

生物医药行业
新股研究报告

尔康制药 (300267)

评级 暂无

收盘价(元)

目标价(元)

21.28-24.71

市场数据

52周最高/最低(元)

总股本(百万)

18400

流通A股(百万)

4600

流通B股/H股(百万)

-/-

总市值(百万元)

流通A股市值(百万元)

药用辅料保盈利，磺苄西林钠促成长

投资要点:

- **药用辅料龙头企业:** 公司目前共有 112 种药用辅料产品，是国内药用辅料生产企业品种最全的企业，同时拥有多个国内独家药用辅料品种，近三年新增 80 个品种，目前有 70 多个品种正在申报注册批件，具有较强的研发创新能力，占有最大的市场份额。
- **辅料市场亟待规范，集中度将大幅提高:** 药用辅料行业市场规范性严重不足，一些药品生产企业使用食品级、化工级辅料代替药用辅料，药品质量堪忧，药用辅料规范化政策。药用辅料市场集中度非常低，公司作为最大的生产企业，只占有1.05%的市场。因此，公司作为标准化市场的排头兵，将受益于行业标准的执行和集中度的提高。
- **磺苄西林钠作为新型抗生素，市场前景广阔:** 磺苄西林钠具有抗菌谱广、安全有效性高、毒副作用小等众多优点，是唯一同时对绿脓杆菌和耐药金黄色葡萄球菌保持强大抗菌活性的酰基青霉素，2009 年已被列入国家基本医保药品目录。公司磺苄西林钠从原料药到制剂均可自给，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。
- **募投项目:** 本次募投资金主要用于新增产能，在药用辅料方面，新增年产 5000 吨药用甘油、5000 吨药用丙二醇、10000 吨药用乙醇、2000 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。
- **风险提示:** 1.药用辅料行业规范化进程不顺利；2. 抗生素限用带来的风险；3. 磺苄西林钠市场推广不顺利；4. 募投项目进展不顺利；
- **盈利预测及估值分析:** 预计公司2011-2013年收入增速为85.83%、58.28%和40.74%，利润增速为95.88%、52.29%和46.07%，摊薄EPS为0.706、1.076和1.571元。由于公司是A股市场唯一的药用辅料公司，没有可对比公司，目前化学药的平均估值水平为22倍，考虑到公司独特的产品特性和高成长性，给予30-35倍市盈率，按照公司2011年的盈利预期，EPS为0.706元，公司的合理价值区间在21.18-24.71元。

生物医药研究小组

证书编号 S0120511030002

联系人

郑一宁

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

杨莹

8621-68761616-8565

yangying@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	157.83	363.93	676.30	1070.44	1506.54
收入增幅 (%)	25.13%	130.58%	85.83%	58.28%	40.74%
净利润	22.75	66.46	129.99	197.96	289.15
净利增幅 (%)	109.80%	192.14%	95.58%	52.29%	46.07%
毛利率 (%)	37.09%	40.64%	41.00%	39.27%	39.89%
ROE (%)	20.92%	37.93%	42.59%	39.34%	36.49%
摊薄 EPS(元)	0.165	0.482	0.706	1.076	1.571

请务必阅读正文后的免责条款部分

正文目录

1、公司概况	3
2. 公司产品分析:	4
2.1. 辅料产品线丰富	4
2.2. 药用辅料产品的竞争优势	5
2.3. 磺苄西林钠是公司业绩增长的新亮点	6
3. 财务分析:	7
4. 募投项目:	9
5. 风险提示:	10
6. 盈利预测	11
6.1 基本假设	11
6.2 相对估值	13

