

尔康制药 (300267)

药用辅料行业龙头

——新股 IPO 询价定价分析报告

易镜明
021-38676779
yijingming@gtjas.com
编号 S0880511010019

本报告导读:

国内药用辅料行业的龙头企业, 受益于行业规范化发展带来的市场容量提升

投资要点:

- 公司从事药用辅料和新型抗生素的生产和销售, 是目前国内药用辅料行业龙头, 新型抗生素产品磺苄西林钠市场份额位居国内第二。控股股东、实际控制人为帅放文, 本次发行后持有本公司 9,060 万股股份, 占本次发行后总股本的 49.24%。
- 目前国内药用辅料行业不规范, 发展水平较低, 药用辅料仅占药品制剂产值的 2%-3%, 而国外一般在 10%-20%, 国内辅料市场增长空间巨大。随着行业不断规范化发展, 化工级和食品级辅料将被淘汰, 有利于专业的药用辅料生产企业。
- 2008~2010 年公司经营高速增长, 营业收入复合增长率达到 69.86%, 净利润复合增长率达到 147.60%。公司主要产品是药用辅料和成品药, 2011 年上半年, 药用辅料和成品药 (主要是磺苄西林钠) 贡献收入分别达 69.66% 和 26.00%, 贡献毛利分别为 49.96% 和 46.21%。
- 竞争优势: 1、公司是行业标准制定者; 2、产品种类多且有独家品种, 有较强市场定价权; 3、优质客户将推动公司不断发展; 4、产品品种丰富, 为客户提供一揽子解决方案。
- 募集资金将主要用于药用辅料及抗生素原料药生产、药用辅料工程技术研究中心建设、注射用磺苄西林钠扩产、营销网络建设项目等四个项目, 募投项目建设将解决公司目前产能不足问题。
- 经营风险: 药品生产新政策推出带来的风险、抗生素新政策可能对公司主要产品磺苄西林钠产生不利影响、新产品推广风险。
- 尔康制药主要产品为药用辅料和抗生素制剂, 我们预计公司 2011 年 EPS 为 0.58 元, 参照今年上市的 4 家化学原料药和制剂类公司平均市盈率 (2011 年) 为 30 倍, 考虑到公司增速较快, 给予公司 30-35 倍市盈率。合理询价区间为 17.4~20.3 元。

建议询价区间

17.40-20.30

上市首日定价区间

21.00-30.00

2011.09.13

发行上市资料

发行前总股本 (万股)	13,800
本次拟发行量 (万股)	4,600
发行日期	2011.09.14
发行方式	网下询价, 上网定价

保荐机构

预计上市日期

发行前财务数据

每股净资产 (元)	1.71
净资产收益率 (%)	25.6%
资产负债率 (%)	36.1%

主要股东和持股比例

帅放文	65.66%
湖南帅佳投资股份有限公司	17.01%
曹泽雄	5.60%
北京昆吾九鼎医药投资中心 (有限合伙)	2.90%
宁波君润恒远股权投资合伙企业 (有限合伙)	2.18%
北京黑马资产管理有限公司	1.23%
徐良国	1.17%
曹再云	1.13%
贺智华	1.09%
王向峰	0.39%

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	158	364	607	856	1,211
(+/-)%	25.1%	130.6%	66.7%	41.1%	41.5%
经营利润 (EBIT)	28	81	117	171	248
(+/-)%	83.3%	187.7%	45.3%	45.3%	45.2%
净利润	23	66	106	158	226
(+/-)%	109.8%	192.1%	59.5%	49.5%	42.5%
每股净收益 (元)	0.12	0.36	0.58	0.86	1.23
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 公司概况

1.1. 药用辅料为核心，兼顾新型抗生素

湖南尔康制药股份有限公司成立于 2003 年，主要从事药用辅料和新型抗生素的生产和销售，是国内品种最全、规模最大的专业药用辅料生产企业之一。2009 年，为避免同业竞争、减少关联交易，母公司收购实际控制人旗下的其他医药类资产（主要是湘药制药），进入抗生素领域，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。

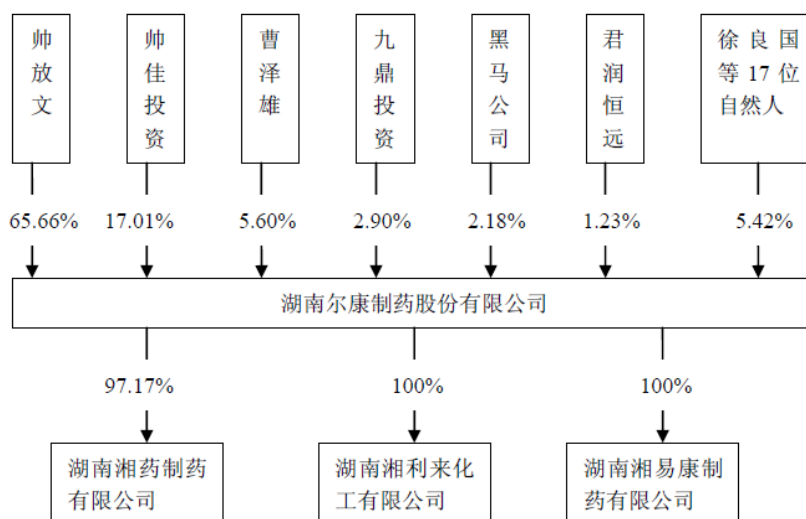
公司目前拥有 100 多个药用辅料品种，主要产品包括药用甘油、药用蔗糖、药用乙醇、药用丙二醇、药用氢氧化钠等。经过多年发展，公司逐步形成了以药用辅料为核心，兼顾新型抗生素的发展路线。

