

化学制药行业 2010 年日常报告

评级：增持 维持评级

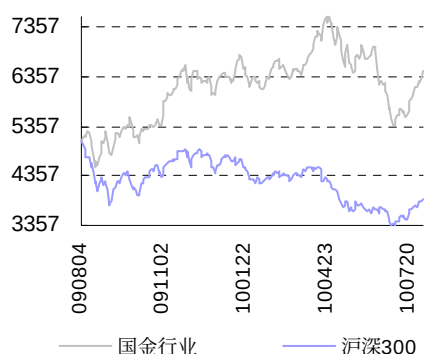
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

龙头企业出手，大输液并购潮来临；

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	64.09
市场优化平均市盈率	29.70
国金化学制药指数	6462.30
沪深 300 指数	2865.97
上证指数	2627.00
深证成指	10830.70
中小板指数	5934.11



相关报告：

- 1、《行业专题：并购的力量，很好很强大》，20100727
- 2、《行业研究：大输液，跟您想的不一样》，20100628
- 3、《科伦药业：大输液龙头企业，产业升级领先者》，20100516

投资建议

- **行业策略：**国内输液行业的并购高潮即将来临，行业的集中度将因此提升，在次期间龙头输液企业面临规模快速扩张的机遇。
- **推荐组合：**选择具有丰富并购经验、成功并购历史、强大并购能力的企业，买入作为基本配置，可分享这几年行业快速增长。

行业观点

- **大输液并购整合开始，龙头企业纷纷出手：**我们之前的报告已经是说明，产业升级、新版 GMP、新的招标办法，将推动国内输液行业并购高潮的启动。短短半个月，我们已经见识到两起并购案例：（1）科伦药业并购安阳大洲药业进入河南市场；（2）利君国际与通化东宝合作，进入吉林市场。二者的目标均是加强全国化的输液基地布局，提高市场份额。
- **输液行业的并购成本较低、见效快，容易取得并购的正向收益：**（1）国内输液龙头科伦药业，过去 7 年间并购了 12 家公司，累计投入 1.5 亿元，平均并购 PB1.5 倍。并购对象经公司整合后，过去几年收入复合增速 54%、利润复合增速 123%。12 家公司目前贡献公司销售收入的 45%、利润的 36%，分别较并购前提高 10 个和 38 个百分点。并购的贡献非常显著。（2）全球输液龙头费森尤斯卡比，10 年间并购了 17 家公司。在此期间，公司的销售收入增速较以往提高了 10 个百分点，利润率提高了 8 个百分点。目前 17 家公司对销售收入的贡献比例达到了 50%。综上，国内外输液龙头的经验都说明，输液企业的并购对公司发展有正向作用。
- **输液龙头随着并购频发，配置价值更为明显：**行业的并购浪潮已经开始，产业集中度的提升是我们期待的。当这样的一个进程完成之时，输液是一个什么样的行业？我们判断：国内输液市场 70% 的产能集中在 3-5 家企业当中，其中很可能产生市场份额接近 50% 的超级龙头企业。产能的集中也带来话语权的集中，“输液价格低于矿泉水”的特色能否在那时候终结，就要看寡头们之间的态度了。从上述角度看，当前输液龙头的市值和估值并不高，更大的空间依靠并购将被打开。

风险提示

- 目前推行的药品价格管理办法对大输液龙头企业加快行业整合是一种利好，但对药品降价系统性风险的存在可能对公司产生负面影响。

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

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	107.69	48.00	1.783	54.29%	2.751	54.06	38.90	0.65
双鹤药业	25.95	318.24	0.790	25.32%	0.990	32.62	26.03	1.03
利君国际	2.40	2354.90	0.092	29.63%	0.120	31.07	23.97	0.81

来源：国金证券研究所

内容目录

大输液跨区域并购整合开始，龙头企业纷纷出手.....	4
前集回顾：并购是输液企业发展壮大的王道	4
科伦药业：收购河南，切入空白市场	4
利君国际：与通化东宝合作，进入东北.....	4
更多的区域，谁去占领？	4
并购的成本及收益分析：一些历史并购的数据统计分析	5
科伦药业：7 年 12 家公司，收益几何？	5
费森尤斯卡比：10 年 17 家公司，收益几何？	8
结论：输液行业并购成本低、见效快、效果立竿见影	11
并购的结果，未来输液市场蓝图畅想	11
上市公司并购能力探讨：谁手中的并购资本多？	11
科伦药业（002422.sz）	11
双鹤药业（600062.sh）	12
利君国际（2005.hk）	12

