

大输液行业专题分析报告之一

化学制药行业

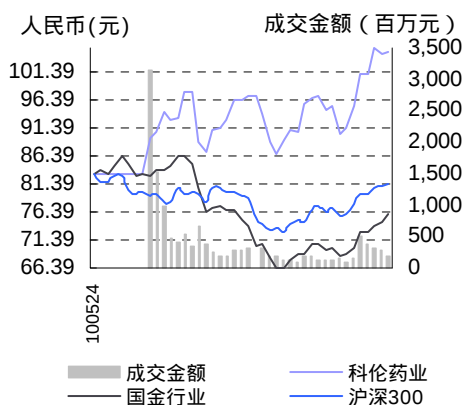
专题报告

长期竞争力评级：高于行业均值

超预期成长：并购的力量，很好很强大；

市场数据(人民币)

市价(元)	104.89
已上市流通 A 股(百万股)	48.00
总市值(百万元)	25,173.60
年内股价最高最低(元)	105.70/83.36
沪深 300 指数	2811.05
中小板指数	5771.60
2008 年股息率	0.00%



相关报告：

- 1、《行业研究：大输液，跟您想的不一样》，20100628
- 2、《科伦药业：大输液龙头企业，产业升级领先者》，20100516

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 联系人
 (8621)61038315
 lilj@gjzq.com.cn

研究目的

- 在我们上一篇大输液深度行业研究报告《大输液，跟您想的不一样》中，我们为投资者介绍了我们对输液行业的理解，我们认为看似平淡如水的输液行业，实际上也蕴含着爆发性的投资机会，投资龙头企业正当时。
- 为了更深入推进我们对输液行业的研究，我们计划对上述报告所涉及的逻辑点逐条剖析，形成输液行业系列专题报告。从投资角度，希望帮助投资者把握投资机会；从研究角度，希望为输液领域的研究提供一点贡献。
- 本文是专题一，从**并购角度**讨论国内输液龙头企业的成长空间。

基本结论

- **研究结论一：国际大输液龙头的案例验证了我们的观点——在拥有领先的产品创新能力和先进的经营管理能力的前提下，大输液龙头采用跨区域并购式扩张是企业发展的最优选择！**
 - 费森尤斯卡比（Fresenius Kabi）是全球四大输液龙头企业之一，2009 年销售收入 30 亿欧元、利润额 3 亿欧元。我们仔细研究了公司的输液发展史，发现期间跨区域并购起了重要性的作用。
 - 并购帮助卡比公司在高基数上保持收入规模的快速增长（16%），并且凭借规模优势实现了更高的利润增速（27%）。我们也发现公司成功并购的重要前提是领先的产品技术优势和可复制的管理能力。
- **研究结论二：国内输液行业有肥沃的并购土壤，正在进行的产品升级换代已经开始推动并购的发生，而即将执行的新版 GMP、新的招标办法都将起到加速器的作用，国内输液企业的并购高潮即将来临！**
 - 国内输液行业因为众多地方性小企业的存在形成了较多的潜在并购对象，而行业正在进行的产品升级换代，为龙头企业凭借技术领先优势开展并购创造了有利的条件。
 - 2010 年即将推行新版 GMP 制度，输液行业出于安全性的考虑会成为监管重点，从历史经验来看，这势必会引起一次行业内生产企业的强制淘汰过程。另外 7 月份刚实行的新的药品招标办法、质量监管等政策性因素也是推动行业开展并购的加速器。
- **研究结论三：国内的输液龙头企业，已经具备了依靠并购快速成长的空间和能力，需要的只是合适的时间、选择合适的对象，并购在未来几年对国内输液龙头企业而言将是常态！**

图表1：行业内重点公司盈利预测（人民币、港币）

股票名称	收盘价 (元)	已上市流通A股 (百万股)	09EPS (元)	EPS 10%09	10EPS (元)	09PE	10PE	PEG
科伦药业	104.00	48.00	1.783	54.29%	2.751	58.06	37.81	0.65
双鹤药业	25.90	318.24	0.790	25.32%	0.990	32.62	26.03	1.03
利君国际	2.35	2354.90	0.092	29.63%	0.120	31.07	23.97	0.81

内容目录

案例分析：费森尤斯卡比在并购方面的成功经验	4
费森尤斯卡比是全球领先的输液龙头企业之一	4
并购是卡比公司发展历史过程中的重要推动力	5
并购助推卡比公司在全球竞争中不落下风	7
并购给卡比公司带来了规模和利润的双向提升	9
领先的产品技术创新是复制成功的关键	9
国内输液并购已经开始，已滋生出并购的肥沃土壤	10
历史原因导致目前行业参与主体众多	10
行业集中度提升的趋势提供并购空间	10
行业竞争由粗犷转为集约，产业升级淘汰出并购对象	11
并购的利益驱使有想法的企业扛起并购的大旗	12
未来三年国内输液行业跨省并购的加速期逐步来临	13
加速器：全省集中招标提高市场参与门槛	13
加速器：新版 GMP 启动加快行业整合	14
加速器：质量愈发重要，培育大企业有利于监管	15
案例分析：科伦药业能否成为中国的费森尤斯卡比	15
国内龙头科伦药业有成功并购的历史	15
科伦药业有借助并购继续腾飞的条件和空间	16
从现在科伦与卡比的比较，看中国输液龙头的成长潜力	17

图表目录

图表 1：行业内重点公司盈利预测（人民币、港币）	1
图表 2：费森尤斯医疗集团业务分类	4
图表 3：费森尤斯医疗集团主营业务描述	4
图表 4：费森尤斯卡比与科伦药业输液产品销售收入比较（亿人民币）	5
图表 5：费森尤斯卡比成立后十年间销售收入和增速统计	5
图表 6：2001-2004 年费森尤斯卡比欲振乏力	6
图表 7：2004 年之后并购使得公司再现活力	6
图表 8：费森尤斯卡比十年间并购行为统计	6
图表 9：并购扩张对费森尤斯卡比销售收入贡献度统计	7
图表 10：并购扩张对费森尤斯卡比销售增速贡献度统计	7
图表 11：费森尤斯卡比全球组织分布图	8
图表 12：全球四大输液企业过去五年年复合增长率对比	8
图表 13：卡比利润增速高于销售增速	9

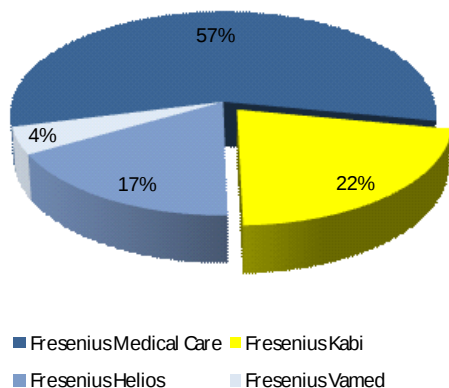
图表 14：卡比经营利润率稳步提升	9
图表 15：北京费森尤斯卡比主要产品列表	10
图表 16：2009 年世界各国大输液市场集中度对比	11
图表 17：历年中国大输液市场集中度变化示意图	12
图表 18：并购发展模式实现三方共赢	13
图表 19：我国历次药品招标政策变迁示意图	14
图表 20：我国历史上发生的输液不良反应事件	15
图表 21：科伦药业自成立以来并购动作列表	16
图表 22：科伦药业目前生产基地布局及空白市场统计	16
图表 23：科伦药业海外市场布局路线图（示意）	17
图表 24：科伦药业产品储备示意图	17
图表 25：科伦药业和费森尤斯卡比财务指标比较	18

