

业绩基本符合预期，

继续高速增长

尔康制药（300267）

推荐 维持评级

核心观点：

1. 事件

尔康制药发布 2016 年一季度报，实现收入 5.09 亿元，同比增长 73.18%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.68 亿元，同比增长 86.49%，实现扣非后归属于上市公司股东的净利润 1.46 亿元，同比增长 65.21%。

2. 我们的分析与判断

（一）一季度业绩符合预期，持续向高毛利业务转型

公司 2016 年一季度业绩基本符合我们的预期，我们认为，一季度业绩高速增长的主要驱动因素有三点：第一，淀粉系列产品（改性淀粉+普通淀粉）持续放量，保持高速增长；第二，磺苄西林钠出现恢复性增长；第三，高毛利的小品种药用辅料放量迅速。按公司 2015 年年报的营业收入拆分方法来看，我们估算：

1) 药用辅料：预计整体实现收入 2.3-2.5 亿元，其中改性淀粉我们以 2015 年第四季度的销售额为基础进行推算，预计实现 9000 万元左右的收入；预计药用蔗糖等大品种药用辅料基本保持 8-10% 左右的稳定增长，实现收入 9500 万元左右；公司高毛利的小品种药用辅料一季度放量迅速，预计实现 6000 万元的收入，同比增长 50% 左右；淀粉硬胶囊因公司战略布局胶囊制剂，预计实现收入 600 万元左右。

2) 成品药：成品药方面估计实现收入 1 亿元左右，同比增长 90% 左右，主要为磺苄西林钠的恢复性增长（2015 年一季度代理商更换影响，去年同期基数较低）。

3) 原料药：预计这部分整体收入 1.6 亿元左右，包括原料药及普通淀粉两个部分，我们估计原料药收入 2000 万左右，普通淀粉收入 1.4 亿元左右。

公司各项业务在一季度均实现了高速增长，高毛利品种（改性淀粉、各个小品种药用辅料）增长迅速，公司正在由低毛利的传统辅料业务向高毛利的业务发展。

放眼全年，公司业绩有望继续维持高速增长态势，预计主要受益于淀粉胶囊系列产品（改性淀粉及淀粉囊）继续放量、磺苄恢复式增长、高毛利小品种辅料快速上量等。

分析师

☎：李平祝

✉：lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515040001

张金洋

☎：(8610) 83574546

✉：zhangjinyang@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130516040001

感谢实习生缪牧一对此篇撰写做出的突出贡献

市场数据

时间 2016.04.21

A 股收盘价(元)	29.60
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	2952.89
市净率	7.03
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)	169

相关研究

尔康制药（300267）年报点评：“淀粉”放量业绩高歌猛进，志存高远蜕变正当时 2016-04-06

尔康制药（300267）点评：获两品种淀粉胶囊药品补充申请批件，具备里程碑意义 2016-02-25

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 2016-02-22

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

（二）公司多点布局，短期、长期看点兼备

我们认为，公司以药用辅料为基础，向上、下游延伸产业链，已实现多点布局，未来有望进入收获期，短期、长期上的业绩看点兼备：

短期来看：

1) 淀粉系列产品持续放量。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 多家欧洲等地区下游客户进行了试合作，预计会逐步贡献业绩。淀粉囊有望受益于药品、保健品、食品三大下游市场需求的释放，有望逐步放量。

2) 胶囊制剂有望放量。公司现已取得了阿莫西林、盐酸雷尼替丁、非诺贝特三个胶囊制剂的药品补充申请批件，有望借助淀粉硬胶囊的招标优势、终端优势抢占市场份额。

3) 柠檬酸系列产品有望放量。我国是柠檬酸的生产大国，全世界有 80% 到 90% 在我国生产，但是这些年来存在反倾销的问题，其反倾销税占比非常大，公司选择在柬埔寨建设生产基地，反倾销税低，并且柬埔寨政府给予 6-9 年的免税期，利润空间较大。同时，柠檬酸酯在塑化剂领域的应用着眼全球，未来放量值得期待。

长期来看：

1) 药辅行业受一致性评价持续推进的影响有望迎来行业整合，而公司作为药辅行业龙头，拥有 121 个辅料品种的批文，作为龙头有望受益。

2) 公司成立产业并购基金，以药用辅料为基础，向制剂延伸产业链，外延标的有望与公司优质品种淀粉硬胶囊形成巨大的协同效应。

3) 致力打造医药电商产业链闭环，结合药辅网+药批发+十二药网三大平台，除了平台本身在未来有望贡献一定业绩以外，对公司现有药用辅料、新型药用辅料业务以及未来向制剂延伸产业链的发展战略均有良好的促进作用。

3、盈利预测与投资建议

预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.88、1.13、1.45 元，对应 PE34、26、20 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；公司淀粉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，市场空间极大，有望持续贡献增量业绩；公司柠檬酸系列产品较竞争对手有众多优势，利润空间大，而柠檬酸酯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	2014A	2015A	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	106	50	34	26	20
P/B	18.8	7.3	6.1	5.0	4.1
EV/EBITDA	33.01	37.78	24.13	19.13	14.36

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	净利率	21%	34%	41%	42%	44%
现金流量表 (百万)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	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	176	508	1446	650	1961	估值指标					
投资活动现金流	-611	-649	0	0	0	P/E	105.59	50.35	33.86	26.14	20.37
融资活动现金流	285	1710	-210	-9	-4	P/S	22.21	17.33	14.11	11.11	8.96
净现金流	-151	1578	1236	642	1957	P/B	18.77	7.28	6.07	5.00	4.07
期初现金余额		351	1939	3176	3817	EV/EBITDA	33.01	37.78	24.13	19.13	14.36
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，张金洋，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

机构请致电：

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