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：国内输液行业龙头企业目前生产基地布局及空白市场统计	5
图表 3：科伦药业历次并购收购标的的情况统计	5
图表 4：科伦药业历次并购收购价格统计	6
图表 5：科伦药业历次并购收购成本统计	6
图表 6：收购对象收购当年销售收入统计	7
图表 7：收购对象 2009 年销售收入统计	7
图表 8：收购对象收购当年净利润统计	7
图表 9：收购对象 2009 年净利润统计	7
图表 10：科伦药业过去几年并购行为对收入和利润贡献统计（合计）	8
图表 11：2006 年并购行为对收入和利润贡献统计	8
图表 12：2008 年并购行为对收入和利润贡献统计	8
图表 13：费森尤斯卡比十年间并购行为统计	9
图表 14：并购扩张对费森尤斯卡比销售收入贡献度统计	10
图表 15：并购扩张对费森尤斯卡比销售增速贡献度统计	10
图表 16：卡比息税前利润额及率统计	11

图表 17：卡比净利润额及率统计	11
图表 18：科伦药业大输液销量统计	12
图表 19：科伦药业大输液销售收入统计	12
图表 20：双鹤药业大输液销量统计	12
图表 21：双鹤药业大输液销售收入统计	12
图表 22：石四药大输液产能统计	13
图表 23：石四药大输液销售收入统计	13

大输液跨区域并购整合开始，龙头企业纷纷出手

前集回顾：并购是输液企业发展壮大的王道

- 我们在上一篇输液行业专题研究报告：《并购的力量，很好很强大》中指出，并购是输液企业快速做强做大的有效手段。而国外输液龙头企业费森尤斯卡比的成长历程也证明了这一点。
- 同时我们也认为国内输液市场目前处在收购兼并迸发前的启动期，这是由国内输液行业发展至今的内在规律决定的。软塑化升级的过程实际上就是一次优胜劣汰的过程，而政策面的因素，也在加速输液行业的重组。
 - 新版 GMP：我国修订已久的新版 GMP 预计将于下半年出台，这将导致：（1）单一生产线因为要接受检查停产，导致产能减少；（2）小企业因为改造费用背上债务负担；（3）会有一批小企业退出市场。
 - 招标办法：2010 年 7 月，《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。以省为单位的招标规则，迫使小企业直面大企业的竞争。
- 面对这样的行业机遇，并购是企业的最佳选择。

科伦药业：收购河南，切入空白市场

- 2010 年 8 月 3 日，国内输液龙头科伦药业公司出资 4050 万元，收购河南安阳大洲药业 90% 的股权，收购 PB 为 1.5 倍。安阳大洲拥有大容量注射剂、小容量注射剂、片剂、胶囊剂等共 150 个品规，目前尚未盈利。公司计划以此为基础，新建年产 2.5 亿瓶（袋）大容量注射剂、8 亿支小容量注射剂、10 亿片（粒）固体制剂项目。
- 收购安阳大洲股权有利于公司实现全国战略布局，扩大公司在河南市场的份额，形成新的生产规模和利润增长点。

