



魏贇
 021-53686159
 weiyun@shzq.com
 执业证书编号: S0870513090001

新产品带动利润劲增

——2015 年年报点评

基本数据 (2015Q4)

报告日股价 (元)	32.4
12mth A 股价格区间 (元)	21.77-57.64
总股本 (百万股)	911.95
无限售 A 股/总股本	62%
流通市值 (亿元)	183.58
每股净资产 (元)	4.07
PBR (X)	7.96
DPS (Y2015, 元)	无

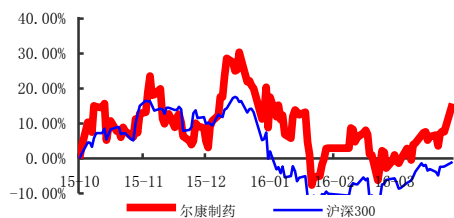
主要股东 (2015Q4)

帅放文	49.11%
湖南帅佳投资股份有限公司	12.71%
曹泽雄	4.18%

收入结构 (Y2015)

药用辅料	64.62%
成品药	16.62%
原料药及其他	18.76%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: WY16-CT07

首次报告日期: 2014 年 03 月 17 日

相关报告:

■ 公司动态事项

公司发布 2015 年年报, 我们对此给予点评。

■ 事项点评

净利润同比劲增 109.71%

公司实现营业收入 17.56 亿元, 比去年同期增长 28.14%, 实现归属于公司普通股股东的净利润 6.05 亿元, 较去年同期增长 109.71%。EPS 为 0.66 元, 业绩呈现高速增长并逐季度加快的趋势。送配方案每 10 转 10 派现 1 元。公司预计 16 年 1 季度实现净利润 1.51 亿元-1.78 亿元, 同比+68%-98%。

分产品看: 2015 年淀粉及淀粉囊系列产品收入约 6.28 亿元 (同比+657%), 毛利率 63.70%, 其中包含普通淀粉销售收入约 1.7 亿元。未来随着销售规模的继续增长, 毛利率有望继续提升。公司海外收入 3.29 亿元, 去年同期为 6879.5 万元, 增量主要是改性淀粉的贡献, 海外销售毛利率 81.74%, 可以视作改性淀粉的毛利率。由此大致推算出淀粉囊销售收入约 1.3 亿元, 淀粉囊毛利率超过 80%。

药用辅料收入 11.35 亿元 (+25.89%), 其中药用蔗糖收入 1.88 亿元, 同比减少 40.44%。但注射用蔗糖比例提升, 推动毛利率同比提高超过 5 个百分点, 达到 20.99%。

成品药收入 2.92 亿元 (-14.37%)。注射用磺苄收入 2.82 亿元, 同比减少 15.26%, 主要受上半年经销商调整影响, 下半年有所恢复。公司使用自产淀粉胶囊替代明胶胶囊制备雷尼替丁、阿莫西林胶囊, 如果在招标中能够享受区别于明胶胶囊的定价优势, 成品药有望受此推动出现明显增长。

柠檬酸盐有望成为新的利润点

公司生产淀粉的副产品为柠檬酸盐, 公司利用柠檬酸盐生产柠檬酸三辛酯, 柠檬酸三辛酯属于新型安全的塑化剂, 抗老化性能和耐寒性能优良, 市场空间广阔。目前, 公司通过行业资源整合, 已初步形成了“传统药用辅料”、“新型淀粉植物胶囊”、“柠檬酸及新型药用辅料柠檬酸三辛酯系列产品”三大业务战略发展方向。我们认为公司已经不仅仅是药用辅料的龙头企业, 而是借助淀粉胶囊、柠檬酸三辛酯系列成为创新药用辅料企业, 进入到了新的发展阶段。

此外, 公司使用自有资金 10,000 万元投资建设互联网药用辅料交易

服务平台，以药用辅料全产业链整合为核心，覆盖质量、标准、采购、生产、研发、流通和销售各环节，构建一个高效率、低成本的药用辅料行业互联网交易服务平台，为上下游客户提供药用辅料综合运营解决方案，推动产业转型升级。2015年8月底，该平台已正式上线。公司辅料品种多，但部分品种销售额小，这些小品种有望利用互联网平台获得较快的增长。

风险提示

公司风险包括但不限于以下几点：淀粉囊系列质量风险或销售不及预期；成品药和传统辅料销售下滑；新产品销售不及预期

■ 投资建议

未来六个月内，维持“谨慎增持”评级

公司15年实现每股收益0.59元， 预计16年为1.03元，以4月6日收盘价33.70元计算，公司市盈率分别为56.76、32.31倍。化学制药行业上市公司15、16年动态市盈率中位值为70.06、38.53倍，公司市盈率低于行业平均水平。我们认为，公司淀粉及淀粉囊系列产品销售超预期，柠檬酸三辛酯有望大幅提升淀粉产业链综合效益，我们认为公司进入到新的发展阶段，维持“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,756.00	2,611.70	3,727.45	4,744.43
年增长率	28.14%	48.73%	42.72%	27.28%
归属于母公司的净利润	604.58	1,062.04	1,697.38	2,243.12
年增长率	109.71%	75.67%	59.82%	32.15%
每股收益 (元)	0.59	1.03	1.65	2.18
PER (X)	56.76	32.31	20.22	15.30

注：有关指标按最新股本摊薄

■ 附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	1,370.4	1,756.0	2,611.70	3,727.45	4,744.43
二、营业总成本	1,039.0	1,110.9	1,464.6	1,876.1	2,291.2
营业成本	789.1	852.2	1,085.4	1,334.9	1,602.3
营业税金及附加	6.6	9.1	13.6	19.4	24.7
销售费用	86.1	78.7	117.5	167.7	213.5
管理费用	148.7	167.0	248.1	354.1	450.7
财务费用	2.4	-3.4	0.0	0.0	0.0
资产减值损失					
三、其他经营收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动净收益	-0.9	1.2	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
四、营业利润	330.5	646.3	1,147.1	1,851.4	2,453.3
加: 营业外收入	5.3	13.0	20.0	15.0	15.0
减: 营业外支出	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
五、利润总额	335.7	659.2	1,167.1	1,866.4	2,468.3
减: 所得税	48.2	60.2	105.0	168.0	222.1
加: 未确认的投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
六、净利润	287.4	599.0	1,062.0	1,698.4	2,245.1
减: 少数股东损益	-0.9	-5.6	0.0	1.0	2.0
归属于母公司所有者 的净利润	288.3	604.6	1,062.0	1,697.4	2,243.1
七、摊薄每股收益(元)	0.28	0.59	1.03	1.65	2.18

资料来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 魏赟

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。