1.2. 股权高度集中，员工激励充分

公司本次拟在创业板公开发行 4600 万股，占发行后总股本的 25%。上市前，公司实际控制人帅放文先生持有公司 65.66% 的股份。而第二大股东帅佳投资为持股目的公司，实际控制人妻子曹再云持有 68.21% 股份，其余 65 名自然人股东绝大部分为公司或子公司员工。上市前后，大股东都处于绝对控股地位。而上市前自然人股东大都为高管人员或关键技术人员，其他一些核心员工也通过帅佳投资间接持有公司股份，公司激励机制较为充分。

公司目前有 3 家控股子公司，其中湖南湘药制药有限公司是最重要的子公司，其生产的磺苄西林钠是公司主要利润来源之一，2011 年上半年实现毛利润 5511 万元，对公司利润贡献超过 45%。

图 1：公司上市前股权结构



数据来源：招股说明书

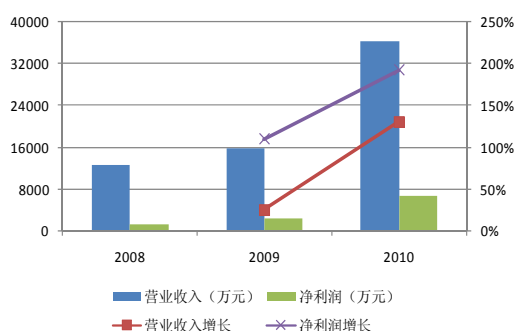
表 1: 公司上市前后股权变化

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	持股数 (股)	比例	持股数 (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%
君润恒远	3,001,545	2.18%	3,001,545	1.63%
黑马公司	1,696,486	1.23%	1,696,486	0.92%
徐良国等 17 名自然人	7,479,600	5.42%	7,479,600	4.07%
社会公众股			46,000,000	25%
总计	138,000,000	100%	184,000,000	100%

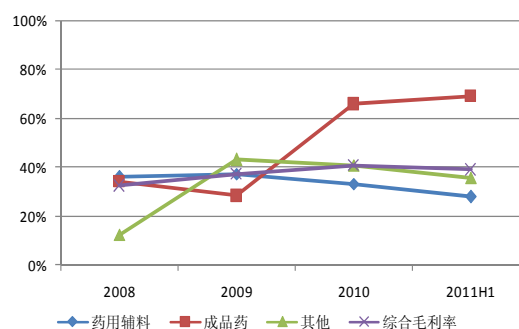
数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券

2. 公司主营业务分析

公司主要从事药用辅料及成品药的生产和销售。近 3 年以来, 公司业绩保持高速增长。2008-2010 年, 主营业务收入从 1.26 亿增长到 3.63 亿, 复合增长率达 69.86%; 归属于母公司所有者净利润从 1084 万元增长到 6646 万元, 复合增长率达 147.60%。2011 年上半年, 公司实现营业收入 3.11 亿, 净利润 6037 万元, 收入和净利润保持快速增长态势。

图 2: 近 3 年公司业绩保持高速增长


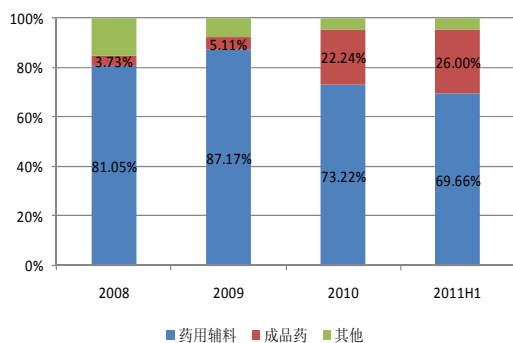
数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券