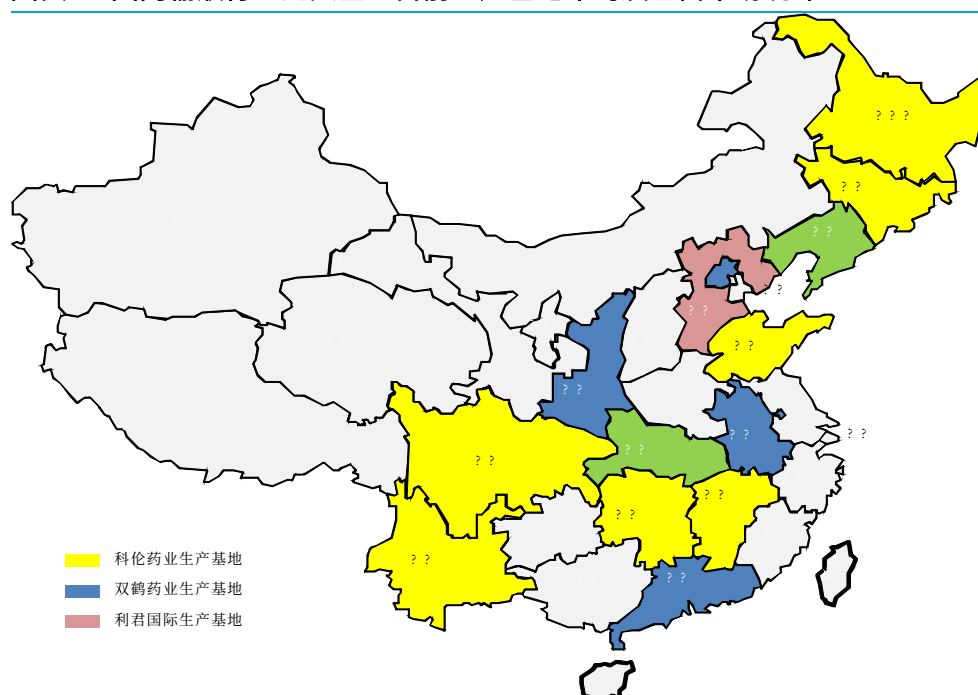
利君国际：与通化东宝合作，进入东北

- 2010 年 7 月 21 日，国内上市输液龙头之一利君国际与通化东宝药业股份有限公司就大输液项目签定了合作备忘录，双方拟共同设立合资经营企业：吉林利君东宝制药有限公司（暂定名）。主要经营范围：大容量注射剂的生产与销售；
 - 合资企业投资总额 18000 万元人民币。注册资本 12000 万元人民币（暂定），其中：利君国际出资 6600 万元人民币，占股权比例的 55%，通化东宝出资 5400 万元人民币，占股权比例的 45%。总投资额与注册资本差额部分 6000 万元人民币，其中：利君国际投入 2400 万元人民币，通化东宝投入 3600 万元人民币。
 - 出资方式：所有投资额中利君国际均以现金投入；通化东宝均以资产形式投入，即以公司现有大输液生产厂房、设备、土地使用权、动力配套设施、药品生产批文等全部资产作价投入。
- 通过设立合资企业，更有利于做大做强软袋输液项目，尽快占领东北三省市场，实现双方共赢，有利于上市公司的长远发展。

更多的区域，谁去占领？

- 国内目前输液龙头：科伦药业在全国 10 个省设有生产基地（含刚并购的）、双鹤药业有 6 个，利君国际 2 个（含刚并购的），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2：国内输液行业龙头企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

并购的成本及收益分析：一些历史并购的数据统计分析

科伦药业：7 年 12 家公司，收益几何？

- 从 2003 年到 2009 年，科伦药业并购了 12 家公司。其中既有大输液公司，也有非输液公司（制剂、包材等）。详细列表如下：

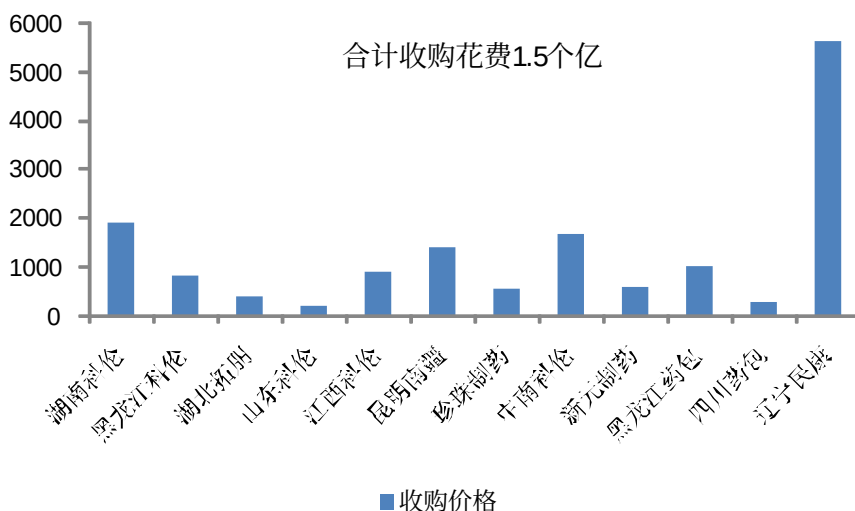
图表3：科伦药业历次并购收购标的情况统计

并购时间	类型	被并购企业	并购前销售收入 (万元)	并购对象当年产能占公司 当年产能比重%
2003年12月	输液	湖南科伦	6691	35%
2006年12月	输液	黑龙江科伦	3031	25%
		湖北拓朋	-	
		山东科伦	1988	
		江西科伦	652	
		昆明南疆	4713	
	非输液	珍珠制药	5524	
		中南科伦	3041	
		新元制药	139	
		黑龙江药包	235	
		四川药包	8	
2008年12月	输液	辽宁民康	261	3%

