

分析师： 乔洋 021-68751065 zoupeng@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120007
联系人： 邹朋 021-68751065 zoupeng@cjsc.com.cn

尔康制药新股分析报告

事件描述

湖南尔康制药股份有限公司拟首次向社会公开发行 4,600 万股，发行后公司总股本不超过 18,400 万股，公司公开发行的社会公众股占比为 25.00%。

■ 公司是国内药用辅料市场的龙头企业

公司自成立伊始便意识到药用辅料行业的安全性与有效性将是今后我国药品安全的必要因素，因此公司一直将药用辅料标准化、安全性、有效性、规范化视为企业发展的生命。经过不断的探索和研究，公司已将 112 种药用辅料进行了标准化生产，并获得了药用辅料注册批件，成为目前拥有药用辅料注册批件最多的企业之一。

同时公司在行业内率先将 GMP 认证引入药用辅料的生产中，从而使药用辅料从生产过程到最终产品均实现标准化，极大的提高了药用辅料的安全性，为制药企业选择安全、放心的药用辅料提供了有效的依据。为公司的产品质量提供了有力的保障，获得了下游企业广泛的认可，从而为公司带来了大量的订单，使公司在市场中确立了巨大的领先优势。目前公司已与国内近 3,000 家制药企业建立了稳定的业务关系，客户覆盖了国内 70%以上的制药企业。

■ 磺苄西林钠市场竞争较小，未来将成为公司主要增长点之一

公司是国内最早取得磺苄西林钠原料药和成品药注册批件的企业，并且公司是唯一拥有注射用磺苄西林钠成品药全部三个规格（1g、2g、4g）批准文号的企业。公司经过不断的工艺研发和技术改进，形成了自己独有的工艺技术，不仅降低了生产成本，而且还提高了产品质量，使公司的产品在溶解度、澄明度、溶解速度以及注射痛感方面均明显领先于竞争对手。随着产品大规模投产，公司市场占有率有望大幅上升。

■ 募集资金用于药用辅料和注射用磺苄西林的扩产

本次募集资金拟通过在公司现有生产基地按照 GMP 标准新建药用辅料生产车间和生产线，以及抗生素原料药生产车间和生产线，并建立两个危化品仓库。在药用辅料方面，新增年产 5,000 吨药用甘油、5,000 吨药用丙二醇、10,000 吨药用乙醇、2,000 吨药用氢氧化钠。在原料药方面，新增年产 50 吨磺苄西林钠原料药。

■ 建议询价区间在 18.0 0- 21.00 元

我们预计尔康制药 2011-2013 年 EPS 分别为 0.60 元、0.93 元和 1.35 元。目前我国药用辅料市场仍处于起步阶段，相关法律法规并不完善，随着未来相关管理办法的出台，行业集中度将会提升，尔康制药作为药用辅料行业的龙头在产品报备认证方面已经走到了前面，未来有望在行业整合中受益。此外公司在抗生素产品磺苄西林钠上面具有国内最多的剂型，市场竞争较小，未来几年也能够为公司业绩的快速增长提供支持，给予公司 2011 年 EPS 30-35 倍估值，建议询价区间在 18.00 元至 21.00 元。