图 3: 公司综合毛利率维持在 40% 左右


数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券

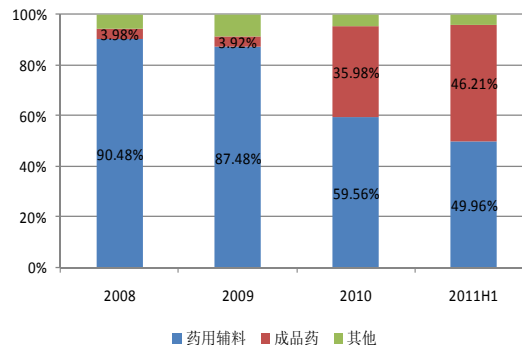
药用辅料和成品药贡献大部分收入和利润。2009 年以前, 公司主要产品为药用辅料, 占总收入和毛利比例都在 80% 以上。2009 年 12 月, 公司收购大股东旗下湘药制药资产, 进入抗生素成品药领域。2010 年 3 月, 湘药制药研发的新型抗生素---磺苄西林钠上市, 当年实现收入 7541 万元, 毛利 5045 万元。新产品的上市改变了公司的收入和利润结构, 药用辅料对公司业绩贡献下降。2011 年上半年, 药用辅料和成品药贡献收入分别达 69.66% 和 26.00%, 贡献毛利分别为 49.96% 和 46.21%。

图 4: 公司各业务贡献收入占比



数据来源：招股说明书，国泰君安证券

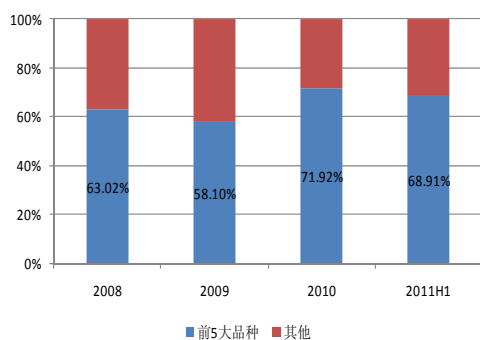
图 5: 公司各业务贡献毛利占比



数据来源：招股说明书，国泰君安证券

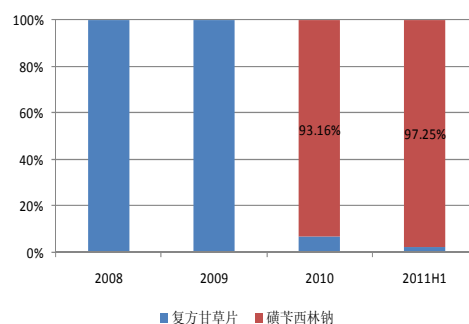
细分业务来看，公司目前生产的药用辅料产品有 112 种，主要产品包括 5 大类，即药用蔗糖、药用甘油、药用丙二醇、药用氢氧化钠以及药用乙醇，这 5 大类产品在 2011 年上半年占辅料收入的 68.91%。成品药主要是复方甘草片和磺苄西林钠，2011 年上半年磺苄西林钠占成品药收入的 97%左右。

图 6: 药用辅料产品收入占比



数据来源：招股说明书，国泰君安证券

图 7: 成品药收入结构



数据来源：招股说明书，国泰君安证券

2.1. 药用辅料行业龙头，受益于行业规范化发展

2.1.1. 行业整体发展水平较低，市场空间巨大

药用辅料是指除主药以外的一切成份的统称。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。

药用辅料的质量直接关系着药物制剂的安全性问题。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着药物制剂的安全性问题。也正是这次事件后，国内医药行业才真正意识到药用辅料对药品安全的重要性，国家有关部门开始加强药用辅料的生产管理。

表 2：药用辅料和药物活性成分主要区别

不同之处	药用辅料	药物活性成分
生产企业	化工厂、食品添加剂厂、药厂等	只能药厂
管理规定	监管较少	监管严厉
相关标准	参照原料药 GMP 生产	必须按照 GMP 生产
成分复杂性	复杂混合物	大多为单分子，构效关系明确
安全性控制	通过控制杂质保证来安全	控制纯度来控制安全

数据来源：招股说明书，国泰君安证券

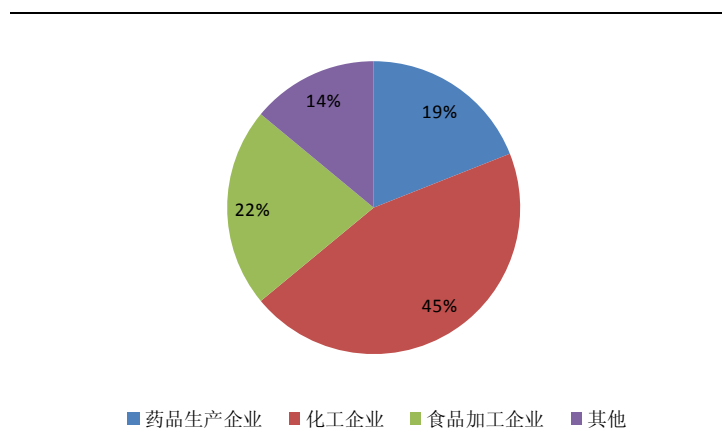
目前，美国上市的药用辅料超过 1500 种，欧盟超过 3000 种，药用辅料占整个药品制剂市场产值的 10%-20%。而我国目前药用辅料发展水平较低，仅占整个制剂市场产值的 2%-3%。我国药用辅料占制剂市场总产值比例较低，一方面，由于我国药用辅料种类较少，目前只有 500 种左右；另一方面，我国药用辅料大部分为低端的单一组分产品，而国外有大量的复合成分辅料和高端辅料，价格比低端产品高出几倍甚至几十倍。

