

# “淀粉”放量业绩高歌猛进 志存高远蜕变正当时

## ——尔康制药 2015 年年报点评

核心观点：

### 1. 事件

尔康制药发布 2015 年年报，实现收入 17.56 亿元，同比增长 28.14%；实现归属于上市公司股东的净利润 6.05 亿元，同比增长 109.71%，EPS 为 0.59；实现扣非后归属于上市公司股东的净利润 5.92 亿元，同比增长 108.63%。经营活动产生的现金流量净额 5.19 亿元，同比增长 195.90%。每 10 股派发现金红利 1 元（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股。

第四季度单季收入端实现 5.28 亿，同比增长 34.90%，环比增长 18.48%，净利润端实现 1.78 亿，同比增长 96.31%，环比增长 25.56%。

### 2. 我们的分析与判断

#### （一）全年业绩表现亮眼，公司运营愈加健康

公司 2015 年全年业绩表现靓丽，我们认为主要是来自公司淀粉系列及淀粉囊系列产品的快速放量，分拆业务来看：

（1）药用辅料：全年实现收入 11.35 亿，其中包括改性淀粉 3.3 亿，淀粉囊系列产品（淀粉胶囊）1.2 亿元左右，药用蔗糖 1.88 亿元，其他药用辅料 4.97 亿元左右。公司淀粉系列产品年内增长极为迅速，为公司 2015 年业绩放量的发动机。改性淀粉今年主要在东南亚地区及部分穆斯林地区销售，并已经开展与欧美地区厂家的合作，部分合作商仍采取赠送方式，随着后续合作深入推进，仍有大幅放量，预计 2016 年仍有较好增长；淀粉囊销售 1.2 亿左右，其中线上线下销售比例大约为 45%：55%，线上主要是中药打粉配套销售（礼盒等）及单独销售，线下是一些食品及保健品厂家，公司已经获得淀粉囊药用批文及 2 个品种的补充注册批件，预计 2016 年，在药用领域，淀粉囊会实现较好增长；药用蔗糖销售同比下降 40% 左右，但毛利率上升 5% 左右，价格影响是一个主要因素，同时销售量也在减少，毛利率上升是因为高毛利蔗糖品种的占比增加。

（2）成品药：全年实现收入 2.92 亿，其中磺苄西林钠实现销售收入 2.82 亿元，公司 2g 规格代理体系理顺，第三季度、第四季度已经恢复销量，但因为一个季度的销售受到影响，同比有所下滑。

（3）原料药及其他品种：全年实现收入 3.29 亿，主要产品包括磺胺嘧啶、磺胺脒、次硝酸铋和间苯二酚等。其中也包括普通淀粉的 1.8 亿收入，另外，一些特定品种的涨价也带来了一定的增长。

尔康制药（300267）

推荐 维持评级

#### 分析师

■：李平祝

✉：lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515040001

特此鸣谢

张金洋

■：（8610）83574546

✉：zhangjinyang@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

以及实习生缪牧一对此篇撰写做出的突出贡献

市场数据	时间	2016.4.5
A股收盘价(元)		32.40
A股一年内最高价(元)		46.50
A股一年内最低价(元)		21.25
上证指数		3050.59
市净率		8.10
总股本（亿股）		10.28
实际流通 A股（亿股）		5.67
流通 A股市值（亿元）		183.49

#### 相关研究

尔康制药（300267）年报快报点评：淀粉胶囊放量，业绩超预期，继续高歌猛进 2015-02-22

尔康制药（300267）三季报点评：淀粉系列产品强势放量，业绩翻倍增长继续高歌猛进 2015-10-19

尔康制药（300267）点评：淀粉囊获得药用批文，打开国内药用广阔市场 2015-10-09

尔康制药（300267）中报点评：淀粉胶囊强势发力，业绩翻倍增长 2015-09-01

利润表方面，公司 2015 年全年营业成本占收入比为 48.53%，下降 9.06 个百分点，三大费用率分别为 4.48%、9.51%、-0.19%，相较去年分别减少 1.80、1.34、0.37 个百分点，主要原因是高毛利率品种淀粉及淀粉囊系列产品持续放量，而财务费用率为负值主要原因是受 1468 万的汇兑收益影响，公司运营愈加健康，有望为公司带来一定的业绩弹性，值得重点跟踪与关注。

