

受益药审政策变化，主营业务快速增长

投资要点

- **事件：**公司 2016 年营业收入、扣非净利润分别约为 29.6 亿元、9.8 亿元，同比增长分别约为 68.6%、65.5%；2017Q1 营业收入、扣非净利润分别约为 7.8 亿元、1.9 亿元，同比增长分别约为 52.2%、33.6%。
- **受益药品审批政策变化，主营业务快速增长。**公司 2016 年营业收入约为 29.6 亿元，同比增长近 69%。其中药用蔗糖及注射磺苄西林分别为 2.1 亿元、3.3 亿元，分别同比增长约 13%、17%；而淀粉及淀粉囊系列收入约为 13.8 亿元，同比增长约 120%，进而维持公司收入高增长。如从国内外口径来看分别约为 24 亿元、5.6 亿元，同比增长分别约为 68%、70%。由于改性淀粉主要在海外销售故判断其约为 5.6 亿元，同比增长约 70%。如此推算，其余如淀粉胶囊及普通药用淀粉等合计约为 8.2 亿元，同比增长超过 170%。我们认为国内淀粉胶囊系列业务大幅增长，主要是受益于国内药品审批政策趋严影响，此外与加大淀粉胶囊及辅料营销力度有关。公司在线上线下销售同步进行，且在 2016 年下半年公司淀粉胶囊制剂产品阿莫西林胶囊、雷尼替丁胶囊开始通过 OTC 渠道供货也将带动其原辅料消费。我们认为随着药审政策的持续推进，淀粉胶囊系列业务在 2017 年收入或有超预期表现。2016 年扣非净利润约为 9.8 亿元，同比增长约 66%，净利润增速略低于收入增速约 3 个百分点。原因如下：1) 公司主营毛利率约为 48%，主要是受到收入结构变化，导致利润率下降约 4 个百分点；2) 期间费用率约为 10%，同比下降约 4 个百分点。我们认为在高毛利率淀粉系列产品销售拉动下，2017 年利润持续增长确定性较大。2017Q1 营业收入、扣非净利润分别约为 7.8 亿元、1.9 亿元，同比增长分别约为 52.2%、33.6%。收入端高速增长继续，净利润增速低于收入增速的主要原因是主营业务毛利率下滑，我们判断其为发货节奏影响所致，继续看好 2017 年净利润增长。
- **关联审评利好行业龙头，淀粉胶囊市场空间大。**1) 关联审评审批势必加剧行业洗牌。质量责任主体全部转移到制剂企业，制剂企业会更关心辅料的质量和售前到售后的全程技术服务能力，下游企业态度转变将加快药辅行业优胜劣汰，行业龙头将更受青睐；2) 深耕淀粉胶囊市场，积极布局新型药用辅料。公司以“传统药用辅料”、“新型淀粉植物胶囊及下游制剂产品”、“新型药用辅料柠檬酸三辛酯系列产品”为战略发展方向，打造具备核心竞争力、全产业链、国际化规模化企业。a、淀粉胶囊原材料端把控能力较强，柬埔寨尔康年产木薯植物淀粉 18 万吨，能充分保障公司淀粉植物胶囊生产的原材料需求。同时通过建设互联网辅料交易服务平台来建立溯源机制、升级供应链管理；b、淀粉硬胶囊主要是通过互联网电商、B2B 模式等销往国内下游企业，同时与自产产品相结合开拓市场。由于该产品不仅可用于传统的明胶胶囊替代，还可广泛用于食品领域，市场空间大；继续扩展胶囊产业链，布局新型药用辅料领域。研发了新型药用辅料柠檬酸酯系列产品，可应用于食品和医药工业领域等，其新型及安全性将对现有塑化剂形成替代，成为公司业绩增长点。
- **盈利预测及评级：**预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.62 元、0.78 元、0.94 元，对应 2017 年动态 PE 约为 21 倍。公司已经布局海外原料基地，淀粉及淀粉囊产业链齐全。且受益于终端需求上升，公司淀粉系列产品现处于快速放量阶段，且公司持续进行新型药品辅料布局，前景值得期待。同时考虑到当前估值较低，故上调为“买入”评级。
- **风险提示：**产品销售或不达预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2960.90	3637.03	4394.82	5320.64
增长率	68.62%	22.84%	20.84%	21.07%
归属母公司净利润(百万元)	1026.43	1285.45	1597.03	1943.35
增长率	69.78%	25.23%	24.24%	21.69%
每股收益 EPS(元)	0.50	0.62	0.78	0.94
净资产收益率 ROE	19.31%	19.87%	19.80%	19.41%
PE	26	21	17	14
PB	5.10	4.14	3.32	2.67