图表目录

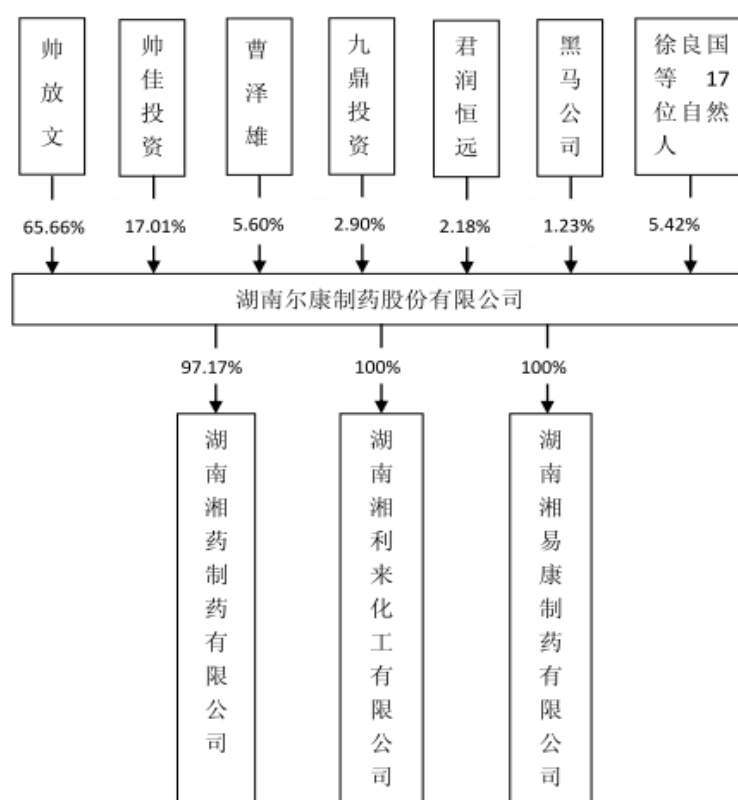
图 1 尔康制药股权结构图	3
图 2 我国药用辅料质量标准构成情况	4
图 3 药用辅料行业企业结构	5
图 4 药用辅料行业竞争格局	6
图 5 我国青霉素制剂行业发展预测	7
图 6 公司 2008-2010 年营业收入及增长情况	8
图 7 公司 2008-2010 年净利润及增长情况	8
图 8 公司 2008-2010 年三项费用率情况	9
表 1 磺苄西林钠市场预测	7
表 2 公司本次募投项目情况	10
表 3 募投项目达产之后的产值	10
表 4 公司分产品未来三年盈利预测	12
表 5 公司财务和估值数据摘要	13
表 6 2011-2013 年公司财务报表预测	13

1、公司概况

公司自 2003 年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。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。同时，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。

公司实际控制人为帅放文先生，持有 65.66% 股权，帅放文之妻曹再云女士持有帅佳投资 68.22% 股权，自然人股东大部分为公司及子公司员工，包括公司高管人员。

图 1 尔康制药股权结构图



资料来源：招股说明书，德邦研究

2. 公司产品分析:

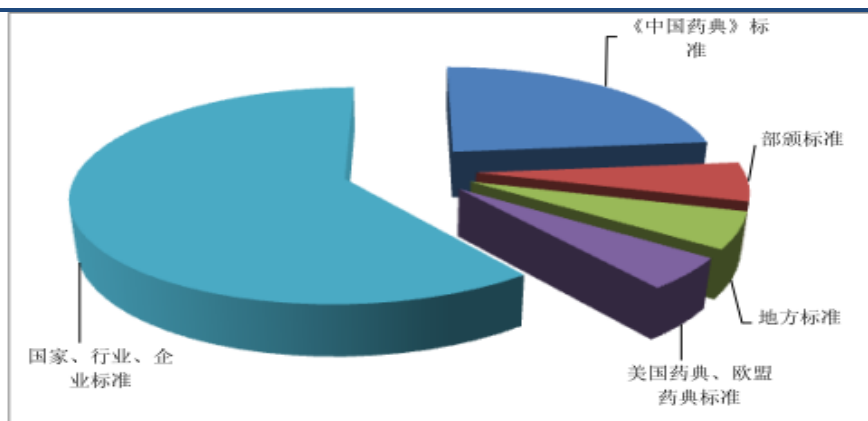
2.1. 辅料产品线丰富

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。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%。由于化工级辅料和食品添加剂无严格的审批制度,将其用于药品生产会给药品使用造成严重的安全隐患。

