



进军空心胶囊市场, 开辟全新利润增长点

- **事件:** 公司发布非公开发行预案, 拟募集资金总额不超过 5.56 亿元, 其中 1.78 亿元用于收购益青胶囊 100% 股权项目, 2.16 亿元用于投资空心胶囊生产线扩建项目, 6242 万元用于企业技术中心建设项目, 1 亿元用于补充流动资金。
- **收购益青胶囊 100% 股权, 切入空心胶囊大市场:** 2015 年我国胶囊需求量已达 3000 亿粒, 近五年 CAGR 达 8.3%。“毒胶囊”事件爆发之后, 国家加强了对药用辅料的监管, 优质企业迎来良好的发展机遇。标的公司益青胶囊已有近 20 年的药用空心胶囊生产历史, 是我国药用空心胶囊领域生产能力最大的四家企业之一, 主要产品包括明胶胶囊和植物胶囊。本次收购丰富了公司业务, 有利于增强公司的抗风险能力, 并标志着公司向医疗大健康领域进军, 未来公司有望沿着该领域进行持续布局。标的公司承诺 2016 至 2018 年度累计净利润不低于 7240 万元, 复合增长率为 35%, 将明显增厚公司的业绩。
- **扩建新型胶囊生产线, 提升规模优势。** 由于纤维胶囊和淀粉胶囊等新型胶囊安全环保性能优越, 近年来得到迅速发展, 其中羟丙甲纤维素胶囊的年复合增长率超过了 25%。公司本次投资的新型胶囊生产线建成后, 标的公司将形成年产 52.5 亿粒羟丙甲纤维素空心胶囊、30 亿粒肠溶明胶空心胶囊和 17.5 亿粒普鲁兰多糖空心胶囊的生产能力, 届时公司产能将近翻番, 产品结构也将明显优化。公司计划未来将优先发展高端产品如植物胶囊、肠溶胶囊等, 高毛利产品的陆续投产将促使公司业绩全面释放。
- **建设企业技术中心, 稳固龙头地位:** 改性塑料是技术密集型行业, 我国改性塑料企业整体上研发能力比较薄弱, 技术含量及附加值高的产品主要依赖进口。我们认为公司建设企业技术中心, 一方面可以达到降低生产成本和高附加值替代低附加值产品的目的, 提高公司产品盈利水平, 另一方面研发新型材料将为主业扩张提供新的市场机会, 稳固公司在改性塑料行业的龙头地位。
- **业绩预测与估值:** 暂不考虑本次非公开发行, 维持公司盈利预测, 预计 2016-18 年 EPS 分别为 0.43 元、0.53 元和 0.60 元, 对应动态 PE 为 91 倍、74 倍和 65 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 收购业务低于预期的风险、新建项目进展低于预期的风险、原材料价格波动的风险。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	750.03	1012.55	1246.70	1410.93
增长率	9.85%	35.00%	23.13%	13.17%
归属母公司净利润(百万元)	72.24	102.78	126.50	143.37
增长率	15.01%	42.29%	23.07%	13.33%
每股收益 EPS(元)	0.30	0.43	0.53	0.60
净资产收益率 ROE	10.11%	12.80%	13.92%	13.96%
PE	130	91	74	65
PB	13.13	11.68	10.32	9.14

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华

执业证号: S1250513070003

电话: 021-50755259

邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 李晓迪

执业证号: S1250514120001

电话: 010-57631196

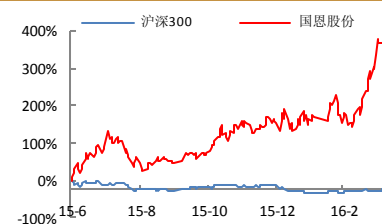
邮箱: lxd@swsc.com.cn

联系人: 张汪强

电话: 021-68415687

邮箱: zwwq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	2.4
流通 A 股(亿股)	0.6
52 周内股价区间(元)	33-44
总市值(亿元)	93.84
总资产(亿元)	9.98
每股净资产(元)	8.93