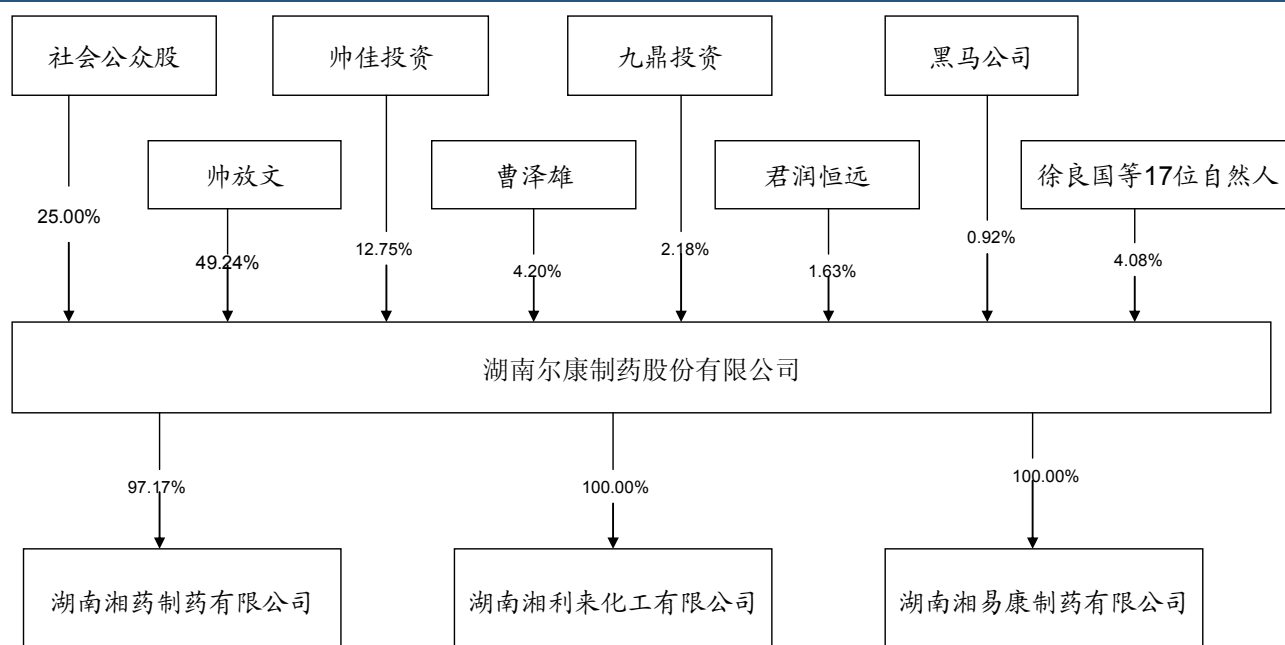
公司背景

管理层控股的民营企业

公司由湖南尔康制药有限公司于 2010 年 10 月整体变更为湖南尔康制药股份有限公司，是致力于药用辅料及新型抗生素的研发、生产和销售医药类高新技术企业，是国内品种最全、规模最大的专业药用辅料生产企业之一，并且是国内少数几家拥有新型青霉素类抗生素——磺苄西林钠原料药和成品药注册批件的企业之一。公司拥有 100 多个药用辅料品种，可为片剂、针剂、硬胶囊剂、颗粒剂、丸剂、口服液等药品制剂的生产提供药用辅料，主要产品包括药用甘油、药用蔗糖、药用乙醇、药用丙二醇、药用氢氧化钠等。

公司为管理层持股的民营省级高新技术企业，本次公司公开发行 4,600 万股，发行后公司总股本不超过 18,400 万股，公司公开发行的社会公众股占比为 25.00%。公司控股股东为帅放文先生，本次发行前直接持有公司 9060.20 万股股份，占发行前总股本的 65.66%，发行后总股本的 49.24%，为公司的实际控制人。

图 1：发行后公司股权结构图



附注：帅佳投资董事长曹再云占有 68.22% 的股份，曹再云是帅放文先生的配偶

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司主营业务分为药用辅料和抗生素两部分

公司的两项主营业务分别是药用辅料和磺苄西林钠（包括原料药和成品药）的生产。在药用辅料行业，公司已经发展成为国内拥有药用辅料注册批件最多、销售规模最大的专业药用辅料企业之一。并且公司率先在行业内采用 GMP 认证环境下进行药用辅料生产，对产品生产进行了严格的检验、检测、监控，为公司的产品质量提供了有力的保障，获得了下游企业广泛的认可，确立了公司在行业中的领先优势；在成品药行业，公司是国内最早取得磺苄西林钠原料药和成品药注册批件的企业，并且公司是唯一拥有注射用磺苄西林钠成品药全部三个规格（1g、2g、4g）批准文号的企业。

表 1: 公司主要产品

产品	品种	功能
药用辅料	主要产品包括药用甘油、药用蔗糖、药用乙醇、药用丙二醇、药用氢氧化钠等	其能在药物释放系统的生产过程中有助于对药物释放系统的加工处理，保护、支持和加强药品的稳定性、生物利用度或病人的顺应性，有助于药品的识别，在储存或使用期间增强药品的总体安全性和有效性等，还具有增溶、助溶、缓控释等重要功能
青霉素类抗生素	磺苄西林钠原料药和成品药	通过干扰细菌细胞壁的合成而产生抗菌作用，主要用于铜绿假单胞菌、变形杆菌、大肠杆菌等敏感菌引起的感染（呼吸系统感染、腹腔感染、泌尿系统感染、浅表性化脓性疾病、败血症、亚急性细菌性心内膜炎、中耳炎、腮腺炎、副鼻窦炎等）

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

行业背景和概况

药用辅料是药品制剂中重要的组成部分

药用辅料是指除主药以外的一切成份的统称，在安全性方面已进行了适当评估并且包含在药物释放系统中的物质，其能在药物释放系统的生产过程中有助于对药物释放系统的加工处理，保护、支持和加强药品的稳定性、生物利用度或病人的顺应性，有助于药品的识别，在储存或使用期间增强药品的总体安全性和有效性等。药用辅料在药品中除了赋形、充当载体、提高稳定性外，还具有增溶、助溶、缓控释等重要功能，是可能会影响到制剂的质量、安全性和有效性的重要成分。药用辅料按其制剂用途的不同，可以大致分为五类：制剂稳定性辅料、固体制剂辅料、半固体制剂辅料、液体制剂辅料和其它医药辅料。

近年来，随着全新化学药物开发越来越艰难，新药上市数量逐年下降，发达国家的药物研究逐渐转向新型药物制剂的开发，而新型药物制剂必须由新型辅料为“骨架”才能制成。因此，新辅料是决定新制剂成败的关键原料，而药物本身反而是“配角”。这种地位的转变推动了药用辅料的研究、开发和利用，从而取得了一大批新型药用辅料。

目前，国外药用辅料占整个药品制剂产值的 10%~20%，国外被认可上市的药用辅料已达 1,000 种以上，新药用辅料还在逐年增加。近 10 余年来国外开发的新辅料已达 300 多种，品种多，型号多，规格全，可完全适应开发新剂型、新制剂的需要，有力地推动了药物制剂工业的发展。

