

百舸争流，再看药用辅料龙头力争上游

——尔康制药（300267）新股定价报告

分析师：闫亚磊 CFA

SAC NO: S1150209100148

2011 年 9 月 15 日

医药生物

联系人

贾丽杰

010-68784238

giuliajia@hotmail.com

合理价格区间：

15.12~16.80 元

预计上市首日价格区间：

19.66~21.84 元

发行基本资料

发行后总股本	18,400 万股
发行股本	4,600 万股
主承销商	西部证券

投资要点：

● 股权结构清晰、激励合理，主营业务持续快速增长

尔康制药是国内品种最全、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磺苄西林钠原料药和成品药注册批件的企业之一。目前，公司拥有 112 个药用辅料品种，并于 2004 年取得磺苄西林钠原料药批文和制剂生产批件，且是唯一拥有该品种 1g、2g、4g 全部三个制剂规格批准文号的企业。公司实际控制人为帅放文先生，公司股权结构清晰、激励合理。近三年公司的营业收入和净利润均保持持续快速增长，年均增长率分别为 77.86% 和 153.87%。

● 药用辅料有规模优势，抗生素产品独辟蹊径

未来药用辅料行业中存在的问题有望得到解决：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、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等。公司作为行业龙头，受益明显。而磺苄西林钠属于青霉素制剂里的新型产品，受国外专利保护的限制，在国内投入市场后发展迅速，据南方所预测，2013 年磺苄西林钠市场规模将达到 41 亿元。在抗生素整体市场低迷的大背景下，这只产品或将独辟蹊径，有一番作为。

● 募投项目

公司此次发行 4600 万股，计划募集资金不少于 5.00 亿元；募集资金主要投向药用辅料及抗生素原料药扩产项目、五千万支/年注射用磺苄西林钠扩产项目、药用辅料工程技术研究中心建设项目和营销网络建设项目等。目前产能不足已成为制约公司业务发展的主要瓶颈，为此，公司致力于通过募投项目的建设解决产能问题，扩大业务规模。

● 盈利预测

我们预计 2011~2013 年公司的 EPS 分别为 0.56 元、0.84 元和 1.13 元。综合分析了可比上市公司估值情况，这些公司的 2011 年平均 PE 为 29.76 倍，2012 年平均 PE 为 23.21 倍；考虑到公司新产品磺苄西林钠的高成长给予公司一定的估值溢价；综上，我们给予公司 2011 年 27~30 倍 PE，对应公司股价分别为 15.12~16.80 元。

财务摘要（百万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入	158	364	619	924	1273
(+/-)%	25.13%	130.58%	69.95%	49.34%	37.78%
经营利润（EBIT）	28	84	120	179	240
(+/-)%	86.34%	195.66%	42.88%	49.23%	34.71%
净利润	23	66	102	154	208
(+/-)%	109.80%	192.14%	53.69%	51.05%	34.63%
每股收益（元）	0.12	0.36	0.56	0.84	1.13

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	34	30	247	265	305	营业收入	158	364	619	924	1273
应收票据	9	6	22	33	46	营业成本	99	216	389	582	807
应收账款	13	40	68	102	140	营业税金及附加	1	2	3	5	6
预付款项	14	5	19	39	66	销售费用	18	37	63	94	129
其他应收款	8	1	2	3	4	管理费用	12	26	44	65	90
存货	24	66	107	160	222	财务费用	2	3	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	3	0	0	0
长期股权投资	0	0	3	5	6	投资收益	0	0	0	0	0
固定资产	45	122	174	193	219	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	18	1	20	34	44	营业利润	26	78	120	179	240
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	1	0	0	0	0
无形资产	20	21	20	18	17	税前利润	26	78	120	179	241
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减：所得税	4	11	17	25	34
资产总计	186	296	686	856	1075	净利润	23	67	103	154	207
短期借款	38	60	0	0	0	归属于母公司的净利润	23	66	103	154	207
应付票据	1	0	0	0	0	少数股东损益	0	1	0	0	0
应付账款	13	14	41	61	81	基本每股收益	0.12	0.36	0.56	0.83	1.12
预收款项	4	11	21	36	57	稀释每股收益	0.12	0.36	0.56	0.83	1.12
应付职工薪酬	3	4	4	4	4	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
应交税费	3	17	300	300	300	成长性					
其他应付款	14	12	12	12	12	营收增长率	25.1%	130.6%	70.0%	49.3%	37.8%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	86.3%	195.7%	42.9%	49.2%	34.7%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	109.8%	192.1%	54.9%	49.1%	34.8%
负债合计	76	119	382	420	463	盈利性					
股东权益合计	110	177	304	436	613	销售毛利率	37.1%	40.6%	37.0%	37.0%	36.6%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	14.4%	18.3%	16.6%	16.6%	16.3%
净利润	23	67	103	154	207	ROE	20.7%	37.6%	33.9%	35.2%	33.8%
折旧与摊销	5	10	16	18	20	ROIC	16.52%	30.38%	33.84%	35.12%	33.70%
经营活动现金流	10	42	344	90	127	估值倍数					
投资活动现金流	-28	-66	-45	-52	-57	PE	145.3	49.7	32.1	21.5	16.0
融资活动现金流	36	19	-82	-21	-31	P/S	20.9	9.1	5.3	3.6	2.6
现金净变动	18	-4	217	17	40	P/B	30.06	18.72	10.89	7.58	5.40
期初现金余额	16	34	30	247	265	股息收益率	0.2%	0.4%	0.7%	0.6%	0.9%
期末现金余额	34	30	247	265	305	EV/EBITDA	99.0	35.5	22.6	15.5	11.5

