

业绩增长有保障, 外延发展动力足

- **业绩总结:** 2016年Q1公司实现营业收入2.2亿元, 同比增长19.7%; 归属于上市公司股东的净利润2326万元, 同比增长34.1%。同时, 公司预计2016年H1实现归属于上市公司股东的净利润为4070-4809万元, 同比增长10-30%。
- **业绩增长符合预期, 产能释放保障内生增长。** 公司第一季度净利润实现较快增长的主要原因在于收入的增加以及财务费用的减少。一季度综合毛利率维持在20%, 收入增长贡献了净利润增量的60%; 因为募集资金到位偿还银行贷款和贴现的减少, 财务费用较去年同期减少185万元。目前公司募投项目已有部分工程和设备投入使用, 我们预计今年产能将逐步释放, 冲破公司产能瓶颈的制约, 且伴随着公司新签约的海尔、小米和九阳等大客户订单的增加, 今年业绩有望实现快速增长。
- **收购益青胶囊, 挖掘新的利润增长点。** 公司拟非公开发行募集资金不超过5.6亿元收购益青胶囊100%股权, 以及投资空心胶囊生产线扩建等项目。2015年我国胶囊需求量已达3000亿粒, 近五年CAGR达8.3%, 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。本次投资的新型胶囊生产线建成后, 标的公司产能将接近翻番, 产品结构将明显优化, 高毛利产品的投产也将有效促使公司业绩全面释放。我们认为本次收购丰富了公司产品结构, 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。
- **管理层执行力强, 外延发展有望加速。** 公司实际控制人王爱国、徐波夫妇合计持有公司62.5%的股权, 较高的股权集中度有利于保障上市公司高效的决策效率和管理效率。公司上市不足一年即展开跨行业布局动作, 也释放了公司积极实施外延发展的信号。目前公司管理团队锐意进取, 主要高管均持有上市公司股权, 与公司利益保持一致, 我们认为公司未来发展值得期待。
- **盈利预测及评级:** 暂不考虑此次非公开发行, 维持原有盈利预测, 预计公司2016-2018年EPS分别为0.43元、0.53和0.60元, 对应的动态PE分别为73、60和53倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动的风险、募投产能释放不及预期的风险、非公开发行不及预期的风险。

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	104	73	60	53
PB	10.55	9.38	8.29	7.34

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

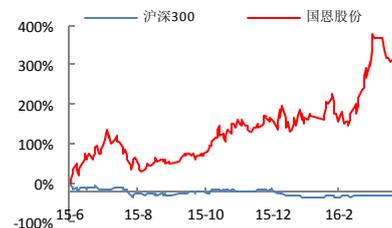
邮箱: lxdi@swsc.com.cn

联系人: 张汪强

电话: 021-68415687

邮箱: zwq@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)	28.47-44
总市值(亿元)	75.38
总资产(亿元)	10.77
每股净资产(元)	3.01

相关研究

1. 国恩股份(002768): 进军空心胶囊市场, 开辟全新利润增长点 (2016-04-11)
2. 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)
3. 国恩股份(002768): 家电改性塑料龙头, 驶入高速发展轨道 (2015-12-23)
4. 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	104.35	73.34	59.59	52.59	每股净资产	2.98	3.35	3.79	4.28
PB	10.55	9.38	8.29	7.34	每股经营现金	-0.35	0.16	0.26	0.49
PS	10.05	7.45	6.05	5.34	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