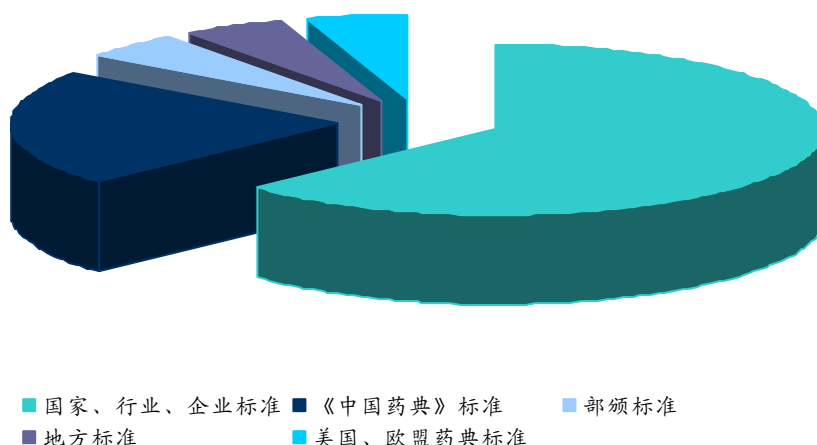
我国药用配料行业处于起步阶段，发展空间巨大

国内药用辅料的发展较晚，二十世纪七十年代以前，基本上没有开发和应用新药用辅料，仍然沿用二十世纪三四十年代的传统老药用辅料，且所生产的传统辅料质量不高，品种少，也没有专门的药用辅料生产厂家，大部分分散在化工和食品行业生产，缺乏“药用”概念，标准不一，符合药用标准的很少。改革开放后，药用辅料获得了较大的发展，应用辅料研发新制剂的意识进一步加强，国内药用辅料生产企业规模也逐渐壮大，品种逐步增多，“药用”意识不断提高。然而，2006 年“齐二药”事件的爆发，暴露出我国药用辅料安全和监管问题仍然巨大。与发达国家相比，我国的药用辅料在标准、质量、监管等方面均有较大距离。

表 2: 我国药用辅料行业特点

我国药用辅料行业现状	
品种较少，标准体系不健全	目前，我国制剂使用的药用辅料大约有 500 多种，但具有药用质量标准的占少数，尤其在药典中收载较少。2010 版《中国药典》中收载药用辅料 132 种，仅占总数的四分之一左右，其他大部分为国家标准、行业标准和企业标准。
监管体制不健全	国家层面的法规尚未强制药用辅料行业取得药品注册批件和 GMP 认证，由于监管体制不健全及部分药品生产企业对药用辅料对于药品安全的重要性认识不足等原因，目前国内在一定程度上存在滥用化工级辅料和食品添加剂的现象，在使用的 500 多种药用辅料中，具有《药品生产许可证》企业生产的辅料品种仅占 19%，其余为化工厂 45%，食品生产企业 22% 和其他企业 14%。
新药用辅料的研究和应用落后	除了少数研究所和大型制药企业的中心实验室对某些新药用辅料进行了一部分研究外，全国大多数制药企业对新药用辅料的应用研究还是空白。国内现有的药用辅料生产厂家，主要是对国外专利到期产品进行仿制，难以自主研发新型药用辅料。

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 2: 我国药用辅料质量标准构成情况


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

由于药用辅料品种繁多，而我国药用辅料行业又高度分散，因此相关市场数据的统计难度较大。目前，关于国内药用辅料市场规模和现状的统计数据均不统一。因此只能通过制药行业相关数据对药用辅料行业的市场规模进行测算。

目前，国外药用辅料占整个药品制剂产值的 10%~20%，由于我国药用辅料起步较晚，整体水平还较低，因此国内药用辅料在整个药品中占比还较低，一般认为在 2-3% 左右。药用辅料主要用于化学药品制剂、生物生化制品和中成药等制剂产品。国家统计局的数据显示，2009 年化学药品制剂行业累计实现工业总产值 4,831.83 亿元，中成药制造业 2,111.68 亿元，生物生化制品制造业完成 918.71 亿元，这三者加起来为 7,862.22 亿元。按照我国药用辅料占药品制剂总产值的 2% 的比例保守估计，2009 年国内药用辅料的总产值为 150 亿元左右。

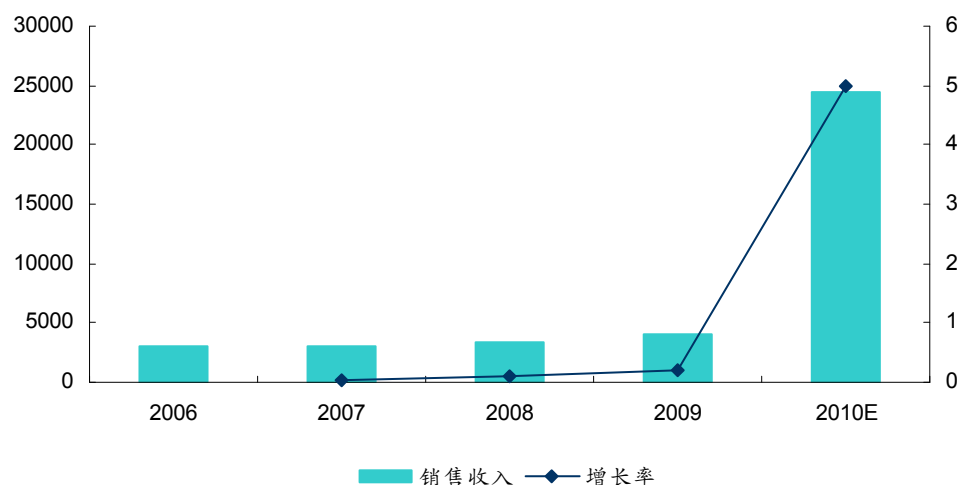
随着国际医药全球化的发展，药物生产制造环节向发展中国家转移的趋势逐渐明显，我国已经成为全球制药产业转移的重点地区。随着制剂生产规模的扩大必将带动药用辅料市场规模的增长。在我国药用辅料市场规模逐年扩大的同时，药用辅料市场需求量每年都将以 15%~20% 的速度增长。