公司目前共有 112 种药用辅料产品,都是经过标准化生产并且获得辅料生产批件。近三年公司新增近 80 个药用辅料品种,极大的丰富了产品结构,目前还有 70 个药用辅料品种正在申报注册批件。

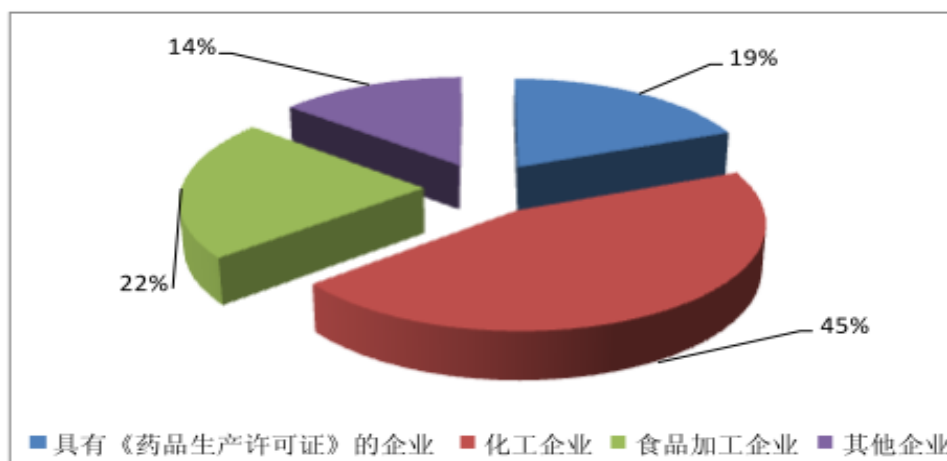
目前,国外药用辅料占整个药品制剂产值的 10%~20%,由于我国药用辅料起步较晚,整体水平还较低,因此国内药用辅料在整个药品中占比还较低,一般认为在 2-3% 左右。药用辅料主要用于化学药品制剂、生物生化制品和中成药等制剂产品。国家统计局的数据显示,2009 年化学药品制剂行业累计实现工业总产值 4,831.83 亿元,中成药制造业 2,111.68 亿元,生物生化制品制造业完成 918.71 亿元,这三者加起来为 7,862.22 亿元。按照我国药用辅料占药品制剂总产值的 2%的比例保守估计,2009 年国内药用辅料的总产值为 150 亿元左右。

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，德邦研究

图 3 药用辅料行业企业结构



资料来源：招股说明书，德邦研究

2.2. 药用辅料产品的竞争优势

药用辅料行业市场容量很大，但是集中度非常低，由于行业标准的不规范，很多企业的药品并没有使用正规的药用辅料。公司是行业的龙头企业，具有的辅料品种最多，也只占有市场的 1.05%，在这样的一个市场环境里，公司将大有可为，利用产品的规模优势和标准化先行等优势，抢占市场，逐步扩大市场份额。

产品规模优势体现在公司的药用辅料种类丰富，辅料在药品中的占比很小，只有 5%，而每个药品所需要的辅料品种较多，一个生产企业所需的辅料品种就更多了，这样，品种齐全的辅料公司就有一定的优势。对于企业来说，在同一家企业采购全部或大多数的辅料，大大地提高了采购效率，降低了采购成本。

标准化先行优势体现在公司的 112 种药用辅料都是经过标准化生产，而且获得了药用辅料生产批件，在行业内率先提出了将 GMP 认证引入药用辅料的生产，这对于保证药品的质量非常重要。市场上充斥着大量的食品级、化工级产品，以此来充当药用辅料，给药品安全带来了很大的隐患。齐二药事件也给大家敲响了警钟，药用辅料的标准化、规范化也势在必行。