案例分析：费森尤斯卡比在并购方面的成功经验

费森尤斯卡比是全球领先的输液龙头企业之一

- 费森尤斯卡比 (Fresenius Kabi) 是全球输液治疗和临床营养领域的领军企业，与日本大冢、德国贝朗、美国百特并称为全球四大输液企业。2009 年，卡比公司销售收入达 30.8 亿欧元，利润总额 3 亿欧元。
- 卡比公司的母公司德国费森尤斯医疗集团，成立于 1912 年。集团旗下目前有五大业务板块，涉及透析、大输液及营养液、医院、医疗工程、生物技术等业务。集团 2009 年总销售收入 141 亿欧元，利润 21 亿欧元。集团目前拥有三家上市公司：fresenius SE, Fresenius Kabi Oncology 和 Fresenius Medical Care，总市值超过 200 亿欧元，是德国总市值前 30 的上市公司。
- 输液板块是费森尤斯医疗集团最早涉足的业务之一，早在 1955 年集团就把发展重点设立在了输液与注射剂领域。公司在 70 年率先在输液领域引入羟乙基淀粉作为替代性溶液，在 80 年代开发出双室袋，奠定了公司在肠外营养液的领先地位，在 1997 年公司建成了欧洲最先进的输液工厂。
- 1999 年是费森尤斯医疗集团输液业务发展具有重要意义的一年，公司收购了欧洲 Pharmacia & Upjohn 旗下的临床营养治疗业务，并与集团原有的制药部合并成立了费森尤斯卡比。新的公司成为了欧洲营养和输液治疗领域的领导者，拥有了全面的系列产品和针对医院和院外疗养病人的全球服务体系。
- 经过 10 年的发展，目前费森尤斯卡比已经发展为总销售收入 30.86 亿欧元，其中输液产品收入 26.63 亿欧元的国际输液龙头企业。其在输液治疗和临床营养方面占领了欧洲和大部分的拉丁美洲以及亚太太平洋的市场，同时其静脉注射药品也在美洲市场占据着主导地位。

图表2：费森尤斯医疗集团业务分类

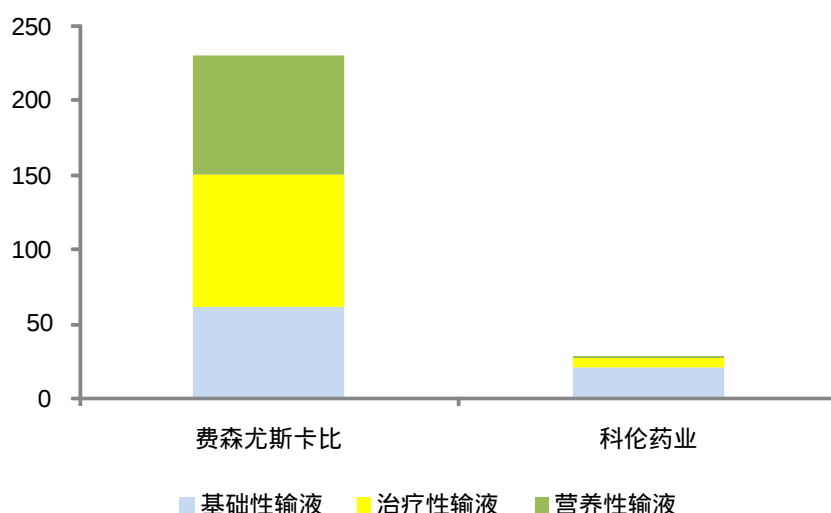


来源：公司网站，国金证券研究所

图表3：费森尤斯医疗集团主营业务描述

业务板块	中文	销售收入 (百万欧元)	主营业务
Fresenius Medical Care	费森尤斯医疗	8,064	肾病患者治疗护理服务及透析设备制造
Fresenius Kabi	费森尤斯卡比	3,086	临床大输液治疗与营养治疗药品及相关设备制造
Fresenius Helios	费森尤斯医院	2,416	欧洲最大的医疗服务集团之一，拥有61家医院
Fresenius Vamed	费森尤斯工程	618	医疗保健项目设计、建设与运营管理
Fresenius Biotech	费森尤斯生物	-	基因治疗、移植和再生药物研发

图表4：费森尤斯卡比与科伦药业输液产品销售收入比较（亿人民币）

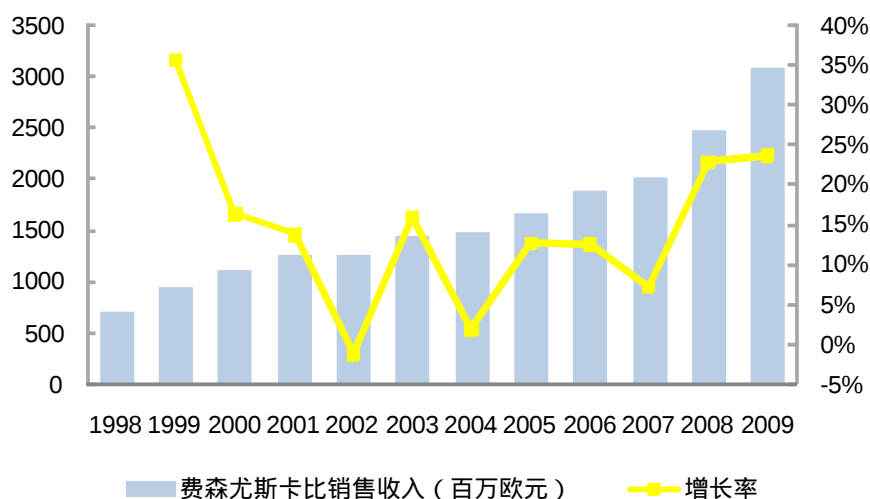


来源：公司公告，国金证券研究所

并购是卡比公司发展历史过程中的重要推动力

- 费森尤斯卡比在 1999 年成为欧洲输液龙头之后，继续实现了十年的持续增长，一举成为全球输液龙头。公司过去十年销售收入复合增速接近 15%，这种高体量下能取得如此的增速，是我们国内医药企业目前还无法企及的。