相关研究

1. 国恩股份(002768): 业绩符合预期, 借助资本市场整合产业资源 (2016-02-25)
2. 国恩股份(002768): 家电改性塑料龙头, 驶入高速发展轨道 (2015-12-23)
3. 国恩股份(002768): 国内领先的改性塑料生产企业 (2015-06-29)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	750.03	1012.55	1246.70	1410.93	净利润	72.24	102.78	126.50	143.37
营业成本	600.63	811.30	998.56	1129.67	折旧与摊销	13.52	15.29	19.78	22.18
营业税金及附加	1.99	2.99	3.67	4.09	财务费用	5.54	0.95	1.21	1.27
销售费用	16.33	21.64	26.82	30.35	资产减值损失	0.40	0.30	0.30	0.30
管理费用	43.84	56.74	70.14	79.79	经营营运资本变动	-153.02	-79.84	-85.72	-50.13
财务费用	5.54	0.95	1.21	1.27	其他	-21.84	-0.36	-0.07	-0.16
资产减值损失	0.40	0.30	0.30	0.30	经营活动现金流净额	-83.16	39.12	62.00	116.83
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-69.50	-25.00	-10.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	24.75	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-44.75	-25.00	-10.00	0.00
营业利润	81.30	118.63	146.00	165.46	短期借款	-38.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.08	0.00	0.00	0.00	长期借款	-43.88	0.00	0.00	0.00
利润总额	83.37	118.63	146.00	165.46	股权融资	321.41	0.00	0.00	0.00
所得税	11.13	15.84	19.50	22.10	支付股利	-16.00	-14.45	-20.56	-25.30
净利润	72.24	102.78	126.50	143.37	其他	14.11	-0.95	-1.21	-1.27
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	237.65	-15.40	-21.77	-26.57
归属母公司股东净利润	72.24	102.78	126.50	143.37	现金流量净额	109.75	-1.27	30.23	90.26
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	184.63	183.35	213.59	303.84	成长能力				
应收和预付款项	336.09	475.15	583.90	654.68	销售收入增长率	9.85%	35.00%	23.13%	13.17%
存货	172.88	233.52	287.42	325.16	营业利润增长率	16.21%	45.92%	23.07%	13.33%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	15.01%	42.29%	23.07%	13.33%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	8.20%	34.39%	23.82%	13.13%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	279.22	289.62	280.53	259.04	毛利率	19.92%	19.88%	19.90%	19.93%
无形资产和开发支出	23.19	22.67	22.14	21.61	三费率	8.76%	7.83%	7.87%	7.90%
其他非流动资产	1.76	1.60	1.43	1.27	净利率	9.63%	10.15%	10.15%	10.16%
资产总计	997.78	1205.91	1389.02	1565.61	ROE	10.11%	12.80%	13.92%	13.96%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.24%	8.52%	9.11%	9.16%
应付和预收款项	256.99	376.54	453.47	511.84	ROIC	14.95%	15.63%	16.55%	17.15%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.38%	13.32%	13.39%	13.39%
其他负债	26.02	26.27	26.50	26.66	营运能力				
负债合计	283.01	402.81	479.97	538.50	总资产周转率	0.89	0.92	0.96	0.96
股本	80.00	240.00	240.00	240.00	固定资产周转率	7.13	6.32	5.82	6.09
资本公积	385.95	225.95	225.95	225.95	应收账款周转率	5.91	6.59	6.38	6.09
留存收益	248.82	337.16	443.10	561.17	存货周转率	4.03	3.99	3.83	3.69
归属母公司股东权益	714.76	803.10	909.05	1027.11	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	89.50%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	714.76	803.10	909.05	1027.11	资产负债率	28.36%	33.40%	34.55%	34.40%
负债和股东权益合计	997.78	1205.91	1389.02	1565.61	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.69	2.36	2.39	2.50
					速动比率	2.02	1.74	1.75	1.87
					股利支付率	22.15%	14.06%	16.25%	17.65%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	100.36	134.87	166.99	188.92	每股收益	0.30	0.43	0.53	0.60
PE	129.90	91.30	74.18	65.46	每股净资产	2.98	3.35	3.79	4.28
PB	13.13	11.68	10.32	9.14	每股经营现金	-0.35	0.16	0.26	0.49
PS	12.51	9.27	7.53	6.65	每股股利	0.07	0.06	0.09	0.11
EV/EBITDA	29.33	68.22	54.92	48.06					
股息率	0.17%	0.15%	0.22%	0.27%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn