	4.28	6.03	8.43
ROE（归属母公司） （摊薄）	27.29%	9.46%	13.00%	15.81%	18.53%
P/E	78	50	32	23	16
P/B	21	5	4	4	3
EV/EBITDA	42	36	23	17	12

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

买入

当前价格	132.50 元
目标价格	215.00 元
目标期限	12 个月

分析师：姚杰（执业证书编号：S0930510120006）

021-22169153

yaoj@ebscn.com

联系人：姜恩铸

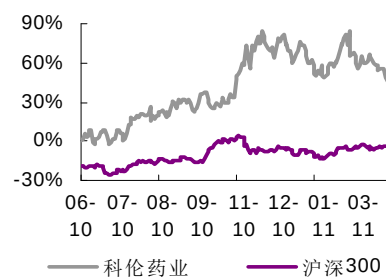
021-22169319

jiangez@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	240
总市值(百万元)	33,317
流通比例(%)	25.00%
12 个月最高/最低(元)	166.49/82.17
近 3 月日均成交量(百万股)	1.41
主要股东	刘革新

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-7.02	-18.64	0.00
绝对收益	-6.95	-16.03	0.00

相关报告：

斥巨资向上游挺进	2011-03-15
大输液继续跨越式发展，非大输液将崛起	2011-03-07
高成长，将继续	2011-02-23

股东大会交流纪要

1. 新疆项目前景怎么看？

科伦的创新首先是战略主导思想的创新。抗生素全产业链的概念是我们提出的。市场上没有这么大的大输液和抗生素资源的企业。我们的废物处理是最新的技术，综合处理。

我们的发酵罐体非常大，都是用了最新的技术。改上搅拌为下搅拌，采用了潜艇的技术、蛇形冷却等。

新疆项目不是单单生产和销售中间体，而是建设有红霉素和头孢类 2 条产业链。桂林大华产原料和制剂，中南科伦头孢产制剂就是产业链。

红霉素类：通过收购获得 4 个批文。我们已经有 11 个红霉素制剂的批文。立项 5 个制剂的研发。头孢类：原料药 12 个 桂林大华的。目前有 21 个制剂批文（注射用+胶囊+片剂等）。立项 6 个制剂研发。

全国抗生素原料药产能 21 万吨，我们达产后 1.38 万吨，市场占有率还是很低的。在输液的恶性竞争 15 年，不希望原料药行业重现。原料行业的集中度是最高的，前 6 占据 95%。输液行业有 376 家。新药的竞争更激烈，1000 万个化合物出一个新药。化学和生物药有 3000 多个团队，一半在美国。抗生素原料是稍纵即逝的机会！我们考察了 80 多个生产点。他们都有无法通过技术的手段改善缺陷：资源的局限。环境的限制。

新疆伊宁在资源上具有得天独厚的优势。

新疆项目我希望能超过输液。无论是乡镇卫生院，最多的都是感染性疾病。从销量等各个角度抗生素一定第一名。我们将在全国布局原料和产品线，推出超过 500 品种，会有很明显的协同效应。

2. 抗生素的原料的价格波动对新疆项目的影响，以及印度的竞争？

原料的波动来自于：1、需求的本身。2、生产的波动（认证、环保要求）。3、资源战略（玉米等）。回头看，玉米、水、煤炭的价格涨幅都非常高。

目前国内部分地区的资源供应趋紧，成本大大增加，都不利于抗生素中间体等产业的发展。

硫酸红霉素目前量价齐升，是因为废物降解无法实现。经济发达地区在驱逐这样的产业。

印度没有计划生育。所有资源的人均很低，限制了他的发展发酵产业。99%GCLE 是印度在出口，但是原料都是来自中国。

公司过去 5 年时间观察 5 大原料交易会，已经积累了丰富的经验。

3. 新疆项目很震撼，主要团队、熟练工人如何？

新疆项目已经有了成熟的团队。07 年提出第二产业等强的时候，我们就有安排。新疆团队集中了全国最优秀的人员。从设计到国际销售都在有序工作。

伊宁开发区 2 免 3 减之外，还有政策。比如招收当地人，国家来培训。那里汉人很多。那里的文化比我们想象的好，人才也多。新疆需求 3000 人。工人培养一年为期。

4. 新疆的相对动荡的局势会影响项目？

刘：伊宁是农四师基地，安定没有问题。动乱的时候也没有影响到伊宁。

5. 原料药产能巨大，多大的比例自用和出口？

我们用了 4 年来规划这个项目。谁掌握了资源，谁就占有了原料，谁就掌握了这个产业。

目前面粉比面包贵，制剂很难卖。粉针和输液就是联用的。在销售的时候就可以打包在一起销售。这就是茶馆计划。

硫氰酸红霉素：1/3 制剂和原料在国内销售、1/3 国际市场销售、1/3 兽用药市场销售

头孢类 3 个产品：国内制剂将使用 25%原料。原料和中间体销售 60%，出口占比 15%。

6. 新疆项目的核心竞争力在哪里？

刘：能花钱买的不是核心竞争力。核心竞争力基于其他优势之后能对抗资本的能力。低成本的建设和低成本的运营。1.38 万吨的产能对应煤 110 万吨，玉米 46 万吨，水 2014 万立方米（2 个中型水库）。发酵技术当初是有机溶酶法和酶法。前者污染大，成本高。我们全部采用酶法。我们找到了氢氰酸降解的方法。假如因为环保问题停产一次，**恢复需要 2.5 个月，造成 1/4 年产出的损失。**