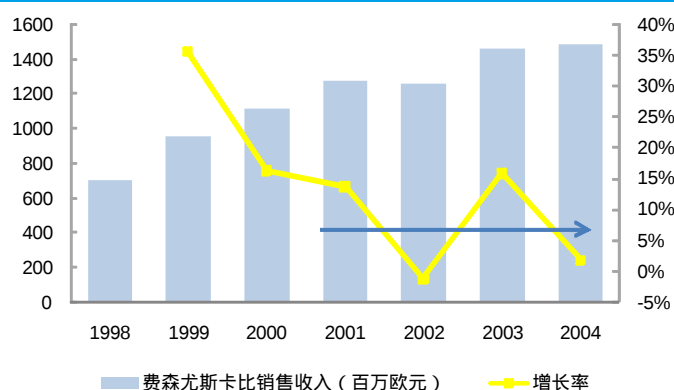
图表5：费森尤斯卡比成立后十年间销售收入和增速统计



来源：公司公告，国金证券研究所

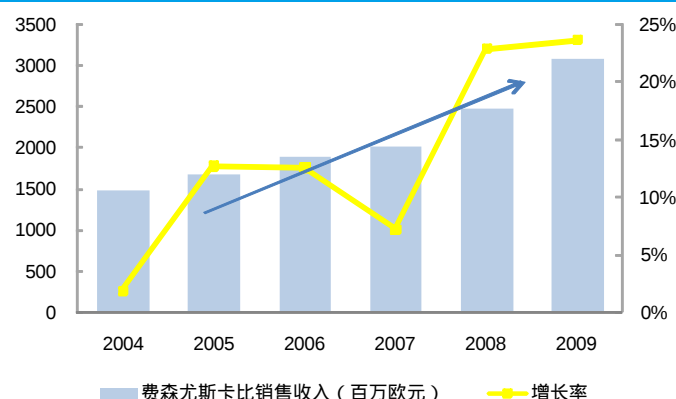
- 公司如今市场地位的取得也非一帆风顺，过去十年中公司也经历过输液业务停滞不前的平台期。2004 年是一个比较明显的分水岭，2001-2004 年，由于本土市场需求增长乏力，公司业绩增长停滞不前，4 年销售收入复合增长率仅为 5.3%。

图表6：2001-2004 年费森尤斯卡比欲振乏力



来源：公司公告，国金证券研究所

图表7：2004 年之后并购使得公司再现活力



- 2004 年起卡比公司实施了“全球化并购式发展战略”，通过并购各国家地区的大输液龙头，谋求突破原有市场需求瓶颈，将先进的管理方式及领先的产品技术复制到增长迅猛的发展中国家市场。从 2004 年到 2009 年，公司先后收购了 14 家输液及相关产品的制造企业，产能覆盖了 4 大洲的主要人口大国。

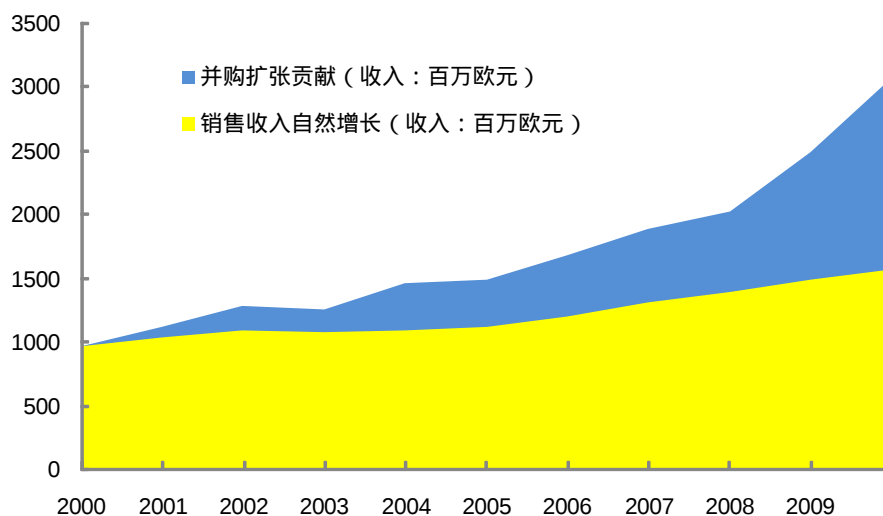
图表8：费森尤斯卡比十年间并购行为统计

并购时间	并购目标	地点	主要产品	当年销售收入
1999年8月	Pharmacia & Upjohn	欧洲	输液、营养液	NA
2000年4月	Kutnowskie Zakłady Farmaceutyczne	波兰	大输液	NA
2000年8月	Green Cross Vaccine Corp	韩国	疫苗和大输液	NA
2004年5月	Isotec Nutrition	南非及南部非洲	肠外营养液及输液	1000万欧元
2004年9月	Pharmatec	澳大利亚	抗癌类大输液	1800万欧元
2004年11月	Influsol AS	捷克/斯洛伐克/东欧	输液和营养液	1000万欧元
2005年11月	Labesfal	葡萄牙	治疗性大输液、麻醉剂	5600万欧元
2006年10月	Filaxis	阿根廷/拉丁美洲	治疗性大输液	1200万欧元
2007年4月	Kyorin	日本	羟乙基淀粉血浆	500万欧元
2007年7月	Cosco	中国广东	采血袋	300万欧元
2007年11月	Novartis Nutrition SAS	法国	肠内营养液	5500万欧元
2007年11月	Nestle Espena	西班牙	肠内营养液	
2007年12月	Laboratorio Sanderson	智利/拉丁美洲	治疗性大输液	1900万欧元
2007年12月	Ribbon	意大利	治疗性大输液、抗生素	5400万欧元
2008年	Duber Pharma	印度/英国	普药、原料药	4700万欧元
2008年	APP Pharmaceuticals	美国/加拿大	处方药输液产品	64700万美元
2008年12月	Bidiphar II	越南	输液产品	900万欧元

来源：公司公告，国金证券研究所

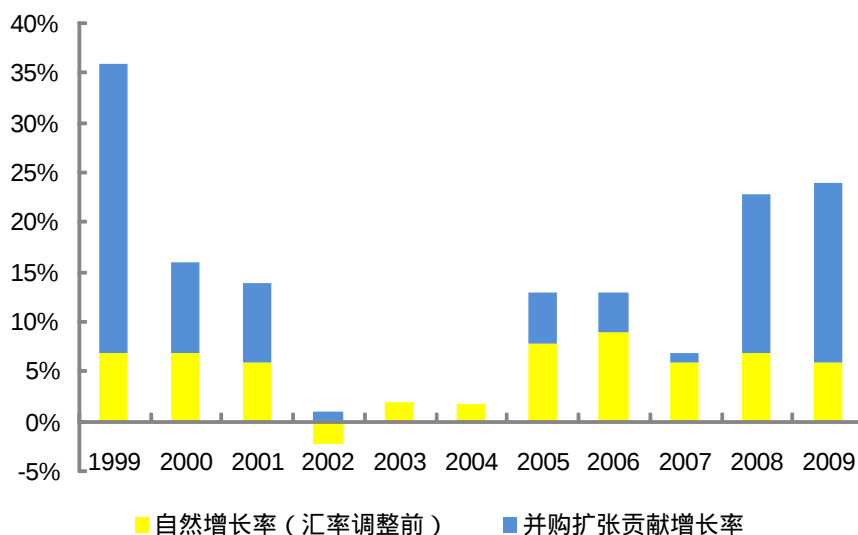
- 公司在实施“全球化并购式发展战略”之后，销售收入增速显著提升，2005-2009 年的年复合增速从原来的 5.3% 提高到 16.4%。其中 9.4% 来自于兼并收购的贡献

