

日期: 2011 年 9 月 13 日

行业: 原料药

尔康制药 (300267)

证券研究报告/公司研究/新股定价



赵冰

021-53519888*1902



Zhaobing1704@hotmail.com

执业证书编号: S0870511030004

国内药用辅料的领先企业

IPO 询价区间 RMB 17.14-20.57
首日定价区间 RMB 19.04-22.85

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 46.00
发行后总股本 (百万股) 184.00
发行方式 网下询价配售
网上定价发行
保荐机构 西部证券股份有限公司

主要股东 (IPO 前)

帅放文 65.66%
帅佳投资 17.01%
曹泽雄 5.60%

收入结构 (MRQ)

药用辅料 73.22%
成品药 22.24%
其他品种 4.43%

报告编号: YGQ11-NSP08

首次报告日期: 2011 年 9 月 13 日

■ 投资要点

公司辅料生产规模国内第一

公司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,公司是目前国内药用辅料行业品种最齐全的企业,并拥有多个国内独家药用辅料品种,大部分制药企业仅在公司便可完成所需全部或大部分药用辅料的采购。公司的产品质量、生产工艺和产品规模均处于行业领先地位,公司产品已成为行业内优质、安全、标准的代表。因此,公司在产品定价方面具有较强的话语权,特别是在原材料上涨时可以通过产品提价将原材料成本上涨的压力转移至下游制药企业,使公司的盈利能力得到维持。

磺苄西林钠将成为公司重磅产品

磺苄西林钠因为其毒性小、安全性高、耐药率低等众多优点在抗生素领域十分被看好。未来公司将凭借其特有的生产技术优势(产品溶解速度远高于同类其他产品)不断扩大销售规模 and 市场份额。

上市 6 个月内的估值区间为 19.04-22.85 元

我们认为给予公司 11 年每股收益 35 倍市盈率这一接近于同行业公司平均的估值水平较为合理。以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 19.04-22.85 元,相对于 2010 年的静态市盈率(发行后摊薄)为 52.72-63.27 倍。

建议询价区间为 17.14-20.57 元

近期医药类新股和创业板新股上市首日的平均涨幅为 25.1%,目前股价距其发行价的平均累计溢价率为-6.65%,发行价对应折扣率为-7.12%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况,建议选取 10% 的折扣率,对应的询价区间为 17.14-20.57 元,相对于 2010 年的静态 PE(发行后摊薄)为 47.45-56.94 倍。

数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	363.9	542.5	722.2	911.1
年增长率	130.6%	49.1%	33.1%	26.2%
归属于母公司的净利润	66.5	110.1	155.4	207.7
年增长率 (%)	192.1%	65.7%	41.1%	33.6%
(发行后摊薄)每股收益 (元)	0.36	0.60	0.84	1.13

注: 有关指标按最新总股本为 184.00 百万股计算

一、行业背景

发行人所处行业及简况

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。

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。

行业增长前景

1) 药用辅料行业状况

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，由于我国具有成本优势、专业技术人员充足、丰富的生产经验、巨大的市场潜力，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。

随着我国药用辅料行业监管制度的逐渐完善，药品质量和安全水平的大幅提升，特别是药品工业化生产的发展，必然要求生产药用辅料的技术、工艺、质量与之相配套。而新药研发速度放缓，药物研发向新剂型的转变也会促使药用辅料的工艺、质量、品种获得快速提升。药用辅料管理制度与标准将不断完善；药用辅料的安全性要求越来越高；行业集中度将明显提高；行业水平不断提高；新型药用辅料的需

求将不断增加；专业药用辅料未来将逐步替代非专业药用辅料。

2) 抗生素行业发展前景

近四年我国抗生素制剂用药金额呈上升趋势。2006 年我国抗生素制剂用药金额为 525.13 亿元，2009 年已上升至 822.64 亿元，近四年平均增长速度为 16.14%。2009 年我国抗生素制剂用药金额同比增长 17.23%，高于其 2008 年的增长速度。这主要来自两方面的原因，一方面国家对医疗卫生领域加大投入，并计划自 2009 年起至 2011 年共投入 8,500 亿元用于改善基层医疗服务体系，让民众可以享受到医疗卫生服务，这无疑为作为基础用药的抗生素市场上量起到了一定的促进作用。另一方面，2009 年甲型流感在全球蔓延，在此情况下，人们的健康意识进一步增强，在医疗保障体系日益完善的情况下，促使了抗生素制药用药市场增长。

