

淀粉胶囊产品高速增长，政策红利助力公司长远发展

增持(首次)

2016年11月01日

投资要点

■ **公司淀粉胶囊产品市场表现强劲：**公司10月29日发布第三季度报告，报告显示，2016年前三季度，公司营业收入18.95亿元，较去年同期增长54.3%；实现归属上市公司股东净利润约2.3亿元，较去年同期增长69.36%。营业收入大幅增长，主要是来源公司主力产品淀粉胶囊系列产品销售高增长。

■ **加速布局药辅市场：**2016年上半年公司营收约13亿元，其中淀粉及淀粉胶囊系列产品收入6.8亿元，同比增长161%，呈超速增长势头。注射用碘苄西林钠收入1.9亿元，同比增长72.9%，主力产品均保持高速增长。公司2015年全年药辅产品营收占比65%，成品药和原料药等分别占比约17%和18%，公司战略减少原料药产品布局，加速占领药辅市场。2014年，公司研发出替代明胶的淀粉胶囊，很好解决了明胶胶囊储存性差、易变性等缺陷。公司具有淀粉胶囊领域绝对龙头地位，享有淀粉胶囊替代明胶胶囊百亿元左右市场空间，未来仍将保持高速增长。公司继续加大药辅产品开发力度，2016年第三季度取得两项发明专利，取得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、腺嘌呤等药用辅料注册批件，继续提升药辅行业竞争力。2016年10月，公司审议通过出资2400万元与湖南子牛集团有限公司使用5600万元共同出资设立湖南子康生物科技有限责任公司，并将申请直销牌照，探索直销模式，加快淀粉胶囊类保健品市场布局。

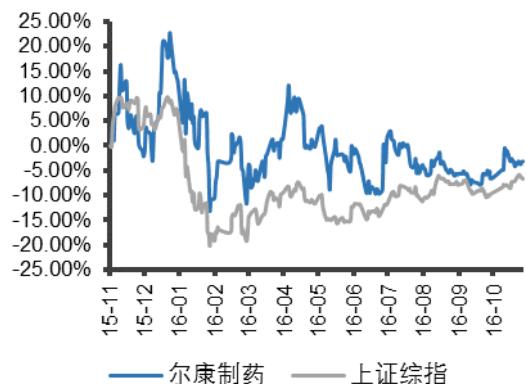
■ **政策红利持续，公司发展外延市场空间巨大：**仿制药一致性评价大力落实，加之药用辅料与药品“关联审批”政策，使产业升级加速，辅料行业素有的“小、乱、差”格局将发生巨变，行业整合是大势所趋。辅料行业市场空间可达400亿左右，公司作为辅料行业龙头将享行业集中度提升带来的巨大增长空间，公司是全球首个拥有木薯淀粉胶囊产业链的企业，公司将以优势产品淀粉胶囊产品为依托，向下游发展胶囊制剂产品。公司制剂产品的开发将以湘药制药为主体，目前已经申报新型淀粉胶囊制剂产品中，阿莫西林、盐酸雷尼替丁、萘普生、诺氟沙星、西米替宁、氨咖黄敏等已经拿到生产批件，并出资建设年产236亿粒淀粉胶囊制剂车间项目。预计未来将带来更广阔增长空间。自2015年9月，公司投资设立全资子公司尔康医药经营，开始涉足医药流通领域后，2016年4月，尔康医药经营收购凯纳网络100%股权，逐步开发完善医药电商平台，并依托该平台与更多医药机构、企业和药店合作，构建全面、顺畅的数据流、资金流和物流体系。

■ **盈利预测和投资建议：**公司主力产品淀粉及淀粉胶囊系列预计保持超速增长，辅料领域整体高速增长，成品药及原料药产品增长稳定。预计公司2016~2018年EPS分别为0.38、0.58和0.77元，对应PE分别为32倍、24倍和18倍。公司全球首家开发木薯淀粉胶囊产业链的企业，未来收益政策利好，将享淀粉胶囊替代明胶胶囊巨大市场以及行业整合、集中度提高带来的市场份额。公司积极布局下游制剂产品，有利于公司长期发展。我们首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**制剂产品市场推广不能达预期风险等。