来源：国金证券研究所

- 公司收购上述企业累计投入了 1.5 亿元，最低花费数百万元，最高花费五千万元。

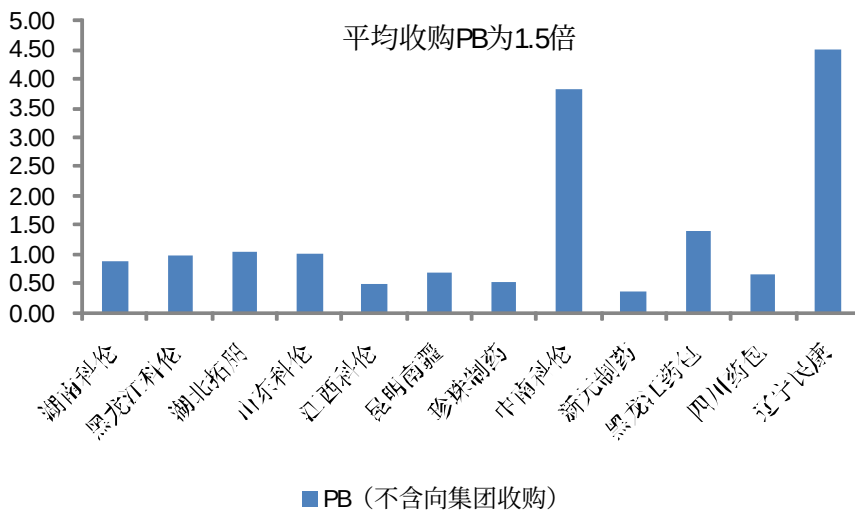
图表4：科伦药业历次并购收购价格统计



来源：国金证券研究所

- 上述提及的 12 家企业，多数是由集团公司先行收购再转让给上市公司，因此收购价格相对较低，PB 一般低于 1。但考虑到公司以后多是自行收购，我们把上述 12 家公司收购过程中，涉及向非集团公司收购股权的出价以及对应的 PB 进行了统计，平均成本大约为 1.5 倍。

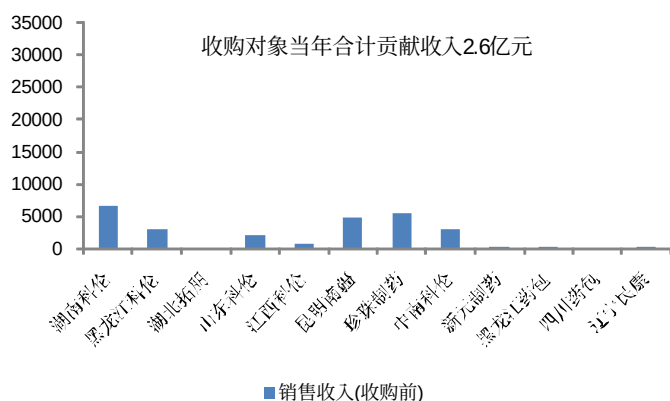
图表5：科伦药业历次并购收购成本统计



来源：国金证券研究所

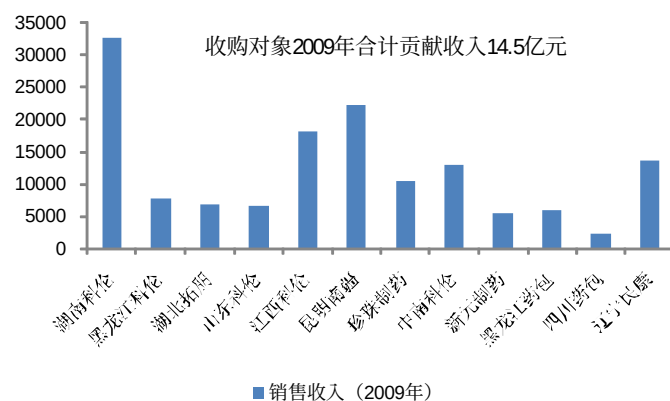
- 公司收购的 12 家公司，收购当年仅有两家盈利在 100 万元以上，其他都是亏损或者微利。但是，站在当前的时刻我们回头检验，这些收购无疑是一笔成功的投资：
 - 12 家公司收购当年销售收入合计 2.6 亿元，2009 年销售收入 14.5 亿元，以 05 年为起点计算，复合增速 53.67%。

图表6：收购对象收购当年销售收入统计



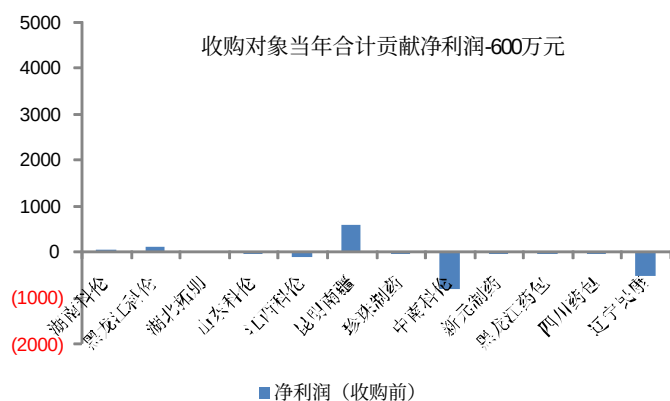
来源：国金证券研究所

图表7：收购对象2009年销售收入统计



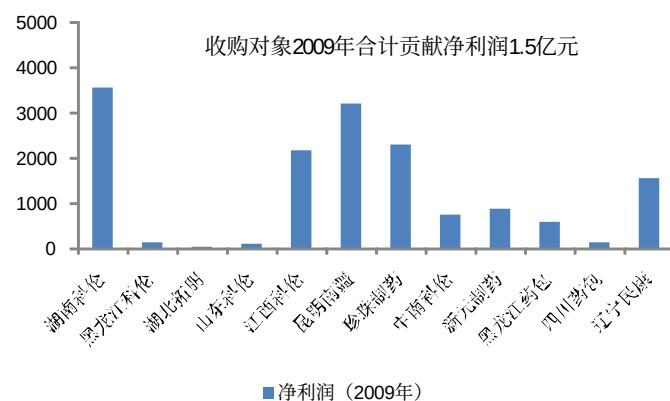
- 12 家公司收购当年净利润合计亏损 600 万元，2009 年净利润达 1.5 亿元，以 05 年为起点计算，复合增速 123.6%。