2010 年，我国医药制造业产值达到 9853.96 亿元，按照药用辅料占药品制剂总产值的 2%-3%比例计算，2010 年药用辅料总产值接近 197-296 亿元。未来随着监管部门对药品质量要求不断提高，专业的药用辅料将逐渐替代传统的食品级辅料和化工级辅料。同时，高端辅料产品的应用范围越来越广，药用辅料在药品制剂中的占比将有所提高。如果按照发达国家 10%-20%比例，我国药用辅料市场发展空间巨大，而即使提高 1 个百分点，市场也将提高近 100 亿元。

2.1.2. 行业发展不规范，集中度很低

根据我国《药品管理法》规定生产药品所需的原料、辅料，必须符合药用要求，但是没有具体要求。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，只是各省市根据该管理办法不同程度的对药用辅料的使用管理进行了规定。目前国内存在滥用化工级辅料和食品级辅料的现象。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%，化工企业占 45%，食品生产企业 22% 和其他企业 14%。由于化工级辅料和食品添加剂无严格的审批制度，将其用于药品生产存在严重的安全隐患。

图 8：药用辅料生产企业以化工企业为主



数据来源：招股说明书，国泰君安证券

同时，国内目前专业药用辅料企业很少，大量的辅料产品由化工企业和食品企业生产。除尔康制药外，规模较大的专业药用辅料企业还有湖州展望药业、山东阿华制药、安徽山河药用辅料等。而目前行业集中非常低，作为行业内最大的企业之一，尔康制药 2009 年市场份额仅 1.05%。

表 3：国内药用辅料企业市场高度分散

相关企业	2009 年销售额	市场份额
湖南尔康制药	1.57 亿	约 1.05%
湖州展望药业	约 1.4 亿	约 0.93%
山东聊城阿华制药	约 9000 万元	约 0.60%
安徽山河药用辅料	约 8500 万元	约 0.57%

数据来源：招股说明书，国泰君安证券

2.1.3. 未来药用辅料行业规范化发展势在必行，有利于行业龙头

药用辅料的质量直接关系到药品安全，近年来，特别是 2006 年“齐二药事件”后，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。由于化工级和食品级药用辅料产品缺乏严格审批制度，并且产品指标无法达到药品生产标准，未来将被逐渐淘汰。

从目前颁布的规范性文件来看，药用辅料产品的注册文号管理制度和 GMP 认证制度将成为未来药用辅料生产的发展趋势。专业的药用辅料生产企业将获得化工企业和食品添加剂企业的辅料市场份额，而 2009 年这两类企业市场份额达 67%，可见专业辅料生产企业市场空间巨大。

目前，尔康制药已获得 112 多种药用辅料的注册批件，是国内拥有辅料品种最多的企业，并且产品全部在符合 GMP 认证的条件下进行生产，产品的安全性得到了有效保证，未来行业监管标准的提高将使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。

2.2. 新产品磺苄西林钠是公司短期业绩爆发式增长的重要因素

磺苄西林钠为广谱半合成的抗甲单胞菌青霉素，其作用机理与其他青霉素类和头孢菌素类等 β -内酰胺抗生素类似，通过干扰细菌细胞壁的合成而产生抗菌作用，属于新型抗生素。在临床上主要应用于绿脓杆菌、肠杆菌属、变形杆菌和其他敏感菌所致的系统感染。

磺苄西林钠是公司子公司湘药制药的主要产品，2010 年 3 月上市以来对公司业绩贡献巨大。2010 年和 2011 年上半年实现销售收入分别为 7541 万元、7864 万元，占总销售收入的 20.72%、25.28%；毛利润分别为 5045 万元、5511 万元，占总毛利的 34.11%、45.54%。如果剔除磺苄西林钠的业绩，公司 2010 年收入增长率将由 130.58% 下降到 82.80%；毛利润增长率将由 153.50% 下降到 67.02%。可见，磺苄西林钠的上市对公司业绩增长贡献巨大。而磺苄西林钠的业绩爆发主要有以下两个原因：

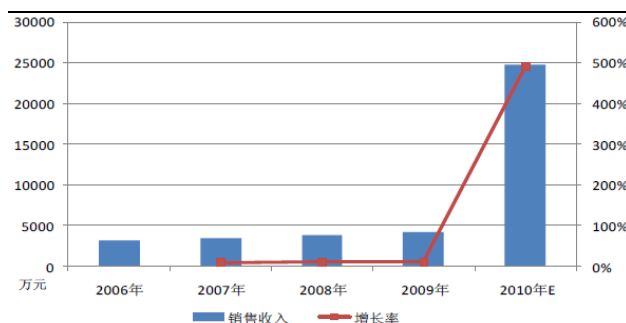
2.2.1. 受益于进入国家医保目录，磺苄西林钠市场出现爆发式增长

磺苄西林钠最早由日本武田药品公司研发，国外专利 1992 年到期。我国 1985 年实现原料药的仿制，但由于合成技术难度大，一直无法大规模

模生产。2009 年，国内企业在合成工艺上取得突破，该药开始量产，并于 2009 年进入《国家基本医保药品目录》。

由于国内生产企业生产工艺取得突破，同时受进入国家医保目录的影响，国内磺苄西林钠市场规模在 2006-2009 年保持平稳增长后，2010 年在二三线城市医院以及新农合市场快速放量，2010 年市场规模约为 2.47 亿元。