由于我国药用辅料的标准还不完善，公司在提高自身创新能力的同时，还参与了

20 多项药用辅料的国家、行业标准制定，坚定了公司的市场地位，也为未来公司产品的推广和市场的拓展打下了基础。

图 4 药用辅料行业竞争格局

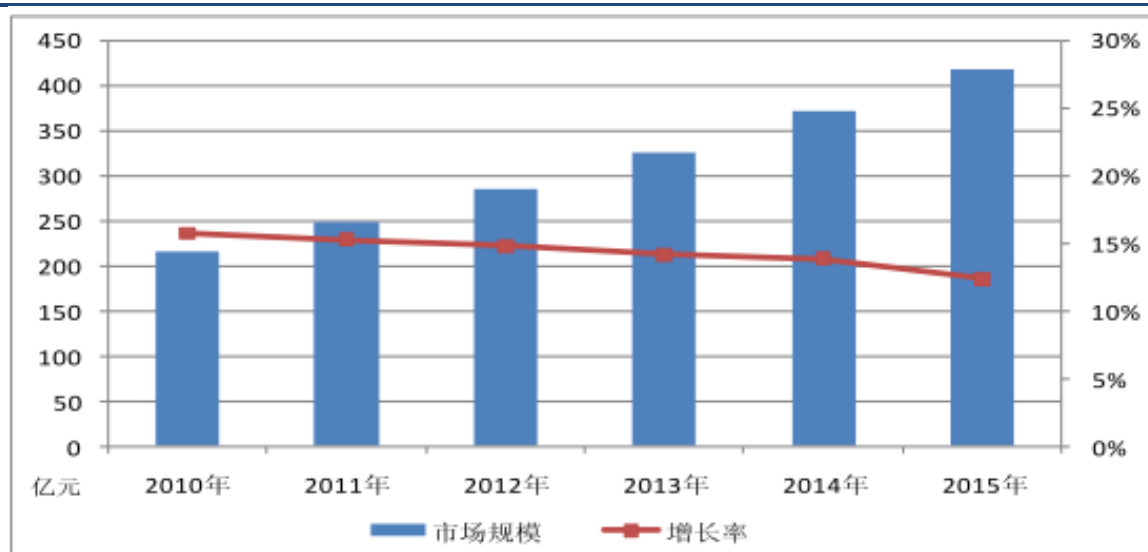
序号	企业名称	2009 年销售额	市场份额
1	本公司	1.57 亿元	1.05%
2	湖州展望药业有限公司	约 1.4 亿元	约 0.93%
3	山东聊城阿华制药有限公司	约 9,000 万	约 0.6%
4	安徽山河药用辅料股份有限公司	约 8,500 万	约 0.57%

资料来源：招股说明书，德邦研究

2.3. 磺苄西林钠是公司业绩增长的新亮点

公司控股子公司湘药制药开发的磺苄西林钠为广谱半合成耐酶青霉素，具有抗菌谱广、化学性质稳定、安全有效性高、毒副作用小等众多优点，对多种类型的感染有效，是唯一同时对绿脓杆菌和耐药金黄色葡萄球菌保持强大抗菌活性的酰基青霉素，2009 年已被列入国家基本医保药品目录。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。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。受生产工艺因素的影响，磺苄西林钠在我国一直未大量投入市场。近两年，随着生产工艺获得突破，生产企业已可以大批量生产，磺苄西林钠的产量开始逐步增长。