目 录

1.股权结构清晰、激励合理，主营业务持续快速增长	5
1.1 公司概况	5
1.2 主营业务持续快速增长，研发优势突出	5
2.药用辅料有规模优势，抗生素产品独辟蹊径	7
3.规模确定行业地位，新产品确定未来成长	8
3.1 药用辅料规模优势突出，磺苄西林钠提升竞争力	8
3.2 公司产品竞争优势突出	9
4.募投项目情况	13
5.盈利预测	13
6.风险提示	16

图 目 录

图 1: 尔康制药发行前股权结构图	5
图 2: 公司近三年营业收入及增速情况	6
图 3: 公司近三年净利润及增速情况	6
图 4: 公司近三年期间费用情况	6
图 5: 公司近几年研发投入情况	6
图 6: 2006~2009 年我国抗生素制剂市场规模	7
图 7: 2010~2015 年我国抗生素制剂市场规模预测	7
图 8 : 近 5 年黄边西林制剂总体市场及增长	8
图 9 : 2011~2013 年我国磺苄西林钠制剂行业发展预测	8
图 10: 公司各主要产品在主营收入中占比情况	9
图 11: 公司药用辅料产品在销售收入中占比情况	10
图 12: 公司产品主要销售地区及占比情况	12
图 13: 盈利预测利润表	15

表 目 录

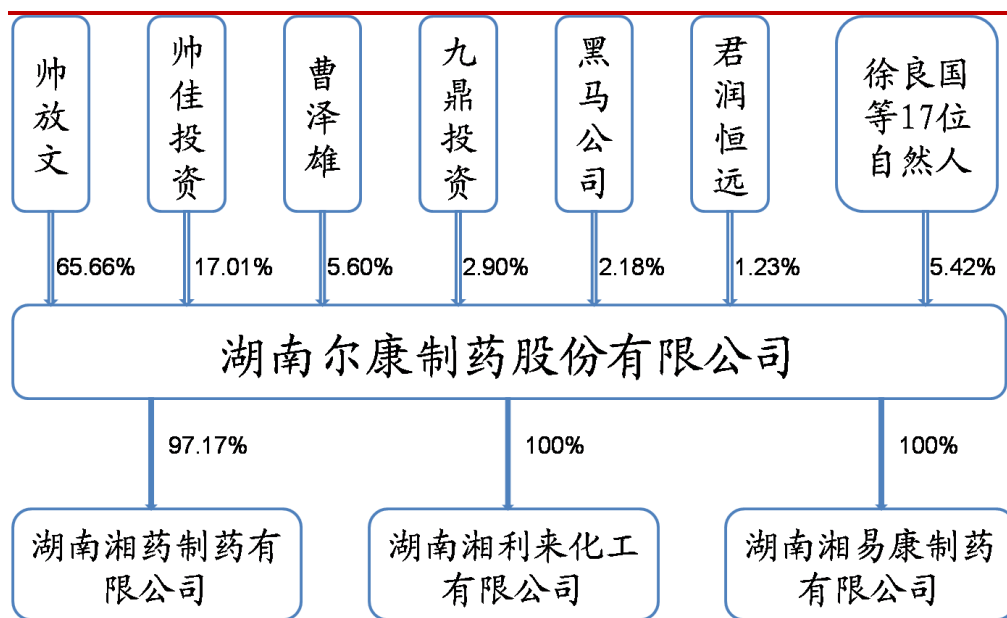
表 1: 我国药用辅料行业主要生产企业市场规模统计	8
表 2: 我国磺苄西林钠行业主要生产企业市场规模统计	9
表 3: 公司近两年的主要客户情况	10
表 4: 2008~2011H1 公司各产品毛利率变化	11
表 5: 公司在药用辅料领域主要竞争对手	12
表 6: 公司在磺苄西林钠领域主要竞争对手	13
表 7: 募投项目情况	13
表 8: 公司主要产品的盈利预测表	14
表 9: 部分可比化药原料药和制剂类上市公司估值情况	16
表 10: 近两个月创业板医药板块新股上市首日表现	16

1. 股权结构清晰、激励合理，主营业务持续快速增长

1.1 公司概况

尔康制药是公司是国内品种最全、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。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、颗粒剂、丸剂、口服液等药品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，并且公司是唯一拥有该品种 1g、2g、4g 全部三个制剂规格批准文号的企业。公司实际控制人为帅放文先生，本次发行前，其所持股份占公司总股本的 65.66%。作为公司第二股东的帅佳投资，其 69 名自然人股东大部分为公司及子公司员工；除此之外，公司的自然人股东中也多为公司高管人员，由此形成了结构清晰、激励合理的股权结构，有利于未来公司的稳定及发展。