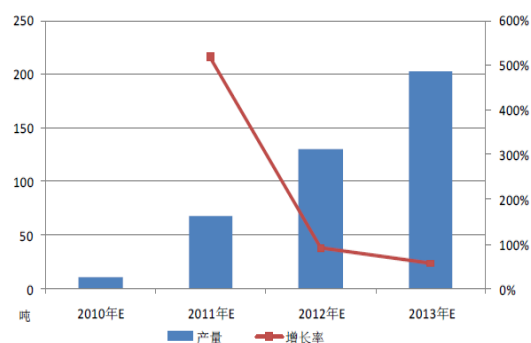
图 9：2010 年国内磺苄西林钠市场出现爆发式增长



数据来源：南方医药经济研究所，《我国抗生素制剂市场研究报告》

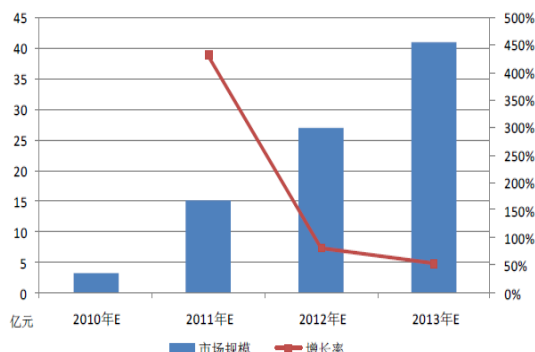
根据南方医药经济研究所预计，未来 2-3 年，磺苄西林钠产量和销售额将继续保持快速增长趋势，但是随着基数的增加以及抗生素类产品自身的生命周期，产品增速在 2012 年开始会出现明显下降，到 2013 年产量和收入增速都将下降到 50% 左右。预计 2013 年产量达到 203 吨，市场规模将达到 41 亿元。

图 10：未来磺苄西林钠产量估计



数据来源：南方医药经济研究所

图 11：未来磺苄西林钠市场规模估计



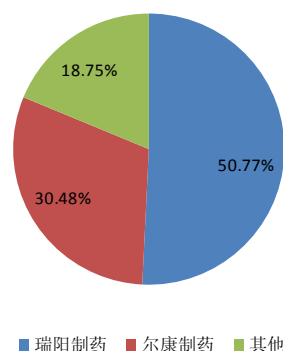
数据来源：南方医药经济研究所

2.2.2. 国内竞争对手较少，市场集中度很高

目前国内磺苄西林钠制剂的生产企业只有 5 家，分别是山东瑞阳制药、湖南尔康制药、海南海灵制药、哈药集团以及沈阳美罗制药。山东瑞阳制药是行业龙头，2010 年销售收入约为 1.26 亿元，市场份额约为 50.77%，尔康制药排名第二，占据 30.48% 的份额。国内磺苄西林钠竞争对手较少，产品享受高的毛利率，尔康制药该产品毛利率甚至达到 70% 以上。

公司子公司于 2004 年取得磺苄西林钠原料药批文和制剂生产批件，是全国最早获批准生产注射用磺苄西林钠的企业，公司具有较突出的先发优势。并且公司是唯一一家拥有该品种 1g、2g、4g 全部三个制剂规格批准文号的企业，其中 4g 为公司独家剂型。

图 12：瑞阳制药占据国内磺苄西林钠市场最大份额



数据来源：招股说明书，国泰君安证券

3. 公司竞争优势分析

3.1. 公司是行业标准制定者及推行者

公司拥有湖南省药用辅料工程技术研究中心，在药用辅料的产品研发、生产工艺、检测等方面均具有很强的实力。近三年新增近 80 个药用辅料品种，目前还有 70 个药用辅料品种正在申报中。公司还参与制（修）订药用辅料国家、行业标准 20 项，并受托参与我国《药品红外光谱集》第五卷药用辅料红外光谱的编定工作。参与行业标准的制定使公司成为行业发展方向的引领者，使公司的技术水平始终处于行业领先地位。

3.2. 产品有较强的市场定价权

公司是目前国内药用辅料行业品种最齐全的企业之一，并拥有多个国内独家药用辅料品种。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。同时，公司还拥有很多国内独家药用辅料品种，如三氯甲烷、三氯叔丁醇等，使公司成为众多制药企业的药用辅料独家供应商。多方面优势的累积使公司在产品定价方面具有较强的话语权，从而提升了公司的盈利能力，并增强了公司抵御风险的能力。