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。短期看，抗生素市场受到国家政策的影响，增长速度可能放缓。

行业竞争结构及公司地位

1) 药用辅料行业

我国药用辅料管理制度的不完善，造成我国药用辅料行业较为混乱，大部分辅料没有相应的国家标准，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。除公司外，规模较大的专业药用辅料企业主要有湖州展望药业有限公司、安徽山河药用辅料股份有限公司、山东聊城阿华制药有限公司。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 1 国内药用辅料行业估算值

序号	企业名称	2009 年销售额	市场份额
1	尔康制药	1.57 亿元	1.05%
2	湖州展望药业有限公司	约 1 亿元	约 0.93%
3	山东聊城阿华制药有限公司	约 9000 万	约 0.6%
4	安徽山河药用辅料股份有限公司	约 8500 万	约 0.57%

数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

2) 注射用磺苄西林钠

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。据统计，目前产品大批量投入市场的仅有公司与山东瑞阳制药有限公司。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，市场份额大幅提升。

表 2 国内磺苄西林钠 2010 年预估份额

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

数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

公司竞争优势

1) 核心技术优势。由于药用辅料的质量对于药品安全性有着至关重要的影响，因此对于药用辅料的质量控制有着严格的要求。公司积累了大量研究数据，开发出了众多国际国内先进技术，如离子交换技术、喷雾造粒技术、化学脱醛技术、低温闪蒸技术、超滤技术、选择性膜过滤技术、分段精馏技术等，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；2) 标准化先行优势。公司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；3) 定价优势。公司是目前国内药用辅料行业品种最齐全的企业，并拥有多个国内独家药用辅料品种，大部分制药企业仅在公司便可完成所需全部或大部分药用辅料的采购。同时，公司的产品质量、生产工艺和产品规模均处于行业领先地位，公司产品已成为行业内优质、安全、

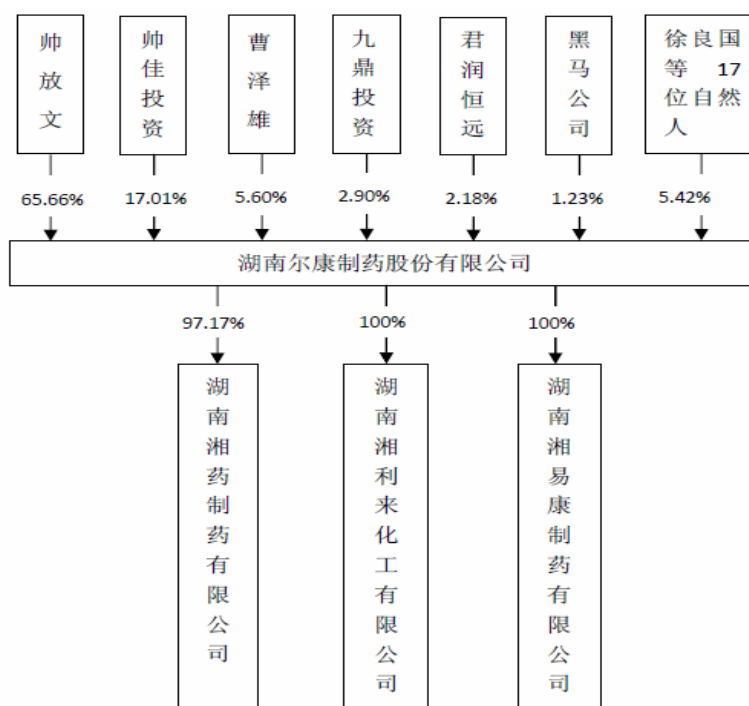
标准的代表。因此，公司在产品定价方面具有较强的话语权，特别是在原材料上涨时可以通过产品提价将原材料成本上涨的压力转移至下游制药企业，使公司的盈利能力得到维持；4）创新优势。公司充分利用在药用辅料和抗生素领域的人才与技术优势，在产品创新方面投入了大量资源，获得了众多优秀的研发成果，使公司的产品品种、品质和工艺获得了较大的提升。近三年中公司新增近 80 个药用辅料品种，极大的丰富了产品结构。

二、公司分析及募集资金投向

公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司前身为湖南尔康制药有限公司，成立于 2003 年 10 月 22 日。2010 年 10 月，公司整体变更为股份有限公司。帅放文先生为公司的控股股东、实际控制人，帅放文先生持有公司股份 90,602,028 股，占公司总股本的 65.66%。