图 1：尔康制药发行前股权结构图



数据来源：公司招股说明书 渤海证券研究所

1.2 主营业务持续快速增长，研发优势突出

近三年(2008~2010)，公司的营业收入和净利润均保持持续快速增长，营业收入请务必阅读正文之后的免责条款部分

从 2008 年的 126.13 百万元增长到 2010 年的 363.93 百万元，年均增长率为 77.86%，2011 上半年已实现 311.04 百万元；净利润从 2008 年的 10.69 百万元增长到 2010 年的 67.11 百万元，年均增长率为 153.87%，2011 年上半年已实现 60.95 百万元。

公司在保证主营业务快速增长的同时，期间费用率控制较好。2008~2011 年上半年末，公司期间费用分别为 2,725.65 万元、3,167.42 万元、6,526.66 万元和 5,221.76 万元，占营业收入的比例分别为 21.61%、20.07%、17.93%和 16.79%，总体呈逐年下降趋势。与医药板块内规模类似的上市公司的期间费用情况相比，公司的费用率尤其销售费用率均处于中等范围之内，这应该和公司的主要产品药用辅料是以直销模式销售不无关系。未来，伴随公司在磺苄西林钠的销售上加大投入，销售费用率可能有小幅增长。

公司作为我国药用辅料行业的龙头企业，致力于研发高端新型药用辅料。从 2008 年起，公司累计投入 4,337.95 万元用于对新产品、新工艺和新技术的开发研究，以及对引进技术的消化、吸收和再创新活动。

图 2: 公司近三年营业收入及增速情况

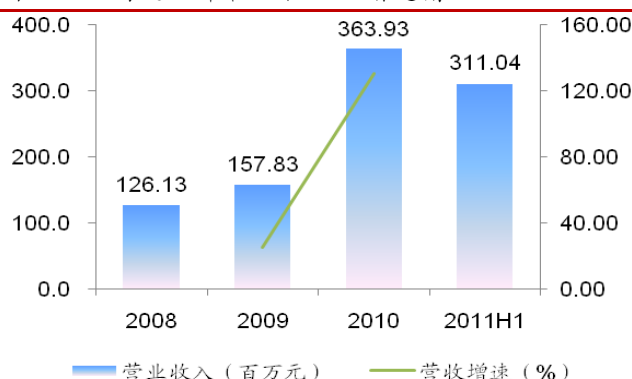
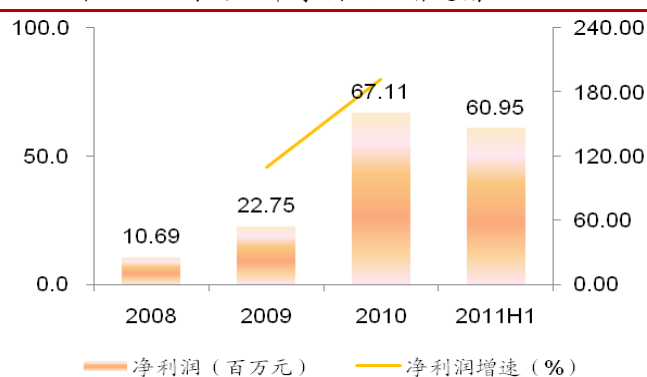


图 3: 公司近三年净利润及增速情况



数据来源：公司招股书 渤海证券研究所

图 4: 公司近三年期间费用情况

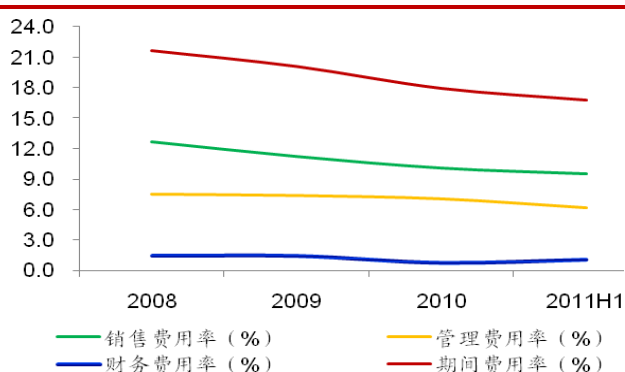
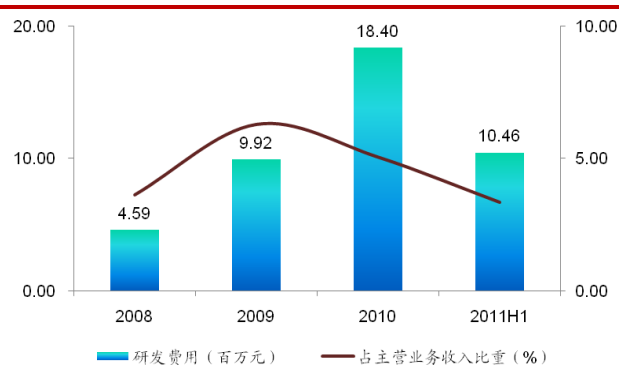


