

尔康制药 (300267)

引领行业标准的专业药用辅料龙头企业

建议询价区间

14.4-15.28 RMB

预计上市定价

18.0-19.1 RMB

主要数据

所属行业	生物医药行业
公司网址	www.hnckang.com
实际控制人/持股	帅放文/65.66%
总股本(百万股)	184
发行量(百万股)	46
筹资额(亿元)	
社会公众股占比(%)	25%
每股净资产(元)	0.95
净资产收益率(%)	37.9%
资产负债率(%)	4.03%

证券分析师

凌 军 S1060209110193
0755-22624694
lingjun004@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 专注于药用辅料及新型抗生素的医药企业

公司自成立以来一直从事医药产品的研发、生产和销售，主要业务包括药用辅料及新型抗生素，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。

■ 药用辅料市场广阔

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。2009 年国内药用辅料的总产值为 150 亿元左右，2010 年近 200 亿元，同比增速约 25%。预计未来药用辅料行业增速仍将高于 20%。

■ 药用辅料行业标准化先行者

公司已将 112 种药用辅料进行了标准化生产，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。

■ 多因素驱动公司未来成长

随着新医改和人口老龄化带来的药物需求的提升、药用辅料的管理体制和标准不断完善所带来的行业快速有序发展。募投项目主要应用于药用辅料和磺苄西林钠扩产及营销网络建设，未来几年有望保持快速增长。

■ 估值区间为 18.0-19.1 元/股

我们看好公司的后续发展，但出于谨慎考虑，我们给予 2011 年 PE 估值区间为 31-33 倍，预计 2011-2013 年全面摊薄后的 EPS 为 0.58, 0.87 和 1.14 元，合理估值区间为 18.0-19.1 元/股，对应 2010-2013 年动态 PE 为 50-53, 31-33, 21-22 和 16-17 倍。按照 20%折价，建议询价区间 14.4-15.28 元。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	158	364	574	865	1,136
YoY(%)	25.1	130.6	57.8	50.5	31.4
净利润(百万元)	23	66	106	161	209
YoY(%)	109.9	192.1	59.4	51.7	30.2
毛利率(%)	37.1	40.6	38.7	37.9	37.9
净利率(%)	14.4	18.3	18.4	18.6	18.4
ROE(%)	20.9	37.9	9.5	12.7	14.1
EPS(摊薄/元)	0.12	0.36	0.58	0.87	1.14

正文目录

一、估值分析及投资风险提示	4
1.1 估值分析：估值区间为 18.0–19.1 元/股.....	4
1.2 投资风险提示.....	5
二、公司概况	5
2.1 专注于药用辅料及新型抗生素的医药企业	5
2.2 营业收入高速增长，市场份额占据行业领先地位	6
2.3 股权结构.....	7
三、医药行业发展迅速，中药行业保持快速增长	8
3.1 行业发展概况.....	8
3.2 影响行业发展的有利因素	9
四、公司核心竞争优势	10
4.1 核心技术优势	10
4.2 标准化先行优势	11
4.3 产品规模优势.....	12
4.4 创新优势	13
4.5 新产品优势	13
五、财务指标分析	14
5.1 盈利能力分析.....	14
5.2 费用分析.....	15
5.3 偿债能力分析.....	16
5.4 运营能力分析.....	17
5.5 现金流量分析.....	17
六、募投项目及盈利预测	18
6.1 募投项目分析.....	18
6.2 收入与业绩预测	18
6.3 盈利预测汇总.....	20

图表目录

图表 1	主要参比公司 PE 估值水平	4
图表 2	估值参数设定 (WACC 与永续增长率)	4
图表 3	公司估值敏感性分析	5
图表 4	2010 年公司主营业务收入构成	6
图表 5	公司今年所获技术荣誉	6
图表 6	公司近年业绩持续增长	7
图表 7	公司在其所处行业的市场地位	7
图表 8	发行前后主要股权结构	8
图表 9	发行前后主要股权结构	8
图表 10	我国医药制造业总产值	9
图表 11	2010-2015 年抗生素制剂市场规模	9
图表 12	2002 年-2009 年全球药品销售额	10
图表 13	公司主要核心技术水平	11
图表 14	药品生产质量管理规范 (GMP) 证书	11
图表 15	公司主要产品介绍	12
图表 16	公司正在申请的专利	13
图表 17	瓶冻与盘冻技术对比	14
图表 18	近年公司毛利率水平	15
图表 19	2008 到 2010 年同行业可对比上市公司毛利率	15
图表 20	公司的期间费用与营业收入的关系趋势	16
图表 21	公司资产负债率	16
图表 22	公司流动比率和速动比率	17
图表 23	公司运营能力指标	17
图表 24	公司现金流量情况	17
图表 25	募集资金项目	18
图表 26	公司营业收入预测	19
图表 27	公司盈利预测汇总表	20

一、估值分析及投资风险提示

1.1 估值分析：估值区间为 18.0-19.1 元/股

■ 相对估值：估值区间为 18.0-19.1 元/股

根据我们的业绩预测模型，预计 2011-2013 年营业收入分别为 5.74，8.65 和 11.36 亿元，未来三年营业收入复合增长率约为 40.65%，归属母公司所有者净利润分别为 1.06，1.61 和 2.09 亿元，年复合增长率为 40.53%。

公司的主营业务为药用辅料及新型抗生素的研发、生产和销售。鉴于目前没用药用辅料类上市公司，选取莱美药业、现代制药、亚太药业、海翔药业和刚上市的仟源制药等从事抗生素业务公司作为可比公司进行相对估值分析。

图表1 主要参比公司PE估值水平

	股价(元) (9/7)	每股收益/EPS (元)			市盈率/PE (倍)		
		2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
莱美药业	20.38	0.24	0.51	0.73	84.92	39.96	27.92
现代制药	13.70	0.38	0.51	0.66	36.05	26.86	20.76
亚太药业	11.54	0.21	0.31	0.36	54.95	37.23	32.06
海翔药业	23.45	0.53	0.81	1.08	44.25	28.95	21.71
仟源制药	20.91	0.47	0.64	0.80	44.49	32.67	26.14
平均					52.93	33.13	25.72

资料来源：wind资讯、平安证券研究所

以 2011 年 9 月 7 日的收盘价为基准，5 家参比上市公司 2011 年的平均动态 PE 为 33.13 倍。我们看好公司的后续发展，但出于谨慎考虑，我们给予 2011 年 PE 估值区间为 31-33 倍，预计 2011-2012 年全面摊薄后的 EPS 为 0.57 和 0.87 元，合理估值区间为 18.0-19.1 元/股，对应 2010-2013 年动/静态 PE 为 50-53，31-33，21-22 和 16-17 倍。

■ 绝对估值：估值为 18.17-21.56 元/股

图表2 估值参数设定 (WACC与永续增长率)

贝塔值 (β)	1.208	股权资本成本 (Ke)	9.59%
无风险利率 (%)	3.25%	债务成本Kd (%)	5.68%
市场收益率 (%)	8.50%	所得税税率(%)	25.00%
WACC	9.53%	永续增长率(%)	1.00%

资料来源：平安证券研究所

在以上参数条件和我们的预测模型假设下，DCF 估值模型计算出公司的估值为 19.76 元/股，在 WACC ± 0.5%后 (9.02%-10.02%)，DCF 估值区间为 18.17-21.56 元/股。

图表3 公司估值敏感性分析

		永续增长率 (g)				
		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
WACC	8.52%	21.41	22.44	23.61	24.94	26.48
	9.02%	19.69	20.57	21.56	22.68	23.95
	9.52%	18.16	18.91	19.76	20.71	21.78
	10.02%	16.80	17.45	18.17	18.98	19.89
	10.52%	15.57	16.14	16.77	17.46	18.24

资料来源：平安证券研究所

■ 估值结论：估值区间为 18.0–19.1 元/股

综合相对估值和 DCF 估值，基于谨慎原则，我们认为公司的合理估值区间为 18.0-19.1 元/股，对应 2010-2013 年动/静态 PE 为 50-53，31-33，21-22 和 16-17 倍。

1.2 投资风险提示

■ 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。

■ 产能扩大导致的销售风险

募集资金投资项目为药用辅料及抗生素原料药扩产项目、药用辅料工程技术研究中心建设项目、五千万支/年注射用磺苄西林钠扩产项目和营销网络建设项目。项目建成达产后，主要产品的产能将实现大幅提高。尽管公司产能扩张是建立在对市场、技术及销售能力等进行谨慎的可行性研究分析基础之上，但仍可能出现产能扩张后，由于市场需求的不可预测性等原因而导致的产品销售风险。

■ 核心技术失密的风险

公司主要产品的核心技术和核心技术人员是公司核心竞争力的重要组成部分。为了保护公司的核心技术，公司建立了严格的技术保密工作制度，与公司高管人员签订了《保密协议》，与核心技术人员签署了《保密协议》和《竞业禁止协议》。尽管采取了上述措施防止公司核心技术对外泄露，但若公司上述人员离开公司或私自泄露公司技术机密，会给公司带来直接或间接的经济损失。

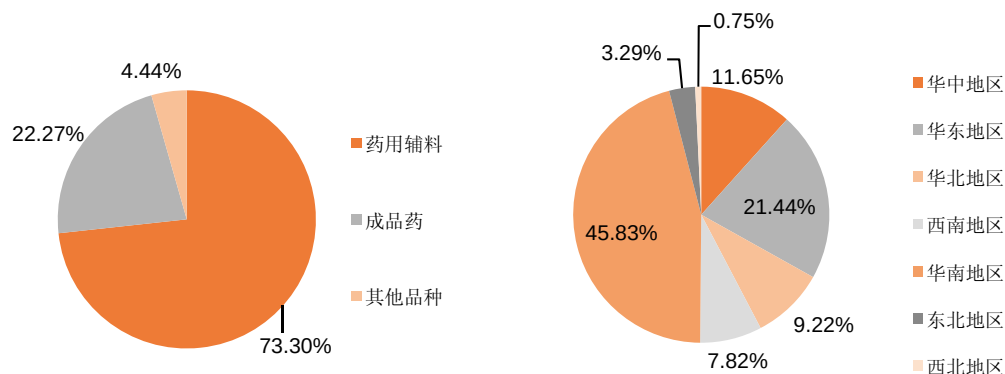
二、 公司概况

2.1 专注于药用辅料及新型抗生素的医药企业

公司自成立以来一直从事医药产品的研发、生产和销售，主要业务包括药用辅料及新型抗生素，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。

图表4 2010年公司主营业务收入构成



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

公司自成立以来始终坚持“药用辅料是决定我国药品安全的重要因素”的理念，通过建立药用辅料工程技术研究中心，不断进行药用辅料安全性、有效性及多型号多规格质量标准的探索。公司已获得 100 多种药用辅料的注册批件，并且率先在行业内开启了药用辅料在 GMP 环境下生产的先河。公司控股子公司湘药制药是国内最早获批生产磺苄西林钠原料药和注射用磺苄西林钠的企业，并且是国内唯一一家拥有注射用磺苄西林钠全部 3 个规格产品批准文号的企业，其中磺苄西林钠（4g）为全国独家产品。

图表5 公司今年所获技术荣誉

序号	荣誉称号	时间	颁发机构
1	药用甘油获得“2008 年度湖南省优秀技术创新项目”荣誉称号	2009年8月	湖南省经济委员会
2	年产5,000 吨药用甘油关键技术与产业化获得长沙市科学技术进步二等奖	2009年10月	长沙市科技局
3	市级“企业技术中心”	2009年10月	长沙市经济委员会
4	高新技术企业	2009年12月	湖南省科技厅、湖南省财政厅、湖南省国家税务局、湖南省地方税务局
5	长沙市药用辅料工程技术研究中心	2009年12月	长沙市科技局
6	湖南省药用辅料工程技术研究中心	2010年9月	湖南省科技厅

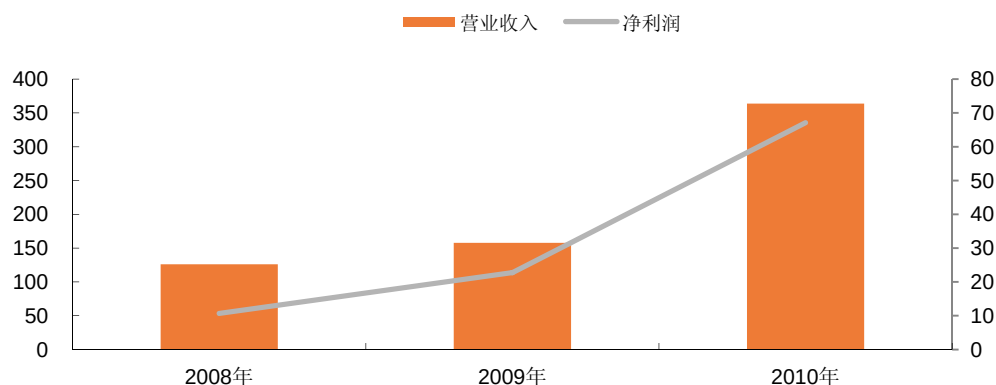
资料来源：招股说明书、中国医药商业协会、平安证券研究所

2.2 营业收入高速增长，市场份额占据行业领先地位

报告期内，公司的营业收入和净利润均实现了快速增长。2008 年-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%。

图表6 公司近年业绩持续增长

单位: 百万元



资料来源: 招股说明书、平安证券研究所

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, 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。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。

图表7 公司在其所处行业的市场地位

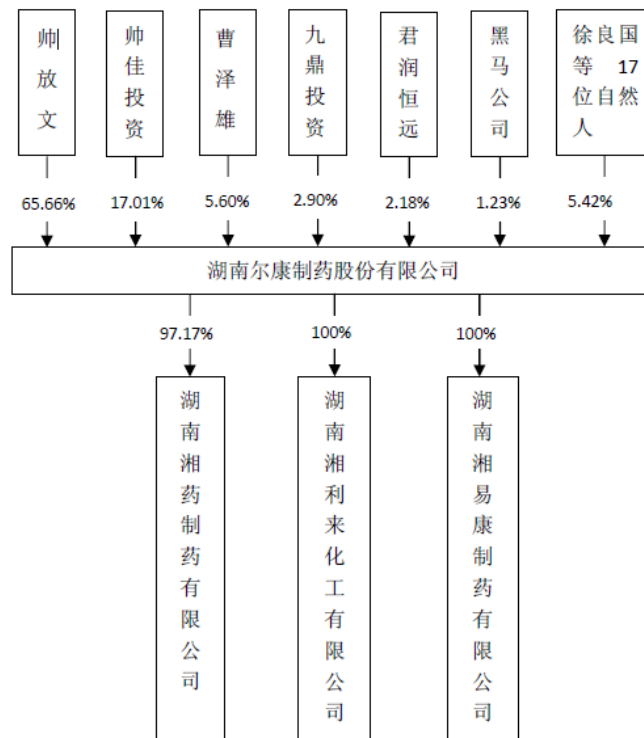
序号	行业	2009 年销售额 (万元)	市场份额	市场份额排名
1	药用辅料产品	1,5700	1.05%	1
2	注射用磺苄西林钠	7,541.46	30.48%	2

资料来源: 招股说明书、平安证券研究所

2.3 股权结构

本次发行前总股本为 13,800 万股, 公司此次拟向社会公开发行人民币普通股 (A 股) 4,600 万股, 占发行后总股本的 25%。本公司的控股股东、实际控制人为帅放文先生, 其持有本公司 90,602,028 股股份, 占本公司发行前总股本的 65.66%, 发行后的 49.24%。

图表8 发行前后主要股权结构



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表9 发行前后主要股权结构

单位：股

股东名称	持股量	发行前 持股比例	持股量	发行后 持股比例
帅放文	90,602,028	65.66%	90,602,028	49.24%
帅佳投资	23,466,701	17.01%	23,466,701	12.75%
曹泽雄	7,723,673	5.60%	7,723,673	4.20%
九鼎投资	4,004,984	2.90%	4,004,984	2.18%
社会公众股	—	—	46,000,000	25%
.....				
合 计	138,000,000	100%	184,000,000	100%

资料来源：招股说明书、平安证券研究所

三、医药行业发展迅速，中药行业保持快速增长

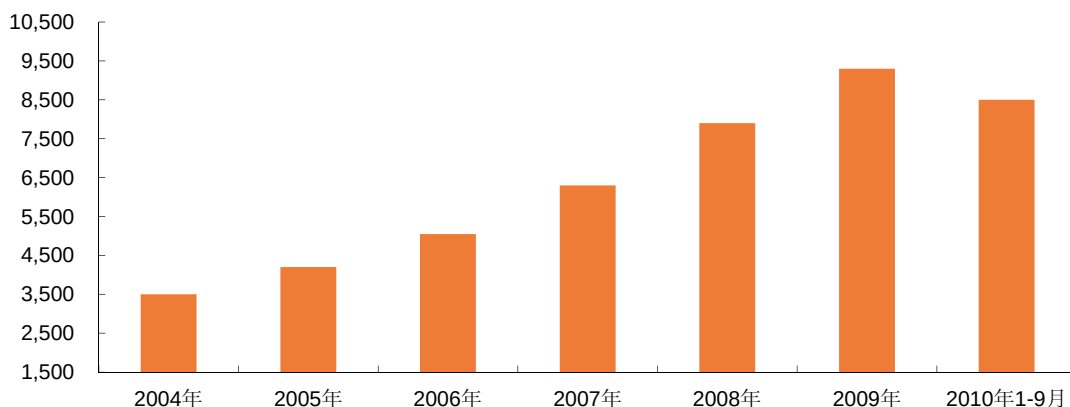
3.1 行业发展概况

■ 药用辅料行业

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。

图表10 我国医药制造业总产值 单位: 亿元

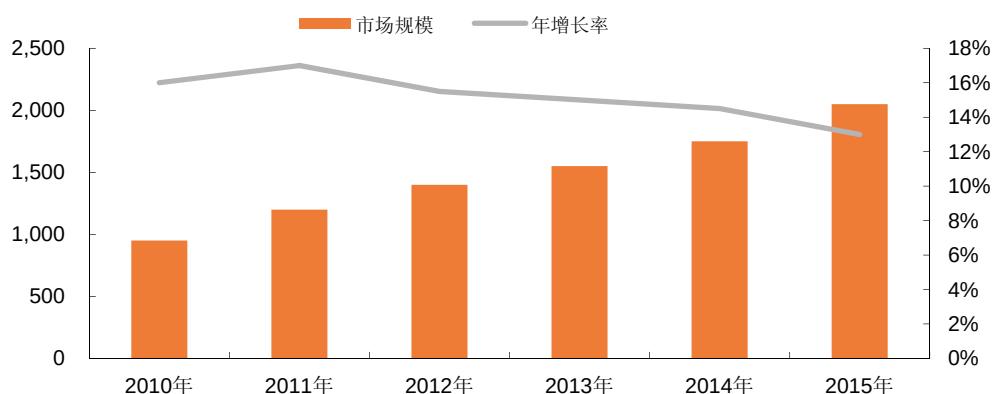


资料来源: 招股说明书, 平安证券研究所

■ 抗生素行业

作为基础用药, 抗生素用药在我国医药市场一直占据着重要地位。随着人民生活水平的提高, 就诊率及用药金额的提高, 加上我国医疗保障制度的不断完善以及新医改和新农合政策的全面推进, 及更多惠及百姓利益的新政策逐步实施对市场需求增加的推动, 必然会带动广大抗生素制药企业的增产经营积极性。预计抗生素药物在未来几年仍将保持稳定的增长速度, 至 2015 年我国抗生素的市场规模可超过 2,000 亿元。

图表11 2010-2015年抗生素制剂市场规模 单位: 亿元



资料来源: 招股说明书, 平安证券研究所

3.2 影响行业发展的有利因素

■ 国家产业政策

医药产业是国民经济的重要组成部分，与人民群众的生命健康和生活质量等切身利益密切相关，国家历来重视医药产业发展。《医药行业“十一五”发展指导意见》明确提出要推进医药自主创新体系的建设，提高持续创新能力，加大对医药科技研发及产业化项目的支持力度。中共中央、国务院《关于深化医药卫生体制改革的意见》指出要建立可持续发展的医药卫生科技创新机制和人才保障机制，加大医学科研投入，深化医药卫生科技体制和机构改革，整合优势医学科研资源。

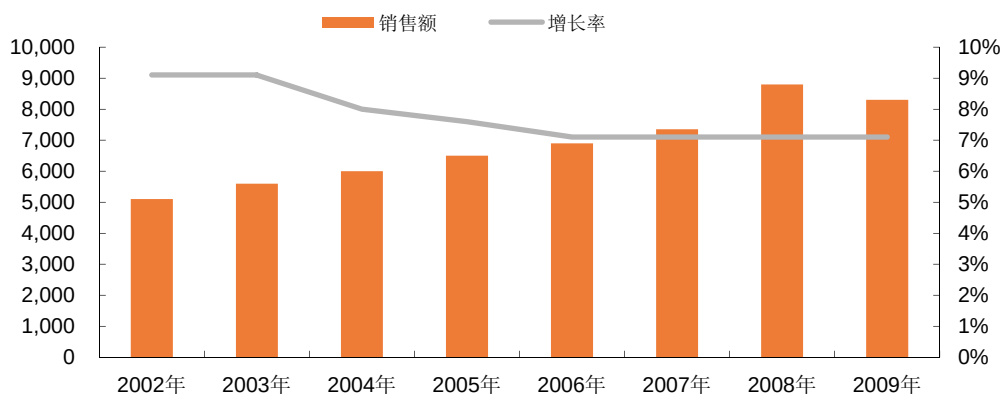
受益于医药产业的快速发展，药用辅料行业也越来越受到国家重视，为保证用药安全，国家对于药用辅料行业的管理体制和标准不断完善，将使行业发展更加有序，为专业药用辅料企业做大做强提供良好的发展环境，从而提升我国药用辅料的技术、研发实力。

■ 全球医药行业保持持续高速增长

全球制药行业的总规模从 20 世纪中后期开始持续高速增长，行业总产值年均增长速度达到 8.3%，为同期全球 GDP 增长率 3.5% 的两倍以上。据 IMS 统计，2009 年全球主要国家药品市场规模已达 8,370 亿美元，对比 2010 年 4%~5% 的增长，2011 年全球药品市场将增长 5%~7%，达到 8,800 亿美元。全球医药行业规模不断发展壮大为我国医药和辅料企业带来更多的发展机会。

图表 12 2002 年-2009 年全球药品销售额

单位：亿元



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

■ 3) 我国人口增长与老龄化对医药产品的需求

2008 年我国人口已超过 13 亿，据人口与发展研究中心统计，60 岁及以上的老龄人口将近 1.6 亿，约占总人口的 12%。由于老龄人口是医药产品最大的消费群体，因此人口老龄化必将促进对医药产品需求量的逐年增加。

四、 公司核心竞争优势

4.1 核心技术优势

公司经过多年的研发及实践，在借鉴国内外先进制备工艺的基础上，积累了大量研究数据，根据制剂企业的使用状况和要求，对公司的药用辅料制备工艺进行了有针对性的研发，开发出了众多国际国内先进技术。制备工艺技术的先进性使公司药用辅料产品在确保与药物主成分配伍的安全性的同时，不破坏药用辅料发挥最佳功效所必须具备的多组分体系，极大的提升了公司药用辅料产品的安全性和质量品质。

图表13 公司主要核心技术水平

序号	产品	技术名称	技术来源	技术水平	所处阶段
1	药用甘油	化学脱醛技术	引进消化吸收再创新	国内先进	大批量生产
		离子交换技术	原始创新		
		低温闪蒸技术	引进消化吸收再创新		
		超滤技术应用于注射用甘油	原始创新		
2	药用乙醇	化学反应脱醛和羰基化合物	引进消化吸收再创新	国内先进	大批量生产
		分段精馏技术	原始创新		
3	药用丙二醇	化学反应法提纯	引进消化吸收再创新	国内先进	大批量生产
		闪蒸和降膜浓缩技术	引进消化吸收再创新		
4	药用氢氧化钠	离子交换技术	原始创新	国内先进	大批量生产
		喷雾造粒技术	原始创新		
5	药用蔗糖	选择性膜过滤技术的应用	原始创新	国内先进	大批量生产
		溶剂结晶技术	原始创新		
6	磺苄西林钠	磺苄西林钠及注射剂的制备	原始创新	国内先进	大批量生产

资料来源：招股说明书、平安证券研究所

4.2 标准化先行优势

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。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。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。

图表14 药品生产质量管理规范（GMP）证书

序号	证书编号	认证范围	有效期至	发证日期	拥有者
1	湘 K0283	原料药（甘油、蓖麻油、松节油、醋酸、稀盐酸、甲醛溶液、浓氨溶液、硫酸锌、亚硝酸钠、枸橼酸钠、无水碳酸钠、磺胺嘧啶银、硝酸银、弱蛋白银、硫酸铜、高锰酸钾）	2014-4-29	2010-11-16	尔康制药
2	湘 L0352	原料药（硼砂、硼酸）	2015-4-13	2010-11-16	尔康制药
3	湘 I0201	原料药（胆茶碱、依托红霉素、磺苄西林钠、阿莫西林、咖啡因）	2012-8-2	2010-11-16	尔康制药
4	湘 I0195	原料药（氨基己酸、氨茶碱、茶碱、酚磺乙胺、二羟丙茶碱）	2012-4-26	2010-11-16	尔康制药
5	湘 L0390	原料药（炉甘石粉、依地酸钙钠）	2015-12-30	2010-12-31	尔康制药
6	湘 L5397	冻干粉针剂（青霉素类）	2015-8-25	2010-8-26	湘药制药

7	湘 H0163	片剂、硬胶囊剂、颗粒剂、溶液剂（外用）	2011-8-28	2006-8-29	湘药制药
8	湘 J4746	冻干粉针剂（青霉素类）	2013-12-21	2008-12-22	湘药制药
9	湘 I4354	小容量注射剂	2012-10-22	2007-10-23	湘药制药
9	湘 L0378	原料药（磺胺脒、磺胺嘧啶、次硝酸铋、次水杨酸铋、枸橼酸铋钾、甲基多巴、甲氧苄	2015-09-16	2010-10-12	湘易康

资料来源：招股说明书、平安证券研究所

4.3 产品规模优势

公司共拥有 112 种药用辅料产品，其中主要产品包括药用甘油、药用乙醇、药用丙二醇、药用氢氧化钠及药用蔗糖。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。

图表15 公司主要产品介绍

序号	名称	用途	说明
1	药用甘油	作为抗菌防腐剂、柔和剂、保湿剂、增塑剂、溶剂、甜味剂、等张调节剂广泛应用于口服、耳、眼、局部以及非肠道给药制剂	安全无毒，列入GRAS，载入美国FDA《非活性组分指南》中用于多种药物制剂，在英国许可用于胃肠道和注射用制剂中。
2	药用乙醇	作为抗菌防腐剂、消毒剂、皮肤渗透促进剂、溶剂，其各种浓度的乙醇水溶液广泛应用于药物制剂中	安全无毒，载入美国FDA《非活性组分指南》中用于多种药物制剂，在英国许可用于注射剂和非注射剂药品
3	药用丙二醇	作为抗菌防腐剂、消毒剂、保湿剂、增塑剂、溶剂、维生素稳定剂、水互溶性共溶剂广泛用作注射用和非注射用药物制剂的溶剂	安全无毒，列入GRAS，载入美国FDA《非活性组分指南》中，在英国许可用于注射用和非注射用制剂中
4	药用氢氧化钠	作为 pH 调节剂、缓冲剂广泛用作药物制剂特别注射用药物制剂以调节溶液的pH，也用于来于弱酸反应生产盐	低浓度时安全无毒，列入GRAS，载入美国FDA《非活性组分指南》中，在英国许可用于肠道和注射用制剂中
5	药用蔗糖	作甜味矫味剂、稀释剂、黏合剂、保湿剂	为无色结晶或白色结晶状粉末，无臭且具有甜味。在空气中稳定，易溶于水，水溶液对石蕊显中性。能溶于乙醇和甲醇，微溶于甘油和吡啶，不溶于氯仿和乙醚。

资料来源：招股说明书、平安证券研究所

4.4 创新优势

公司共拥有 112 种药用辅料产品，可基本满足制药企业常用辅料的需求，同时公司目前还有 70 个药用辅料品种正在申报注册批件。在工艺方面，公司不断针对制剂的需求对工艺进行优化改进，开发出了众多行业内独有的先进工艺技术。截至本招股说明书签署日，公司在制备工艺方面有 17 项发明专利处于申请中，另有多项工艺技术处于在研阶段。

图表16 公司正在申请的专利

序号	专利名称	类型	申请号	申请日期	申请人
1	一种注射用甘油的制备方法	发明	200810107536.80	2008/12/22	尔康制药
2	药用蔗糖的生产工艺	发明	200910042951.40	2009/3/25	尔康制药
3	一种药用盐酸的生产方法	发明	200910042950.X	2009/3/25	尔康制药
4	二羟丙茶碱的合成方法	发明	200910146993.20	2009/6/9	尔康制药
5	从食用级枸橼酸获得药用级枸橼酸的方法	发明	200910162021.20	2009/8/7	尔康制药
6	一种合成药用磺胺嘧啶银的方法	发明	200910162101.80	2009/8/4	尔康制药
7	一种药用级亚硫酸钠的制备方法"	发明	200910162102.20	2009/8/4	尔康制药
8	枸橼酸钠的生产方法	发明	200910162019.50	2009/8/7	尔康制药
9	药用苯甲酸钠的制备	发明	200910162022.70	2009/8/7	尔康制药
10	从十二烷基硫酸钠去除硫酸钠和氯化钠的方法	发明	200910162020.80	2009/8/7	尔康制药
11	医用级丙二醇的制备方法	发明	200910249992.00	2009/12/8	尔康制药
12	药用级无水碳酸钠及其制备方法	发明	200910249993.50	2009/12/8	尔康制药
13	药用蓖麻油精炼方法	发明	200910259593.20	2009/12/21	尔康制药
14	药用级硬脂酸镁及其精制方法	发明	200910265330.20	2009/12/29	尔康制药
15	一种新型的药用预混辅料	发明	200910180030.40	2009/10/23	湘药制药
16	磺苄西林钠及其注射剂的制备方法	发明	201010156636.70	2010/4/27	湘药制药

资料来源：招股说明书、平安证券研究所

4.5 新产品优势

公司是国内唯一一家拥有注射用磺苄西林钠全部 3 个规格（1g、2g、4g）产品批准文号的企业。公司磺苄西林钠从原料药到制剂均可自给，并且公司在原料药及制剂生产方面均具有很强的优势。

■ 原料药优势

在磺苄西林钠原料药的生产工艺方面，公司在国内抗生素生产企业中率先掌握了苯乙酸磺化技术，有效降低了磺苄西林钠原料药的生产成本。并且公司还优化了磺苄西林钠原料药的生产工艺路线，创新性的采用了氯化亚砷与磺苯乙酸生成磺苯乙酰氯，避免了传统工艺中采用特戊酰氯与磺苯乙酸生成磺苯乙酰氯造成的特戊酸残留，从而提高了原料药的质量水平。

■ 制剂优势

公司注射用磺苄西林钠采用瓶冻工艺生产，是国内唯一采用这一工艺生产注射用磺苄西林钠的企业，产品生产过程在全程封闭的系统下进行，暴露部分分别在空气洁净度 100 级和 1 万级条件下生产和灌装，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。

图表17 瓶冻与盘冻技术对比

	瓶冻	盘冻
区别	主药加辅料配好溶液后，装西林瓶中冻干，压盖封装	主药加辅料溶液置金属盘中冻干，再无菌分装到西林瓶中
工艺过程	溶解→无菌过滤→加塞→冻干→压塞、压盖	溶解→过滤→冻干→收集中间品→处理中间品（粉碎等）→无菌分装→压塞、压盖
优点	直接装瓶冷冻干燥，溶解时瓶盖处无粘附与残留，具备液体专用灌装线。全程封闭，杜绝造成二次污染	产量较大，成本较低，生产周期比较短不需液体灌装设备，但需无菌分装设备，中间过程较多，不溶性微粒污染几率大
缺点	生产周期长，成本较高	不溶性微粒在百级层流时，仍存在污染几率。溶解困难，澄明度与颜色不良（与有机剂残留量有关），高分子聚合物杂质较高，注射时疼痛增加，ADR（如：过敏性休克）几率高，用药风险高

资料来源：招股说明书、平安证券研究所

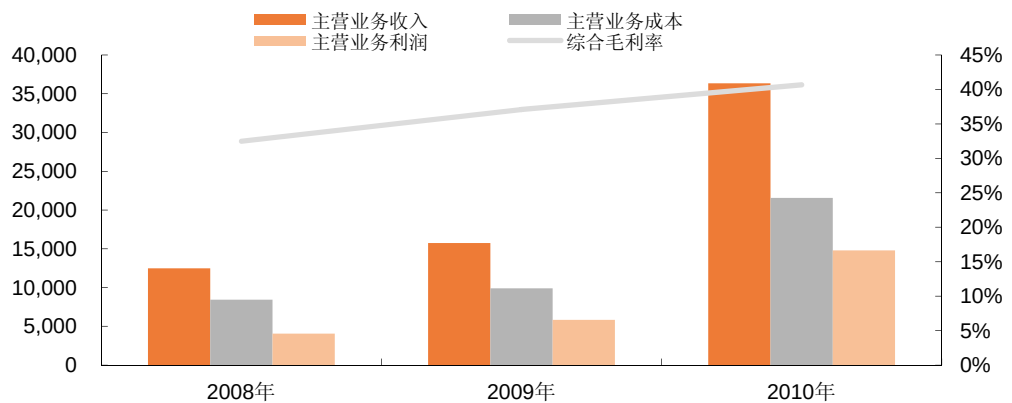
五、 财务指标分析

5.1 盈利能力分析

公司的营业收入和净利润均实现了快速增长。2008 年-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%。2008 年-2010 年，公司综合毛利率分别为 32.48%、37.08%和 40.68%，总体呈上升趋势，表明公司盈利能力不断提高。

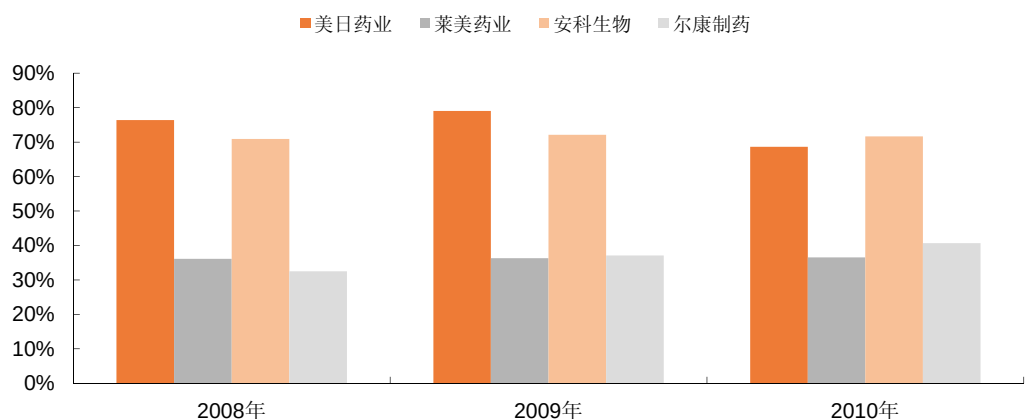
图表18 近年公司毛利率水平

单位：万元



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表19 2008到2010年同行业可对比上市公司毛利率



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

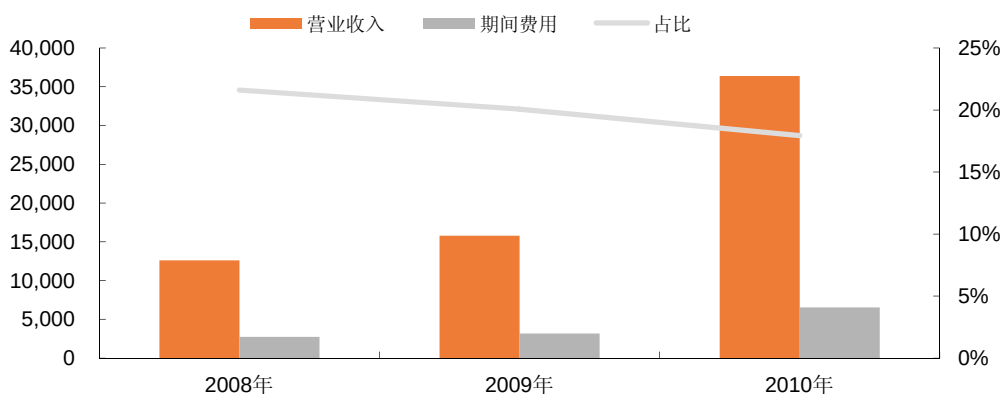
虽然公司综合毛利率低于同行业可比上市公司平均水平，但随着公司业务结构的改善，报告期内公司的综合毛利率呈现出逐年上升的趋势。未来，随着国内药用辅料行业监管标准的提高，公司的竞争优势将进一步体现，盈利水平将进一步上升。另外，公司的新产品磺苄西林钠产品毛利率较高，未来几年销售规模有望获得快速增长。随着磺苄西林钠产品销售收入的增加，公司综合毛利率水平有望得到进一步提升。

5.2 费用分析

2008 年-2010 年，公司期间费用分别为 2,725.65 万元、3,167.42 万元和 6,526.66 万元，占营业收入的比例分别为 21.61%、20.07%、17.93%，呈逐年下降趋势。公司严格执行各项费用管理制度，有效控制了因业务规模带来的费用上升。

图表20 公司的期间费用与营业收入的关系趋势

单位：万元

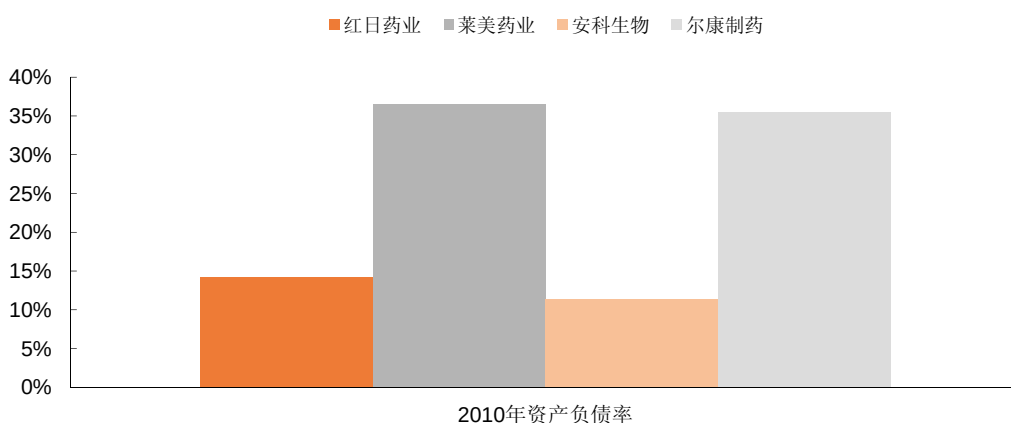


资料来源：招股说明书、平安证券研究所

5.3 偿债能力分析

公司流动比率、速动比率、资产负债率与公司的生产经营特点相符，基本处于合理水平。

图表21 公司资产负债率

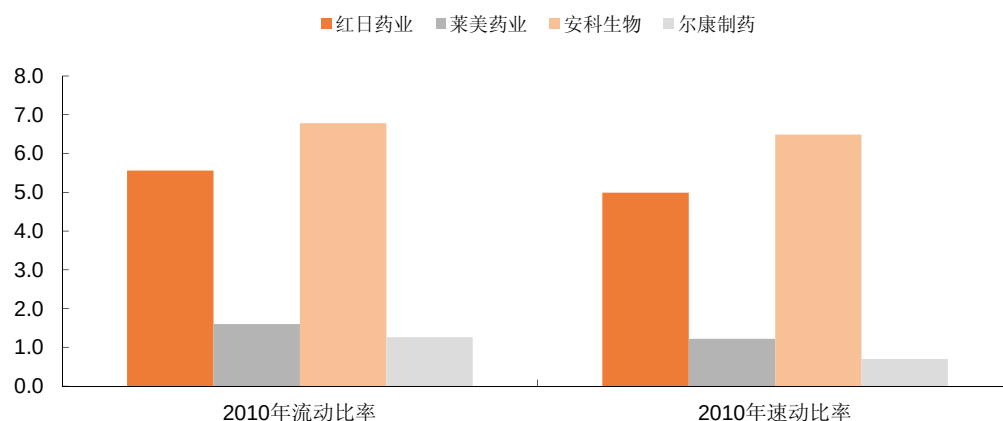


资料来源：招股说明书、平安证券研究所

本公司流动比率、速动比率低于行业平均水平，资产负债率相对较高，主要是因为：首先，红日药业、莱美药业、安科生物大额募集资金到账，大大改善了公司资产负债结构，负债占比下降，同时使流动资产（主要是货币资金）短时间增加较多，而非流动资产的投入短时间并未实现，由此导致流动比率、速动比率高、资产负债率低。由下表可以看出同行业上市公司上市前流动比率、速动比率与本公司基本处于同一水平。其次，公司报告期内进行了磺苄西林钠厂房建设、湘易康生产线建设等，非流动资产投入较大、银行借款增加，对公司流动比率、速动比率、资产负债率产生一定影响。未来，随着公司改扩建生产线、厂房效益的体现，募集资金到位，流动比率、速动比率、资产负债率指标将得到较大幅度的改善。

图表22 公司流动比率和速动比率

单位：倍



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

5.4 运营能力分析

报告期内，公司销售规模扩张迅速，但应收账款周转率保持高位，基本稳定。公司存货周转率变动不大，且一直保持较快的周转速度。公司总资产周转率基本保持稳步上升的趋势，周转率较高。

图表23 公司运营能力指标

	2008 年	2009 年	2010 年
应收账款周转率（次）	12.90	14.51	13.81
存货周转率（次）	6.30	4.63	4.78

资料来源：招股说明书、平安证券研究所

公司应收账款周转率、存货周转率、总资产周转率基本处于同行业较高水平，这与公司严格的应收账款、存货管理关系密切，同时报告期内公司药用辅料、原料药收入规模稳步扩张，加之抗生素类成品药的生产、销售情况良好，也是促使资产周转率较高的主要因素。

5.5 现金流量分析

图表24 公司现金流量情况

单位：万元

	2008	2009	2010
经营活动产生的现金流量净额	20.98	1,018.19	4,247.17
投资活动产生的现金流量净额	-1,263.77	-2,751.90	-6,555.16
筹资活动产生的现金流量净额	1,888.50	3,571.15	1,930.02
现金及现金等价物净增加额	645.71	1,837.44	-377.97

资料来源：招股说明书、平安证券研究所

公司报告期经营活动现金流量净额分别为 20.98 万元、1,018.19 万元和 4,247.17 万元，与当期实现的净利润差额分别为-1,048.27 万元、-1,257.11 万元和-2,463.95 万元，主要由于各年存货增加以及经营性应收项目增长所致。公司报告期内投资活动现金流量净额分别为-1,263.77 万元、-2,751.90 万元和-6,555.16 万元，而筹资活动现金流量金额分别为 1,888.50 万元、3,571.15 万元和 1,930.02 万元，反映出公司处于扩张期，需通过不断新增借款、股权融资用于购建固定资产和其他收购活动。

六、募投项目及盈利预测

6.1 募投项目分析

本次募集资金的成功运用将大幅度提高本公司的产品生产能力、销售能力和新药开发能力，强化主营业务，拓展发展空间，极大地提高本公司的综合竞争实力和抗风险能力。

图表25 募集资金项目 单位：万元

序号	项目名称	投资总额	建设周期	建设主体
1	药用辅料及抗生素原料药扩产项目	19,942	2 年	尔康制药
2	药用辅料工程技术研究中心建设项	5,033	2 年	尔康制药
3	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
4	营销网络建设项目	5,739	2 年	尔康制药

资料来源：招股说明书、平安证券研究所

本次募集资金的运用全部围绕公司现有主营业务来进行，项目的建设完成对公司的积极影响主要体现在：1、药用辅料及抗生素原料药扩产项目有利于解决公司目前面临的产能瓶颈，增加产品产销量，进一步提高公司的主营业务收入与利润水平。2、药用辅料工程技术研究中心建设项目将进一步提升公司药用辅料新产品、新工艺的研发能力，完善公司产品系列，增强公司的自主创新能力，支持公司后续快速发展。3、五千万支/年注射用磺苄西林钠扩产项目为未来磺苄西林钠市场规模的快速增长提供有力保障，使公司在可以顺应市场需求，快速占领市场，提升公司在新型抗生素领域的影响力。4、营销网络建设项目为公司实现药用辅料“沃尔玛”式仓储超市销售模式的基础，可充分发挥公司药用辅料品种多的优势，提升公司药用辅料产品的市场占有率和收入水平。5、募集资金到位后，公司将引进较大比例的社会公众股股东，有利于优化公司的股权结构，实现投资主体多元化，进一步完善公司法人治理结构。从长远看，募集资金项目将有力拓展公司发展空间，增强公司中长期发展后劲，强化品牌知名度和市场影响力。

6.2 收入与业绩预测

公司主要财务优势

1) 主营业务突出、抗风险能力强。公司自成立以来一直从事医药产品的研发、生产和销售，主营业务包括药用辅料及新型抗生素，报告期主营业务收入占营业收入的比例分别为 98.93%、99.67%和 99.89%。近年来药用辅料随着行业日趋规范的政策导向收入大幅增长，2009 年、2010 年药用辅料收入分别同比增长 34.58%和 93.68%。同时，公司药用辅料品种齐全，各辅料品种销售势头良好；2010 年公司推出的成品药产品注射用磺苄西林钠取得良好业绩，当年即实现收入 7,541.46 万元，毛利 5,045.54 万元。药用辅料和成品药业务良好的发展趋势使得公司在盈利能力增强的同时，抗风险能力也大大提升。

2) 资产质量良好、现金流得到改善。公司专注于药用辅料和高端抗生素生产，资产质量较高，不存在非生产经营性资产、高风险资产以及闲置资产。公司资产质量较高，存货、应收账款周转较快，截至 2010 年 12 月 31 日，本公司计提了 797.32 万元坏账准备，除此之外，不存在其他应计提跌价准备的情形。公司 2010 年经营性活动产生的现金流量净额为 4,247.17 万元，随着盈利能力的增强而逐步提高。

可能面临的财务困难

截至 2010 年 12 月 31 日，公司总资产 29,577.26 万元，净资产 17,662.04 万元，规模相对较小。本公司正处于高速发展的关键时期，生产能力急待提高，市场投入更需加大，仅靠自有资金已经很难满足拟投资项目的资金需求。本次发行如能成功，将为公司产能扩大、研发、营销服务网络及人才储备等方面的投入提供有力的资金支持，以确保公司在激烈的市场竞争中继续保持领先地位，拓展公司发展空间，增强公司中长期发展后劲。

因此，我们认为，在以上因素的驱动下，2011 年公司业绩将继续保持高速增长。预计公司 2011-2013 年营业收入分别为 5.74，8.65 和 11.36 亿元，未来三年营业收入复合增长率约为 40.65%；归属母公司所有者净利润分别为 1.06，1.61 和 2.09 亿元，净利润复合增长率为 40.53%。

图表 26 公司营业收入预测 单位：百万元

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
药用蔗糖	7.36	21.46	104.92	162.63	235.81	318.34
YOY	0.00%	191.46%	388.89%	55.00%	45.00%	35.00%
药用甘油	32.02	26.95	42.82	81.36	138.32	179.82
YOY	0.00%	-15.82%	58.88%	90.00%	70.00%	30.00%
药用丙二醇	12.39	12.51	17.40	18.27	19.18	20.14
YOY	0.00%	0.93%	39.07%	5.00%	5.00%	5.00%
药用氢氧化钠	9.14	10.31	10.44	10.50	10.55	10.60
YOY	0.00%	12.84%	1.25%	0.50%	0.50%	0.50%
药用乙醇	3.52	8.69	16.07	18.48	20.33	21.34
YOY	0.00%	147.27%	84.85%	15.00%	10.00%	5.00%
复方甘草片	4.71	8.06	5.54	6.09	6.70	7.37
YOY	0.00%	71.22%	-31.31%	10.00%	10.00%	10.00%
磺苄西林钠	0.00	0.00	75.41	150.83	271.49	380.09
YOY	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	80.00%	40.00%
其他制剂品种	17.85	11.67	16.13	29.04	40.65	52.85
YOY	0.00%	-34.59%	38.19%	80.00%	40.00%	30.00%
其他	37.80	57.65	74.81	97.25	121.57	145.88
YOY	0.00%	52.51%	29.76%	30.00%	25.00%	20.00%

资料来源：招股说明书、平安证券研究所

6.3 盈利预测汇总

图表27 公司盈利预测汇总表

单位: 百万元

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	157.83	363.93	574.44	864.60	1136.43
营业成本	99.29	216.04	352.33	536.49	705.29
营业税金及附加	0.85	1.75	2.99	4.50	5.91
销售费用	17.75	36.82	57.44	82.14	107.96
销售费用率	11.25%	10.12%	10.00%	9.50%	9.50%
管理费用	11.62	25.60	40.41	60.52	79.55
管理费用率	7.36%	7.03%	7.03%	7.00%	7.00%
财务费用	2.30	2.85	-4.48	-11.91	-12.38
利润总额	26.36	78.17	124.57	190.92	248.54
所得税	3.60	11.06	17.61	28.64	37.28
所得税率	13.66%	14.15%	14.14%	15.00%	15.00%
净利润	22.75	67.11	106.96	162.28	211.26
少数股东损益	0.00	0.65	1.04	1.59	2.07
归属于母公司所有者的净利润	22.75	66.46	105.92	160.70	209.19
每股收益(摊薄, 元)	0.12	0.36	0.58	0.87	1.14
同比	109.87%	192.13%	59.38%	51.71%	30.18%

资料来源: 招股说明书、平安证券研究所

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
流动资产	148	858	858	1106	
现金	30	642	549	688	
应收账款	40	55	89	112	
其他应收款	1	16	13	24	
预付账款	5	28	28	47	
存货	66	97	156	199	
其他流动资产	6	21	22	35	
非流动资产	147	324	512	505	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	122	301	488	481	
无形资产	21	21	21	21	
其他非流动资产	4	2	3	2	
资产总计	296	1182	1369	1611	
流动负债	117	70	94	125	
短期借款	60	0	0	0	
应付账款	14	34	43	62	
其他流动负债	44	36	51	63	
非流动负债	2	1	1	1	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	2	1	1	1	
负债合计	119	71	96	126	
少数股东权益	1	2	4	6	
股本	138	184	184	184	
资本公积	5	787	787	787	
留存收益	32	138	299	508	
归属母公司股东权益	175	1109	1270	1479	
负债和股东权益	296	1182	1369	1611	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
经营活动现金流	42	32	89	126	
净利润	67	107	162	211	
折旧摊销	1	3	6	7	
财务费用	3	-4	-12	-12	
投资损失	0	0	0	0	
营运资金变动	3	-74	-67	-80	
其他经营现金流	-32	0	-0	0	
投资活动现金流	-66	-193	-193	0	
资本支出	65	193	193	0	
长期投资	-1	0	0	0	
其他投资现金流	-1	0	0	0	
筹资活动现金流	19	772	12	12	
短期借款	22	-60	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	50	46	0	0	
资本公积增加	2	782	0	0	
其他筹资现金流	-54	4	12	12	
现金净增加额	34	611	-92	139	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
营业收入	364	574	865	1136	
营业成本	216	352	536	705	
营业税金及附加	2	3	4	6	
营业费用	37	57	82	108	
管理费用	26	40	61	80	
财务费用	3	-4	-12	-12	
资产减值损失	3	2	2	2	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	
营业利润	78	124	191	248	
营业外收入	0	1	0	1	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	78	125	191	249	
所得税	11	18	29	37	
净利润	67	107	162	211	
少数股东损益	1	1	2	2	
归属母公司净利润	66	106	161	209	
EBITDA	82	123	184	243	
EPS (元)	0.36	0.58	0.87	1.14	

主要财务比率

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
成长能力					
营业收入	130.6%	57.8%	50.5%	31.4%	
营业利润	202.3%	59.3%	53.5%	30.2%	
归属于母公司净利润	192.1%	59.4%	51.7%	30.2%	
获利能力					
毛利率(%)	40.6%	38.7%	37.9%	37.9%	
净利率(%)		18	18	18	
ROE(%)	37.9%	9.5%	12.7%	14.1%	
ROIC(%)	29.5%	9.2%	11.9%	13.5%	
偿债能力					
资产负债率(%)	40.3%	6.0%	7.0%	7.8%	
净负债比率(%)	50.36%	0.00%	0.00%	0.00%	
流动比率	1.26	12.26	9.09	8.87	
速动比率	0.70	10.88	7.44	7.27	
营运能力					
总资产周转率	1.51	0.78	0.68	0.76	
应收账款周转率	14	12	12	11	
应付账款周转率	16.32	14.82	14.01	13.46	
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.58	0.87	1.14	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.17	0.48	0.69	
每股净资产(最新摊薄)	0.95	6.03	6.90	8.04	
估值比率					
P/E					
P/B					
EV/EBITDA					

平安证券综合研究所

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257