图 1 发行人股权结构图



数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

公司业务简况及收入利润结构变化

2008 年-2010 年公司，公司主营业务收入分别为 6442.98 万元、7992.99 万元和 26706.75 万元，占营业收入比重分别为 51.63%、50.81% 和 73.46%，公司主营业务突出。从产品结构看，虽然药用辅料和成

品药总量都增长很快，但成品药占比增长相对更快，主要原因是注射用磺苄西林钠 2010 年放量增长。

图 2 公司近年来收入及净利润增长

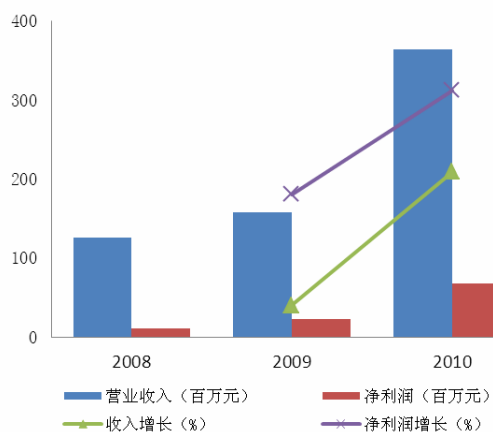
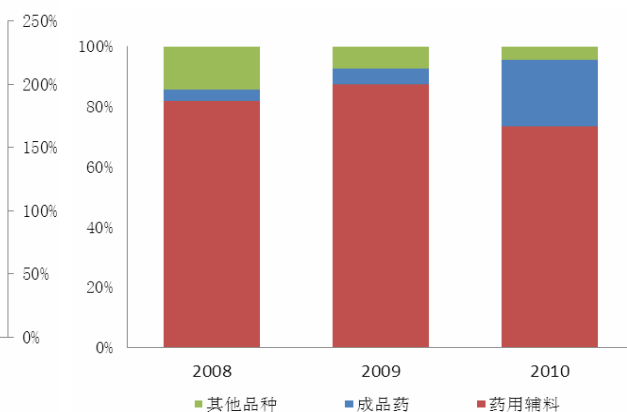


图 3 公司收入结构



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

募资项目

公司本次拟申请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%，实际募集资金扣除发行费用后的净额全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金。

表 3 募集项目

序号	项目名称	投资额(万元)	项目建设期
1	药用辅料及抗生素原料药扩产项目	19,942	2
2	药用辅料工程技术研究中心建设项目	5,033	2
3	五千万支/年注射用磺苄西林钠扩产项目	19,332	2
4	营销网络建设项目	5,739	2
5	其他与主营业务相关的营运资金		

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

药用辅料扩产、新增抗生素原料药生产项目

项目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。项目计划总投资为 19,942 万元，其中建设投资 17,099 万元，流动资金 2,843 万元。项目实施后，项目正常年含税销售收入为 61,000 万元，年均利润总额 28,969 万元，

年均利税总额 29,656 万元，年均上缴所得税 7,242 万元。项目投资利润率（平均年）145.27%，投资利税率（平均年）148.71%，投资回收期（税前）3.04 年，财务内部收益率所得税前和税后分别为 92.34% 和 75.82%。

药用辅料工程技术研究中心建设项目

项目拟在浏阳生物医药工业园厂区内新建 3,000 平方米药用辅料工程技术研究中心，主要包括 500 平方米公斤级单元反应实验室、1,500 平方米 100 公斤级新型药用辅料中试技术开发平台、1,000 平方米办公室。项目将新建 2,500 平方米生产车间，用于年产五千万支注射用磺苄西林钠生产线扩建。

五千万支/年注射用磺苄西林钠扩产项目

项目将新建 2,500 平方米生产车间，用于年产五千万支注射用磺苄西林钠生产线扩建。项目计划投资总额 19,332 万元人民币，其中建设投资 14,948 万元，流动资金 4,384 万元。项目建成投产后，年销售收入 80,000 万元（达产年，100%生产负荷，含税），年均利润总额 25,398 万元，年均利税总额 26,111 万元，年均上缴所得税 6,350 万元。项目投资利润率（平均年）131.38%，投资利税率（平均年）135.07%，投资回收期（税前）3.08 年，财务内部收益率所得税前和税后分别为 90.93%和 74.31%。