图表9：并购扩张对费森尤斯卡比销售收入贡献度统计



来源：公司公告，国金证券研究所

图表10：并购扩张对费森尤斯卡比销售增速贡献度统计



来源：公司公告，国金证券研究所

并购助推卡比公司在全球竞争中不落下风

- 持续的并购式发展战略，铸就了费森尤斯卡比成为全球输液领域四大巨头之一。目前，费森尤斯卡比在全球 6 大洲拥有 55 个销售公司，55 个制造工厂，经营范围覆盖 100 多个国家，拥有 21872 名员工。

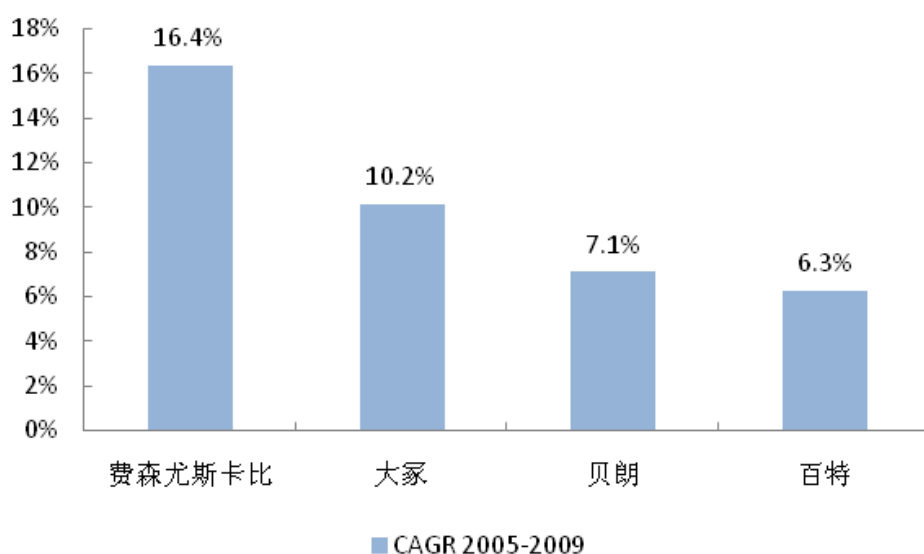
图表11：费森尤斯卡比全球组织分布图



来源：公司网站，国金证券研究所

- 也许公司已然庞大的规模和领先的市场地位，会让我们认为输液龙头企业的成长会有必然性，并购贡献是否向我们想象的那么大。我们把与公司同等规模的四大输液企业做对比：
- 我们在统计了全球四大输液企业 2005-2009 年大输液业务的销售收入复合增长率，费森尤斯卡比以 16.4% 排名第一，显著高于第二名日本大冢的 10.2%，并将德国贝朗及美国巨头百特远远甩在身后。

图表12：全球四大输液企业过去五年年复合增长率对比



来源：国金证券研究所

- 为了挖掘费森尤斯卡比高增长背后的秘密，我们对以上 4 家企业近五年的发展策略作了分析和比较：
 - 费森尤斯卡比放眼全球，精耕临床营养领域及代血浆输液市场。公司在不断积累细分市场产品创新优势的同时，通过收购拥有增长潜力的发展中国家企业，快速进入当地市场，搭乘发展中国家大输液消费高速增长的快车。
 - 日本大冢将发展重心放在中国及东南亚地区，通过异地建厂的方式稳扎稳打，同样分享到了亚太地区大输液消费市场增长的蛋糕。

- 德国贝朗的大输液业务发展相对保守，其通过收购 McGaw 进入美国市场的战略并未对公司业绩做出预期贡献。
- 美国百特通过大举收购输液相关创新技术，大力拓展注射剂业务产品线，强化了公司的技术领先优势。
- 由此可见，费森尤斯卡比是唯一一家对并购运用频繁也成功的企业，结果也说明并购确实是输液企业快速做大的直接、有效武器。

并购给卡比公司带来了规模和利润的双向提升

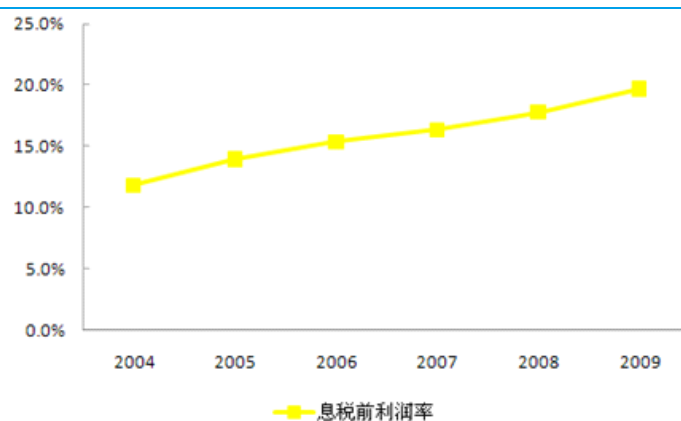
- 并购给公司带来的不仅仅是规模的增长，由于费森尤斯卡比的品牌和产品技术在新进入的市场具有绝对的竞争优势，公司不仅实现了产能扩张，还利用在当地强势的议价能力不断改善盈利水平。
- 从统计数据看，过去几年公司息税前利润率稳步攀升，从 2004 年的 11.8% 提高到 2009 年的 19.7%。卡比 2005-2009 年平均利润增速为 27%，远高于销售收入 15% 的增长率。

图表13：卡比利润增速高于销售增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表14：卡比经营利润率稳步提升



领先的产品技术创新是复制成功的关键

- 我们回顾并购的结果固然简单，但是能否把自身的能力成功复制到并购对象上是非常不容易的事情，也是决定并购成败的关键因素。
- 我们仔细揣摩费森尤斯卡比的发展模式，我们认为：公司并购战略的成功依托的是其在代血浆输液、临床营养治疗以及大输液包材全球领先的创新能力以及先进的经营管理模式。
 - 费森尤斯医疗集团是一家拥有 98 年历史的德国家族企业，悠久的历史及庞大的企业规模足以说明企业自身健全的管理体制，这是实施并购式发展的必要条件。
 - 公司在代血浆输液领域全球领先，其于 1971 年创新性的上市了羟乙基淀粉这一代血浆产品，并在之后不断产品改进，相继上市了 HAES-steril®, HyperHAES®, 从而树立了在全球代血浆大输液领域的龙头地位。
 - 在临床营养领域，公司于 1979 年首家上市即配型肠内营养液 Fresubin®, 1997 年公司首家上市二肽肠外营养输液，公司通过技术收购和自主研发不断积累在临床营养治疗领域的技术领先优势。
 - 在输液包材形式上，公司于 1988 年上市了双腔肠外营养液输液 Aminomix® 成为全球首个多腔输液包装；2006 年，公司创新性的上市