图表8：收购对象收购当年净利润统计



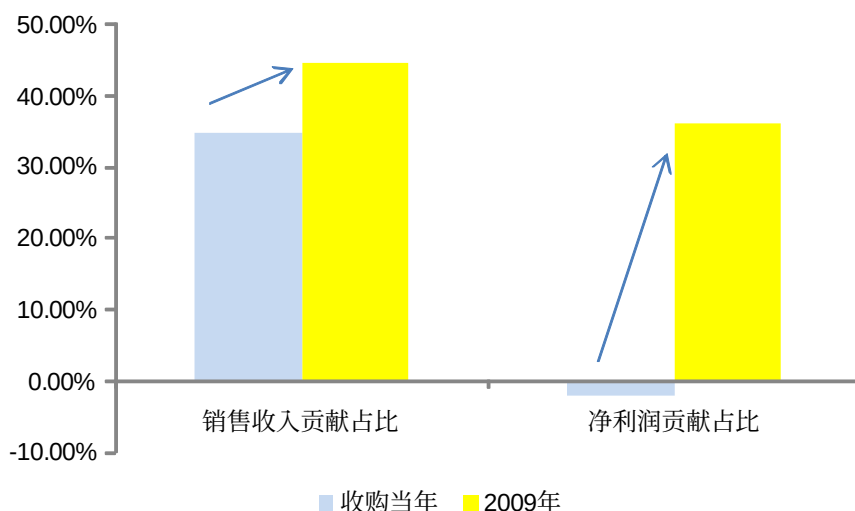
来源：国金证券研究所

图表9：收购对象2009年净利润统计



- 若从贡献度来看，12 家公司收购当年销售收入占公司比例为 35%，2009 年这一数字提高为 45%；净利润收购当年占比-2.16%，2009 年贡献度达到 36.15%，如下图所示：

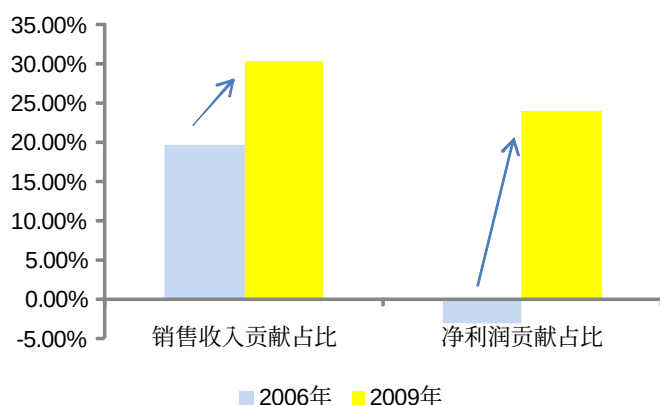
图表10：科伦药业过去几年并购行为对收入和利润贡献统计（合计）



来源：国金证券研究所

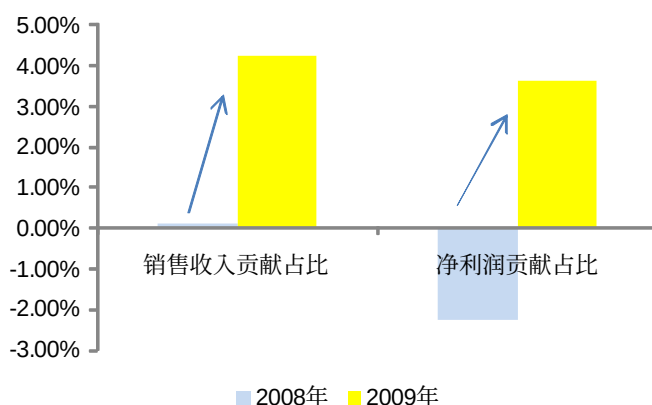
- 其中，2003 年的并购，利润贡献度由 3% 提高到 8%；2006 年的并购，利润贡献度由 -3% 提高到 24%；2008 年的并购，利润贡献度由 -2% 提高到 4%；全部获得效益改善。

图表11：2006 年并购行为对收入和利润贡献统计



来源：国金证券研究所

图表12：2008 年并购行为对收入和利润贡献统计



- 科伦药业 2003-2009 年的并购行为，展示了一种起死回生的能力。目前这些并购对象对公司的贡献，正起着中流砥柱的作用。同时也为公司进一步挥舞并购的大旗，积累了经验。

费森尤斯卡比：10 年 17 家公司，收益几何？

- 费森尤斯卡比是我们上一篇输液报告中介绍的欧洲输液龙头，年销售额数百亿人民币，利润数十亿。卡比公司从 1998 年开始向输液领域并购，并在 2004 年加速。十年间公司先后收购了 17 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。