图 5 我国青霉素制剂行业发展预测



资料来源：招股说明书，德邦研究

表 1 磺苄西林钠市场预测

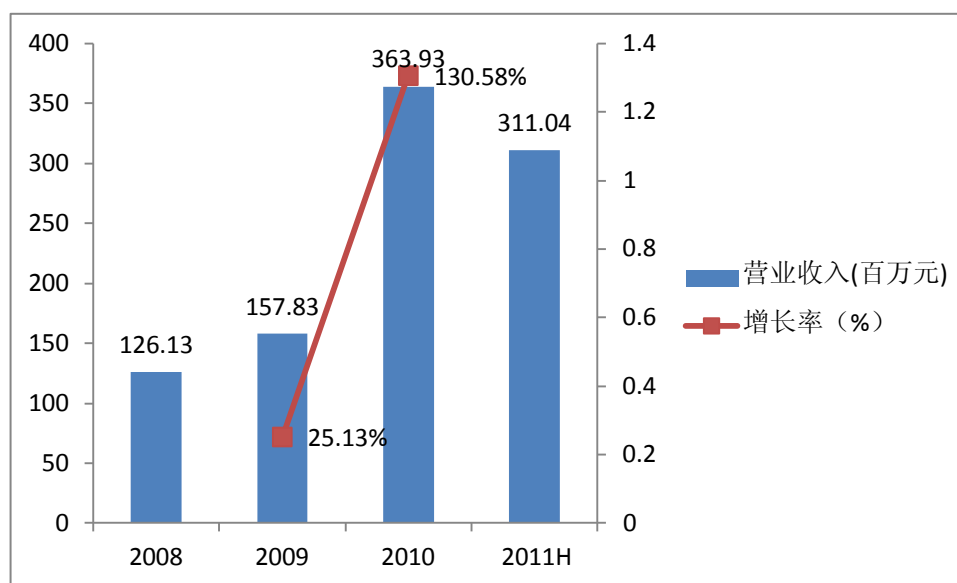
序号	企业名称	2010 年预计	
		销售额 (万元)	市场份额
1	山东瑞阳制药有限公司	12,561	50.77%
2	本公司	7,541.46	30.48%
3	其他	4,639	18.75%
4	合计	24,741.46	100.00%

资料来源：招股说明书，德邦研究

3. 财务分析：

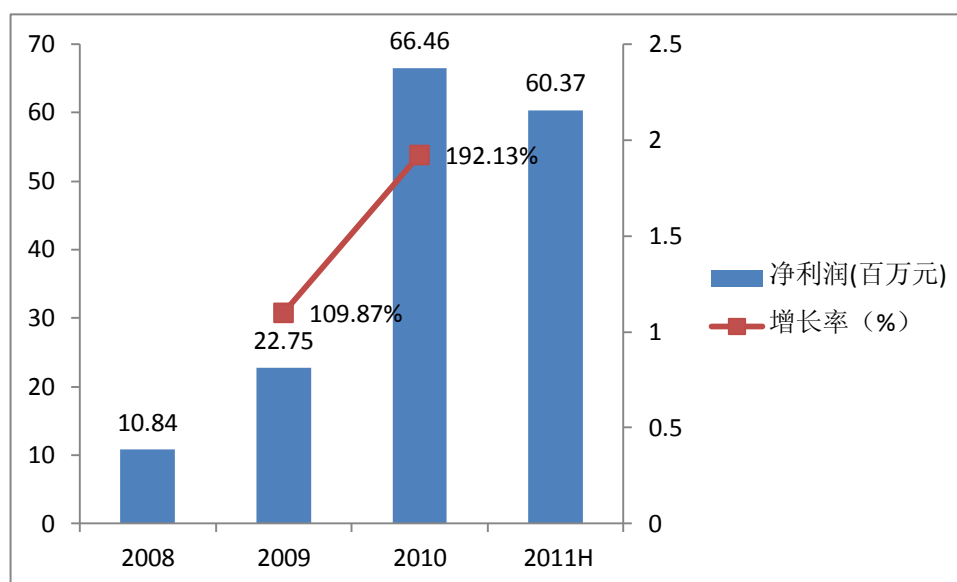
公司近三年收入和净利润增长率较高，主要原因是主营产品市场拓展，公司 2010 年 3 月将磺苄西林钠推出市场，市场反响很好，2010 年营业收入即达到 7500 多万，为公司贡献毛利达 5000 万元，2011 年上半年，磺苄西林钠销售收入为 7864 万元。随着药用辅料市场的规范化和标准化，公司的规模优势、标准化先行优势以及客户资源优势将为公司经营带来很大的增长。

