

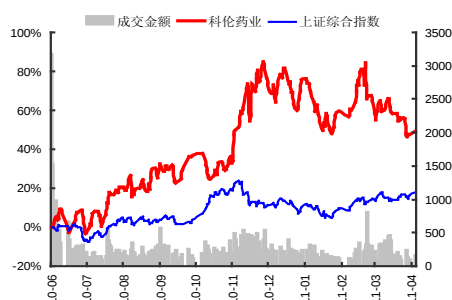
调研记录

生物医药

2011 年 4 月 7 日

投资评级：推荐（首次）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

国联证券研究所医药研究组

周静

执业证书编号：S0590210100010

联系人：

联系人：周静 杨扬

电话：0510-82833217

Email: zhoujing@glsc.com.cn

yangyang@glsc.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

业绩增长明确 两翼共舞待发

——科伦药业（002422）调研记录

事件：近日我们参加了公司的年报交流会，重点了解公司产品生产销售及未来规划的最新情况。

调研记录：

Q1：关于“人均年耗 8 个吊瓶，过度输液现象严重”这一说法，公司有何看法？

A：首先关于“人均年耗 8 个吊瓶”这一数据是否准确有待商榷。根据 09 年的权威数据显示，全国输液产品产量约 93.3 亿瓶，除去即配型和营养输液制品之后，基础输液只有七十多亿袋，所以人均 8 个吊瓶的说法是不够准确的。其次，输液疗法见效快，价格也比较低廉，更容易被百姓所接受和信任，所以中国大输液市场的总体需求量仍会保持一定的增长。

Q2：公司的国际业务发展情况如何？

A：公司的国际业务于 2001 年开始启动，2002 年即成功销往哈萨克斯坦。由于基数小，多年以来海外出口业务成长性一直高于国内业务，但所占比重仍比较小。未来随着公司产品的进一步发展、取得更多的注册认证，海外业务还会有更大的发展空间。2010 年出口业务占 0.4%，主要面向中亚、东南亚、欧洲等地，出口的国家有 12 个，实现出口的产品有 88 个。将来新疆抗生素产业项目的建设投产必将推动公司原料药出口的持续上升。在制剂领域，从美国百特公司脱离出来的一个团队已经持续关注科伦药业很长时间了，公司正在筹划与之合作，以实现高端输液品种的出口。

Q3：可立袋等输液产品未来的价格走势如何？

A：首先是顺势而为。目前看来，塑瓶取代玻瓶，封闭式输液袋取代塑瓶，可立袋取代软袋是大趋势。而科伦药业拥有丰富的输液产品，包括基础性、营养型、治疗型以及代血浆等。从包装上看囊括了玻瓶、塑瓶、非 PVC、PP 软袋、软袋双阀等产品。整个行业的软塑化趋势是愈来愈

明显，对于未来市场的发展趋势，公司早就有所预期，因而产品的储备是很充分的，新产品的上市也将进一步提升公司的毛利率。其次，应对趋势的变化，公司也有相应的调控手段。根据我们的预测，受新医改政策施行的影响，公司产品价格将有所下调，但降价幅度小于销售业绩的增长，因此，最主要的还是公司的整体竞争实力。

Q4: 公司在地域、产品线、产业链的扩张这几个方面的战略规划是怎样的？

A: (1) 与海外企业的竞争: 中国企业一直处于一个激烈竞争的环境中，经过十六年的努力，中国企业在国内大输液市场已经占据了一定的优势。但与海外企业相比，资金方面仍然比较薄弱，需要依靠自己的拼搏奋斗，依托潜力巨大的母国市场，努力向竞争对手学习，不断寻找和弥补差距。

(2) 实施生产销售体系的网络化，争取地方政府的支持。公司将争取在 2012 年达到 50% 的产能边界目标（完成双强布局）。

(3) 未来的企业兼并将主要考虑市场布局，而非简单的产能合并，也不是靠打价格战。

Q5: 公司未来的接班人培养有何计划？

A: 公司接班人将在严酷的市场竞争中产生，是可遇不可求的，并不是指定的。董事长刘总是第一代领导人；当前的管理层年龄大都在 40-50 岁之间，是年富力强的第二代；而刘思川等属于正在培养中的第三代。