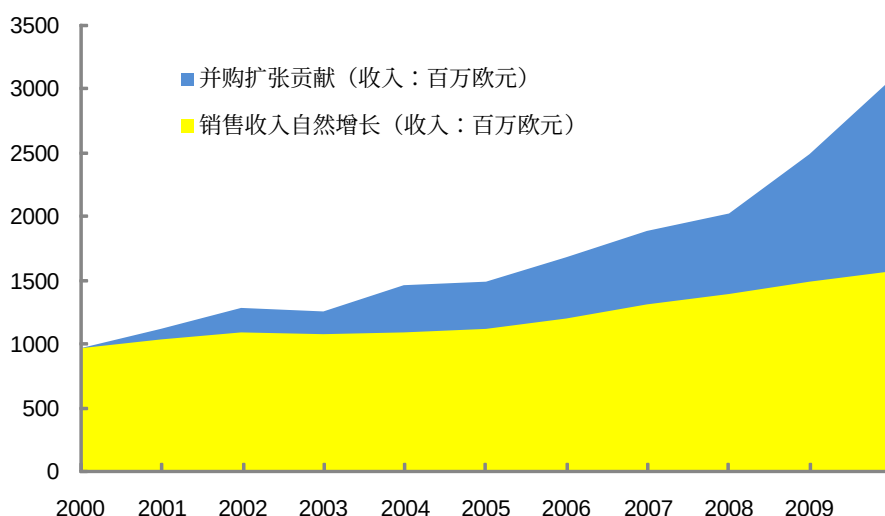
图表13：费森尤斯卡比十年间并购行为统计

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	Pharmatel	澳大利亚	抗癌类大输液	1800万欧元
2004年11月	Infusia 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	DuberPharma	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	Bilphar II	越南	输液产品	900万欧元

来源：公司公告，国金证券研究所

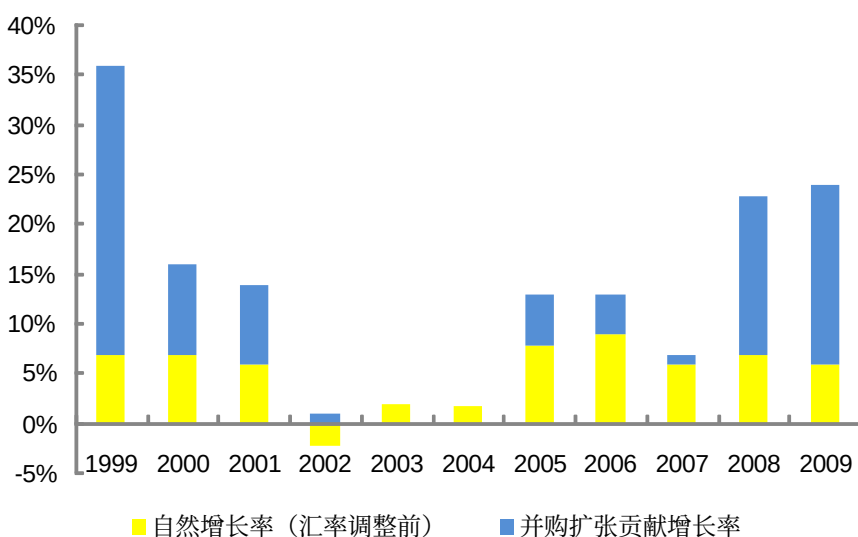
- 公司在实施“全球化并购式发展战略”之后，销售收入增速显著提升，在快速并购的 2005-2009 年期间，公司的年复合增速从原来的 5.3%提高到 16.4%，其中 9.4%来自于兼并收购的贡献。公司目前销售收入中，50%的比例来自并购的贡献。