表 4：目前国内四家规模较大药用辅料企业

生产企业	药用辅料产品种类
湖南尔康制药	112 种
湖州展望药业	20 种
山东聊城阿华制药	15 种
安徽山河药用辅料	18 种

数据来源：SFDA，国泰君安证券

3.3. 优质客户将推动公司不断发展

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。由于大型制药企业将产品品质作为首要考虑因素，对于药用辅料质量标准控制严格，对价格变化不敏感，经使用效果良好的药用辅料产品极少会更换。公司与国内产值排名前一百位的知名大型制药企业建立了长期稳定的合作关系，为公司的发展提供了稳定的市场需求和收入保障，提升了公司产品品牌知名度。众多优质客户的存在为公司的下一步发展打下了坚实的基础。

3.4. 丰富的药用辅料品种可为客户提供一揽子解决方案

目前专业药用辅料企业少，而药用辅料品种多且大部分用量小的特点，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。目前公司在业内是拥有最多的辅料品种，并且拥有多个国内独家品种。制药企业在本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，丰富的辅料品种可为客户提供一揽子解决方案，使得公司与其他小企业比较有显著的竞争优势。

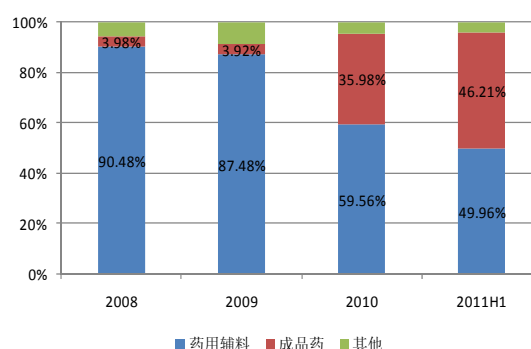
4. 公司财务情况

4.1. 毛利率保持稳定

2008、2009、2010 和 2011 年上半年，公司综合毛利率分别为 32.48%、37.08%、40.68% 和 38.97%，毛利率水平较高。2010 年综合毛利率比 2009 年略有上升，2011 年上半年综合毛利率有所下降。

毛利率变动主要是由于药用辅料和磺苄西林钠毛利率变化以及贡献比重变化引起的。药用辅料产品毛利率有一定的下滑，而随着高毛利率的磺苄西林钠利润贡献的增加，一定程度上弥补了辅料产品毛利下滑。

图 13: 公司各业务贡献毛利占比



数据来源：招股说明书，国泰君安证券

表 5: 公司主要产品毛利率变动情况

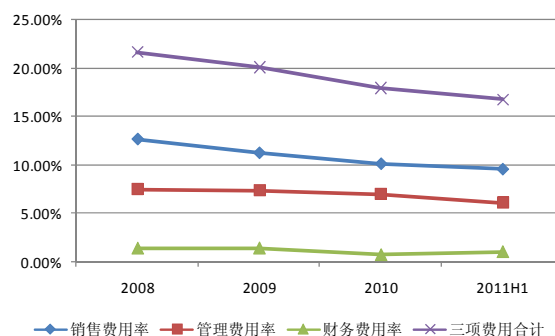
产品结构	2008	2009	2010	2011H1
药用辅料	35.87%	37.09%	33.06%	27.90%
其中：药用蔗糖	28.15%	10.47%	6.84%	6.45%
药用甘油	25.17%	39.12%	39.76%	36.81%
药用丙二醇	16.03%	23.62%	20.98%	18.29%
药用氢氧化钠	67.18%	62.64%	70.54%	71.60%
药用乙醇	8.63%	11.55%	18.98%	15.45%
其他	47.91%	48.26%	66.59%	61.29%
成品药	34.28%	28.33%	65.73%	69.15%
其中：复方甘草片	34.28%	28.33%	49.76%	36.16%
磺苄西林钠			66.90%	70.08%
其他品种	12.56%	43.02%	40.84%	35.80%
综合毛利率	32.48%	37.08%	40.68%	38.97%

数据来源：招股说明书，国泰君安证券

4.2. 费用率控制能力加强

近年来，公司费用控制能力不断加强，三项费用率由 2008 年的 21.61% 下降到 2011 年上半年的 16.79%。国内上市公司中没有药用辅料类上市公司，所以无法与其他公司直接比较。而目前 A 股化学原料药上市公司三项费用率 2011 年上半年平均为 13.47%，化学制剂类上市公司为 25.70%。考虑到公司不仅有药用辅料，还有磺苄西林钠制剂类产品，公司 16.79% 的三项费用率处于合理范围之内

图 14: 公司费用控制能力不断加强



数据来源：招股说明书，国泰君安证券

4.3. 偿债能力有所增强

公司短期偿债能力较弱，今年上半年有所上升，但是流动比率和速动比率依然只有 1.70 和 1.09。根据 wind 资讯统计，2011 年上半年 A 股上市的化学原料药公司流动比率和速动比率平均为 1.45 和 1.08，化学制剂公司流动比率和速动比率平均为 2.24 和 1.79。考虑到公司既有辅料业务也有抗生素制剂业务，公司短期偿债能力与行业相比还是较弱的。