国产磺苄西林钠市场逐渐增大

磺苄西林钠最早是由日本武田药品公司研究所研制，该药品的国外专利批准日时间为 1972 年 11 月 5 日，保护期为 20 年，专利于 1992 年 11 月 5 日到期。我国于 1985 年实现了磺苄西林钠原料药的仿制，但由于磺苄西林钠酰胺侧链合成的难度较大，相关技术水平一直无法实现大规模工业化生产。2009 年，国内少数企业在磺苄西林钠的大规模合成工艺上取得技术突破，产量开始逐渐增加。同时，注射用磺苄西林钠于 2009 年年底进入《国家基本医保药品目录》，使其临床应用和推广拥有了市场基础。

由于磺苄西林钠作为新兴抗生素，其大规模推广的产品基础、市场基础、认知度等条件正在逐步成熟的过程中。另外，由于我国的医药采购体制采用招标制，各省市的招标均有一定周期性。同时，由于国内可生产磺苄西林钠产品的企业很少，因此磺苄西林钠还未在市场中进行大规模推广。随着磺苄西林钠市场推广所需各方面条件的成熟，临床医生和患者对其效果认可后，有效的市场推广将会带来其市场规模的快速增长。

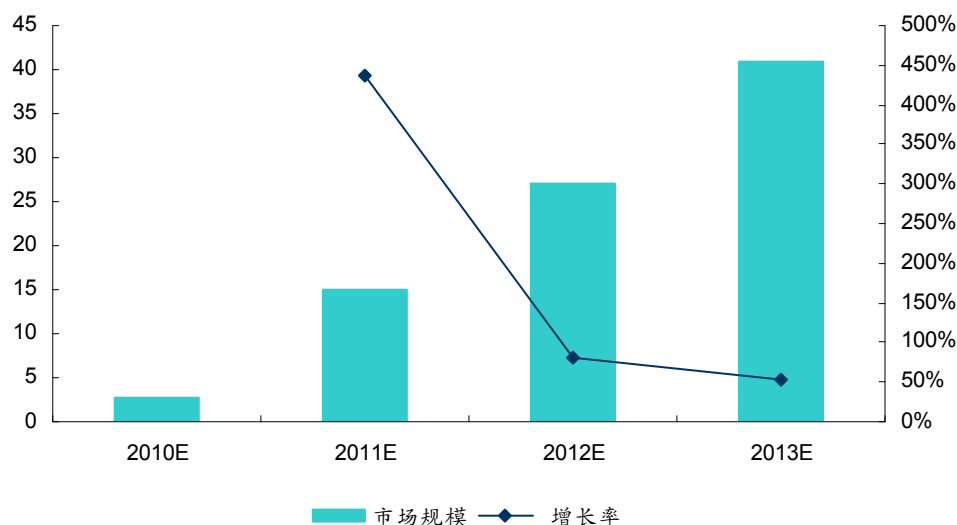
图 3：近 5 年磺苄西林钠制剂总体市场规模与增长情况（单位：万元）



资料来源：招股说明书、长江证券研究部

随着我国经济水平的发展，人们用药金额的提高，我国医疗保障制度的不断完善，以及新医改和新农合政策全面推进所带来的市场扩容，抗生素药物作为一种基础用药，应用科室广，未来几年仍将保持稳定的增长速度。作为抗生素领域的其中一个品类，磺苄西林钠制剂已被纳入我国医疗保险目录里的乙类品种，并在医保这一有利因素驱动下，磺苄西林钠在未来几年将以较快速度发展。根据南方医药经济研究所的预测，2013 年磺苄西林钠市场规模将达到 41 亿元。