了双管双阀输液 KabiPac®，成为至今为止大输液包材领域的最前沿包装。

图表15：北京费森尤斯卡比主要产品列表

主要产品	商品名	产品描述
氨基酸	安米诺	氨基酸，17、18种复方氨基酸注射液，广泛用于临床营养。1994年开始生产销售。
羟乙基淀粉	贺斯	中分子羟乙基淀粉注射液，1999年在中国上市，主要用于临床血容量扩充治疗。
	万汶	新一代羟乙基淀粉注射液，于2004年投入中国市场。
麻醉剂	静安	丙泊酚注射液，理想的新一代麻醉药，广泛用于静脉麻醉、无痛操作和镇静治疗。2000年上市，同时具备优秀的品质和极具竞争力的价格，也是目前中国市场上首个用于1个月以上婴幼儿麻醉的丙泊酚产品。
中长链脂肪乳	竟安	丙泊酚中长链脂肪乳注射液。引领丙泊酚制剂科技升级——显著减轻注射痛，明显降低肝脏负荷，更少发生高甘油三酯血症，并可安全方便应用于一个月以上婴幼儿静脉麻醉。

来源：公司网站，国金证券研究所

- 因此，并购的成果不是每家输液企业都能轻而易举享受到的，这种并购带来的收入、利润双向提升，更是对公司能力的一种考验。只有具备强大管理实力和技术实力的企业，才具备并购成功的可能。

研究结论一：国际大输液龙头的案例验证了我们的观点——在拥有产品创新和先进的经营管理能力的前提下，大输液龙头采用跨区域并购式扩张是企业发展的最优高效选择！

国内输液并购已经开始，已滋生出并购的肥沃土壤

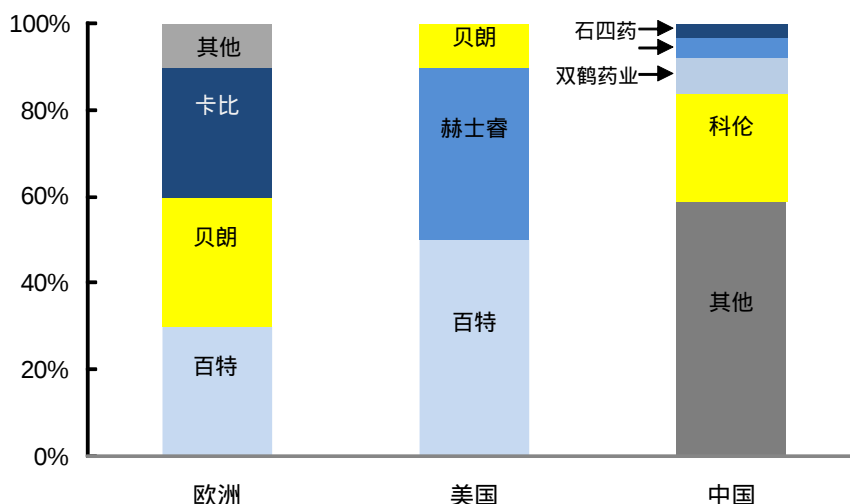
历史原因导致目前行业参与主体众多

- 据统计，我国目前有 GMP 证书的输液企业有 300 多家，每年正常生产的企业也有 100 多家，如此多的企业参与输液市场，这是由我们医药行业的特殊性决定的：
 - 行业缺乏核心技术，产品技术壁垒较低。输液产品历史上很长时间是以玻璃瓶为主，技术含量不高，进入门槛很低。而后续开展的软塑化包装进程，我们也是在模仿国外的产品，只要企业具备足够的财力，通过引进生产线，实现产品的软塑化替代也不存在太大技术工艺上的壁垒，这使得大量跟随者得以轻易进入市场。
 - 行业存在运输半径的限制。由于我国地域广阔，大输液由于单位重量价值低，且运输要求高，业务发展方面受到运输半径的限制。天然存在的地域壁垒使得龙头企业无法通过远距离配送产品实现市场整合。
 - 过往药品采购机制分散，为小企业提供生存空间。新医改前，药品投标以市为单位，各医院有决定采购具体中标药品的权利，这为小规模企业提供了生存的空隙。对比美国，由于其医院多为连锁集团，实行统一采购，倾向于采购集中度的提高，大企业的竞争优势得以体现。

行业集中度提升的趋势提供并购空间

- 过多参与主体的存在，使得我国大输液行业长期处于完全竞争阶段，市场集中度较低。于此形成鲜明对比的是：欧洲和美国的大输液市场早在 20 年前就已经步入了寡头垄断时代。
 - 2009 年，中国排名前 4 的大输液企业市场份额总和仅为 41%，其他约有 100 家大输液制造企业在市场当中竞争。
 - 欧洲市场成三足鼎立之势。费森尤斯卡比、贝朗以及百特各占据了 30% 的市场份额，只有剩余 10% 的市场份额被西班牙 Grifols、瑞士雀巢和法国达能等企业瓜分。
 - 美国市场多年来形成了双寡头垄断格局。百特获得 50% 的市场份额，赫士睿以 40% 紧随其后，德国贝朗通过收购 McGaw 获得了其余 15% 的市场份额。
- 大输液作为直接输入人体内的药物，且是必需品，因此安全性至关重要。因此，任何一个市场的监管者都倾向于产能向大企业集中，从而有利于质量的控制。在产品质量这一点上，国内外没有差异。因此我们可以用经验主义把国外的现状定位我们的发展目标。所以从行业的发展趋势来看，国内输液产能集中是必然趋势，这也就为行业并购提供了空间。

