



分析师：魏赟  
 Tel: 021-53686159  
 E-mail: weiyun@shzq.com  
 执业证书编号：S0870513090001

**基本数据 (2016Q3)**

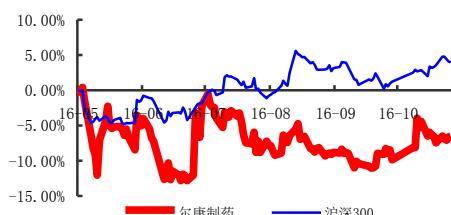
报告日股价 (元)	14.35
12mth A股价格区间 (元)	13.38-36.5
总股本 (百万股)	2,060.32
无限售 A股/总股本	56%
流通市值 (亿元)	164.25
每股净资产 (元)	2.35
PBR (X)	6.10
DPS (Y2015, 元)	10 转 10 派 1.00

**主要股东 (2016Q3)**

帅放文	45.74%
湖南帅佳投资股份有限公司	11.25%
彭杏妮	4.52%

**收入结构 (2016H)**

淀粉囊	52.43%
成品药	14.35%

**最近6个月股票与沪深300比较**

报告编号：WY16-CT18

首次报告日期：2014年03月17日

**相关报告：**

《尔康制药(300267)2015年年报点评：新产品带动利润劲增》

——2016年04月07日

《晨会：尔康制药(300267)2016年一季度

# 利润保持高速增长

## 淀粉胶囊制剂年前进入市场

——2016年三季报点评

**■ 公司动态事项**

公司发布2016年三季报，我们对此给予点评。

**■ 事项点评****净利润同比增 68.61%**

公司实现营业收入 18.95 亿元，比去年同期增长 54.30%，实现归属于上市公司股东的净利润 72255.65 万元，较去年同期增长 69.36%。实现扣非归母净利润 69696.52 万元，同比增长 66.37%，EPS 为 0.35 元，业绩保持高速增长趋势。公司期间费用率比去年同期有所下降，其中销售费用率 4.36%，同比减少 0.08pp，管理费用率 7.43%，同比减少 2.06pp。公司财务费用比去年同期减少 1949.74 万元，财务费用率为 -0.98%。

**淀粉及淀粉囊系列销售继续增长 淀粉胶囊制剂年前预计供货**

公司收入增长，主要是淀粉及淀粉囊系列销售规模扩大，公司继续开拓北美、东南亚等海外市场。目前公司普通淀粉的产能为 18 万吨，主要销往国内，客户为食品、药品生产企业。改性淀粉一期产能 8000 吨，二期产能 3 万吨，主要销往国外，客户主要为保健品厂商。普通淀粉向改性淀粉转换是纯物理过程，使分子链之间进行交联成网状结构，使之具有很好的成膜性、韧性和柔性等。目前改性淀粉在保持东南亚市场开发进度的同时，加拿大市场已实现 2000 多万的销售收入，下半年将持续供货。

上半年，公司取得了羟丙基淀粉空心胶囊、预胶化羟丙基淀粉、枸橼酸三正丁酯、枸橼酸三乙酯、海藻糖、腺嘌呤等的药用辅料注册批件，还取得阿莫西林胶囊、盐酸雷尼替丁胶囊、非诺贝特胶囊、萘普生胶囊、诺氟沙星胶囊、西咪替丁胶囊、氨咖黄敏胶囊的补充批件，并投资建设年产 236 亿粒淀粉胶囊制剂车间项目。公司前期投建的 84 亿粒淀粉胶囊制剂生产车间已达到了可使用状态，预计今年 10 月中旬开始向 OTC 渠道供货。

传统辅料业务方面，公司坚持“大品种做渠道，小品种做利润”的策略，加大高附加值产品的销售力度。2016 年上半年，毛利率较高的

业绩预告点评：新产品带动利润劲增》

——2016年03月28日

《尔康制药(300267)2015年中报点评：淀粉空囊超预期》

——2015年08月13日

药用辅料小品种销售收入同比增长超过50%。

公司近期公告拟使用自有资金28,160万元投资建设铜官产业基地项目(一期)，该项目计划建成年产2500吨原料药及食、药用辅料生产基地，生产基地建设主要包括磺胺类原料药车间、硝基呋喃类原料药车间、其他原料药车间、淀粉衍生产品车间以及其他仓储、检验、物流等配套建设。建设周期12个月。

此外，公司通过对外投资计划，拟使用2400万元与湖南子牛集团共同出资设立湖南子康生物科技有限责任公司，子康生物成立后启动申请直销牌照程序，标志着公司开始探索直销模式，有利于加快淀粉胶囊类保健品市场的布局。

### 风险提示

公司风险包括但不限于以下几点：淀粉及淀粉囊系列产能建设进度缓慢，建成产能使用率不足；成品药和传统辅料销售下滑；淀粉胶囊制剂等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0.29元，预计16年为0.52元，以10月28日收盘价14.35元计算，公司市盈率分别为48.90、27.84倍。化学制药行业上市公司15、16年动态市盈率中位值为75.80、42.97倍，公司市盈率低于行业平均水平。公司淀粉及淀粉囊系列产品销售持续增长，淀粉胶囊制剂年底前有望供应OTC渠道，我们认为公司今年销售和利润仍能保持高速增长态势，维持“谨慎增持”评级。

### ■ 数据预测与估值：

至12月31日(元.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)	0.29	0.52	0.82	1.09
PER(X)	48.90	27.84	17.42	13.18

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
<b>一、营业总收入</b>	<b>1,370.4</b>	<b>1,756.0</b>	<b>2,611.70</b>	<b>3,727.45</b>	<b>4,744.43</b>
<b>二、营业总成本</b>	<b>1,039.0</b>	<b>1,110.9</b>	<b>1,464.6</b>	<b>1,876.1</b>	<b>2,291.2</b>
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					
<b>三、其他经营收益</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
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
<b>四、营业利润</b>	<b>330.5</b>	<b>646.3</b>	<b>1,147.1</b>	<b>1,851.4</b>	<b>2,453.3</b>
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
<b>五、利润总额</b>	<b>335.7</b>	<b>659.2</b>	<b>1,167.1</b>	<b>1,866.4</b>	<b>2,468.3</b>
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
<b>六、净利润</b>	<b>287.4</b>	<b>599.0</b>	<b>1,062.0</b>	<b>1,698.4</b>	<b>2,245.1</b>
减: 少数股东损益	-0.9	-5.6	0.0	1.0	2.0
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>288.3</b>	<b>604.6</b>	<b>1,062.0</b>	<b>1,697.4</b>	<b>2,243.1</b>
<b>七、摊薄每股收益(元)</b>	<b>0.14</b>	<b>0.29</b>	<b>0.52</b>	<b>0.82</b>	<b>1.09</b>

资料来源: Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

魏贊

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±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±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。