图 4：2011-2013 年我国磺苄西林钠制剂行业发展预测（单位：亿元）



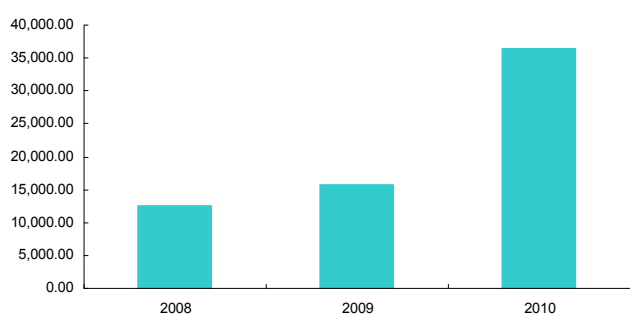
资料来源：招股说明书、长江证券研究部

公司经营和竞争优势分析

公司收入保持高速增长

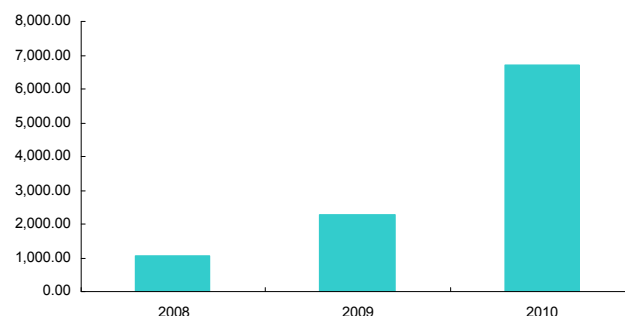
近年来，公司药用配料及成品药（主要是注射用磺苄西林钠）业务成长速度较快，目前，公司拥有 100 多个药用辅料品种，可为各种片剂、针剂、硬胶囊剂、丸剂、口服液等药品的生产提供药用辅料；并且是国内几家拥有新型青霉素类抗生素——磺苄西林钠原料药和成品药注册批件的企业之一。公司依托自身技术优势，立足国内市场，近年来营业收入和利润水平呈快速增长态势。公司的营业收入和净利润均实现了快速增长。2008 年至 2010 年，公司分别实现主营业务收入 12,613.23 万元、15,783.25 万元和 36,393.38 万元，年均增长率为 77.86%；公司分别实现净利润 1,069.25 万元、2,275.30 万元和 6,711.12 万元，年均增长率为 153.87%。2011 年 1-6 月公司销售收入已达 31,104.39 万元，净利润为 6,094.75 万元。

图 5：2008-2010 年公司营业收入增长迅速（单位：万元）



资料来源：招股说明书、长江证券研究部

图 6：2008-2010 年公司净利润增长较快（单位：万元）



资料来源：招股说明书、长江证券研究部

药用辅料标准化先行，市场份额有待提升

由于我国药用辅料管理体制的不健全以及相关标准的不完善，对于辅料生产企业也没有强制认证要求，因此大量的辅料产品都是由化工原料生产企业和食品生产企业生产，而专业药用辅料企业很少，同时也给药品安全带来极大的隐患。2006 年我国发生的“齐二药事件”就是由于齐齐哈尔第二制药有限公司违反规定，购入工业用“二甘醇”代替医用丙二醇作辅料，用于“亮菌甲素注射剂”的生产，二甘醇在病人体内氧化成草酸，导致多名患者肾功能衰竭，造成多名患者死亡。因此，药用辅料的质量直接关系到药物制剂的安全性问题。

由于药用辅料种类繁多，大多数企业仅能生产部分产品，各企业生产的产品品种也不尽相同，因此市场份额的统计无法具体到产品，仅能以整个行业的容量为标准，通过销售规模进行估算。

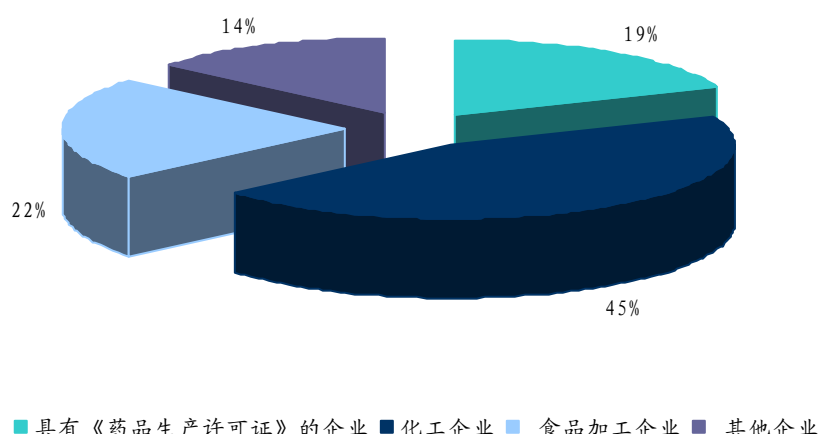
表 3：2009 年国内几家较大药用辅料企业销售额

企业名称	2009 年销售额	市场份额
湖南尔康制药	1.57 亿元	1.05%
湖州展望药业	约 1.4 亿元	约 0.93%
山东聊城阿华制药	约 9,000 万	约 0.6%
安徽山河药用辅料公司	约 8,500 万	约 0.57%

资料来源：招股说明书、长江证券研究部

公司自成立伊始便意识到药用辅料行业的安全性与有效性将是今后我国药品安全的必要因素，因此公司一直将药用辅料标准化、安全性、有效性、规范化视为企业发展的生命。经过不断的探索和研究，公司已将 112 种药用辅料进行了标准化生产，并获得了药用辅料注册批件，成为目前拥有药用辅料注册批件最多的企业之一。

图 7：药用辅料行业企业机构



资料来源：招股说明书、长江证券研究部

同时公司在行业内率先将 GMP 认证引入药用辅料的生产中，从而使药用辅料从生产过程到最终产品均实现标准化，极大的提高了药用辅料的安全性，为制药企业选择安全、放心的药用辅料提供了有效的依据。为公司的产品质量提供了有力的保障，获得了下游企业广泛的认可，从而为公司带来了大量的订单，使公司在市场中确立了巨大的领先