图 5: 公司近几年研发投入和产出情况



数据来源：公司招股书 渤海证券研究所

2. 药用辅料有基础有规模, 抗生素产品独辟蹊径

药用辅料是指除主药以外的一切成份的统称, 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。在药物制剂中, 辅料的用量往往占大部分, 品质优良的辅料既可增强主药的稳定性, 延长药品的有效期, 调控主药在体内外的释放速度, 还可改变药物在体内的吸收, 增加其生物利用度等。目前, 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。国内药用辅料的发展较晚, 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。按市场容量来计算的话, 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。伴随着国家对于药用辅料行业逐步给予重视, 那么未来这个行业中存在的问题有望得到解决: 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、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等。

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。2006~2009 年我国抗生素制剂用药金额呈上升趋势, 抗生素制剂用药金额从 525.13 亿元攀升至 822.64 亿元, 年均增速为 16.14%。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 6: 2006~2009 年我国抗生素制剂市场规模

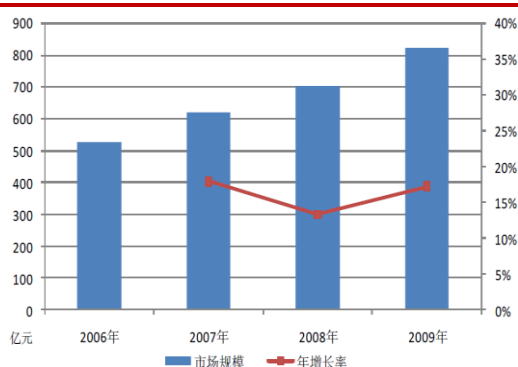
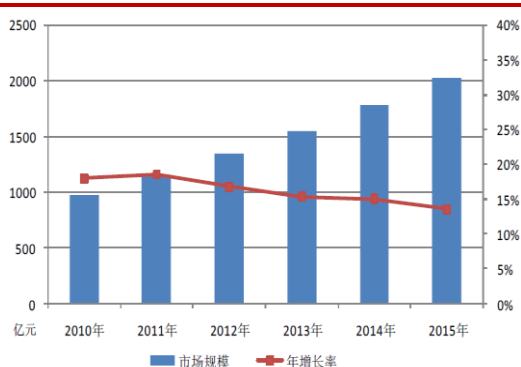


图 7: 2010~2015 年我国抗生素制剂市场规模预测



数据来源: 南方所 渤海证券研究所

目前, 细菌耐药问题日渐受到关注, 已然成为抗生素使用过程中的第一难题。科研人员发现, 青霉素或头孢类与 β -内酰胺酶抑制剂制成复方制剂后, 增加了杀菌活性, 从而未来复方制剂将成为我国抗生素市场发展的方向之一。受国家多次对抗生素行业进行降价, 以及抗生素新产品推出较慢等因素影响, 青霉素近几年总

体市场规模增速相对略有放缓。2006~2009 年，我国青霉素类制剂总体市场规模从 130.31 亿元增长至 188.94 亿元。未来，随着新型高效、耐酶品种大量进入市场，以及国家新医改政策全面实施所带来市场扩容影响下，预计青霉素制剂市场在未来几年将以超过 12% 的速度增长。

图 8：近 5 年黄边西林制剂总体市场及增长

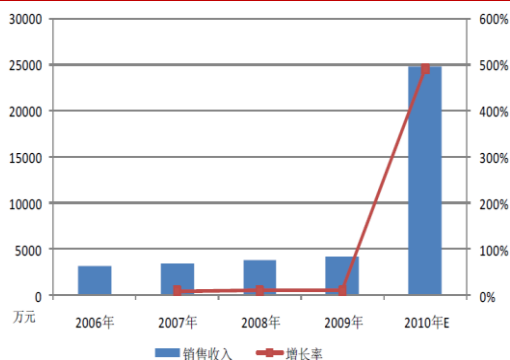
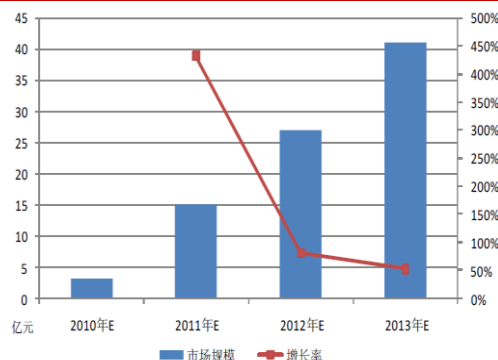


图 9：2011~2013 年我国磺苄西林钠制剂行业发展预测



数据来源：南方所 渤海证券研究所

磺苄西林钠属于青霉素制剂里的新型产品，受国外专利保护的限制，在我国发展较晚。同时，由于生产工艺难度较大，近几年未能大量投入市场。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，同年该产品进入《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。继 2006-2009 年保持平稳增长后，2010 年随着该品在二三线城市医院以及新农合市场的快速释放，该品种市场出现快速发展，2010 年预计市场规模将超过两亿元。据南方所预测，2013 年磺苄西林钠市场规模将达到 41 亿元。

3. 规模确定行业地位，新产品确定未来成长

3.1 药用辅料规模优势突出，磺苄西林钠提升竞争力

目前，公司凭借其药用辅料产品品种最全、规模最大两大优势已经成长为该行业的龙头企业，按公司统计，2009 年已经实现销售额 1.57 亿元，市场份额达到 1.05%。除了尔康制药外，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。