公司资产负债率下降，表明长期偿债能力有所增强。36.08% 的资产负债率比化学原料药公司 (50.40%) 略低，比化学制剂类公司 (33.91%) 略高，属于行业正常水平。

表 6: 公司偿债能力有所增强

指标	2008 年	2009 年	2010 年	2011H1
流动比率	1.00	1.34	1.26	1.70
速动比率	0.69	1.02	0.70	1.09
资产负债率	48.51%	40.77%	40.29%	36.08%

数据来源：招股说明书，国泰君安证券

4.4. 营运能力增强

公司存货周转率和应收账款周转率在 2008-2010 年保持稳定，今年上半年这两个指标有所上升，公司营运能力有所增强。

表 7: 公司营运能力指标有所提升

指标	2008	2009	2010	2011H1
存货周转率 (次/年)	4.57	4.63	4.78	5.18 (年化后)
应收账款周转率 (次/年)	13.74	14.51	13.81	18.46 (年化后)

数据来源：招股说明书，国泰君安证券

5. 募投项目

公司此次拟公开发行 4600 万股，募集资金将主要用于药用辅料及抗生素原料药生产项目、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、营销网络建设项目等四个项目，募投项目建设将解决公司目前产能不足问题。公司主要产品药用甘油、药用乙醇、药用丙二醇、药用氢氧化钠和注射用磺苄西林钠的产能将分别从 4500 吨、1500 吨、1000 吨、300 吨和 3000 万克，提高 5000 吨、10000 吨、5000 吨、2000 吨和 5000 万克。

表 8: 募集资金流向

序号	募投项目	拟投资金额 (万元)	项目建设周期	预计每年收入 (万元)	预计每年利润 (万元)
1	药用辅料及抗生素原料药扩产项目	19,942	两年	61,000	28,969
2	药用辅料工程技术研究中心建设项目	5,033	两年		
3	注射用磺苄西林钠扩产项目	19,332	两年	80,000	25,398
4	营销网络建设项目	5,739	两年		
合计		50,046		1,410,000	54,367

数据来源：招股说明书，国泰君安证券

表 9: 药用辅料及抗生素原料药募投项目产能需求及产值预测

产品名称	年产量 (吨)	订单需求 (吨)	产值	
			平均单价 (元/吨)	全年产值 (万元)
药用甘油	5000	5,934	15,000	7,500
药用丙二醇	5,000	5,860	16,000	8,000
药用氢氧化钠	2,000	1,470	15,000	3,000
药用乙醇	10,000	9,150	12,000	12,000
磺苄西林钠 (原料药)	50	自用	6,100,000	30,500

数据来源：招股说明书，国泰君安证券

6. 风险因素

6.1. 药品生产新政策不断推出带来的风险

由于我国药品生产质量管理体系仍处于完善过程中，未来将不断有新标准、新规范的出台，如公司不能及时根据相关规定进行相应调整，将给公司生产经营带来一定的风险。

6.2. 抗生素政策推出对公司不利影响

为了抑制国内日益严重的抗生素滥用现象，最新的《抗菌药物临床应用管理办法》公开征求意见，未来将针对抗生素滥用出台管理目录，这将对整个抗生素行业产生巨大的影响，而政策的推出可能会对公司主要产品磺苄西林钠产生不利影响。

6.3. 新产品推广的风险

公司本次募投项目产品注射用磺苄西林钠属于高端的新型青霉素类抗生素，在我国尚未广泛使用。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。

7. 盈利预测

假设公司募投项目进展顺利, 公司主要产品药用甘油、药用乙醇、药用丙二醇、药用氢氧化钠和注射用磺苄西林钠的产能将分别从 4500 吨、1500 吨、1000 吨、300 吨和 3000 万克, 提高 5000 吨、10000 吨、5000 吨、2000 吨和 5000 万克。我们预测 2011、2012、2013 年公司净利润分别为 1.06 亿、1.58 亿、2.26 亿, 同比增长 82.09%、49.18%和 42.31%, 对应 EPS 为 0.58 元、0.86 元、1.23 元。