优势。目前公司已与国内近 3,000 家制药企业建立了稳定的业务关系，客户覆盖了国内 70%以上的制药企业。在未来我国药用辅料管理体制及标准不断完善过程中，对于药用辅料的监管以及认证工作将越来越严格，不符合规范的企业将被淘汰，公司将凭借标准化先行的优势获得巨大的市场竞争力。

磺苄西林钠将成为公司快速发展提供支持

公司是国内最早取得磺苄西林钠原料药和成品药注册批件的企业，并且公司是唯一拥有注射用磺苄西林钠成品药全部三个规格（1g、2g、4g）批准文号的企业。公司经过不断的工艺研发和技术改进，形成了自己独有的工艺技术，不仅降低了生产成本，而且还提高了产品质量，使公司的产品在溶解度、澄明度、溶解速度以及注射痛感方面均明显领先于竞争对手。随着产品大规模投产，公司市场占有率有望大幅上升。

磺苄西林钠为半合成类青霉素，其合成路径较为复杂，尤其是其酰胺侧链的合成难度较大。相比于市场中已大规模应用的普通抗生素，磺苄西林钠的合成工艺技术更复杂、质量控制难度更大，因此要掌握合适的合成方法对研发实力和研发投入的要求较高。如没有合适的合成方法，其合成过程将耗费大量的时间和成本，并且合成产品的收率和纯度也较差，一方面无法实现大规模的工业化生产，同时也无法为生产企业带来经济效益，因此国内少有企业从事该产品的研发。2009 年，国内少数企业在磺苄西林钠合成工艺方面实现了突破，可以实现磺苄西林钠原料药的规模化生产，从而为其注射剂的生产及推广提供了产品基础。同时，注射用磺苄西林钠于 2009 年年底进入《国家基本医保药品目录》，使其临床应用和推广拥有了市场基础。

目前，由于磺苄西林钠大量进入市场的时间较晚，生产企业也较少，因此相关市场数据较少。据南方医药经济研究所的统计，目前产品大批量投入市场的仅有山东瑞阳制药有限公司与本公司。公司注射用磺苄西林钠生产线于 2010 年 3 月正式投产，并逐步进入市场。由于公司产品品质卓越，市场份额提升较快。

表 4：2010 年磺苄西林钠主要企业预计销售额

企业名称	2010 年预计	
	销售额（万元）	市场份额
山东瑞阳制药有限公司	12,561	50.77%
湖南尔康制药股份有限公司	7,541.46	30.48%
其他	4,639	18.75%
合计	24,741.46	100.00%

资料来源：招股说明书、长江证券研究部

对于公司抗生素产品注射用磺苄西林钠来说，国内目前仅有 5 家企业拥有批准文号，竞争不激烈，而公司拥有明显的竞争优势由于磺苄西林钠作为新兴抗生素，其大规模推广的产品基础、市场基础、认知度等条件正在逐步成熟的过程中。另外，由于我国的医药采购体制采用招标制，各省市的招标均有一定周期性。同时，由于国内可生产磺苄西林钠产品的企业很少，因此磺苄西林钠还未在市场中进行大规模推广。随着磺苄西林钠市场推广所需各方面条件的成熟，临床医生和患者对其效果认可后，有效的市场推广将会带来其市场规模的快速增长。

表 5: 公司磺苄西林钠产能消化能力

公司磺苄西林钠产能消化能力	
巨大的市场需求	根据南方医药经济研究所出具的《我国抗生素制剂市场研究报告》显示，磺苄西林钠凭借其抗菌谱广、安全有效性高、毒副作用小等优点，以及已被纳入我国基本医保药品目录等因素的刺激下，未来几年将以较快速度发展，2013 年市场规模将达到 41 亿元。
公司产品具有明显的优势	公司在磺苄西林钠原料药和制剂生产方面均拥有自身的技术优势，不仅创新性的优化了原料药的生产工艺路线，提高了原料药的质量水平，并且在制剂生产方面公司是国内唯一采用瓶冻生产工艺生产的企业，避免二次分装带来的污染，提高了产品溶解度、澄明度与颜色（与有机溶剂残留量有关），降低高分子聚合物杂质，减轻注射时疼痛感，提高了用药安全性。因此，公司的产品与竞争对手相比具有更加优良的品质和更强的市场竞争力。
公司产品规格最多	我国注射用磺苄西林钠药品批准文号一共有三个规格，分为 1g、2g、4g，在已有批准文号的企业中，只有公司拥有全部三个规格的药品批准文号，其中 4g 规格的批准文号为公司独家拥有。产品规格的优势极大的提升了公司在参与竞标时的中标率，有力的保障了公司产品的销售。
中标成绩优异	公司产品在已经进行新一轮招标的省份中无一个省份落标，在其中 12 个省份公司更是获得了 3 个规格产品全部中标的优异成绩。优异的中标成绩可保证公司的产品顺利的在各省份的医院进行销售，可快速提升公司产品的影响力，从而增加产品需求量。
竞争对手较少	相比于传统抗生素产品上百个生产厂家竞争的局面，注射用磺苄西林钠仅有 5 个企业获得了药品批准文号，而同时拥有其原料药和制剂批准文号的企业仅有 3 家。较少的竞争对手为公司快速发展注射用磺苄西林钠提供了宽松的市场环境，公司通过不断提高技术水平、产品质量，加大市场推广力度，在广阔的市场空间下，公司可凭借自身的优势，迅速提升市场占有率。
完善的销售体系	公司建立了详细的销售管理制度，构筑了“总经理→营销总监→省区经理→市县区经理”的销售架构，形成了完整的销售体系，并制定了明确而清晰的岗位职责，保证销售队伍的高效运转。并且，公司的销售队伍均经受过严格的业务培训，有着丰富的医药营销经验，可保证公司注射用磺苄西林钠产品最大程度的覆盖市场，从而充分消化公司产能。