表 1：我国药用辅料行业主要生产企业市场规模统计

序号	企业名称	2009 年销售额	市场份额
1	湖南尔康制药	1.57 亿元	1.05%

2	湖州展望药业有限公司	约 1.4 亿元	约 0.93%
3	山东聊城阿华制药有限公司	约 9,000 万	约 0.60%
4	安徽山河药用辅料股份有限公司	约 8,500 万	约 0.57%

数据来源：公司招股书 渤海证券研究所（市场容量按照 150 亿元计算）

据南方医药经济研究所的统计，目前磺苄西林钠大批量投入市场的仅有山东瑞阳制药有限公司与湖南尔康制药。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，市场份额大幅提升。

表 2：我国磺苄西林钠行业主要生产企业市场规模统计

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	湖南尔康制药	7,541.46	30.48%
3	其 他	4,639	18.75%
	合 计	24741.46	100.00%

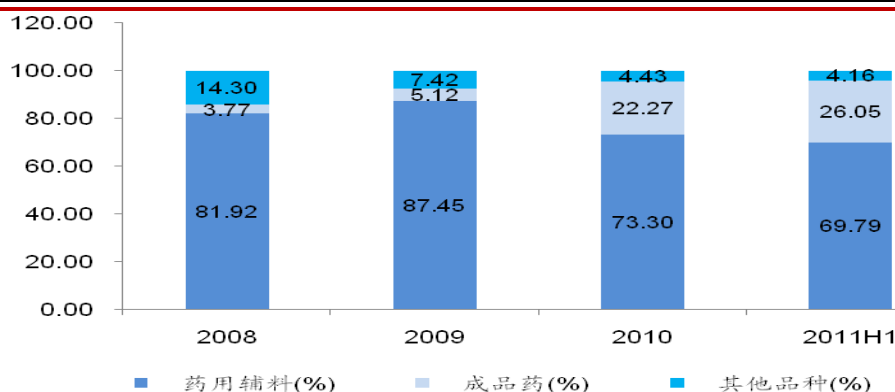
数据来源：公司招股书 南方所 渤海证券研究所

3.2 公司产品竞争优势突出

（1）药用辅料仍是盈利的主要来源，磺苄西林钠是增长新动力

在公司的主要产品中，药用辅料在销售收入中的占比仍然较大，2008~2010H1 其占比分别为 81.92%、87.45%、73.30%和 69.79%，自公司新产品磺苄西林钠 2010 投入市场以来，当年即实现销售收入 7541.46 万元，2011 年上半年实现销售收入 7864.01 万元，在销售收入中的占比分别为 20.72%和 25.28%，伴随公司从发展战略角度进一步加大对磺苄西林钠销售的投入，未来这一占比仍有进一步扩大的趋势。

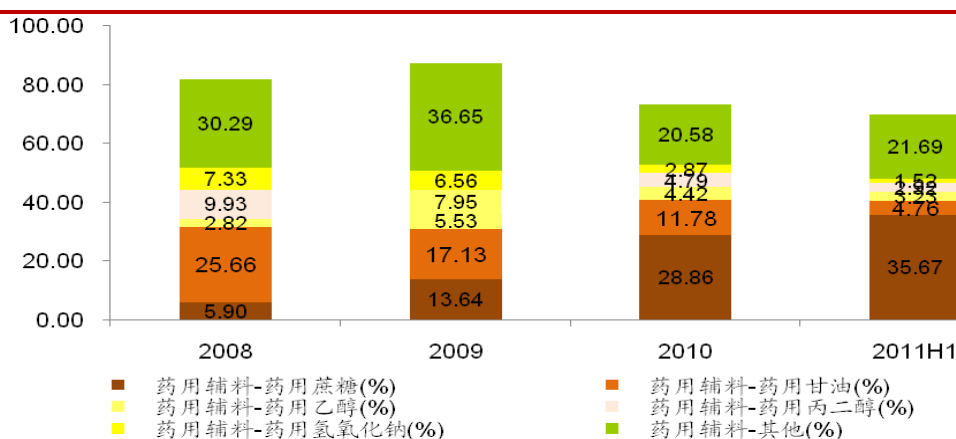
图 10：公司各主要产品在主营收入中占比情况



数据来源：公司招股书 渤海证券研究所

目前，对于公司而言，贡献利润的主要产品仍然是药用辅料。而在药用辅料里面，占比较大的产品主要是药用蔗糖和药用甘油，除此之外还有药用乙醇、药用丙二醇和药用氢氧化钠等。

图 11: 公司药用辅料产品在销售收入中占比情况



数据来源：公司招股书 渤海证券研究所

(2) 主要客户群稳定，主要产品销量增加

公司与国内近 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，客户众多。除药用甘油、药用乙醇等几个大品种外，制药企业对药用辅料的单次需求较小，致使公司合同中大额合同占比较少，2008 年~2011 年上半年末，公司所签合同中 100 万以上合同在全部合同金额中所占比例分别为 1.36%、1.08%、37.68%和 50.58%，而 2010 年、2011 年 1-6 月大额合同较多，主要是因为磺苄西林钠、药用蔗糖的销量增加，客户对这两种产品的单次采购量较大。