Q6: 大输液业务并不是高速增长的行业，增速在 5% 左右。如何看待大输液业务今后的发展形势？

A: 医药行业整体发展形势良好，未来几年将保持约 20% 的增速发展。公司 2010 年实现营业收入 40.26 亿元，2011 年预计将达到近 60 亿元。另一方面，即便将来大输液业务的市场接近饱和，随着整个产业的结构升级，研发技术的进步，未来输液产品的价格有可能回落到过去的低点，但依托强大的成本控制能力和先进的生产工艺，公司仍然能够保证利润空间不会被压缩。

Q7: 未来产业链布局以及生物工程方面的发展有何规划？

A: 积极布局战略型新兴产业，进入生物工程领域，涉及基因工程、细胞工程、酶工程等。在研的抗肿瘤药物有 5 个，涉及口服、输液、粉针、

原料药各种剂型。广东科伦正在进行细胞培养紫杉醇的相关研究。酶工程领域，主要是在新疆项目中应用新型技术进行中间体的开发。

Q8: 新疆项目中管理团队、研发人员的来源和配置情况如何？

A: 新疆项目的人员配置经过 4 年的布置，相关的管理人员都是从国内排名前五的企业中招聘的，后期操作人员会在项目投产后在当地进行招聘，通过当地政府进行相应培训后上岗。

Q9: 2007 年至今，公司的规模不断扩大，在管理方面公司有何应对？

A: 科伦正处在从财富使命向组织传承，从创业经营向规模效应转变的关键时期。公司有六大研发中心，而下属企业主要是负责生产。未来公司将在财务、生产、销售等方面建立企业标准，实行 1+X 的管理模式统一管理。对于并购的企业将进行对口的帮助和扶植，帮助其建立标准，完善流程，变革管理模式，以适应新的发展需要。在管理人员方面，公司会派出管理干部到新企业任职，新企业的管理人员也可以来总公司进行学习，实现双向交流。

Q10: 科伦医贸推出的商业大联盟计划，会不会考虑收购进入上市公司？

A: 商业大联盟是独立于科伦大输液战略之外的考虑，科伦医贸短期内没有并购的要求，未来合适的时候，在符合安全边界的前提下，会考虑进行并购。

Q11: 公司在华东、华南的布局较晚，竞争很激烈，未来计划如何在当地拓展大输液业务？

A: 科伦在华东、华南市场并不薄弱，以广州为例，销售规模排在第四位。江苏、浙江两省市场份额较小，主要是因为这些区域产能不足，目前只优先供应中高端市场。今后随着超募资金的不断投入，新增产能将陆续释放，加上当地生产基地的有力支撑，中低端市场会有所提升。

Q12: 对于未来 ROE 的预期如何？

A: 因为公司净资产越来越大，对于利润的要求也越来越高，所以 2010 年 ROE 下降了很多，我们相信当新疆项目两期工程完成之后，ROE 会重新提升到 30% 以上。预计公司 2011 年业绩增长 40%-60%，2012 年后，如果新疆项目建设比较顺利，将对公司未来几年业绩的高速增长有所保证。

Q13: 输液业务上公司的核心竞争力体现在何处?

A: 体现在公司的竞争力上, 一要有产品, 二要高效率, 三要低成本。细化来说, 同样的产品, 公司的效率更高, 成本更低, 其中最关键的利润边界和利润手段是对于物流成本的控制力度 (在 18 个省市都具有产业基地)。这就是未来的利润制高点。

Q14: 目前, 大输液的利润率是 16.5%, 在抗生素方面, 中间体、原料药、制剂哪个利润率更高? 对于公司有何影响?

A: 中间体的利润率是最高的, 肯定超过原料药环节和制剂环节。从利润的接续来看, 今后两年 40%-60% 的增长比较确定, 2013 年是关键节点。新疆项目的战略布局将使公司享受未来 5 年的高速增长。

Q15: 新疆项目的具体情况如何?