7. 媒体报道大输液人均 8 个吊瓶，过度输液怎么看？如果出台相关政策有什么影响。国际业务怎们规划？

人均 8 瓶的用量炒得沸沸扬扬。但是有待商榷。大输液整体产量 93.3 亿瓶袋，还包括了营养型，普通输液应在 70 亿。

中国医生和民众为什么信任输液？口服药品有首过效应。输液直接入血，效果最快。为什么大的用量呢？过去的环境青山绿水，现在不一样了。现在人倾向输液，能快一点好。**输液的价格也非常的便宜。**所以接受度很高。基层医疗的市场在激活，大输液还将继续增长。

国际业务早就启动，第一单是销往哈萨克斯坦。目前基数较小。我们的产品中亚、东南亚和非洲都有。对方都来过公司考察。我们出口的国家 12 个，出口产品 88 个。目前出口占比 0.6%。新疆项目出口潜力巨大。

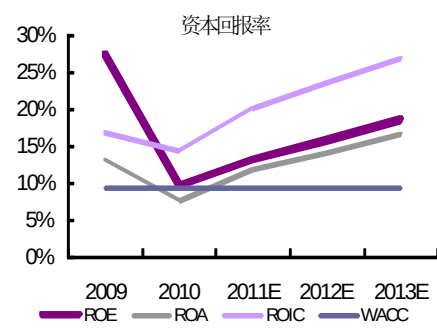
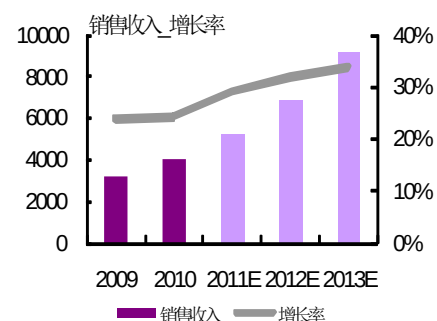
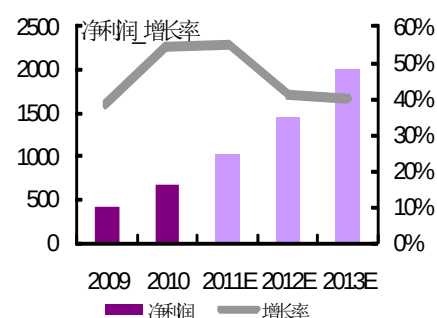
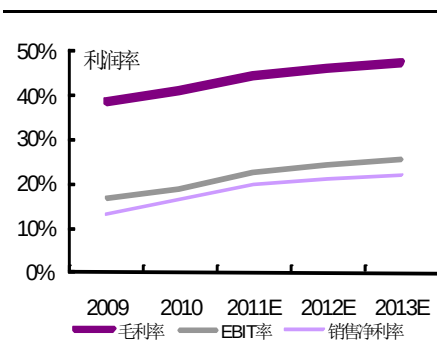
8. 公司有这么多子公司，怎们保证质量？

我们 96 年开始就兼并了。2000 年左右最为困难的时候，我们就收购了 4 个企业。在培养人才我们有长板凳计划。即：你要升级，你需要培养下一代顶替你的岗位。所以我们有一大批生产管理人才。

我们向被收购企业直接派出团队，而不是仅仅接受一个烂摊。针对大输液的质量检查非常多，我们从来没有出问题。此外，子公司不能单独贷款。资产和负债就防火墙了。这样保证了我们 3-5 年内没有问题。

子公司是制造中心，就是要保证质量、提高效率。其他都有集中的控制。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,246	4,026	5,190	6,855	9,169
营业成本	1,991	2,374	2,881	3,689	4,815
折旧和摊销	75	93	145	155	163
营业税费	26	31	35	47	62
销售费用	501	592	778	1,028	1,385
管理费用	172	263	330	432	568
财务费用	46	8	-25	-45	-45
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1
营业利润	506	754	1,198	1,704	2,382
利润总额	522	775	1,208	1,704	2,382
少数股东损益	6	0	5	5	5
归属母公司净利润	427.85	661.23	1,026.60	1,448.39	2,024.37

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	3,333	8,790	8,855	10,327	12,381
流动资产	2,295	6,735	6,798	8,274	10,342
货币资金	517	4,207	3,960	4,452	5,131
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	615	924	1,040	1,417	1,946
应收票据	493	628	778	1,097	1,559
其他应收款	27	24	36	49	62
存货	595	827	919	1,177	1,538
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	746	1,008	1,112	1,178	1,218
无形资产	80	340	323	307	291
总负债	1,754	1,738	892	1,096	1,383
无息负债	581	646	752	956	1,243
有息负债	1,173	1,092	140	140	140
股东权益	1,579	7,052	7,963	9,231	10,999
股本	180	240	240	240	240
公积金	288	5,035	5,190	5,408	5,712
未分配利润	1,100	1,715	2,467	3,512	4,970
少数股东权益	11	61	66	71	76