表 3: 公司近两年的主要客户情况

时间	序号	客户名称	销售额	占比
2011 年 1-6 月	1	广药集团	9,973.91	32.07%
	2	广州羊城食品有限公司糖业分公司	3,822.67	12.29%
	3	广东中糖贸易发展有限公司	2,222.22	7.14%
	4	广东泰同药业有限公司	858.88	2.76%
	5	广州王老吉药业股份有限公司	838.40	2.70%
		合计	17,716.08	56.96%
2010 年	1	广药集团	7,179.20	19.73%
	2	广东大琦药业有限公司	2,831.65	7.78%
	3	广东王老吉药业股份有限公司	2,294.27	6.30%
	4	上海运佳黄浦制药有限公司	1,065.23	2.93%
	5	成都新汇源医药有限公司	971.90	2.67%
		合计	14,342.25	39.38%

数据来源：公司招股书 渤海证券研究所

(3) 毛利率受价格变动影响突出，未来或趋于稳定

2008 年至 2011 年上半年末，公司综合毛利率分别为 32.48%、37.08%、40.68% 和 38.97%，总体呈上升趋势。药用辅料产品中对综合毛利率贡献较大的品种主要有药用甘油、药用氢氧化钠和药用蔗糖。另外，新产品磺苄西林钠对于提升公司的综合毛利率影响较大，2010 年新推出上市时其对毛利率的贡献值即达到 13.88%，2011 年 1~6 月贡献值达到 17.75%，成为公司又一个重要的利润来源。

表 4：2008~2011H1 公司各产品毛利率变化

项 目	2008	2009	2010	2011H1
药用辅料(%)	35.87	37.09	33.06	27.90
药用辅料-药用蔗糖(%)	28.15	10.47	6.84	6.45
药用辅料-药用甘油(%)	25.17	39.12	39.76	36.81
药用辅料-药用乙醇(%)	8.63	11.55	18.97	15.44
药用辅料-药用丙二醇(%)	16.03	23.62	20.98	18.29
药用辅料-药用氢氧化钠(%)	67.18	62.64	70.54	71.60
药用辅料-其他(%)	47.91	48.26	66.59	61.29
成品药(%)	34.28	28.33	65.73	69.15
成品药-注射用磺苄西林钠(%)	--	--	66.90	70.08
成品药-复方甘草片(%)	34.28	28.33	49.76	36.16
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

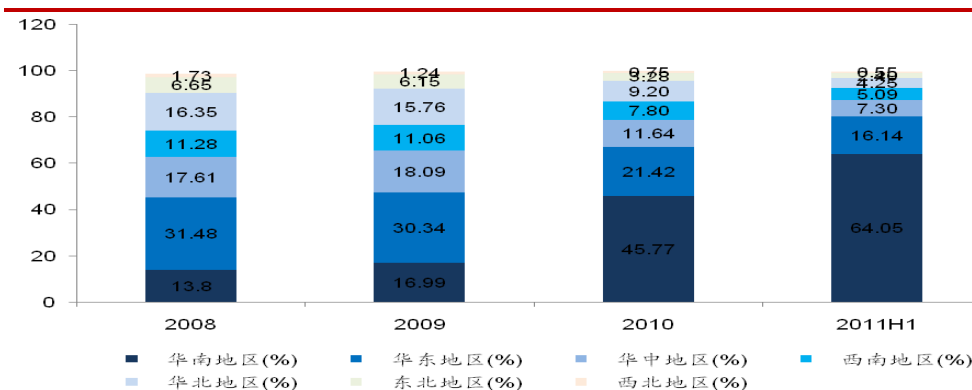
数据来源：公司招股书 渤海证券研究所

(4) 销售多集中经济发达地区，华南地区占比日渐突出

总体来说，由于公司的主要客户是成品药生产厂家，所以公司在经济发达、制剂厂家较多的华南、华东、华中区域收入占比较高，2008 年~2011 年上半年末上述三个地区销售收入合计占公司主营业务收入的比例分别为 63.58%、65.65%、78.92%和 87.68%。据公司介绍，华南地区销售占比在近两年飙升的原因主要是

因为药用蔗糖的主产地在华南地区，公司经采购原材料加工成产后的销售也是以华南地区为主，因而该地区销售占比比较突出，而且这一趋势估计今后仍将持续。另外，公司新产品磺苄西林钠制剂属于高端抗生素产品，在三甲医院较多的发达地区销售得更多。

图 12: 公司产品主要销售地区及占比情况



数据来源：公司招股书 渤海证券研究所

(5) 竞争优势突出，奠定公司行业标杆地位

根据公司主营产品细分领域的不同，公司的主要竞争对手也可以分为两大类。在药用辅料领域，公司的主要竞争对手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和山东聊城阿华制药有限公司。在注射用磺苄西林钠领域，公司的竞争对手仅限于生产注射用磺苄西林钠（成品药）的企业，主要有哈药集团制药总厂、山东瑞阳制药有限公司和海南海灵制药厂有限公司。这里需要指出的是，市场上只有 5 个生产厂家获得了生产注射用磺苄西林钠的批准文号，除了上述 3 家竞争企业之外，还有沈阳美罗制药有限公司以及尔康制药的子公司湘药制药，这 5 家企业中仅有湘药制药、瑞阳制药和海灵制药掌握了注射用磺苄西林钠原料药生产批准文号，而湘药制药又是唯一拥有注射用磺苄西林钠全部三个规格（1g、2g、4g）产品批准文号的企业。综合而言，公司在药用辅料领域的最大优势是品种齐全、客户稳定以及先发形成的规模产能优势；而在磺苄西林钠领域最大的优势即是产品有市场需求、竞争对手少、文号齐全形成的成本优势；最大问题则是主要产品药用辅料创新性不高、可替代性强，难以维系高增长，而开发的新产品中磺苄西林钠还未形成规模，后续产品阿扑西林和替加环素研发和推出都比较缓慢，产品结构梯队后备并不充足。