表 10: 公司主要产品收入及毛利率预测

产品收入预测	2010A	2011E	2012E	2013E
药用辅料(百万元)	266.5	434.4	597.2	857.3
增长率	93.68%	63.03%	37.48%	43.54%
毛利率	33.06%	27.78%	28.62%	29.62%
其中-药用蔗糖(百万元)	104.92	235.1	352.6	493.6
增长率	388.91%	124.04%	50.00%	40.00%
毛利率	6.83%	7.69%	11.54%	13.46%
药用甘油(百万元)	42.82	45.5	47.1	58.9
增长率	58.89%	6.23%	3.52%	25.00%
毛利率	39.75%	40.85%	40.00%	40.00%
药用丙二醇(百万元)	17.40	18.7	19.0	37.9
增长率	39.09%	7.42%	1.50%	100.00%
毛利率	20.98%	23.33%	20.69%	20.69%
药用氢氧化钠(百万元)	10.4	11.1	11.6	20.9
增长率	1.26%	6.11%	5.00%	80.00%
毛利率	70.5%	70.59%	70.59%	70.59%
其他(百万元)	74.8	104.7	146.6	205.3
增长率	29.77%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利率	66.6%	65.00%	65.00%	65.00%
成品药(百万元)	104.9	187.5	289.0	402.7
增长率	388.91%	78.75%	54.12%	39.33%
毛利率	65.73%	65.04%	62.05%	62.12%
其中-磺苄西林钠(百万元)	75.41	144.8	225.1	315.1
增长率		65.71%	62.50%	62.50%
毛利率	66.90%	65.71%	62.50%	62.50%
复方甘草片(百万元)	5.5	6.5	7.7	8.9
增长率	-31.27%	46.43%	45.45%	45.45%
毛利率	49.82%	46.43%	45.45%	45.45%
其他品种(百万元)	16.1	21.0	26.2	30.1
增长率	38.22%	30.00%	25.00%	15.00%
毛利率	40.86%	40.00%	40.00%	40.00%
合计	364	606.7	856.2	1211.4
增长率	130.6%	56.57%	41.12%	41.48%
毛利率	40.66%	37.46%	38.02%	38.55%

数据来源: 国泰君安证券

表 11: 利润表预测 (百万元)

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
------	-------	-------	-------	-------

营业收入	364	607	856	1211
营业成本	216	379	531	744
营业税金及附加	2	3	4	6
营业费用	37	64	90	127
管理费用	26	43	61	86
财务费用	3	-7	-16	-18
资产减值损失	3	0	0	0
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	125	186	265
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	78	125	186	265
所得税	11	18	26	37
净利润	67	107	160	228
少数股东损益	1	1	1	2
归属母公司净利润	66	106	158	226
EBITDA	81	117	171	248
EPS (元)	0.48	0.58	0.86	1.23

数据来源：国泰君安证券

8. 估值与定价

按照 2011 年 9 月 8 日收盘价格，EPS 按照 wind 一致预期，A 股化学原料药和化学制剂整体市盈率（2011 年）分别为 20.89 倍和 25.00 倍。今年以来上市的 4 家化学原料药和制剂类公司平均市盈率（2011 年）为 30 倍。目前没有与公司业务相似的上市公司，考虑到尔康制药既有辅料产品，还有抗生素制剂类产品，可能增速较快，所以给予 30-35 倍市盈率是比较合理的。按照公司 2011 年 EPS 为 0.58 元计算，询价区间为 17.4-20.30 元。参考近期创业板上市公司发行情况，预计首日价格区间为 21~30 元。

表 12：今年以来 A 股上市的化学原料药和制剂类公司

证券代码	上市公司	发行价 (元)	预测 2011EPS	预测 2012EPS	2011PE	2012PE
300194.SZ	福安药业	41.88	1.25	1.66	34	25
300199.SH	翰宇药业	30.19	1.08	1.18	37	26
300233.SZ	金城医药	18.60	1.16	1.52	16	12
300254.SZ	仟源制药	13.00	0.41	0.56	32	23
平均					30	22

数据来源：wind，国泰君安证券

表 13：近期创业板上市公司首日涨跌幅情况

代码	名称	上市日期	发行价格	首日涨跌幅(%)
300249.SZ	依米康	2011-08-03	17.50	92.00
300250.SZ	初灵信息	2011-08-03	25.00	79.68

300251.SZ	光线传媒	2011-08-03	52.50	40.95
300252.SZ	金信诺	2011-08-18	16.20	54.81
300253.SZ	卫宁软件	2011-08-18	27.50	56.25
300254.SZ	仟源制药	2011-08-19	13.00	29.38
300255.SZ	常山药业	2011-08-19	28.00	10.89
300256.SZ	星星科技	2011-08-19	21.00	19.24
300257.SZ	开山股份	2011-08-19	63.00	22.86
300258.SZ	精锻科技	2011-08-26	25.00	50.56
300259.SZ	新天科技	2011-08-31	21.90	40.64
300260.SZ	新莱应材	2011-09-06	27.00	43.37
300261.SZ	雅本化学	2011-09-06	22.00	22.05
平均				43.28

数据来源: wind, 国泰君安证券

作者简介:**易镜明:**

执业资格证书编号: S0880511010019

电话: 021-38676779

邮箱: yijingming@gtjas.com

医学博士, 2006 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究。

郑磊 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110110074

电话: 021-38674750

邮箱: zhenglei008193@gtjas.com

医药行业研究助理, 复旦大学硕士, 2010 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究, 负责化学药、商业、器械等子行业, CPA。

徐志华 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880111090055

电话: 021-38674937

邮箱: xuzhihua@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		