图表16：2009 年世界各国大输液市场集中度对比



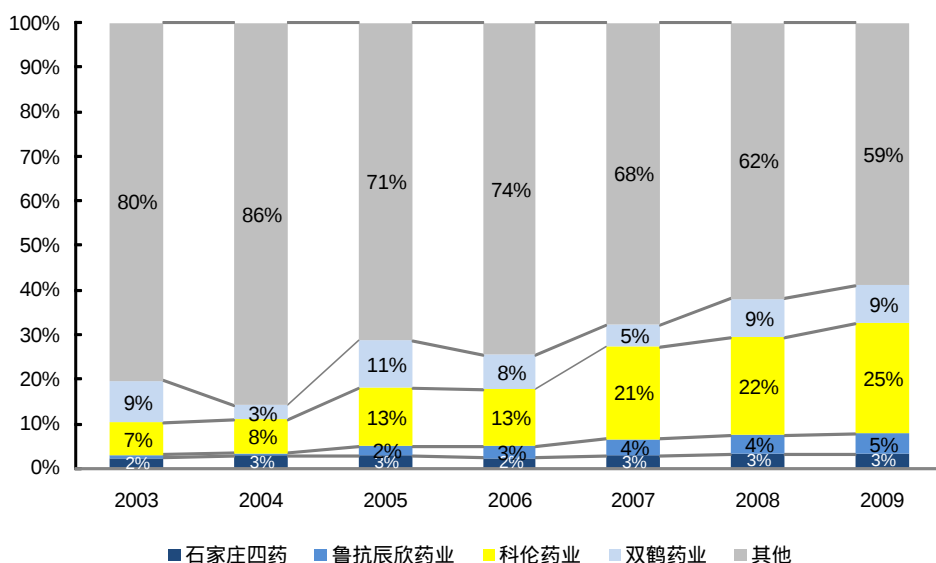
来源：国金证券研究所

行业竞争由粗犷转为集约，产业升级淘汰出并购对象

- 除了国外的经验给了我们预期的信心以外，随着我国大输液行业的高速发展，行业的竞争机制也在发生一些有利于展开并购的变化。近几年国内市场开展了软塑化的产品升级换代，这使得行业竞争告别了传统的玻璃瓶赤裸裸的价格战，不同企业之间可以凭借技术上的差异，凭借产品的领先优势抢占市场。这种升级导致的产能淘汰更加直接有效。
- 面对升级换代这个问题，不同企业的理解、判断、行动、能力都有差异，部分企业率先开展生产线的升级，部分企业由于各种原因（没有想到、或者没有能力）处于落后状态。但由于产品的升级换代是市场需求变化导致的必然趋势，一旦在这个趋势转变的起点就处于落后，几年的时间差往往就决定了市场的成败。随着时间的推移，我们认为部分企业将越做越大，部分企业将生产愈发艰难，淘汰自然而然产生。主要表现在以下几个方面：
 - 小企业因能力自然淘汰。我国大输液行业正处在软塑化的快速成长期，与较为廉价的玻瓶生产线相比，构建软袋和塑瓶生产线的成本要高，这使得规模较小，财力较弱的企业自动退出市场。

- 创新技术升级，提高行业技术门槛。在应对产业升级方面比较积极的企业，往往能够更快的推出新的产品，并依靠专利和先行优势，提高后进入者的进入门槛。随着像科伦药业、双鹤药业等创新型企业崛起，将逐步率先满足市场对创新产品的需求，而这一行业的显著变化将有利于边缘化那些具有缺乏技术创新能力的企业，使得市场环境进一步净化。
- 产品升级导致的另外一结果就是打破了行业的运输半径问题。地方性企业将直接暴露在全国龙头型企业的攻击下，生存的概率愈发狭小。
- 综上所述，随着行业产业升级导致的竞争机制的变革，国内分散化的市场格局正在改变。在没有外力的作用下，我国输液行业集中度在过去几年也提升了 20 个百分点。

图表17：历年中国大输液市场集中度变化示意图



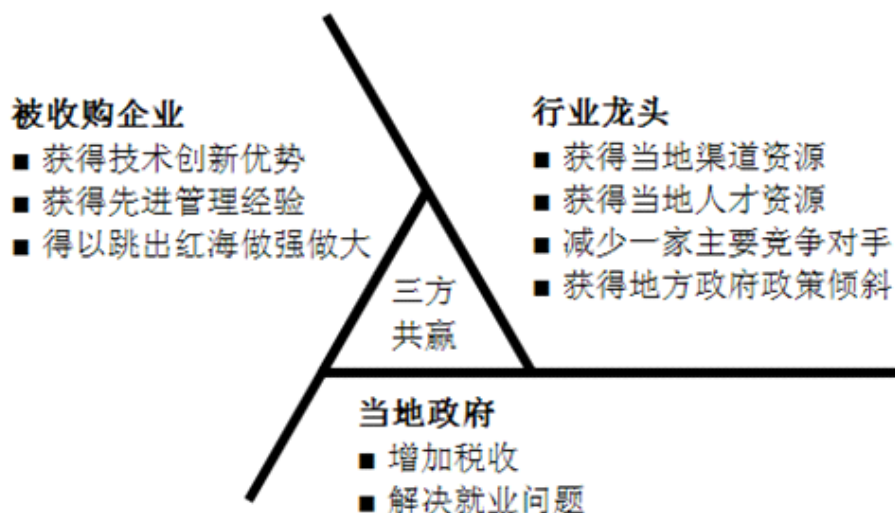
来源：国金证券研究所

并购的利益驱使有想法的企业扛起并购的大旗

- 产业升级加速了行业的淘汰，但并购的实施最终还是要依赖于并购双方企业的意愿。那么通过并购，企业能获得哪些价值？我们认为并购式发展将充分运用被收购方与收购方的资源互补性，为龙头企业、被收购方以及地方政府提供三方共赢的解决方案。
- 对并购方而言，与异地建厂相比，并购方通过兼并收购进入当地市场更有效率。地方企业能够为龙头企业解决进入门槛问题、地方性的销售渠道以及人力资源优势等。
 - 加快了进入速度。输液作为药品必须通过 GMP 认证，新建工厂势必必要经历漫长的建设、认证过程，这对于行业集中度正在快速提升的国内输液行业而言，无疑是巨大的时间机会成本。
 - 快速获得新市场。作为区域性的竞争者，被收购企业通常精耕区域性市场，在当地具有稳固的销售渠道和政府资源。通过兼并收购，龙头企业能快速获得被收购企业的渠道资源，迅速打开市场。与自建工厂重新搭建渠道所需的漫长周期相比，并购式的发展模式显然有着事半功倍，立竿见影的效果。
 - 快速获得熟练工。龙头企业的快速扩张对于企业内部人力资源的供给提出了挑战。与自建工厂相比，并购模式能够直接为企业有经验的工人，只要进行进一步的效率培训和提升即可，降低了磨合成本以及学习成本。

- 获得地方政策支持。通过做强做大被收购企业，龙头企业可能获得当地政府的青睐，在发展过程中获得来自政府的扶持。
- 对被并购方而言，与龙头企业的结合可能也是一种相对较优的退出方式。
 - 从国内输液发展前景来看，潜在被收购企业的生存面临着选择：一是在低毛利下维持生存，直至亏损退出；二是冒风险举债进行二次投入，进行突围；三是选择与龙头企业合作，成功退出或者合作经营。
 - 与龙头企业的合作往往能够大幅改善企业状况。龙头企业在收购地方性企业后，一是能够将高效的管理模式植入能显著提升生产效率，铸就成本领先优势；二是可以引进创新的工艺技术生产新的产品，在保证产品性能相同的前提下，实现了制造成本的大幅降低，大大提升企业的利润率；三是新的产品在国家鼓励创新的方针政策下，在药品招标时被单列定价，使得企业得以摆脱激烈价格竞争的泥沼，开辟蓝海。
- 对地方政府而言，通过引进具有全国影响力的行业龙头，盘活当地困难企业，在创造税收的同时解决就业压力。因此，一次成功的并购将导致三方共赢的结果。