图 6 公司 2008-2010 年营业收入及增长情况



资料来源：招股说明书，德邦研究

图 7 公司 2008-2010 年净利润及增长情况

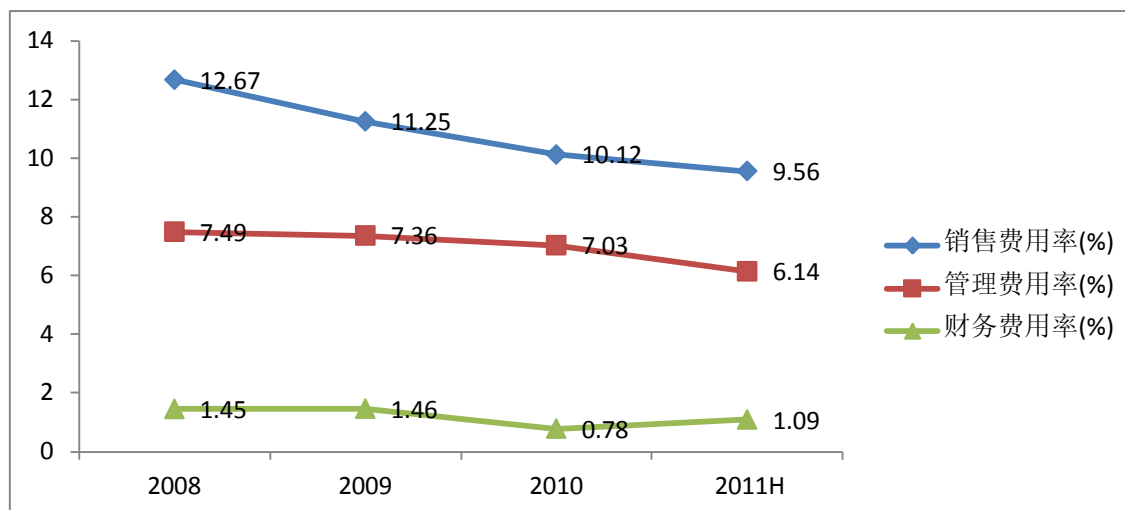


资料来源：招股说明书，德邦研究

公司近三年销售费用率和管理费用率逐年下降，说明公司管理效率逐渐提高，但是随着新产品的推出，以及扩张市场的需求，我们认为销售费用率短时间内维持稳定的水

平，不可能大幅度下降。财务费用率不高，公司上市之后，募集资金到位，财务费用率会进一步降低，超募资金还能为公司带来利息收入。

图 8 公司 2008-2010 年三项费用率情况



资料来源：招股说明书，德邦研究

4. 募投项目：

公司本次公开发行 A 股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。募集资金主要用于以下四个项目的实施：

表 2 公司本次募投项目情况

单位：万元

序号	项目名称	投资额	项目建设期	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目	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
5	其他与主营业务相关的营运资金	-	-	-

资料来源：招股说明书，德邦研究

公司募投项目全部达产之后，一共能够为公司贡献 6.1 亿元，具体项目的产能和产值如下表所示：

表 3 募投项目达产之后的产值

产品名称	年产量（吨）	产值	
		平均单价（元）	全年产值（万元）
药用甘油	5,000	15,000	7,500
药用丙二醇	5,000	16,000	8,000
药用氢氧化钠	2,000	15,000	3,000
药用乙醇	10,000	12,000	12,000
磺苄西林钠	50	6,100,000	30,500

注：本项目所生产磺苄西林钠原料药不对外销售，全部供应给公司控股子公司湘药制药用于注射用磺苄西林钠的生产。

资料来源：招股说明书，德邦研究

5. 风险提示：

1. 药用辅料行业规范化进程的不确定性带来的风险；

公司作为药用辅料行业的龙头企业，具有较高的产品标准，行业的规范化有利于提高行业集中度，淘汰落后不合格企业，有利于公司行业地位的提升。但是，药用辅料行业作为药品的辅助材料，规范化的压力和动力都不如药品，这一进程的不确定性会给公司发展带来不确定性。

