

医药/必需消费

尔康制药 (300267)

小公司，高成长

	易镜明	李秋实
	021-38676779	010-59312730
	yijingming@gtjas.com	liqushi011821@gtjas.com
编号	S0880511010019	S0880511110001

本报告导读：

公司是药用辅料中的沃尔玛，是行业标准制定者及推行者，将受益于行业规范化过程；磺苄西林钠提供业绩安全边际，12 年仍将有 50% 的快速增长。目标价 32 元，增持。

投资要点：

我们近期调研了尔康制药，通过与公司管理层深入沟通，我们进一步了解了公司的发展战略：要做辅料中的沃尔玛，大的辅料品种占领市场，小辅料品种以高毛利突进；同时积极推进磺苄西林钠的市场推广，预计抗生素业务未来的增速仍然比较快。

公司作为药用辅料行业龙头，受益于行业规范化发展。我国药用辅料产业处于初级阶段，集中度较低，随着药用辅料管理制度和标准不断完善，行业的准入门槛正在逐步提高，公司将成为辅料行业标准制定者及推行者，产品线储备丰富，有望受益于药用辅料产业的规范化过程。

磺苄西林钠有望成为新一代抗生素明星。新产品磺苄西林钠是公司 11 年业绩爆发式增长的主要推动力。抗菌谱广、耐药性好、且能够照顾院方利益是保障该产品在抗生素行业变局中快速成长的核心要素。在竞争对手生产受限的背景下，公司有望凭借现有的产品规格优势继续获得超额收益，取得高速增长。我们预计公司磺苄西林钠 12 年增速仍可能达到 50%。

给予“增持”评级，目标价 32 元。公司作为药用辅料龙头，将借力资本优势快速扩张，同时磺苄西林钠近几年的爆发式增长也将提供业绩安全边际。我们预计公司 11~12 年 EPS 分别为 0.65、0.97 元，同比增长 80%、49%。目前股价 20.6 元，相当于 12 年 21 倍，PEG 仅为 0.4。建议增持，给予 12 年 33 倍 PE，目标价 32 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	158	364	643	912	1,290
(+/-)%	25.1%	130.6%	76.7%	41.9%	41.4%
经营利润 (EBIT)	28	81	135	196	283
(+/-)%	83.3%	187.7%	66.7%	45.2%	44.5%
净利润	23	66	120	178	254
(+/-)%	109.8%	192.1%	80.3%	48.8%	42.7%
每股净收益 (元)	0.12	0.36	0.65	0.97	1.38
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	17.8%	22.2%	20.9%	21.4%	21.9%
净资产收益率 (%)	20.9%	37.9%	11.1%	14.2%	16.8%
投入资本回报率 (%)	24.8%	39.4%	31.2%	30.2%	34.9%
EV/EBITDA	14482.73%	5033.81%	3020.46%	2080.04%	1439.05%
市盈率	177.4	60.7	33.7	22.6	15.9
股息率 (%)	0.0%	0.0%	#REF!	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：32.00

上次预测：29.40

当前价格：20.61

2011.12.09

交易数据

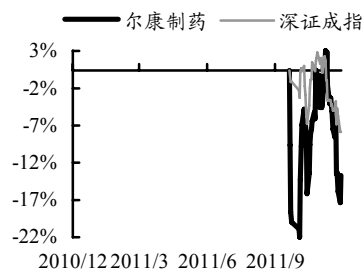
52 周内股价区间 (元)	18.33-25.28
总市值 (百万元)	3,792
总股本/流通 A 股 (百万股)	184/37
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	20%
日均成交量 (百万股)	0
日均成交值 (百万元)	0

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,029
每股净资产	5.59
市净率	3.7
净负债率	2%

EPS (元)	2010A	2011
Q1	0.05	0.15
Q2	0.05	0.17
Q3	0.09	0.15
Q4	0.18	0.18
全年	0.36	0.65