资产负债表方面，公司 2015 年期末较期初占比销售额发生重大变化的是现金和固定资产部分。公司手握现金 20.20 亿元（主要为定增募集而来），确保未来淀粉及淀粉囊系列产品二期项目以及柠檬酸脂项目进展顺利。而固定资产期末 12.77 亿，较期初增长 77.59%，主要是淀粉胶囊项目部分房屋及设备转固所致。

现金流量表方面，经营活动产生的现金流量净额由 2014 年的 1.75 亿元提高到了 5.19 亿元，大幅提高的主要原因是淀粉系列产品的放量，公司现金流愈加健康，为公司未来飞速发展提供保障。

## （二）蜕变正当时，多核驱动，未来业绩高增长可期

我们认为，公司已经逐渐由低毛利的传统辅料业务向高毛利的业务发展，多点布局，蜕变正当时。

从战略上来看：

（1）公司开发新型药用辅料，淀粉系列产品、淀粉囊系列产品、柠檬酸系列产品本质上均为新型药用辅料，公司产品以全植物为理念，持续布局“大健康”。

（2）以药用辅料为基础，向制剂延伸产业链，公司有望借助淀粉胶囊的优质性形成差异化销售。在一致性评价中药用辅料愈加受到重视，公司作为辅料行业龙头企业，有望持续受益。

（3）公司布局药用辅料行业互联网交易平台，未来有望助力公司整合行业资源，促进行业升级，而公司作为辅料龙头未来有望受益于行业集中度的提升，有利公司代理国外优质辅料，实现强者恒强。

而从业绩上来看，公司未来几年业绩高增长可期，原因主要有五点：

（1）淀粉囊系列产品预计 2016 年正式进入药品市场，淀粉硬胶囊已于 2015 年取得药品生产许可，相较明胶胶囊有着较大质量优势，在湖南、河南等省招标规则中有着单独分组或者经济技术标加分的优势。淀粉硬胶囊暂时将聚焦于国内市场，尤其是在获得药用批文后，国内市场有望迎来放量，而海外市场预计会在未来以公司提供技术及原料的方式与国际大厂展开合作，未来几年持续看好。公司拥有 14 个胶囊剂批文，已建立年产 84 亿粒的胶囊制剂车间，并且现已获得阿莫西林胶囊和盐酸雷尼替丁胶囊的药品补充申请批件，有望通过淀粉硬胶囊的优势抢占近年因“毒胶囊”事件而相对萎缩的胶囊市场，成为新的利润增长点。第一个品种阿莫西林淀粉胶囊有望在 4 月中旬产品下线，逐步实现上市推广。

（2）淀粉软胶囊的普通淀粉及改性淀粉业务持续放量。目前，公司淀粉软胶囊原料主要在东南亚地区销售，淀粉软胶囊原料进入欧美市场有一定门槛（设备改造、欧美认证等），但公司已与 200 多家欧洲下游客户进行了试合作，预计会逐步贡献业绩。

(3) 尽管受到国内招投标进度放缓的不利影响，但公司磺苄西林钠三个规格的产品已在湖南省2015年药品集中采购中县级及县级以上公立医疗机构用药以及基层医疗机构基本药物同时中标，同时其毛利率较2014年反而有所提升，为公司业绩增长提供保障。

(4) 柠檬酸系列产品16年有望落地，塑化剂领域着眼全球，值得期待。

### 3、盈利预测与投资建议

预计公司2016-2017年摊薄后EPS分别为0.88、1.13、1.45元，对应PE37、29、22倍。公司是药用辅料龙头企业，受益于仿制药一致性评价的持续推进以及公司药用辅料互联网平台建立的整合效应；公司是目前全球唯一一家实现淀粉胶囊产业化的药用辅料生产企业，淀粉胶囊应用广泛、前景可观，淀粉软胶囊原料随着合作销售的方式逐步放量，另外公司已获得药用辅料批文，广阔的药用市场空间已经打开，再加上已经开辟的保健品市场和潜在开发的食品市场，三大市场持续开发有望为公司带来较大业绩弹性；公司柠檬酸脂系列产品的塑化剂领域着眼全球，市场极为广阔，值得期待。我们看好公司长期发展，维持“推荐”评级。

### 4、风险提示

淀粉胶囊销售低于预期。

#### 主要财务指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1370.36	1756.00	2157.20	2740.28	3397.93
营业收入增长率	35.57%	28.14%	22.85%	27.03%	24.00%
净利润（百万元）	288.29	604.58	899.10	1164.49	1494.59
净利润增长率	49.43%	109.71%	48.72%	29.52%	28.35%
EPS（元）	0.28	0.59	0.87	1.13	1.45
P/E	116	55	37	29	22
P/B	20.5	8.0	6.6	5.5	4.5
EV/EBITDA	36.10	41.55	26.67	21.19	16.03

资料来源：中国银河证券研究部

附表 1：公司财务报表（百万元）

指标(百万)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	指标(百万)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	291	1,939	3,176	3,817	5,774	营业收入	1370	1756	2157	2740	3398
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	789	852	864	1071	1269
应收账款	223	249	341	408	521	营业税金及附加	7	9	11	14	18
预付款项	27	40	51	62	72	销售费用	86	79	97	123	152
其他应收款	13	16	20	25	31	管理费用	149	167	205	261	323
存货	332	566	-92	679	17	财务费用	2	-3	2	4	9
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	6	7	0	0	0
固定资产净额	719	1277	1300	1126	951	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
在建工程	278	198	0	0	0	投资收益	-1	1	0	0	0
无形资产净值	181	214	201	175	148	营业利润	330	646	979	1268	1627
递延所得税资产	1	2	2	2	2	营业外净收入	5	13	0	0	0
资产总计	2143	4702	5180	6470	7688	税前利润	336	659	979	1268	1627
短期借款	160	195	0	0	0	所得税	48	60	88	114	146
应付票据	0	1	2	3	4	净利润增长率	48%	108%	49%	30%	28%
应付账款	71	169	74	227	130	归属母公司净利润	288	605	899	1164	1495
预收款项	15	56	1	72	18	少数股东损益	-1	214	273	348	429
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.280	0.588	0.874	1.132	1.453
应交税费	0	1	2	3	4	摊薄每股收益	0.280	0.588	0.874	1.132	1.453
其他应付款	20	25	25	25	25	指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一年内到期的非长期借款	0	1	2	3	4	成长性					
长期借款	200	0	0	0	0	收入增长率	36%	28%	23%	27%	24%
长期应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	49%	110%	49%	30%	28%
专项应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	58%	97%	39%	28%	28%
其他非流动负债	0	0	0	0	0	盈利能力					
负债合计	465	444	100	323	173	毛利率	42%	51%	60%	61%	63%
所有者权益合计	1,678	4,257	5,080	6,147	7,515	净利润率	21%	34%	41%	42%	44%
<b>现金流量表 (百万)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	EBITDA/营业收入	30%	43%	53%	51%	51%
净利润	287	599	891	1154	1481	ROE (摊薄)	18%	14%	18%	19%	20%
折旧与摊销		95	207	207	204	ROIC	33%	34%	33%	56%	59%
经营活动现金流量	176	508	1446	650	1961	估值指标					
投资活动现金流量	-611	-649	0	0	0	P/E	115.57	55.11	37.06	28.61	22.29
融资活动现金流量	285	1710	-210	-9	-4	P/S	24.31	18.97	15.45	12.16	9.81
净现金流	-151	1578	1236	642	1957	P/B	20.55	7.96	6.64	5.47	4.46
期初现金余额		351	1939	3176	3817	EV/EBITDA	36.10	41.55	26.67	21.19	16.03
期末现金余额		1939	3176	3817	5774	股息收益率	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源：中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

**李平祝，行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

**中国银河证券股份有限公司研究部**  
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座  
上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层  
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

**机构请致电：**

北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)