2. 抗生素限用带来的行业风险；

今年 4 月以来，国家推出抗生素临床使用管理办法，对抗生素的种类和品规有了非常严格的要求，这一政策的实施可能让抗生素行业进入严冬时节，对于公司将要重点推广的磺苄西林钠来说，也必然产生不利的影响。

3. 新产品推广不顺利带来的销售收入的下滑；

磺苄西林钠是公司将要推广的新品种，该产品在国内市场使用率还比较低，在抗生素限用的大环境下，新品种要得到市场的认可将更加有难度和风险。

4. 募投项目未能顺利实施带来的风险。

6. 盈利预测

6.1 基本假设

- 1、公司营业收入未来三年的增长率分别为 85.83%、58.28%和 40.74%；
- 2、公司毛利率未来三年分别为 41.00%、39.27%、39.89%
- 3、公司销售费用比例未来三年分别为 10%、10%、10%
- 4、公司管理费用比例未来三年分别为 7.5%、7%、7%

表 4 公司分产品未来三年盈利预测

项目	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
药用辅料(百万元)	102.23	137.58	266.46	473.95	751.08	1,038.15
增长率 (%)		34.58%	93.68%	77.87%	58.47%	38.22%
毛利率 (%)	35.87%	37.09%	33.05%	32.32%	29.77%	29.87%
药用辅料-药用蔗糖(百万元)	7.36	21.46	104.92	230.82	415.48	581.68
增长率 (%)		191.58%	388.91%	120.00%	80.00%	40.00%
毛利率 (%)	28.15%	10.47%	6.83%	18.00%	18.00%	18.00%
药用辅料-药用甘油(百万元)	32.02	26.95	42.82	51.38	61.66	80.16
增长率 (%)		-15.83%	58.89%	20.00%	20.00%	30.00%
毛利率 (%)	25.16%	39.12%	39.75%	39.00%	41.00%	43.00%
药用辅料-药用乙醇(百万元)	3.52	8.69	16.07	20.89	27.16	38.02
增长率 (%)		146.88%	84.93%	30.00%	30.00%	40.00%
毛利率 (%)	8.63%	11.55%	18.97%	20.00%	20.00%	20.00%
药用辅料-药用丙二醇(百万元)	12.39	12.51	17.4	22.62	27.14	32.57
增长率 (%)		0.97%	39.09%	30.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	16.03%	23.61%	20.98%	20.00%	20.00%	20.00%
药用辅料-药用氢氧化钠(百万元)	9.14	10.31	10.44	13.57	17.64	22.94
增长率 (%)		12.80%	1.26%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率 (%)	67.18%	62.64%	70.53%	65.00%	66.00%	67.00%
药用辅料-其他(百万元)	37.8	57.65	74.81	134.66	201.99	282.78
增长率 (%)		52.51%	29.77%	80.00%	50.00%	40.00%
毛利率 (%)	47.91%	48.25%	66.59%	55.00%	50.00%	50.00%
成品药(百万元)	4.71	8.06	80.95	174.21	277.08	413.29
增长率 (%)		71.13%	904.34%	115.21%	59.05%	49.16%
毛利率 (%)	34.27%	28.33%	65.73%	64.76%	64.91%	65.05%
成品药-注射用磺苄西林钠(百万元)			75.41	165.90	265.44	398.16
增长率 (%)				120.00%	60.00%	50.00%
毛利率 (%)			66.90%	66.00%	66.00%	66.00%
成品药-复方甘草片(百万元)	4.71	8.06	5.54	8.31	11.63	15.12
增长率 (%)		71.13%	-31.27%	50.00%	40.00%	30.00%
毛利率 (%)	34.27%	28.32%	49.76%	40.00%	40.00%	40.00%
其他品种(百万元)	17.85	11.67	16.13	27.42	41.13	53.47
增长率 (%)		-34.62%	38.22%	70.00%	50.00%	30.00%
毛利率 (%)	12.56%	43.01%	40.83%	40.00%	40.00%	40.00%
主营收入合计(万元)	124.79	157.31	363.54	675.58	1,069.29	1,504.91
增长率 (%)		26.06%	131.10%	85.83%	58.28%	40.74%
毛利率 (%)	32.48%	37.08%	40.67%	41.00%	39.27%	39.89%