图表14：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

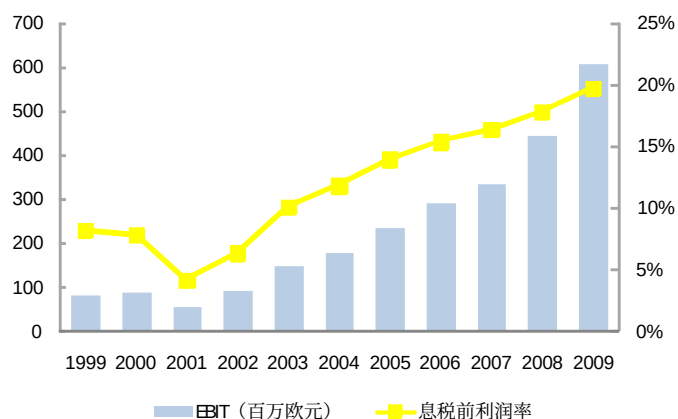
图表15：并购扩张对费森尤斯卡比销售增速贡献度统计



来源：公司公告，国金证券研究所

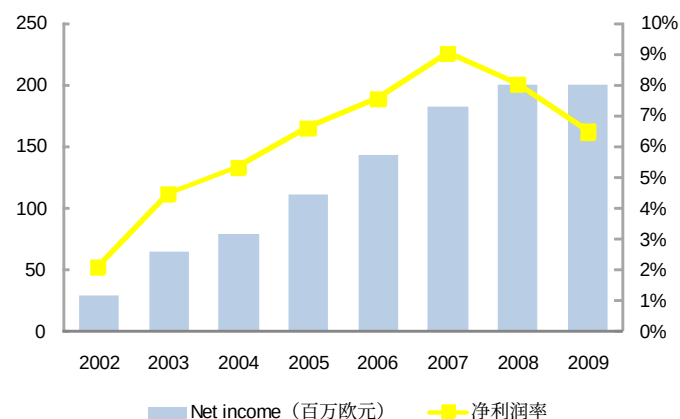
- 并购给公司带来的不仅仅是规模的增长，由于费森尤斯卡比的品牌和产品技术在新进入的市场具有绝对的竞争优势，公司不仅实现了产能扩张，还利用在当地强势的议价能力不断改善盈利水平。从统计数据看，过去几年公司息税前利润率稳步攀升，从 2004 年的 11.8% 提高到 2009 年的 19.7%。卡比 2005-2009 年平均利润增速为 27%，远高于销售收入 15% 的增长率。

图表16：卡比息税前利润额及率统计



来源：公司公告，国金证券研究所

图表17：卡比净利润额及率统计



- 由此可见，费森尤斯卡比是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。

结论：输液行业并购成本低、见效快、效果立竿见影

- 从国内外龙头企业的经验来看，并购都给公司带来了绝对的利润贡献。对于有丰富并购经验的企业而言，并购的价值一般是正向的。对于市场份额的提升的效果也是立竿见影的。

并购的结果，未来输液市场蓝图畅想

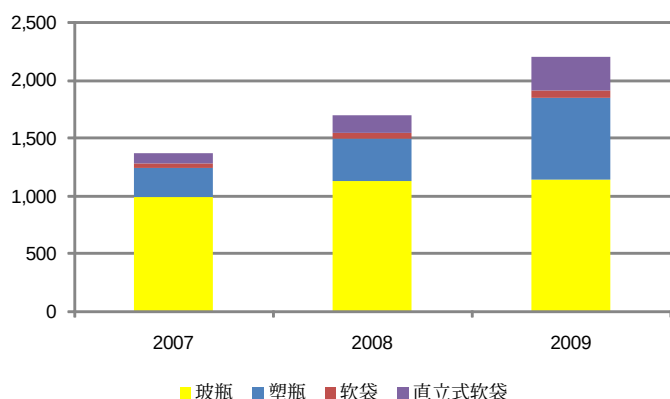
- 行业的并购浪潮已经开始，产业集中度的提升是我们期待的。当这样的一个进程完成之时，输液是一个什么样的行业？3-5 年后的事情我们无法预测，我们可以借助国外的经验主义进行一下畅想：
- 国内输液市场 70%的产能集中在 3-5 家企业当中，其中很可能产生市场份额接近 50%的超级龙头企业。产能的集中也带来话语权的集中，“输液价格低于矿泉水”的特色能否在那时候终结，就要看寡头们之间的态度了。至于在产品升级换代、市场集中度提升过程中退出市场的小企业，在那时候行业较高利润的吸引下，想重新回到行业当中已经不太现实。因为被技术淘汰丧失的不仅仅是市场，更是进入门槛的能力。
- 由于 3-5 年内我们看重行业的着眼点是：产业升级、产业整合带来的结构性机会，至于上述畅想我们只提供一个思路，具体的论证和投资机会还是留给后人检验吧。

上市公司并购能力探讨：谁手中的并购资本多？

科伦药业 (002422.sz)

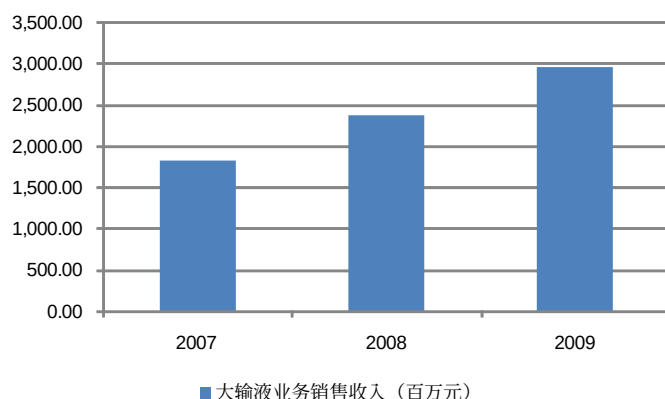
- 科伦药业是目前国内最大的大输液生产企业，2009 年实现各品类输液 22 亿瓶袋，占全国市场份额预计为 25%。公司今年通过上市募集资金，目前现金超过 40 个亿，这是公司开展并购的资本。