表 5: 公司在药用辅料领域主要竞争对手

序号	企业名称	所在地	主要产品
1	湖州展望药业有限公司	浙江省湖州市	20 多种药用辅料及 10

			多种原料药产品
2	安徽山河药用辅料股份有限公司	安徽省淮南市	20 多种药用辅料产品
3	山东聊城阿华制药有限公司	山东省聊城市	18 种药用辅料产品

数据来源：公司招股书 渤海证券研究所

表 6：公司在磺苄西林钠领域主要竞争对手

序号	企业名称	所在地	主要产品
1	哈药集团制药总厂	黑龙江省哈尔滨市	青霉素类、头孢菌素类抗生素，共 30 多种原料药和 18 种剂型的产品
2	山东瑞阳制药有限公司	山东省沂源县	粉针制剂、原料药、固体制剂和中药制剂等，10 大类 350 多个品种规格
3	海南海灵制药厂有限公司	海南省海口市	粉针、冻干粉针、水针、胶囊剂、颗粒剂等，90 个品种规格

数据来源：公司招股书 渤海证券研究所

4.募投项目情况

公司此次向社会公开发行人民币普通股 4600 万股，占发行后总股本的 25.00%，计划募集资金不少于 5.00 亿元；募集资金主要投向药用辅料及抗生素原料药扩产项目、五千万支/年注射用磺苄西林钠扩产项目、药用辅料工程技术研究中心建设项目和营销网络建设项目等。这 4 个项目的建设期均为 24 个月，前 2 个项目建成全部达产后，可分别实现年新增含税销售收入 61,000 万元和 80,000 万元，新增年均利润总额 28,969 万元和 25,398 万元。目前公司的上述主要产品市场需求快速增长，产能不足已成为制约公司业务发展的主要瓶颈，为此，公司致力于通过募投项目的建设解决产能问题，扩大业务规模，争取更多市场份额。

表 7：募投项目情况

序号	募投项目	投资金额 (万元)	建设期(年)	回收期 (年)	内部收益率 (%)
1	药用辅料及抗生素原料药扩产项目	19942	2.00	3.04	75.82
2	五千万支/年注射用磺苄西林钠扩产项目	19332	2.00	3.08	74.31
3	药用辅料工程技术研究中心建设项目	5033	2.00	-	-
4	营销网络建设项目	5739	2.00	-	-

数据来源：公司招股书 渤海证券研究所

5.盈利预测

根据公司主要的各产品的增速情况，我们预测 2011~2013 年，公司能够分别实现营业收入分别为 61,850.04 万元、92,369.68 万元和 127,265.48 万元，分别同比

增长 69.95%、49.34%和 37.78%；实现归属于上市公司所有者的净利润分别为 10,214.76 万元、15,428.98 万元和 20,772.26 万元，分别同比增长 53.69%、51.05%和 34.63%；按照发行后新股本摊薄，分别实现每股收益 0.56 元、0.84 元和 1.13 元。

表 8: 公司主要产品的盈利预测表

产品	细分产品	预测明细	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
药用辅料	药用蔗糖	销售收入(百万元)	7.36	21.46	104.92	230.83	346.24	484.73
		增长率	-	191.46%	388.89%	120.00%	50.00%	40.00%
		毛利率	28.15%	10.47%	6.84%	6.00%	5.50%	5.50%
	药用甘油	销售收入(百万元)	32.02	26.95	42.82	38.54	42.40	46.63
		增长率	-	-15.82%	58.88%	-10.00%	10.00%	10.00%
		毛利率	25.17%	39.12%	39.76%	36.00%	35.00%	35.00%
	药用乙醇	销售收入(百万元)	3.52	8.69	16.07	19.28	21.21	23.33
		增长率	16.18%	147.27%	84.85%	20.00%	10.00%	10.00%
		毛利率	8.63%	11.55%	18.98%	18.00%	18.00%	18.00%
	药用丙二醇	销售收入(百万元)	12.39	12.51	17.40	24.36	31.66	41.16
		增长率	-	0.93%	39.07%	40.00%	30.00%	30.00%
		毛利率	16.03%	23.62%	20.98%	20.00%	18.00%	18.00%
成品药	药用氢氧化钠	销售收入(百万元)	9.14	10.31	10.44	10.55	10.76	10.97
		增长率	-	12.84%	1.25%	1.00%	2.00%	2.00%
		毛利率	67.18%	62.64%	70.54%	70.00%	65.00%	65.00%
	药用-其他	销售收入(百万元)	37.80	57.65	74.81	112.22	157.10	204.23
		增长率	-	52.51%	29.76%	50.00%	40.00%	30.00%
		毛利率	47.91%	48.26%	66.59%	60.00%	55.00%	50.00%
	注射用磺苄西林钠	销售收入(百万元)	-	-	75.41	150.83	271.49	407.24
		增长率	-	-	-	100.00%	80.00%	50.00%
		毛利率	-	-	66.90%	70.00%	70.00%	70.00%
	复方甘草片	销售收入(百万元)	4.71	8.06	5.54	6.09	6.70	7.37
		增长率	-	71.22%	-31.31%	10.00%	10.00%	10.00%
		毛利率	34.28%	28.33%	49.76%	40.00%	35.00%	35.00%
其他产品		销售收入(百万元)	17.85	11.67	16.13	25.81	36.14	46.98
		收入增长率	-	-34.59%	38.19%	60.00%	40.00%	30.00%
		毛利率	12.56%	43.02%	40.84%	40.00%	35.00%	30.00%

