



受益于药用辅料行业的标准升级

未来行业标准升级将推动龙头企业发展

我国制剂使用的 500 多种药用辅料中，化工厂生产的品种占到 45%，具有《药品生产许可证》企业生产的辅料品种仅占 19%。业内产品的质量标准有待提高。从我国制药工业的国际融合趋势以及监管发展方向来看，都将促进药用辅料的标准升级；未来该行业将逐步走向规范化。而在国内少数专业辅料企业中，公司规模较大，约占 2009 年市场份额的 1%。随着国家的药用辅料管理制度和标准不断完善，行业的集中度将会提高，公司将从中受益。

抗生素业务助推公司业绩

2009 年磺苄西林钠制剂进入国家医保目录，疗效和安全性受到认可，2010 年已经出现了爆发增长。该产品生产工艺复杂，目前国内生产企业较少，市场竞争相对缓和，预期产品价格走势相对乐观。公司系国内唯一拥有该品种 1g、2g、4g 全部三个制剂规格批准文号的企业，在未来的该品种的市场竞争中有望持续保持优势地位。

未来：品种丰富的药用辅料“沃尔玛”

在辅料领域，公司参与制定辅料行业标准，且产品较为齐全，可为企业提供定制服务，客户已经覆盖国内 70% 制药企业。未来将在扩大产能的同时继续增加产品品种，以药用辅料“沃尔玛”为目标。在成品药领域，随着各省份招投标的不断展开，磺苄西林钠销售有望持续增长；在研产品阿扑西林和替加环素也已经进入临床前阶段。

盈利预测与评级

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.66、0.94 和 1.37 元，作为药用辅料领先企业，拥有较好抗生素品种；行业整体发展为企业未来的关键因素。预计上市价格 19.8 元，对应 2011 年 PE30 倍。

主要风险：抗生素业务受到专项整治影响的风险。

预测和比率

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万）	363.93	657.42	1076.63	1373.90
营业收入增长率	130.58%	80.64%	63.76%	27.61%
EBITDA（百万）	78.17	162.78	235.04	334.31
EBITDA 增长率	196.55%	108.24%	44.39%	42.24%
净利润（百万）	66.46	121.25	172.66	251.26
净利润增长率	192.14%	82.43%	42.40%	45.52%
ROE	38.00%	40.67%	37.25%	35.60%
EPS（元）	0.48	0.66	0.94	1.37
P/E	49.75	27.27	19.15	13.16
P/B	18.87	11.15	7.14	4.69
EV/EBITDA	42.72	20.26	14.46	9.32

尔康制药(300267)

罗樾

luoxi@csc.com.cn

010-85130957

执业证书编号：S1440209080395

联系人：林柏川

linbaichuan@csc.com.cn

010-85130229

发布日期：2011 年 9 月 19 日

预计上市合理价格：19.80 元

发行数据

发行价格（元）	17.97
发行规模（万股）	4600.00
发行后总股本（万股）	18400.00
发行方式	网上发行,网下配售
发行日期	2011-09-15
上市日期	
主承销商	西部证券股份有限公司
主要股东	
帅放文	65.66%

募股资金投向

项目名称	金额（万元）
药用辅料及抗生素原料药扩产项目	19,942
药用辅料工程技术研究中心建设项目	5,033
五千支/年注射用磺苄西林钠扩产项目	19,332
营销网络建设项目	5,739
其他与主营业务相关的营运资金	-
总金额	50,046

规范化有待提高的药用辅料市场

根据咨询机构 Business Insight 估计，全球辅料市场增长速度在 4.9% 左右；中国等新兴国家市场增长速度可达 6.3%。目前全球药用辅料市场高度分散，有报道称所有厂家的市场份额均低于 5%；主要生产商为巴斯夫、卡乐康、陶氏化学、FMC、富士化研等企业，大部分为化工企业。这一状况体现了药用辅料本身在全球并未受到药品一样的专门管理。目前欧洲对于部分药用辅料实施 GMP 管理；美国的药用辅料协会推出了 GMP 规范供企业参考，但 FDA 对辅料并无专门的管理体系。

由于监管程度与国际类似，我国药用辅料行业也同样呈现了较为分散的状况，2009 年，规模最大的四家企业市场份额总和约 3.15%，尔康制药作为行业最大企业该年收入为 1.57 亿元。药用辅料的很多品种，如尔康制药的主要产品蔗糖、甘油、丙二醇、氢氧化钠等，其制药工业的用量相对食品、化工等行业比例很小；在没有严格监管的情况下，专门的辅料企业相对化工企业而言销量小、标准高，缺乏成本优势，难以做大做强。另一方面，面对大量非专业企业供应药用辅料的现状，监管部门也难以推出一刀切的高标准、高要求。

公司战略符合行业特点

如上所述，辅料产品的“大路货”面对化工企业激烈竞争，使得专门的辅料企业走上了精品化的道路。从尔康制药的产品结构中可以看出，销量较大品种的毛利较低；以 2010 年为例，未列明细的小品种销售收入占辅料总收入的 28%，毛利占到辅料总毛利的 57%；其毛利率高达 66%，远高于整体 33% 的水平。公司未来发展目标是在扩张产能的同时开发产品，保持品种规模化优势，建立药用辅料行业“沃尔玛”；这一战略符合行业状况和发展趋势。

药用辅料标准升级或成为公司机会

目前下游制剂企业对辅料要求不高，成本压力较大使得企业缺乏辅料质量升级的动力，从而限制了专门药用辅料企业的发展空间。但放眼未来，我们认为目前外资药企“走进来”和国内药企“走出去”的国际融合趋势，将带来药用辅料的标准升级，使得专门药用辅料企业这类行业中的“精品店”获得做大做强的机会。

一方面，辉瑞、默沙东等外资药企积极在国内设立合资公司，希望加速开发中国医药市场；在这一过程中，外资药企较高的质量标准将影响国内企业，推动行业中的龙头企业在辅料等方面的标准向国际看齐。另一方面，面对国外诸多专利药保护期结束，海正、华海、海翔等原料药企业积极开展制剂出口、大客户生产转移等业务，而国外质量标准较高，国内企业的出口需求也将拉动我国药用辅料质量标准升级。像尔康制药这样的专业药用辅料企业将长期从这一标准升级趋势中获益。

抗生素：企业的“空中加油站”

磺苄西林钠于 2009 年 12 月首次进入国家《基本医保目录》，在随后的 2010 年呈现爆发增长；增长区域主要在二三线城市及新农合市场。目前国内仅有 5 家企业拥有生产文号，竞争相对较为缓和。公司的 4g 规格的磺苄西林钠为全国独家产品，相对其他企业的竞争力更强。磺苄西林钠为企业近年的迅速发展增添动力，2010 年毛利 5 千万，占总毛利的 37%。目前阿扑西林和替加环素处于临床前阶段，前者在国内尚无生产销售，后者则是较新的抗生素品种。



分析师介绍

罗樾：协和医科大学微生物与生化药学博士，医药行业分析师。从业3年，学术功底深厚，研究范围覆盖生物制品、中成药、化学原料药和化学制剂等多个子行业。曾获“今日投资”2008年医疗保健行业最佳分析师入围奖。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街188号4楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道201号渣打银行大厦601室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。