A: (1) 新疆项目是公司打通完整产业链的重要环节, 从 07 年选址开始, 都经过公司精心的规划。新疆项目包含 4800 吨硫氰酸红霉素和 9000 吨抗生素, 共设计 4.18 万发酵立方米, 1.38 万吨产能规模, 公司计划用十年时间, 转型成为中等发展水平的大型化学制药集团, 打造非输液与输液等强的战略格局。

(2) 新疆项目涉及到两个重要产业链: 硫氰酸红霉素和头孢类中间体。硫氰酸红霉素是整个红霉素系列的起始点, 下游品种包括阿奇霉素、罗红霉素等。公司在该领域已经获得 11 个产品批文, 有 4 个在研品种, 5 个拟开发品种, 未来新疆项目投产的硫氰酸红霉素原料, 公司计划 1/3 用于原料药及制剂的生产, 1/3 用于出口, 1/3 用于兽药领域 (全国需求约 3500 吨)。而头孢类中间体方面, 包括 7-ADCA、7-ACA、GCLE。公司前期通过收购桂林大华, 获得了原料药的 12 个产品批文, 拥有 4 个在研品种和 11 个拟开发原料品种, 制剂方面目前拥有 21 个品种, 11 个在研品种, 6 个储备品种。未来新疆项目投产的头孢类中间体原料, 25% 将用于生产制剂, 国内原料药的供应和出口业务分别占 60%, 15%。最终将形成从中间体到原料药再到制剂的完整产业链, 提高企业竞争力。

Q16: 新疆项目一旦建成, 将带来整个行业的重新洗牌, 会不会存在政治、商业风险?

A: 首先, 凡事都有风险, 正是风险创造了机遇。输液是一个关系民生的重要产业, 不会触动国家根本。公司一直坚持了正确的政治方向, 不

断为政府分忧解难，所以不会有政治风险。并且民众有需求，所以市场会持续增长。其次，去年抗生素全国产量达到 21 万吨，公司新疆项目建成后产能有 1.38 万吨，也只占一小部分，不会对产业链造成太大冲击。同时公司选择的是头孢而不是青霉素，这就避免了和其它公司的直接冲突，同时，公司也会做好谈判的准备。

Q17: 新疆项目的核心竞争力在哪里？

A:核心竞争力在于低成本的建设（原料、水电）和低成本的运行（技术、环保）。首先建设方面，新疆项目要实现 1.38 万吨产能，每年需要提供 110 万吨煤炭、46 万吨玉米、采水 2014 万立方。而公司在地域上和资源上都具有强大优势。另外，在运行的可持续性方面，新疆项目的生产技术上采取有机溶媒法、双膜酶法等先进工艺，同时注重环境保护：公司投入了 2.5 亿元人民币，对于工业废液废物的后续处理做了积极的工作。因此，即使今后市场上出现恶性竞争的情况，公司的投资回报率仍然会超过之前公布的 37%。

综合评级：暂时不考虑股本扩张，我们预计 2011-2012 年 EPS 分别为 4.05 元、5.57 元和 6.98 元，对应市盈率为 33 倍、24 倍和 19 倍。考虑到公司在大输液的绝对龙头地位和新疆项目对后续业绩的有力支撑，结合公司业绩增速，给予 38-40 倍合理 PE，目标价 153-162 元，给予**“推荐”**评级。

盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	3245.99	4026.40	4988.71	6450.40	8353.27
营业总成本(百万元)	2740.43	3271.99	3863.84	4898.01	6401.85
营业成本(百万元)	1991.07	2373.50	2786.19	3541.27	4640.24
营业税金及附加(百万元)	25.67	31.38	39.41	51.60	66.83
销售费用(百万元)	500.89	592.44	709.89	890.16	1169.46
管理费用(百万元)	172.12	263	314.29	393.47	501.20
财务费用(百万元)	46.06	7.79	10.06	17.50	20.13
资产减值损失(百万元)	4.62	3.88	4.00	4.00	4.00
营业利润(百万元)	505.56	754.41	1124.87	1552.39	1951.42
利润总额(百万元)	521.92	775.1	1144.87	1572.39	1971.42
所得税(百万元)	87.74	113.41	171.73	235.86	295.71
净利润(百万元)	434.17	661.69	973.14	1336.53	1675.71
基本每股收益(元)	2.38	3.08	4.05	5.57	6.98

数据来源：国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。