三、财务状况和盈利预测

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。

公司主要资产周转能力指标良好、资产质量良好

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。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，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。

表 4 公司资产周转能力指标

项目	2010 年	2009 年	2008 年
应收账款周转率（次/年）	13.81	14.51	12.9
存货周转率（次/年）	4.78	4.63	6.3
总资产周转率（次/年）	1.51	1.02	1.2

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

盈利预测及主要假设

- 1) 预计公司各产品营业收入和毛利率稳定；
- 2) 2011 年-2013 年的各项产品产能和销售收入增长迅速，根据公司招股说明书对未来三年的规划，以及公司募集资金投产率推导得出。

基于以上假设，我们预计 2011-2013 年归属于母公司的净利润将实现年 65.70%、41.15%和 33.59%增长，相应的稀释后每股收益为 0.60 元、0.84 元和 1.13 元。

四、风险因素

药用辅料行业规范化进程的不确定性带来的风险

我国药用辅料行业监管较为松散，管理制度及标准尚不健全，对生产药用辅料的企业及药用辅料产品尚无严格的准入制度和标准，参与市场竞争的企业参差不齐，造成了药用辅料市场的不规范，以及产品质量的不稳定。由于药用辅料的质量直接关系到药品安全，近年来药监部门逐渐重视对药用辅料生产环节的控制。随着监管部门对药用辅料市场的整顿，以及药用辅料相关管理制度和标准的建设和完善，行业的管理将日趋严格。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。

医疗卫生体制改革的不确定性带来的风险

随着我国医疗保险制度的不断完善以及新医改和新农合政策的全面推进，作为基础用药核心的抗生素产品的用药量将继续增长，作为广谱抗生素领域的其中一个品类，磺苄西林钠制剂在 2009 年 12 月被纳入《国家基本医保药品目录》乙类品种，在新医改的推动下，其未来的市场需求将会不断扩大。然而，虽然国家医药卫生体制改革的政策已经逐步明朗，但未来基层医疗服务机构的发展壮大，多层次医疗保障体系的建设以及药品生产流通领域的规范将会是一个渐进的过程，人们改变长期以来形成的就医习惯需要一定时间。因此，新医改进程与结果存在的不确定性，将对本公司未来的经营业绩能否达到预期目标带来一定影响。

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。

五、估值及定价分析

国内/国际同类公司比较分析

基于已公布的 2010 年业绩和 2011、2012 年预测业绩的均值，国内同行业可比上市公司 10 年、11 年、12 年平均动态市盈率为 74.42 倍、38.22 倍和 26.63 倍；国际同行业可比上市公司 10 年、11 年、12 年平均动态市盈率为 14.28 倍、18.10 倍和 12.67 倍；最近上市的创业板医药公司 10 年、11 年、12 年平均动态市盈率为 42.00 倍、30.26 倍和 22.60 倍；由于国内医药行业估值高于国际医药制造业公司估值水平，且公司的产品均在国内销售，我们以国内公司的估值水平作为参考。

表 5 国内同行业上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			P/E		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
红日药业	300026	26.7	0.68	0.90	1.23	39.51	29.55	21.64
莱美药业	300006	20.0	0.24	0.46	0.64	83.43	43.87	31.15
安科生物	300009	12.8	0.28	0.33	0.37	46.61	38.84	34.61
永太科技	002326	25.1	0.24	0.59	1.06	103.30	42.28	23.66

天马精化	002453	28.6	0.48	0.93	1.51	59.77	30.57	18.90
平均						66.52	37.02	25.99

数据来源: Wind, 上海证券研究所

表 6 国际同行业上市公司估值比较

公司简称	股票代码	股价	EPS			P/E		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
DOW CHEMICALS	US Equity	36.30	1.86	2.60	3.36	19.48	13.97	10.80
BASF	US Equity	67.84	5.24	5.54	6.03	12.94	12.24	11.25
DSM	US Equity	44.10	3.17	3.38	3.87	13.93	13.04	11.41
HUNTSMAN CORPORATION	US Equity	19.61	0.71	1.33	1.70	27.46	14.79	11.51
KRONOS WORLDWIDE, INC	US Equity	32.91	1.97	3.53	4.77	16.67	9.33	6.90
平均						14.28	18.10	12.67

数据来源: Bloomberg, 上海证券研究所

表 7 国内创业板医药行业公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			P/E		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
福安药业	300194	29.9	0.92	1.23	1.64	32.4	24.4	18.2
智飞生物	300122	29.7	0.64	0.74	1.06	46.2	40.1	28.0
华仁药业	300110	13.8	0.36	0.44	0.57	38.5	31.3	24.3
佐力药业	300181	22.7	0.52	0.70	0.84	43.7	32.5	27.0
振东制药	300158	30.9	0.64	0.99	1.47	48.3	31.1	21.0
红日药业	300026	26.7	0.68	0.90	1.23	39.5	29.6	21.6
平均						41.45	31.47	23.35

数据来源: Wind, 上海证券研究所

公司可给的估值水平及价格区间

公司未来保持着可持续的盈利能力, 主要有如下原因: 1) 核心技术优势。公司积累了大量研究数据, 开发出了众多国际国内先进技术; 2) 标准化先行优势。公司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; 3) 定价优势。我们认为给予公司 11 年每股收益 35 倍市盈率这一接近于同行业公司平均的估值水平较为合理。以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 19.04-22.85 元, 相对于 2010 年的静态市盈率 (发行后摊薄) 为 52.72-63.27 倍。近期医药类新股和创业板新股上市首日的平均涨幅为 25.1%, 目前股价距其发行价的平均累计溢价率为 -6.65%, 发行价对应折扣率为 -7.12%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以

及近期新上市股票估值情况，建议选取 10% 的折扣率，对应的询价区间为 17.14-20.57 元，相对于 2010 年的静态 PE（发行后摊薄）为 47.45-56.94 倍。

附表 1 公司损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	157.8	363.9	542.5	722.2	911.1
二、营业总成本	132.0	286.0	413.7	540.6	668.6
营业成本	99.3	216.0	314.4	409.2	503.9
营业税金及附加	0.9	1.8	2.6	3.5	4.4
销售费用	17.8	36.8	54.6	72.3	90.8
管理费用	11.6	25.6	37.9	50.1	62.7
财务费用	2.3	2.8	4.2	5.5	6.9
三、其他经营收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
四、营业利润	25.8	78.0	128.8	181.6	242.4
加：营业外收入	0.9	0.3	0.3	0.3	0.3
减：营业外支出	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
五、利润总额	26.4	78.2	129.0	181.8	242.6
减：所得税	3.6	11.1	18.3	25.7	34.3
加：未确认的投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
六、净利润	22.8	67.1	110.8	156.1	208.3
减：少数股东损益	0.0	0.6	0.6	0.6	0.6
归属于母公司所有者的净利润	22.8	66.5	110.1	155.4	207.7
七、每股收益	0.12	0.36	0.60	0.84	1.13

资料来源：Wind，公司招股说明书，上海证券研究所

附表 2 公司未来三年分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测（百万元）

分业务主营收入测算（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
药用甘油	产能	4,500.0	4,500.0	7,500.0	9,500.0
	产量	5,019.7	6,954.6	7,875.0	9,025.0
	产能利用率	112%	155%	105%	95%
	销量	3,576.9	6,101.6	7,087.5	8,122.5
	产销率	71%	88%	90%	90%
	平均价格（万元/吨）	0.75	0.70	0.74	0.77
药用氢氧化钠	收入(百万元)	26.95	42.82	52.23	62.85
	产能	300.0	300.0	1,000.0	1,500.0
	产量	459.4	418.7	1,100.0	1,500.0
	产能利用率	153%	140%	110%	100%
	销量	441.0	443.8	1,100.0	1,500.0
	产销率	96%	106%	100%	100%
药用丙二醇	平均价格（万元/吨）	2.34	2.35	2.47	2.59
	收入(百万元)	10.31	10.44	27.18	38.92
	产能	1,000.0	1,000.0	2,500.0	4,000.0
					5,000.0

	产量	955.7	1,133.6	2,500.0	3,600.0	4,000.0
	产能利用率	96%	113%	100%	90%	80%
	销量	925.1	1,186.8	2,500.0	3,600.0	4,000.0
	产销率	97%	105%	100%	100%	100%
	平均价格(万元/吨)	1.35	1.47	1.54	1.62	1.70
	收入(百万元)	12.51	17.40	38.48	58.18	67.88
药用乙醇	产能	1,500.0	1,500.0	5,000.0	7,500.0	10,000.0
	产量	1,903.5	2,389.3	5,000.0	6,750.0	8,000.0
	产能利用率	127%	159%	100%	90%	80%
	销量	1,456.8	2,239.3	5,000.0	6,750.0	8,000.0
	产销率	77%	94%	100%	100%	100%
	平均价格(万元/吨)	0.60	0.72	0.75	0.79	0.83
	收入(百万元)	8.69	16.07	37.67	53.40	66.45
药用蔗糖	产能	5,000.0	15,000.0	20,000.0	25,000.0	30,000.0
	产量	4,787.5	21,030.5	28,000.0	32,500.0	36,000.0
	产能利用率	96%	140%	140%	130%	120%
	销量	4,705.4	20,547.6	28,000.0	32,500.0	36,000.0
	产销率	98%	98%	100%	100%	100%
	平均价格(万元/吨)	0.46	0.51	0.54	0.56	0.59
	收入(百万元)	21.46	104.92	150.12	182.96	212.80
复方甘草片	产能	820.0	820.0	820.0	720.0	600.0
	产量	205.0	188.3	188.6	165.6	138.0
	产能利用率	25%	23%	23%	23%	23%
	销量	268.6	194.7	188.6	165.6	138.0
	产销率	131%	103%	100%	100%	100%
	平均价格(元/瓶)	3.00	2.84	2.70	2.65	2.73
	收入(百万元)	8.06	5.54	5.10	4.39	3.76
注射用磺苄西林钠	产能	0.0	3,000.0	5,000.0	6,500.0	8,000.0
	产量	0.0	742.1	1,000.0	1,462.0	2,000.0
	产能利用率	0%	25%	20%	23%	25%
	销量	0.0	413.7	600.0	877.2	1,200.0
	产销率	0%	56%	60%	60%	60%
	平均价格(元/克)	0.00	18.23	17.32	16.97	17.48
	收入(百万元)	0.00	75.41	103.90	148.86	209.75
其他	收入(百万元)	69.84	91.33	127.86	172.61	224.39
合计	收入(百万元)	157.8	363.9	542.5	722.2	911.1
毛利率测算		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
	药用甘油	10.5%	6.8%	10.0%	11.0%	12.0%
	药用氢氧化钠	39.1%	39.8%	40.0%	41.0%	42.0%
	药用丙二醇	23.6%	21.0%	23.0%	23.0%	23.0%
	药用乙醇	62.6%	70.5%	70.0%	71.0%	72.0%
	药用蔗糖	11.6%	19.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	复方甘草片	28.3%	49.8%	50.0%	50.0%	50.0%
	注射用磺苄西林钠	-	66.9%	65.0%	62.5%	60.0%

其他	55.2%	57.7%	60.0%	62.0%	64.0%
营业成本（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
药用甘油	24.1	39.9	47.0	55.9	67.8
药用氢氧化钠	6.3	6.3	16.3	23.0	28.4
药用丙二醇	9.6	13.7	29.6	44.8	52.3
药用乙醇	3.2	4.7	11.3	15.5	18.6
药用蔗糖	19.0	85.0	120.1	146.4	170.2
复方甘草片	5.8	2.8	2.5	2.2	1.9
注射用磺苄西林钠	0.0	25.0	36.4	55.8	83.9
其他	31.3	38.6	51.1	65.6	80.8
合计	99.3	216.0	314.4	409.2	503.9
分业务增速	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
药用甘油	-15.8%	58.9%	22.0%	20.3%	22.5%
药用氢氧化钠	12.8%	1.2%	160.3%	43.2%	26.0%
药用丙二醇	0.9%	39.1%	121.2%	51.2%	16.7%
药用乙醇	147.3%	84.9%	134.5%	41.8%	24.4%
药用蔗糖	191.5%	388.9%	43.1%	21.9%	16.3%
复方甘草片	71.2%	-31.3%	-8.0%	-14.0%	-14.2%
注射用磺苄西林钠	0.0%	0.0%	37.8%	43.3%	40.9%
其他	22.5%	30.8%	40.0%	35.0%	30.0%

资料来源：Wind，公司招股说明书，上海证券研究所

附表 3 公司主要财务指标

财务指标	2007	2008	2009
ROE%	20.24	30.86	46.68
营业收入（百万元）	126.13	157.83	363.93
收入增长率（%）	-	25.13	130.58
经营性现金流（百万元）	0.21	10.18	42.47

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。