总 计	销售收入(百万元)	126.13	157.83	363.93	618.50	923.70	1,272.65
	增长率%	-	25.13%	130.58%	69.95%	49.34%	37.78%
	综合毛利率	32.64%	37.09%	40.64%	37.04%	37.01%	36.58%

数据来源：渤海证券研究所

图 13：盈利预测利润表

利润表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	158	364	619	924	1273
营业成本	99	216	389	582	807
营业税金及附加	1	2	3	5	6
销售费用	18	37	63	94	129
管理费用	12	26	44	65	90
财务费用	2	3	1	-1	-1
资产减值损失	0	3	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	26	78	119	179	242
营业外收支净额	1	0	0	0	0
税前利润	26	78	119	180	242
减：所得税	4	11	17	25	34
净利润	23	67	102	154	208
归属于母公司的					
净利润	23	66	102	154	208
少数股东损益	0	1	0	0	0
基本每股收益	0.12	0.36	0.56	0.84	1.13
稀释每股收益	0.12	0.36	0.56	0.84	1.13

数据来源：渤海证券研究所

公司主营业务是药用辅料的生产和销售，在该领域已经形成一定规模成为该行业的龙头企业；而新开展的业务是推广一种改进型的高端抗生素产品——注射用磺苄西林钠，此产品市场需求较大，目前具备竞争资格的企业较少，公司的产品已经推出，即成为未来贡献利润的新动力。鉴于目前 A 股市场中并没有与该公司的业务相同或是相似的上市公司，因而在做估值分析时我们从兼具化药原料药和制剂业务的公司中和生产和销售新型抗生素的公司中分别筛选出一些业务相近的可比上市公司进行分析，这些可比上市公司的 2011 年平均 PE 为 29.76 倍，2012 年平均 PE 为 23.21 倍；而按 2011 年 9 月 13 日最新收盘价及 EPS-Wind 一致预期计算，化学原料药和制剂板块的 2011 年估值分别为 18.75 倍和 25.39 倍，再考虑到公司新产品磺苄西林钠的高成长给予公司一定的估值溢价；综上，我们给予公司 2011 年 27~30 倍 PE，对应公司股价分别为 15.12~16.80 元。参

考了近两个月创业板医药板块新股上市首日表现以及目前整体 A 股市场低迷的行情，我们保守给予公司上市首日 30% 的涨幅，对应目标股价是 19.66~21.84 元。

表 9：部分可比化药原料药和制剂类上市公司估值情况

证券简称	收盘价（元）	总市值	EPS(元)			PE		
	(2011-9-13)	(亿元)	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
福安药业	29.98	39.99	1.23	1.25	1.62	24.37	23.90	18.54
金城医药	20.83	25.20	1.16	1.16	1.52	17.96	17.97	13.71
仟源制药	18.18	24.32	0.48	0.41	0.56	37.88	44.13	32.57
仙琚制药	12.67	43.26	0.35	0.44	0.57	36.20	28.62	22.26
信立泰	36.10	131.12	1.57	1.22	1.60	22.99	29.69	22.53
鲁抗医药	7.04	40.94	0.22	0.21	0.24	32.00	34.29	29.67
		平均值					29.76	23.21

数据来源：Wind 资讯 渤海证券研究所

表 10：近两个月创业板医药板块新股上市首日表现

证券代码	证券简称	发行价（元）	首日涨跌幅（%）
300244	迪安诊断	23.50	78.51
300246	宝莱特	25.00	73.64
300254	仟源制药	13.00	29.38
300255	常山药业	28.00	10.89
平均			48.11

数据来源：Wind 资讯 渤海证券研究所

6.风险提示

主要存在以下几方面风险：（1）新产品磺苄西林钠市场推广工作进展低于预期，尤其目前仍不能确定在全国进行抗生素大调控的背景下，磺苄西林钠受到的影响有多大；（2）上游原材料价格增长对公司药用辅料产品造成的成本压力。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyanjun@bhqz.com

吴慧

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机: 86-10-68784269

手机: 13811199719

邮箱: wuhuihui09@gmail.com

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机: 86-10-68784275

手机: 13810427284

邮箱: helen.newday@gmail.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewwww.com.cn