图表18：科伦药业大输液销量统计



来源：国金证券研究所

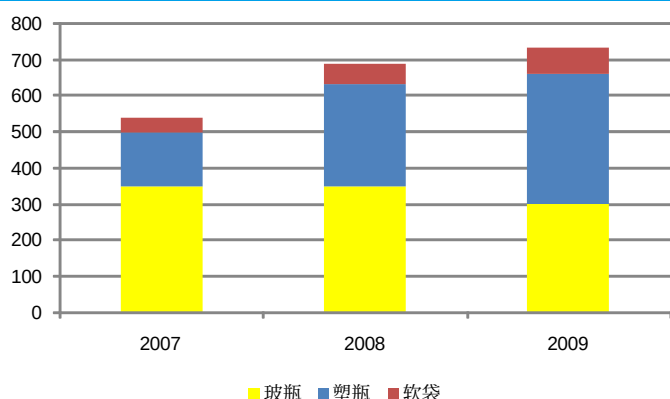
图表19：科伦药业大输液销售收入统计



双鹤药业 (600062.sh)

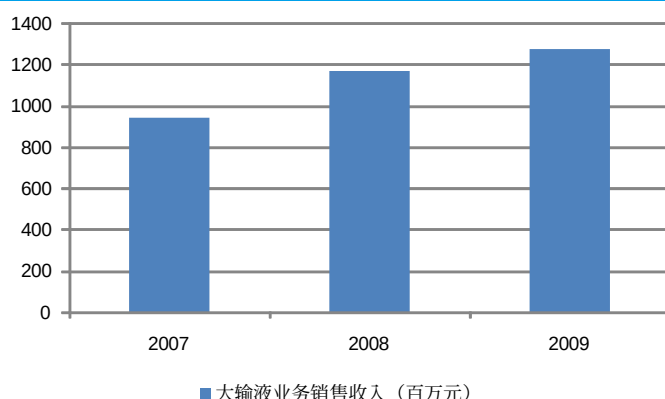
- 双鹤药业是目前国内第二大的大输液生产企业，2009 年实现各品类输液 7 亿瓶袋，占全国市场份额预计为 8%。公司上一次融资是 08 年，募集资金主要用于了输液基地的建设。目前公司报表显示货币资金 10 个亿，这可能是目前公司发展的主要依靠。

图表20：双鹤药业大输液销量统计



来源：国金证券研究所

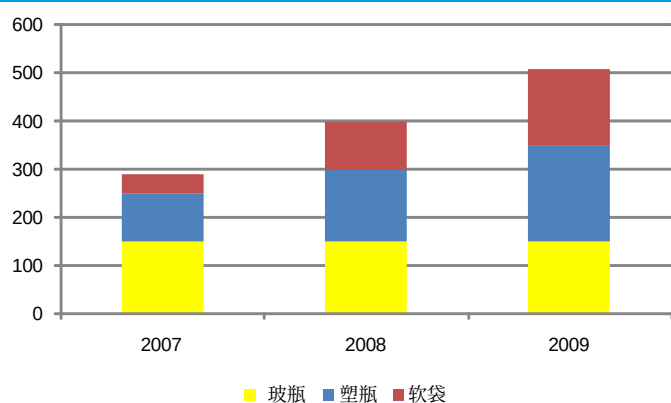
图表21：双鹤药业大输液销售收入统计



利君国际 (2005.hk)

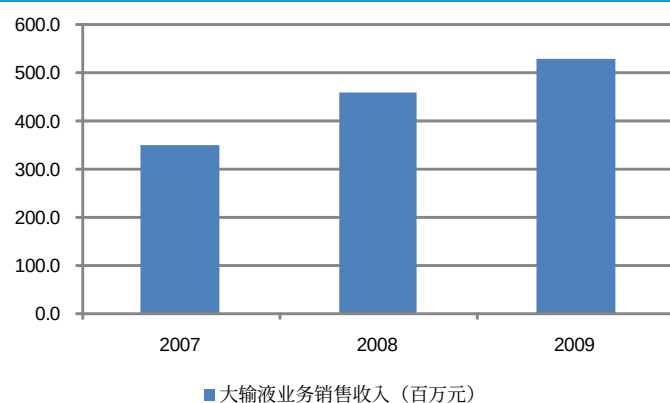
- 利君国际旗下的石家庄第四制药厂是目前国内第三大上市输液企业，2009 年各品类输液产能 5 亿瓶袋，占全国市场份额预计为 6%。利君国际上半年启动了配股，募集资金 4.5 亿元。此次 9000 万元进军吉林，也是该资金的使用范围之一。因此公司还有剩余的能力开展进一步的并购。

■ 图表22：石四药大输液产能统计



来源：国金证券研究所

■ 图表23：石四药大输液销售收入统计



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 10%—20%；

持有：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -10%—10%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 10%—20%；

卖出：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；

持有：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

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