图表18：并购发展模式实现三方共赢



来源：国金证券研究所

未来三年国内输液行业跨省并购的加速期逐步来临

加速器：全省集中招标提高市场参与门槛

- 新医改中重要的一条就是执行以省为单位的集中招标制度。原来的药品招标方案以地市为集中招标采购单位，全国有 240 多个地市，每年要招标 240 多次，对于生产企业而言招标几乎是每天的任务，在企业疲于奔命的同时，催生了一批地方性的小企业安居于地方市场。
- 2010 年 7 月，由卫生部、国务院纠风办、国家发改委、监察部、财政部、国家工商总局、国家食品药品监督管理局联合签发的《医疗机构药品集中采购工作规范》、《药品集中采购监督管理办法》，正式颁布实施。以政府为主导、以省为单位，坚持质量优先、价格合理，全程监管医疗机构行为等原则在新规中得以明确。原来在县市地区具有特殊渠道的小型企业失去了地方的保护伞，必须直面来自大型企业的竞争，淘汰因此而产生。

图表19：我国历次药品招标政策变迁示意图

2000年	医疗机构以省市县为单位组织药品招标采购试点	《医疗机构药品集中招标采购试点工作若干规定》
2001年	县级以上医疗机构必须参加以省市县为单位组织的药品招标采购	《关于进一步做好医疗机构药品集中招标采购工作的通知》
2004年	医疗机构必须参加以省市为单位的集中招标采购，县市不得单独组织	《关于进一步规范医疗机构药品集中招标采购的若干规定》
2006年	在全国推行探索以政府为主导、以省为单位的药品集中采购模式	
2010年	明确要求以政府为主导、以省为单位执行药品招标	《医疗机构药品集中采购工作规范》

来源：国金证券研究所

加速器：新版 GMP 启动加快行业整合

- 我国修订已久的新版 GMP 预计将于下半年出台，新版 GMP 标准结合我国实际情况，涵盖了欧盟、美国 FDA、WHO 对 GMP 的基本要求，在生产软件的提高要求的同时，更加强调生产过程的无菌、净化的要求，严格程度在世界上可能都处在前列。
 - 虽然正式的 GMP 还未出台，但我们仅从一些讨论稿上就能看到对输液企业的要求提高已是必然。例如新版 GMP 中规定：“……要求无菌药品的暴露区域应达到 B 级背景下的 A 级，且要动态监测……”，这一条实际上就是输液企业必须要解决的。
 - 新版 GMP 推出后可能要求企业在 3 年之内完成达标，在过渡期内为了保障基本药物用药安全，先期监管将着重在生产基本药物的车间，另外是安全要求严格的注射剂型（包括水针、冻干粉针、大输液剂型等），因此输液企业在可准备时间上更短。
- 从上一次 GMP 推行经验来看，新的标准必然会导致淘汰的发生。有统计数据表明，上一版 GMP 到 2004 年强制执行截止日时，有超过 20% 的企业退出市场，更有众多企业因为较高的改造费用背上了债务负担。因此我们相信今年新版 GMP 的执行，也会再次掀起淘汰的浪潮。
- 根据估算，为了符合新 GMP 的硬件软件要求，全国每家企业可能需要平均投入近千万元进行生产线的改造，而如果厂房需要重建，相关投入将更加巨大。而 2009 年全国医药制造企业中有近 20% 在亏损，所有企业全年平均利润只有 1000 多万元，这意味着有很多企业要搭上一年的利润来进行生产线的改造，有的甚至是多年的利润。
- 而大输液又是医药制造业中利润比较微薄的行业之一，生产设施改造投入要求对于大输液行业内众多小型企业是致命的一击，这将极大的加快小企业退出的速度，加快大输液行业市场份额向龙头企业的聚集。
- 还有一点重要的影响：新版 GMP 的认证期间生产线需要停产，这一般需要几个月时间。这段时间对于大的企业可能不算什么，通过生产线认证节奏的控制，可以规避停产影响。但对于多数小的输液企业而言，只有一两条生产线，势必对其产能、销量产生影响。在刚性的需求面前，大企业这两年可能有超预期增长的机会。

加速器：质量愈发重要，培育大企业有利于监管

- 由于输液产品没有通过人体屏障，直接注入体内，对于产品的灭菌及杂质有极为严苛的要求。为了更有效的对输液行业的产品进行监管，以防不良反应事件的发生，国家倾向于扶植大型的输液企业，从而减小监管成本，净化行业竞争格局。
- 纵观我们输液史，期间多次发生由于输液质量导致的恶性不良反应事件，给社会造成了极大的损失。2006 年，“齐二药”所生产的亮菌甲素注射液里因含有大量工业原料二甘醇导致患者急性肾衰竭死亡，同年还发生了“欣弗”事件，这将输液行业的药品质量监管问题推到了风口浪尖。
- 这些不良事件使得国家对于大输液的质量监管尤为重视，通过对厂家数量的控制来提高监管效率，无疑是政策发展的方向。

图表20：我国历史上发生的输液不良反应事件

	齐二药 事件	欣弗 事件
日期	2006年5月	2006年7月
涉及企业	齐齐哈尔第二制药	安徽华源生物制药
出事产品	亮菌甲素注射液	克林霉素磷酸酯葡萄糖
事件说明	将“二甘醇 辅料假冒 丙二醇 用于生产亮菌甲素注射液”。	未按批准的工艺参数灭菌，降低灭菌温度，缩短灭菌时间，增加灭菌柜装载量，影响了灭菌效果
后果	结果导致使用该药的9名病人死亡，100多人发生急性肾功能衰竭。	致使该药在使用过程中导致1人死亡，80多人发生过过敏反应、肝肾功能损害。
处理结果	吊销其《药品生产许可证》，撤销其129个药品批准文号，收回GMP认证证书；没收其违法所得238万元，并处货值金额5倍罚款1682万元，罚没款合计1920万元	企业停产整顿，收回GMP证书，药品批准文号被撤销，企业负责人被撤职

来源：国金证券研究所

研究结论二：国内输液行业有肥沃的并购土壤，正在进行的产品升级换代已经开始推动并购的发生，而即将执行的新版 GMP、新的招标办法都将起到加速器的作用。国内输液企业的并购高潮即将来临！

案例分析：科伦药业能否成为中国的费森尤斯卡比

国内龙头科伦药业有成功并购的历史

- 我们以科伦药业为例，探讨国内输液企业复制卡比公司成长路径的能力，其他龙头公司的逻辑也基本相同。
- 科伦药业自从在四川成立起，通过在国内各省兼并收购地方性大输液企业，实现了快速的成长，目前公司生产基地已经遍布全国九个省。2003 年科伦药业市场占有率 7.3%，居行业第二位，2008 年其市场占有率提升到 22.1%，位居行业首位，并购的贡献显而易见。
 - 2006 年公司先后收购了黑龙江科伦、湖北拓朋、山东科伦、江西科伦及昆明南疆等 5 家大输液生产企业，2006 年度合计产能为 19784 万瓶（袋），占同期科伦药业大输液产量的 25.13%。
 - 2008 年科伦药业收购了辽宁大输液生产企业辽宁民康，2008 年度大输液产量为 5293 万瓶（袋），占同期科伦药业大输液产量的 3.1%。