首席证券分析师——洪阳
执业资格证书号码：S0600513060001
Hongyang614@gmail.com
0512-62938572

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.35
一年最低价/最高价	14.32/13.95
市净率	6.04
流通A股市值(亿元)	296

基础数据

每股净资产(元)	2.35
资产负债率(%)	5.19
总股本(百万股)	2060
流通A股(百万股)	1145

尔康制药主要财务数据 (单位: 百万元)

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	3036.76	3762.40	4445.80	5276.14	营业收入	1756.00	2439.84	3295.13	4283.67
现金	2020.33	2468.41	3008.60	3972.69	营业成本	852.21	1277.44	1638.47	2101.54
应收款项	264.53	483.06	527.43	768.65	营业税金及附加	9.07	11.63	14.92	19.14
存货	565.96	665.23	764.07	389.10	销售费用	78.67	100.91	129.43	166.01
其他	185.94	145.70	145.70	145.70	管理费用	167.04	214.25	274.81	352.47
非流动资产	1764.59	1815.72	1868.73	1946.51	财务费用	-3.38	-44.41	-61.62	-78.54
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	7.33	7.50	7.70	7.90
投资性房地产	23.98	24.12	25.03	25.70	投资净收益	1.24	3.07	4.70	6.00
固定资产	1474.61	1523.40	1598.76	1701.30	其他	-0.18	1.47	1.70	1.90
无形资产	214.50	212.60	185.98	159.40	营业利润	646.29	877.06	1297.82	1723.05
其他	51.50	55.60	58.96	60.10	营业外净收支	12.87	5.20	10.01	11.10
资产总计	4801.36	5578.12	6314.53	7222.65	利润总额	659.16	882.26	1307.83	1734.15
流动负债	492.86	460.00	470.00	475.00	所得税费用	60.18	79.40	117.71	156.07
短期借款	194.81	150.00	150.00	150.00	少数股东损益	-5.59	-5.50	-7.07	-9.09
应付账款	68.51	70.00	75.00	75.00	归属母公司净利润	604.58	808.36	1197.19	1587.17
其他	229.54	240.00	245.00	250.00	EBIT	666.75	888.76	1316.90	1745.23
非流动负债	51.24	60.00	65.00	65.00	EBITDA	736.89	984.76	1413.90	1842.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	51.24	60.00	65.00	65.00	重要财务与估值指标	2015	2016	2017E	2018E
负债总计	544.10	520.00	535.00	540.00	每股收益(元)	0.29	0.39	0.58	0.77
少数股东权益	73.59	75.02	77.03	85.10	总股份(亿股)	20.60	20.60	20.60	20.60
归属母公司股东权益	4183.66	5503.10	6237.50	7137.55	ROIC(%)	18.71%	16.13%	17.54%	18.83%
负债和股东权益总计	4801.36	5578.12	6314.53	7222.65	ROE(%)	14.45%	16.55%	18.22%	19.77%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	51.47%	47.64%	50.25%	50.94%
经营活动现金流	507.92	735.45	550.62	977.90	EBIT Margin(%)	37.97%	36.42%	39.97%	40.74%
投资活动现金流	-649.49	0.00	0.00	0.00	销售净利率(%)	34.11%	33.13%	36.33%	37.05%
筹资活动现金流	1710.03	-206.26	-10.42	-13.82	资产负债率(%)	11.33%	9.32%	8.47%	7.48%
现金净增加额	1578.36	529.19	540.20	965.08	收入增长率(%)	28.14%	38.54%	35.35%	30.12%
折旧和摊销	95.21	96.00	98.00	98.00	净利润增长率(%)	108.41%	33.71%	48.10%	32.57%
资本开支	43.88	44.00	45.00	50.00	P/E	48	32	24	18
运营资本变动	232	224	265	280	P/B	6.9	6	5	4

资料来源: 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>