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	251	0	949	782	1,045
净利润	428	661	1,027	1,448	2,024
折旧摊销	75	93	145	155	163
净营运资金增加	425	857	340	1,047	1,472
其他	-677	-1,611	-563	-1,868	-2,614
投资活动产生现金流	-319	-958	-149	-149	-149
净资本支出	-84	-440	150	150	150
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-235	-517	-299	-299	-299
融资活动现金流	189	4,633	-1,047	-141	-217
股本变化	0	60	0	0	0
债务净变化	306	-81	-952	0	0
无息负债变化	-18	65	106	204	287
净现金流	120	3,675	-247	492	679

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	23.83%	24.04%	28.89%	32.10%	33.75%
净利润增长率	38.07%	54.55%	55.26%	41.09%	39.77%
EBITDA 增长率	35.52%	36.42%	53.90%	37.68%	37.91%
EBIT 增长率	37.88%	38.17%	53.71%	41.50%	40.91%
估值指标					
PE	78	50	32	23	16
PB	21	5	4	4	3
EV/EBITDA	42	36	23	17	12
EV/EBIT	47	41	26	18	13
EV/NOPLAT	57	48	30	21	15
EV/Sales	8	8	6	4	3
EV/IC	10	7	6	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	38.66%	41.05%	44.48%	46.19%	47.49%
EBITDA 率	19.32%	21.24%	25.37%	26.44%	27.26%
EBIT 率	16.99%	18.93%	22.58%	24.18%	25.48%
税前净利润率	16.08%	19.25%	23.28%	24.85%	25.98%
税后净利润率 (归属母公司)	13.18%	16.42%	19.78%	21.13%	22.08%
ROA	13.02%	7.53%	11.65%	14.07%	16.39%
ROE (归属母公司) (摊薄)	27.29%	9.46%	13.00%	15.81%	18.53%
经营性 ROIC	16.66%	14.21%	20.12%	23.51%	26.63%
偿债能力					
流动比率	1.38	4.36	9.08	8.68	8.34
速动比率	102.49%	382.38%	784.95%	744.70%	710.10%
归属母公司权益/有息债务	1.34	6.40	56.41	65.43	78.02
有形资产/有息债务	2.77	7.63	60.19	70.82	85.60
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	1.78	2.76	4.28	6.03	8.43
每股红利	0.00	0.50	0.77	1.09	1.52
每股经营现金流	1.04	0.00	3.95	3.26	4.35
每股自由现金流(FCFF)	0.60	1.10	2.70	1.56	2.23
每股净资产	6.53	29.13	32.91	38.17	45.51
每股销售收入	13.52	16.78	21.62	28.56	38.20

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

姚杰，澳大利亚VICTORIA UNIVERSITY 金融学硕士。2005 年9 月加盟光大证券研究所，医药行业研究员，曾在多家医药企业从事过市场营销方面的工作。

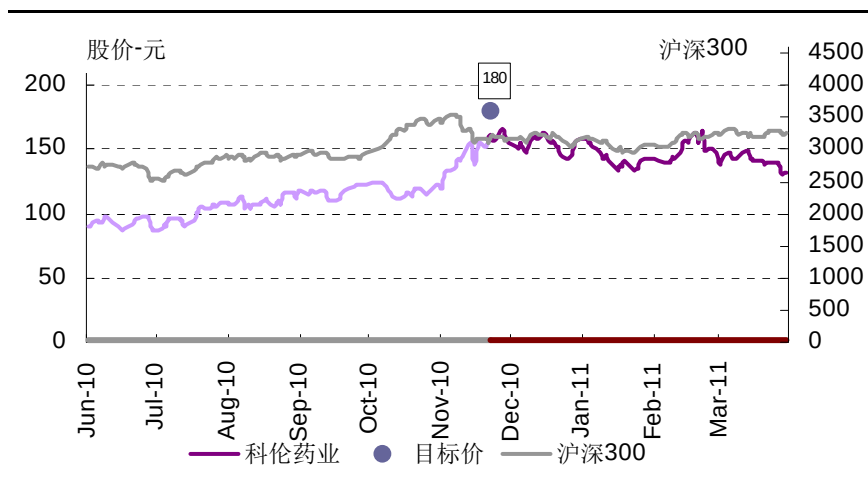
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

科伦药业（002422）

分析师：姚杰



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标价	评级
2010-11-24	105.80	180.00	买入
2010-12-13	147.35	185.00	买入
2010-12-28	143.20	185.00	买入
2011-02-23	155.02	205.00	买入
2011-03-01	155.02	205.00	买入
2011-03-07	142.40	205.00	买入
2011-03-15	148.96	215.00	买入
2011-03-28	148.96	215.00	买入

买入——	增持——	中性——
减持——	卖出——	

行业及公司评级体系

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%至 15%；
 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。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。