资料来源：wind，德邦研究

6.2 相对估值

由于公司是 A 股市场唯一的药用辅料公司，没有可对比公司，目前化学药的平均估值水平为 22 倍，考虑到公司独特的产品特性和高成长性，给予 30-35 倍市盈率，按照公司 2011 年的盈利预期，EPS 为 0.706 元，公司的合理价值区间在 21.18-24.71 元。

表 5 公司财务和估值数据摘要

财务和估值数据摘要						
单位: 百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	126.13	157.83	363.93	676.30	1070.44	1506.54
增长率(%)	N/A	25.13%	130.58%	85.83%	58.28%	40.74%
归属母公司股东净利润	10.84	22.75	66.46	129.99	197.96	289.15
增长率(%)	N/A	109.80%	192.14%	95.58%	52.29%	46.07%
销售毛利率	32.64%	37.09%	40.64%	41.00%	39.27%	39.89%
净资产收益率(ROE)	17.77%	20.92%	37.93%	42.59%	39.34%	36.49%
每股收益(EPS)	0.079	0.165	0.482	0.706	1.076	1.571

表 6 2011-2013 年公司财务报表预测

单位：百万元

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	126.13	157.83	363.93	676.30	1070.44	1506.54
减：营业成本	84.96	99.29	216.04	399.02	650.08	905.58
营业税金及附加	0.55	0.85	1.75	3.25	5.15	7.24
营业费用	15.98	17.75	36.82	67.63	107.04	150.65
管理费用	9.45	11.62	25.60	50.72	74.93	105.46
财务费用	1.83	2.30	2.85	1.26	-1.92	-5.89
资产减值损失	-0.08	0.23	2.91	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	13.49	25.79	77.97	154.42	235.16	343.50
加：其他非经营损益	-0.33	0.57	0.21	0.00	0.00	0.00

利润总额	13.16	26.36	78.17	154.42	235.16	343.50
减: 所得税	2.47	3.60	11.06	23.16	35.27	51.52
净利润	10.69	22.75	67.11	131.26	199.89	291.97
减: 少数股东损益	-0.15	0.00	0.65	1.27	1.93	2.82
归属母公司股东净利润	10.84	22.75	66.46	129.99	197.96	289.15
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	12.07	28.89	12.31	17.57	153.47	370.28
应收和预付款项	25.40	43.31	52.14	142.40	167.65	267.65
存货	18.61	24.32	65.99	103.62	172.70	212.22
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	51.91	62.89	123.48	109.05	94.62	80.19
无形资产和开发支出	10.64	20.41	20.98	18.51	16.04	13.56
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	118.62	179.82	274.90	391.15	604.49	943.91
短期借款	25.00	38.00	60.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	30.62	31.81	36.58	81.57	95.02	142.47
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	1.70	1.70	1.70	1.70
负债合计	55.62	69.81	98.28	83.27	96.72	144.17
股本	5.00	88.21	138.00	138.00	138.00	138.00
资本公积	29.19	3.53	5.04	5.04	5.04	5.04
留存收益	26.83	17.02	32.19	162.17	360.13	649.28
归属母公司股东权益	61.02	108.76	175.23	305.22	503.17	792.32
少数股东权益	1.98	1.25	1.39	2.66	4.60	7.42
股东权益合计	63.01	110.01	176.62	307.88	507.77	799.74
负债和股东权益合计	118.62	179.82	274.90	391.15	604.49	943.91
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	0.62	10.47	42.69	66.52	133.98	210.91
投资性现金净流量	-12.64	-27.52	-65.55	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	18.88	35.71	19.30	-61.26	1.92	5.89
现金流量净额	6.87	18.66	-3.56	5.26	135.91	216.80

投资评级

一、行业评级

- 推荐 – Attractive : 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line : 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious : 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 – Buy : 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform : 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral : 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell : 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作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作出任何形式的担保。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前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。