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-12%	0%	0%
相对指数	-2%	11%	24%

相关报告

《磺苄西林钠景气度提升，业绩爆发式增长》

2011.10.27

《药用辅料行业龙头》

2011.09.13

模型更新时间: 2011.12.07

股票研究

必需消费

医药

尔康制药 (300267)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 32.00

上次预测: 29.40

当前价格: 20.61

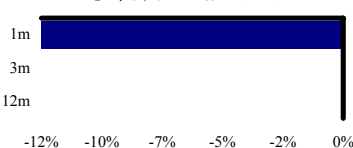
公司网址

www.hnckang.com

公司简介

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。公司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产品。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。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

18.33-25.28

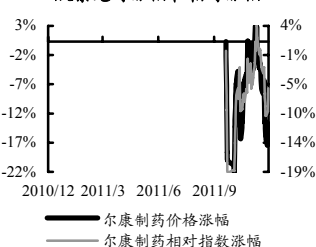
市值 (百万)

3,792

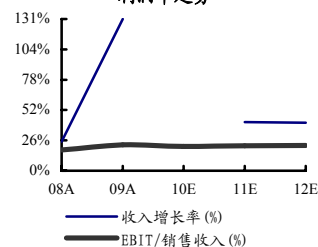
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	158	364	643	912	1,290
营业成本	99	216	392	552	774
税金及附加	1	2	3	5	6
营业费用	18	37	68	96	135
管理费用	12	26	46	65	92
EBIT	28	81	135	196	283
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	2	3	-6	-14	-16
营业利润	26	78	141	209	299
所得税	4	11	20	30	42
少数股东损益	0	1	1	2	2
净利润	23	66	120	178	254
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	34	30	699	623	717
其他流动资产	68	118	203	287	404
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	45	122	248	386	465
无形资产及其他资产	20	21	22	23	24
资产合计	186	296	1,200	1,358	1,641
流动负债	76	117	117	95	121
长期负债	0	2	0	0	0
股东权益	110	177	1,083	1,263	1,520
投入资本(IC)	113	205	432	648	810
现金流量表					
NOPLAT	24	69	116	168	243
折旧与摊销	0	0	0	0	0
流动资金增量	20	31	76	65	91
资本支出	11	61	150	150	70
自由现金流	56	161	341	383	404
经营现金流	4	39	38	101	149
投资现金流	(21)	(61)	(151)	(151)	(71)
融资现金流	68	70	781	(26)	16
现金流净增加额	52	48	669	(76)	95
财务指标					
成长性					
收入增长率	25.1%	130.6%	#REF!	41.9%	41.4%
EBIT 增长率	83.3%	187.7%	#REF!	45.2%	44.5%
净利润增长率	109.8%	192.1%	#REF!	48.8%	42.7%
利润率					
毛利率	37.1%	40.6%	39.0%	39.5%	40.0%
EBIT 率	17.8%	22.2%	20.9%	21.4%	21.9%
净利润率	14.4%	18.3%	18.6%	19.5%	19.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	20.9%	37.9%	11.1%	14.2%	16.8%
总资产收益率(ROA)	12.2%	22.5%	10.0%	13.1%	15.5%
投入资本回报率(ROIC)	24.8%	39.4%	31.2%	30.2%	34.9%
运营能力					
存货周转天数	78	75	84	92	92
应收账款周转天数	34	32	32	32	32
总资产周转天数	351	238	419	505	418
净利润现金含量	0.18	0.58	0.32	0.56	0.58
资本支出/收入	6.96%	16.65%	23.33%	16.44%	5.43%
偿债能力					
资产负债率	40.8%	40.3%	9.7%	7.0%	7.4%
净负债率	3.7%	17.0%	-60.1%	-48.7%	-46.8%
估值比率					
PE	177.4	60.7	33.7	22.6	15.9
PB	37.1	23.0	3.7	3.2	2.7
EV/EBITDA	144.8	50.3	30.2	20.8	14.4
P/S	12.26	8.32	6.28	4.42	3.13
股息率	0.0%	0.0%	#REF!	0.0%	0.0%

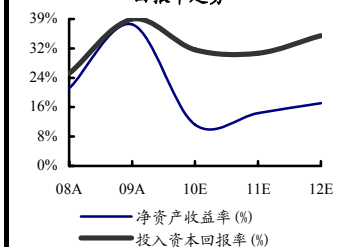
股票绝对涨幅和相对涨幅



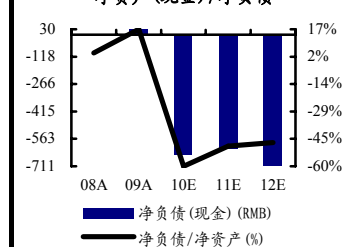
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



我们近期调研了尔康制药，通过与公司管理层深入沟通，我们进一步了解了公司的发展战略。同时在药用辅料以及抗生素行业的发展战略方面，也深受启发，现将调研纪要分享如下：

调研对象：董事长帅放文、财务总监胡祥主。

我们的观点：

尔康制药是药用辅料中的沃尔玛，将借力资本优势快速扩张，全面受益于药用辅料规范化过程；磺苄西林钠 2012 年仍将保持快速增长，提供良好的安全边际。

公司整体 2011 年收入 5.7-5.9 亿，净利润 1.2 亿（股本 1.84 亿），其中辅料 4.2-4.4 亿，磺苄西林钠收入 1.5 亿元以上。公司 2012 年整体利润增速仍将保持在 50%。我们预计 2011、2012 年 EPS 分别为 0.65、0.97 元，同比增长 80%、49%。目前股价 20.6 元，相当于 12 年 21 倍，PEG 仅为 0.4。建议增持，给予 12 年 33 倍 PE，目标价 32 元。

1. 调研要点汇总

问题 1：有关药用辅料行业前景的问题

国外 1000 多种辅料，占市场比重 10-20%，我国目前 500 多种，2%药品市场容量；尔康 112 种；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%、其他企业 14%。

在行业看似不规范中，看好行业发展的理由：

- **下游医药行业的快速增长：**医药行业的增速是辅料市场增长的大的背景，预计我国未来医药行业的复合增速有 20%以上。
- **辅料占市场比重的提高：**目前辅料仍占国内市场 2%左右的比重（国外占比在 10%-20%），主要还是在于品种结构的差异，和国外比主要是高端剂型不够多。目前尔康有 112 种品种，是市场批文最多的，待批的 70 多个，近期可能批下来的 20、30 个。112 个品种实际已经覆盖了 80%的辅料应用金额。
- **政策推动行业门槛标准提升：**辅料行业目前仍然非常不规范，连检测辅料的试剂都难以买到，国家也还没有出台检测标准。公司实际上是在帮助国家建立行业标准，帮助医药企业做检测的培训；同时新 GMP 认证会有利于规范企业，药用辅料 DMF 制度从趋势上是一定会建立的，《药用辅料管理办法（征求意见稿）》结束征求意见正式公布后，辅料产业的准入门槛将逐步提高，化工级和食品级的辅料产品受制于其生产技术和生产条件，将被逐渐淘汰出市场。

问题 2：公司的总体发展战略

目前从公司利润的构成看，大辅料、小辅料、磺苄西林钠大约各占 1/3 利润比重（毛利比重磺苄西林钠 47%、小辅料 27%、大辅料 26%，但是辅料营业费用率低，磺苄西林钠代理模式营业费用率高）。

尔康未来的总体发展策略是：要做辅料中的沃尔玛，大的辅料品种占领市场，小辅料品种以高毛利突进；同时积极推进磺苄西林钠的市场推广，预计抗生素业务未来的增速仍然比较快。

辅料方面：具体来说就是蔗糖、乙醇这两种航母级产品作为公司产品的骨架，而甘油，丙二醇等作为有力的支持，将公司做大做强。而小品种则定位为公司提供较高的利润。公司大品种战略是在占领市场的同时促进整个市场的规范化。大品种药用辅料是兵家必争之地，对做大公司品牌有很好的效果，目前大品种的定位还不是赚钱，未来当整个市场对药用辅料的认知度提高后，将会实现价值的回归。

磺苄西林钠会快速增长，主要是有以下几方面的优势：

- 它在国内是一个新的抗生素，相关耐药性几乎没有，国家限制耐药菌群超过 75% 的抗生素的使用，而磺苄西林钠不存在这样的问题，短期也不是问题；
- 它对于绿脓杆菌等具有很好的效果，目前在烧伤，剖腹产等领域运用情况较好。
- 国内生产厂家较少，同时公司本身具有批件和合成能力上的优势，预计 12 年增幅在 50% 以上。
- 最新的情况是：国家药典规定磺苄西林钠是冻干制剂，**哈药是无菌分装，不符合药典要求，可能很快就会出局**。瑞阳打得是擦边球，严格意义上也是无菌分装。
- 磺苄西林钠：出厂价 18-19；零售价 33-44 元。新增招标省份：福建、湖南。2010 年招标的省份：河北、辽宁、四川、北京。

问题 3：公司的销售渠道拓展计划和目前的进度情况

公司的销售放眼全国，小品种涉及到几千个客户，每个客户需求量较小，因此对于物流运输提出了很高的要求。公司计划建立营销中心以及客户管理系统来解决这个问题，具体来说就是利用 ERP 系统配合当地设库的方法，实现省与省之间整车运输，省内利用第三方物流来解决末端的运输，而库房采用租赁的方式。我们计划实行 8 小时送货上门制度，即对方下单后，工作时间的 8 小时内送货到公司。

问题 4：公司的核心竞争力的讨论

公司在药用辅料这样竞争激烈的市场中仍能保持高速增长，其核心竞争力不仅仅在于销售能力，更是研发、生产全方位的综合实力体现

- **药用辅料行业标准制定者及推行者**：公司在业内率先将 GMP 认证引入药用辅料的生产中，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。公司还参与制订药用辅料国家、行业标准 20 项。
- **丰富的药用辅料品种可为客户提供一揽子解决方案**。目前我国药用辅料行业监管制度和标准体系不健全，行业集中度低，专业药用辅料企业少，而药用辅料品种多且大部分品种用量小的特点，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。目前公司在行业内是拥有最多的药用辅料品种的企业之一，并且拥有多个国内

独家品种。对于大部分制药企业来说，仅在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。尔康要做辅料中的沃尔玛，一站式采购的供应商。

- **享有品种的定价权：**由于药用辅料在制药企业的成本结构中占比较小（通常低于 5%），制药企业往往对其价格变动不是十分敏感，而对产品的质量以及采购的便利性等非价格因素更为关注。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保障。
- **客户关系稳定：**公司客户 3000 余家企业（70%药企）。制药公司如果需要更换药用辅料，至少要经过半年以上的稳定性试验。因此，通常情况下，经使用效果良好的药用辅料产品极少会被更换。

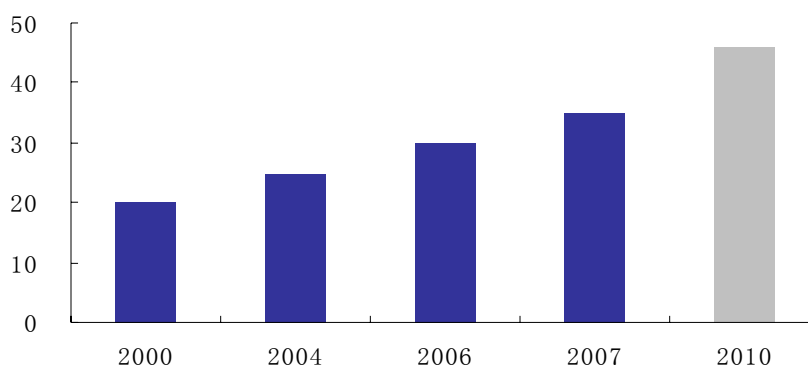
附：行业资料

药用辅料：处于行业规范化过程

行业整体发展水平较低，市场空间巨大

美国 Kalorama 咨询公司公布的预测数字显示，到 2010 年，世界药用辅料市场总销售额将达 46 亿美元以上。国际市场药用辅料行业的竞争也极其激烈。目前国外没有一家药用辅料公司的产值能单独占据国际市场 5% 以上的份额。据美国 F&S 公司预测：世界药用辅料市场年增长率将达 10% 以上，而一些新型药用辅料产品的年增长率将高达 20% 以上。

图1：全球药用辅料销售额（亿美元）



数据来源：国泰君安证券研究

目前，国外药用辅料占整个药品制剂产值的 10%-20%，我国药用辅料整体水平较低，保守估计占药品产值的 2%-3%，约 150 亿市场，增速在 15%-20%。

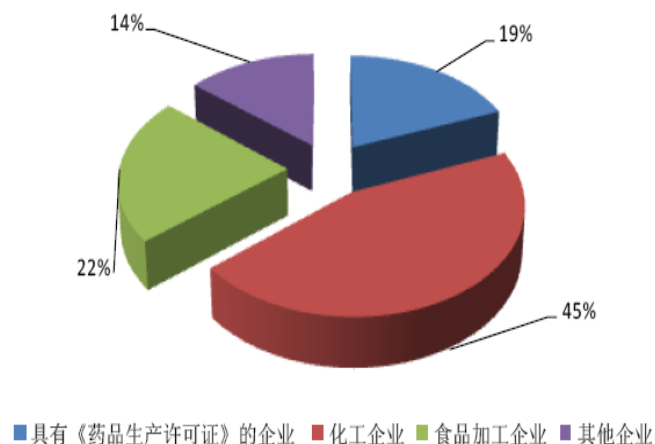
行业发展不规范，集中度很低

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：

- 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、食品生产企业等其他企业所生产。

- 2010 版《中国药典》收藏药用辅料 132 种，仅为 1/4，其他大部分为国家标准、行业标准和企业标准。相比发达国家 50% 的药用辅料收载于药典，我国药用辅料质量标准符合药用标准的只占少数，质量稳定性与药品安全性存在隐患。

图 2：具有药品生产许可证的药用辅料企业较少



数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

图 3：药典收藏的辅料品种不多

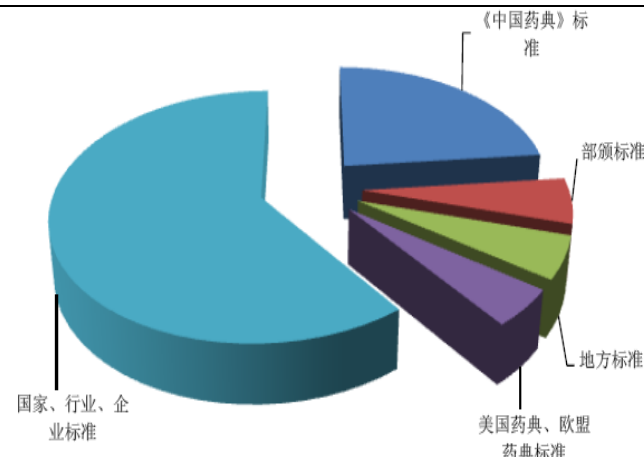


表 1：国内药用辅料企业市场高度分散

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：公司招股说明书，国泰君安证券

政策出台提升行业准入门槛

由于《药用辅料管理办法（征求意见稿）》并未正式实施，因此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。目前我国药用辅料品种符合药用标准的只占不到三成。

随着我国药用辅料管理制度的健全、标准的不断完善。可以预见，随着**备案制度**等监管体系的不断完善、《药用辅料管理办法》对 GMP 认证要求的强制推行，药用辅料生产企业在资质、生产标准、经营渠道等方面将受到严格审核和控制，辅料产业的准入门槛将逐步提高。专业药用辅料企业生产的符合药用标准、经过严格检验的药用辅料产品将成为药物制剂企业唯一的选择。

表：药用辅料相关政策总结

时间	文件名	发布部门	主要内容
2003 年 5 月	《关于印发药用辅料注册申报资料要求的函》	SFDA	已有国家药用标准而未取得药用辅料批准文号的辅料；已有地方（省级）药用辅料标准的辅料；没有国家和地方药用标准而有国家食品标准的用于药品生产的辅料（如色素等），药品生产企业均应送所在地省级药品检验所按相应标准检验合格后方可用于药品生产。
2005 年 6 月	《关于印发药用辅料生产质量管理规范（征求意见稿）的函》	SFDA	国家食品药品监督管理局一直对药用辅料实施批准文号管理，新药用辅料和进口药用辅料

月	辅料注册申报资料要求的函》		辅料由国家局审批，已有国家标准药用辅料由省局审批。
2005年7月	《药用辅料管理办法（征求意见稿）》	SFDA	生产、进口和使用的药用辅料，必须符合国家药用辅料标准。国家食品药品监督管理局对药用辅料实行分级注册、分类管理制度
2006年3月	《药用辅料生产质量管理规范》	SFDA	明确了药用辅料生产企业实施质量管理的基本范围和要点，以确保辅料具备应有的质量和安全性，并符合使用要求
2010年9月	《药用原辅材料备案管理规定（征求意见稿）》	SFDA	药物主文件（DMF）制度，该规定要求原辅材料生产企业对产品信息进行备案，增加了药品生产过程中原辅材料使用信息的透明度，方便了药品生产企业获取原辅材料信息
2011年6月	《“十二五”科技重大专项》	科技部	首次将新型药用辅料开发的关键技术列入研究课题
2012年初	《医药工业十二五规划》	工信部	首次提出了对功能化新型药用辅料、新型环保、使用便捷的药用包装材料以及制药设备的鼓励发展。

数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

磺苄西林钠：新一代抗生素明星

负面政策压力小：在之前公布的抗菌药物分级管理办法（意见征求意见稿）中，磺苄西林钠被列为非限制使用药物。

表 2：青霉素类抗菌药物分级管理（意见征求意见稿）

非限制使用	限制使用	特殊使用
▲★△☆青霉素	★△☆阿洛西林	★△☆哌拉西林/舒巴坦
▲★△☆苯唑西林	★△☆美洛西林	★☆美洛西林/舒巴坦
▲★△☆阿莫西林	★△☆氨苄西林/舒巴坦	★☆阿莫西林/舒巴坦
▲★△☆氨苄西林	★△☆替卡西林/克拉维酸	☆阿莫西林/氟氯西林
▲★△☆哌拉西林	★△☆哌拉西林/他唑巴坦	☆氨苄西林/氯唑西林
▲★△☆阿莫西林/克拉维酸	△替卡西林	美洛西林/他唑巴坦
★△☆磺苄西林	☆舒他西林	替卡西林/他唑巴坦

数据来源：国泰君安证券研究

耐药性好：同时考虑到主流抗生素品种在绿脓杆菌（假单胞细菌）、肠杆菌属（大肠杆菌）、变形杆菌等治疗领域已经积累了很高的耐药性，因此我们判断氨苄西林、哌拉西林等一些品种在终端医院的使用率将受较大的限制，这也将给磺苄西林钠的增长提供了市场空间。

表3：革兰阴性菌对临床常用抗菌药的耐药率（%）

抗菌药物	假单胞菌属	埃希菌属	克雷伯菌属	不动杆菌属	肠杆菌属	沙雷菌属	窄谱单胞菌属	变形杆菌属	枸橼酸杆菌属
氨苄西林	92.32	89.56	90.07	86.17	90.73	89.06	85.25	82.86	91.43
哌拉西林	41.43	70.38	57.78	46.80	65.95	45.77	52.59	49.30	47.73
头孢唑林	94.98	56.42	57.38	90.93	84.00	94.64	96.49	76.25	81.03
头孢呋辛	91.42	56.79	55.15	61.68	76.05	97.50	77.78	75.86	80.00
头孢噻肟	74.42	39.18	40.84	56.32	57.40	59.26	76.56	44.12	57.58
头孢曲松	60.51	40.75	40.18	52.24	55.45	79.41	71.43	41.46	39.29
头孢他啶	36.80	27.21	29.14	44.05	50.85	29.06	38.39	23.91	27.66
头孢哌酮	37.81	52.01	47.12	64.23	62.37	91.09	41.46	42.86	46.67
亚胺培南	20.40	7.24	7.23	16.70	9.50	9.76	92.77	13.43	14.29
庆大霉素	46.33	64.78	47.47	59.87	60.04	56.28	77.69	50.52	64.10
阿米卡星	31.47	25.37	40.37	44.27	38.04	71.43	82.73	29.73	38.71
复方新诺明	79.65	75.32	53.42	60.22	60.98	84.62	34.15	31.25	58.80
诺氟沙星	43.57	74.69	39.85	55.00	53.02	56.67	45.83	51.72	57.89
环丙沙星	25.21	70.29	32.75	47.41	42.09	49.78	34.15	44.58	45.00
氯霉素	89.72	60.00	57.52	81.58	69.03	70.00	56.00	43.33	72.73

数据来源：国泰君安证券研究

价格高：照顾医院方利益。我们发现小头孢在 2005~2009 年的增速明显快于其他品种，除了耐药性、治疗效果外，更主要在于其较高的定价满足了现有医院的盈利机制。在抗生素行业变革之时，磺苄西林钠是有望复制过去小头孢的成长路径的。

表 4：主流抗生素品种价格比较（1g/注射剂规格）

大类	具体品种	剂型	规格	终端零售价（元）
青霉素	美洛西林钠	注射剂	1g	21
	氨苄西林钠/舒巴坦钠	注射剂	1g	15.4
	阿莫西林钠舒巴坦钠	注射剂	1g	43
	阿洛西林	注射剂	1g	10.9
	磺苄西林钠	注射剂	1g	44.63 中标价
头孢类	头孢替安	注射剂	1g	51.4
	头孢米诺	注射剂	1g	41.5
	头孢西丁	注射剂	1g	40.2
	头孢呋辛	注射剂	1g	18.4
	头孢曲松钠	注射剂	1g	7
	头孢哌酮舒巴坦	注射剂	1g	16.7

数据来源：国泰君安证券研究

市场集中度高源于生产工艺难度：

磺苄西林钠为半合成类青霉素，其合成路径较为复杂，尤其是其酰胺侧链的合成难度较大。相比于传统抗生素产品上百个生产厂家竞争的格局，注射用磺苄西林钠仅有 5 个企业获得了药品批准文号，而同时拥有其原料药和制剂批准文号的企业仅有 3 家。市场集中度远高于其他抗生素品种。

表 6 主要抗生素制剂生产厂家数量和产量集中度

品种	文 号 数 量	前五家占有 率 (%)	原 料 药 产能(吨)	2008 年产量	产能利用 率%
80 万 u 青霉素钠	46	90	4300	2806	65
0.5g 氨苄西林钠	67	80	1700	892	53
0.25g 阿莫西林胶囊	253	70	17000	13775	81
0.1g 乙酰螺旋霉素片	518	35	1500	530	35
0.125g 头孢氨苄胶囊	439	45	3000	1997	67
0.25g 头孢氨苄片	259	42			
0.25g 头孢拉定胶囊	282	50	3500	2120	61
0.5g 头孢唑林钠	93	75	1200	616	51
1.0g 头孢曲松钠	95	75	3500	2200	63
1.0g 头孢哌酮钠	106	50	1000	568	57

数据来源：国泰君安证券研究

表：2009-2010 年部分省中标情况

	河北	辽宁	四川	北京	江苏	江西	浙江	广东
尔康制药	1g/2g/4g	1g/2g/4g	1g/2g/4g	1g/2g/4g	1g/2g	2g/4g	1g/2g/4g	1g/2g/4g
沈阳美罗	1g	1g	1g	1g	1g	1g	1g	-
瑞阳制药	1g/2g	1g/2g	2g	-	1g/2g	1g/2g	1g/2g	1g/2g
哈药集团	1g	1g	-	1g	-	-	1g	-
海南海灵	-	-	-	-	-	-	-	-

数据来源：国泰君安证券研究

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

李秋实:

执业资格证书编号: S0880511110001

电话: 010-59312730

邮箱: liqiushi011821@gtjas.com

郑磊（贡献作者）:

执业资格证书编号: S0880110110074

电话: 021-38674750

邮箱: zhenglei008193@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		