资料来源：招股说明书、长江证券研究部

公司辅料种类齐全，在研品种丰富

目前我国药用辅料行业监管制度和标准体系不健全，行业集中度低，专业药用辅料企业少，而药用辅料行业品种多且大部分品种用量小的特点又使大部分业内企业仅生产少数几种用量较大的品种，这就造成制药企业采购用量较小的品种时，采购成本和难度都大幅提高。目前公司在行业内是拥有最多药用辅料品种的企业之一，并且拥有多个国内独家品种。对于大部分制药企业来说，仅在公司便可完成所需全部或大部分药用辅料的采购，极大的提升了其采购的便利性和采购效率，降低了采购成本。因此，丰富的药用辅料品种使得公司在与其他规模相对较小的业内企业争夺市场时具有显著的竞争优势。

在药用辅料方面，公司目前已经将 112 种药用辅料进行了标准化生产，并获得了药用辅料注册批件，成为目前拥有药用辅料注册批件最多的企业之一。除此之外，公司还有 70 种药用辅料品种正在申报注册批件，其中 63 种产品目前都已处在中试阶段，烟氨酸和组氨酸都已经处在质量研究中，还有五种产品处于工艺参数筛选中。

在原料药和成品药方面正在研发的有阿扑西林（公司目前处于临床前研发阶段）和替加环素，鉴于这两种药的批准文号获得时间暂时无法预计，并且上述产品在国内的市场状况也不明确，目前实施的风险较大，因此 2011 年公司第一届董事会第一次临时会议决定将阿扑西林与替加环素产品的项目建设暂缓实施，待实施条件明确再进行相关决策。公司的预研项目也是充足的。

募集资金用于药用辅料和注射用磺苄西林的扩产

本次募集资金拟通过在公司现有生产基地按照 GMP 标准新建药用辅料生产车间和生产线，以及抗生素原料药生产车间和生产线，并建立两个危化品仓库。在药用辅料方面，新增年产 5,000 吨药用甘油、5,000 吨药用丙二醇、10,000 吨药用乙醇、2,000 吨药用氢氧化钠。在原料药方面，新增年产 50 吨磺苄西林钠原料药。

近几年公司的药用辅料产能利用率始终维持在 100% 左右，部分大批量品种已无法满足市场需求。本项目的建设将可以在很大程度上缓解公司产能不足的问题，同时为公司做大做强药用辅料提供支持。

表 6：募集资金投资项目(单位：万元)

项目名称	投资额	项目建设期	建设主体
药用辅料及抗生素原料药扩产项目	19,942	2 年	尔康制药
药用辅料工程技术研究中心建设项目	5,033	2 年	尔康制药
五千万支/年注射用磺苄西林钠扩产项目	19,332	2 年	湘药制药
营销网络建设项目	5,739	2 年	尔康制药
其他与主营业务相关的营运资金	-	-	-

资料来源：招股说明书、长江证券研究部

风险提示

- 药用辅料行业规范化进程的不确定性带来的风险：**未来行业监管标准的提高将使本公司在行业格局的重新调整中具备先发优势，能够迅速抢占市场份额。然而，药用辅料管理制度的建设和完善尚存不确定性，整个行业的标准化和规范化需要一段时间，药用辅料行业规范化进程的不确定性将会对公司未来的发展造成一定影响。
- 产品推广的风险：**磺苄西林钠作为新型抗生素制剂，需要一定的时间推广才能被市场广泛接受和认可，产品在推向市场时存在一定的销售风险，并且目前全国抗生素处于调控之中，公司抗生素产品也有使用受限风险。
- 主要原材料价格波动的风险：**公司药用辅料产品的原材料占成本比重较大（一般在 90% 左右）且价格波动较大。虽然公司可以通过调整产品售价向下游客户转移部分原材料涨价的风险（公司的药用辅料产品一般在原材料价格上涨后一个月内上调售价），但仍然存在原材料价格剧烈波动时公司产品价格调整不及时而带来的经营风险。同时，原材料价格的波动不利于公司的成本控制，原材料价格的持续上涨还将给公司带来流动资金的压力。