图表21：科伦药业自成立以来并购动作列表

并购时间	被并购企业	并购前销售收入 (万元)	并购当年产能 万瓶(袋)
2003年12月	湖南科伦	6,690.98	10,815
2006年12月	黑龙江科伦	3,030.62	19,784
	湖北拓朋	-	
	山东科伦	1,987.87	
	江西科伦	651.92	
	昆明南疆	4,713.15	
2008年12月	辽宁民康	261.27	5,293

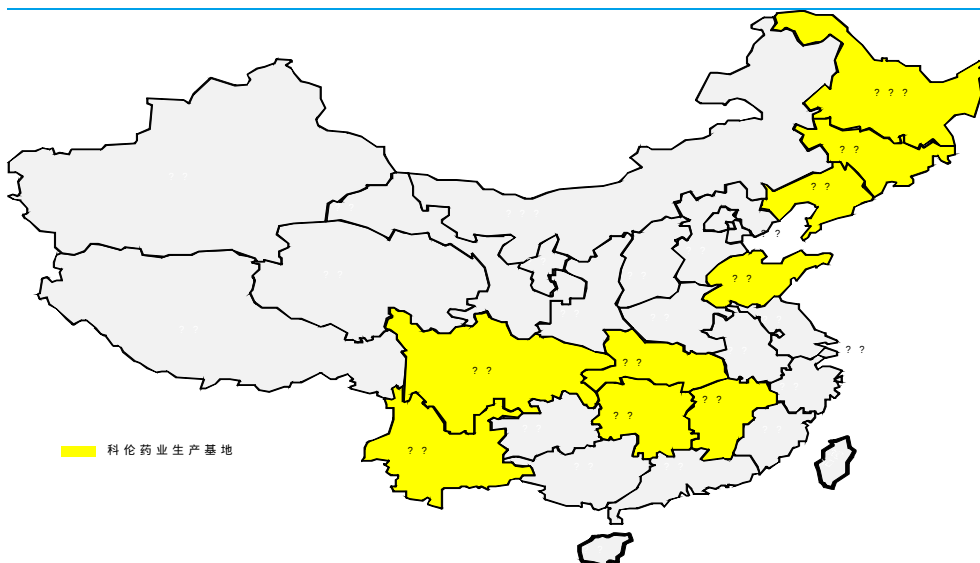
来源：国金证券研究所

- 这些并购成功的案例，说明公司有复制成功的能力。在这过程中，公司除了获得市场份额的提升，也锻炼了管理的输出能力、人才的储备能力、与并购相关的公关能力。这些能力将是公司进一步挥舞并购大旗的有力保障。

科伦药业有借助并购继续腾飞的条件和空间

- 科伦药业目前 30 亿的输液销售额与费森尤斯卡比 250 亿元的销售额之间巨大的差距，让我们想到了公司成长的空间。在追赶的过程中，并购无疑还是公司腾飞的翅膀。
- 事实上与卡比公司相比，科伦药业的根基可以打的更加牢靠，因为科伦药业面临的国内市场，要远比卡比所面临的要大。在走出国门跨国并购之前，公司还有充足的国内市场值得去争取。
 - 目前科伦在全国 9 个省设有生产基地，仍然留有大片的疆土有待开发，特别是东南沿海经济较为发达的地区。这些地区还没有全国性的龙头企业入驻，且消费层次较高，有利于公司创新性产品的推广。

图表22：科伦药业目前生产基地布局及空白市场统计



来源：国金证券研究所

- 当然，海外市场是任何一个有追求的公司最终都要去涉及的。公司正积极筹备进入东盟大输液市场，搭乘东盟新兴市场大输液需求高增长的快车。

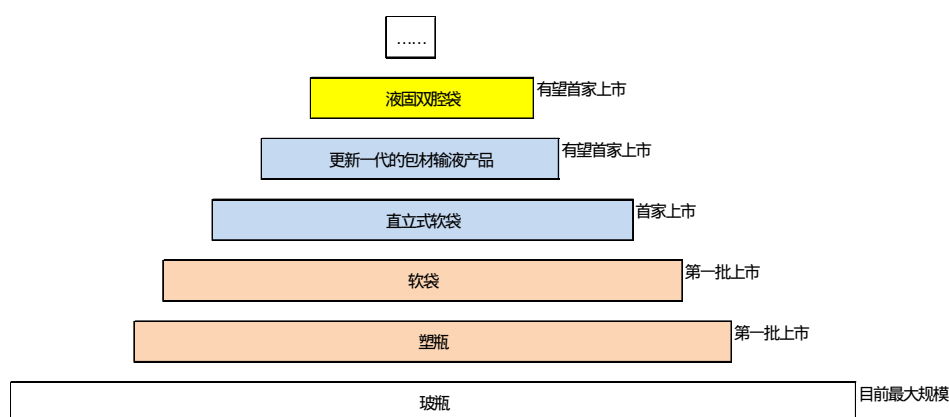
图表23：科伦药业海外市场布局路线图（示意）



来源：国金证券研究所

- 和费森尤斯卡比一样，科伦药业具有领先于国内同行的创新产品储备，新产品在使用便利性、成本优势等方面领先于现在市面上的产品，这为公司进行并购输出提供了武器。

图表24：科伦药业产品储备示意图



来源：国金证券研究所

- 如果能再结合高效的管理团队，科伦药业实际上已经具备了并购成长的空间和能力，留下的只是时间的证明。

研究结论三：国内的输液龙头企业如科伦药业，已经具备了依靠并购快速成长的空间和能力，需要的只是合适的时间、选择合适的对象，并购在未来几年对国内输液龙头企业而言将是常态！

从现在科伦与卡比的比较，看中国输液龙头的成长潜力

- 最后，我们把费森尤斯卡比与科伦药业的各项指标放在一起进行比较，我们不谋求国内输液龙头短期内能够达到国际水平，但至少可以给国内投资者提供一个愿景、一份对国内输液龙头投资的信心。

图表25：科伦药业和费森尤斯卡比财务指标比较

	费森尤斯卡比	科伦药业	说明
销售收入（百万人民币）	26703	3246	较大的规模差距，盈利能力持平
增速	23.70%	23.83%	
EBIT（百万人民币）	5252	556	
EBIT/销售收入	19.67%	17.13%	
利息支出（百万人民币）	2613	46	国内企业在利息、税费上的压力明显小于国外，这是优势
利息支出/销售收入	9.79%	1.42%	
利润总额（百万人民币）	2674	522	
利润总额/销售收入	10.01%	16.08%	
所得税（百万人民币）	770	88	
税率	28.80%	16.81%	
净利润（百万人民币）	1894	434	
净利率	7.09%	13.38%	
总资产（百万人民币）	54816	3333	
总负债（百万人民币）	44069	1754	
资产负债率	80.39%	52.62%	
员工数（人）	21872	9800	
销售和生 产布局	全球55个区域	中国9个省	
市值	未上市，旗下一收入占比2.5%的子公司在印度上市，目前市值40亿人民币	240亿	

来源：国金证券研究所

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

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室