盈利预测

核心假设

1. 公司的募投项目能够按照计划完成。
2. 公司主导产品所在市场不会发生重大变化。
3. 公司主导产品价格能够基本保持稳定。

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
药用蔗糖	736.33	2146.09	10492.09	22033.39	37456.76	48693.79
增长率		191.46%	388.89%	110.00%	70.00%	30.00%
毛利率	28.15%	10.47%	6.83%	7.00%	9.00%	11.00%
药用甘油	3201.66	2695.27	4282.36	4496.48	4946.13	5440.74
增长率		-15.82%	58.88%	5.00%	10.00%	10.00%
毛利率	25.16%	39.12%	39.75%	38.00%	38.00%	38.00%
药用乙醇	351.52	896.22	1606.76	2249.46	3149.25	4094.02
增长率		154.96%	79.28%	40.00%	40.00%	30.00%
毛利率	8.63%	11.55%	18.97%	16.00%	16.00%	16.00%
药用丙二醇	1239.39	1250.95	1739.75	2435.65	3166.35	3957.93
增长率		0.93%	39.07%	40.00%	30.00%	25.00%
毛利率	16.03%	23.61%	20.98%	19.00%	20.00%	20.00%
药用氢氧化钠	914.08	1031.46	1044.33	1096.55	1206.20	1447.44
增长率		12.84%	1.25%	5.00%	10.00%	20.00%
毛利率	67.18%	62.64%	70.53%	71.00%	70.00%	70.00%
其他药用辅料	3780.18	5765.13	7481.06	12717.80	19076.70	24799.71
增长率		52.51%	29.76%	70.00%	50.00%	30.00%
毛利率	47.91%	48.25%	66.59%	62.00%	60.00%	60.00%
药用辅料合计	10223.16	13785.12	26646.35	45029.33	69001.39	88433.64
增长率		34.84%	93.30%	68.99%	53.24%	28.16%
毛利率	35.87%	37.04%	33.05%	28.29%	27.07%	28.00%
注射用磺苄西林钠			7541.46	15082.92	24132.67	33785.74
增长率				100.00%	60.00%	40.00%
毛利率			66.90%	67.00%	65.00%	65.00%

其他收入	2390.07	1998.13	2205.57	3087.80	4168.53	5627.51
增长率		9.45%	43.83%	40.00%	35.00%	35.00%
毛利率	18.83%	37.45%	42.54%	40.00%	40.00%	40.00%
总计	12613.23	15783.25	36393.38	63200.05	97302.59	127846.89
增长率		25.13%	130.58%	73.66%	53.96%	31.39%
综合毛利率	32.64%	37.09%	40.64%	38.10%	37.03%	38.31%

申购建议

根据上述假设，我们预计尔康制药 2011-2013 年 EPS 分别为 0.60 元、0.93 元和 1.35 元。目前我国药用辅料市场仍处于起步阶段，相关法律法规并不完善，随着未来相关管理办法的出台，行业集中度将会提升，尔康制药作为药用辅料行业的龙头在产品报备认证方面已经走到了前面，未来有望在行业整合中受益。此外公司在抗生素产品磺苄西林钠上面具有国内最多的剂型，市场竞争较小，未来几年也能够为公司业绩的快速增长提供支持，给予公司 2011 年 EPS 30-35 倍估值，建议询价区间在 18.00 元至 21.00 元。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	364	632	973	1278	货币资金	30	860	776	889
营业成本	216	391	613	789	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	148	241	360	490	应收账款	41	75	119	161
% 营业收入	40.6%	38.1%	37.0%	38.3%	存货	66	119	187	240
营业税金及附加	2	3	5	6	预付账款	5	9	15	19
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	37	62	92	118	流动资产合计	148	1073	1112	1329
% 营业收入	10.1%	9.8%	9.5%	9.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	26	43	63	79	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.0%	6.8%	6.5%	6.2%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	3	0	-3	-3	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.8%	0.0%	-0.3%	-0.2%	固定资产合计	123	219	411	498
资产减值损失	3	3	2	-1	无形资产	21	20	19	18
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	3	0	0	0
营业利润	78	130	201	291	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	21.4%	20.6%	20.6%	22.7%	资产总计	296	1312	1542	1845
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	60	0	0	0
利润总额	78	130	201	291	应付款项	14	26	40	51
% 营业收入	21.5%	20.6%	20.7%	22.8%	预收账款	11	20	30	40
所得税费用	11	18	29	41	应付职工薪酬	4	8	12	16
净利润	67	112	173	250	应交税费	17	28	43	62
归属于母公司所有者					其他流动负债	12	20	31	39
的净利润	66.5	111.0	171.5	248.3	流动负债合计	117	101	156	208
少数股东损益	1	1	1	1	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.36	0.60	0.93	1.35	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	2	3	5	7
经营活动现金流净额	42	76	123	222	负债合计	119	104	161	214
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	175	1206	1378	1626
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	1	2	3	5
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	177	1208	1381	1631
固定资产投资	-65	-106	-210	-113	负债及股东权益	296	1312	1542	1845
其他	-1	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-66	-106	-210	-113		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.361	0.604	0.932	1.349
股权融资	0	920	0	0	BVPS	1.27	8.74	7.49	8.84
银行贷款增加（减少）	22	-60	0	0	PE	110.74	66.28	42.91	29.64
筹资成本	3	0	3	3	PEG	2.01	1.20	0.78	0.54
其他	-5	0	0	0	PB	31.50	4.58	5.34	4.53
筹资活动现金流净额	19	860	3	3	EV/EBITDA	81.08	45.90	30.41	20.54
现金净流量	-4	830	-84	113	ROE	37.9%	9.2%	12.4%	15.3%

分析师介绍

乔洋，长江证券研究部分析师；
邹朋，武汉大学细胞生物学硕士/生物技术学士毕业，从事生物制药与医疗器械行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。