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513070001
 电话: 021-68413530
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力
 执业证号: S1250515090002
 电话: 023-67898264
 邮箱: hzli@swsc.com.cn

联系人: 张肖星
 电话: 021-68415020
 邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	20.60
流通 A 股(亿股)	11.45
52 周内股价区间(元)	12.65-30.92
总市值(亿元)	267.64
总资产(亿元)	62.31
每股净资产(元)	2.62

相关研究

盈利预测

根据对公司基本面分析，我们认为一致性评价、关联评审等药品新政策对药品辅料企业龙头将形成利好，且随着公司核心产品淀粉系列快速上量，预计其业绩仍将快速增长。故对 2017-2019 年主营业务的关键假设如下：

- 1) 成品药销售逐渐恢复，预计 2017-2019 年销量增速约为 15%，毛利率约为 55%；
- 2) 传统辅料（包括药用蔗糖、明胶等）预计 2017-2019 年销量增速约为 20%，毛利率约为 40%；
- 3) 淀粉及淀粉囊系列保持快速增长，预计 2017-2019 年销量增速分别为 30%、25%、25%，毛利率约为 55%；
- 4) 期间费用率相对稳定。预计 2017-2019 年间销售费用约为 4%，管理费用维持在 7%。

表 1：公司业务分拆及预测

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成品药					
收入	291.78	518.76	596.57	686.06	788.97
yoy	-14.37%	77.79%	15.00%	15.00%	15.00%
成本	98.25	239.22	268.46	308.73	355.04
毛利率	66.33%	53.89%	55.00%	55.00%	55.00%
传统辅料					
收入	506.62	876.00	1,051.20	1,261.44	1,513.73
yoy	-38.08%	72.91%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	259.39	531.44	630.72	756.86	908.24
毛利率	48.80%	39.33%	40.00%	40.00%	40.00%
淀粉及淀粉囊系列产品					
收入	628.16	1,379.25	1,793.03	2,241.28	2,801.60
yoy	658.10%	119.57%	30.00%	25.00%	25.00%
成本	228.02	630.07	806.86	1,008.58	1,260.72
毛利率	63.70%	54.32%	55.00%	55.00%	55.00%
原料药及其他					
收入	329.44	186.89	196.23	206.05	216.35
yoy	157.03%	-43.27%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	266.55	150.03	156.99	164.84	173.08
毛利率	19.09%	19.72%	20.00%	20.00%	20.00%

数据来源：wind、西南证券。上表为对公司统计口径进行调整后数据，实际数据请以公司公告为准。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2960.90	3637.03	4394.82	5320.64	净利润	1012.73	1285.46	1597.04	1943.36
营业成本	1550.76	1863.03	2239.00	2697.07	折旧与摊销	115.72	115.07	115.07	115.07
营业税金及附加	13.63	17.67	21.43	25.43	财务费用	-48.42	-37.64	-53.75	-69.60
销售费用	137.72	163.67	175.79	212.83	资产减值损失	59.94	0.00	0.00	0.00
管理费用	206.93	254.59	307.64	372.44	经营营运资本变动	-433.02	-257.18	-274.03	-349.57
财务费用	-48.42	-37.64	-53.75	-69.60	其他	-220.46	-14.33	-15.00	-15.11
资产减值损失	59.94	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	486.50	1091.38	1369.33	1624.15
投资收益	15.68	15.00	15.00	15.00	资本支出	-1122.40	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-165.17	15.00	15.00	15.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1287.57	-15.00	-15.00	-15.00
营业利润	1056.01	1390.72	1719.72	2097.48	短期借款	-194.81	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	37.40	23.86	26.54	27.45	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1093.41	1414.57	1746.26	2124.93	股权融资	28.23	2.24	0.00	0.00
所得税	80.68	129.12	149.22	181.57	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1012.73	1285.46	1597.04	1943.36	其他	-77.02	-21.87	53.75	69.60
少数股东损益	-13.70	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-243.60	-19.62	53.75	69.60
归属母公司股东净利润	1026.43	1285.46	1597.04	1943.36	现金流量净额	-1018.05	1056.75	1408.08	1678.75
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	992.05	2048.81	3456.89	5135.65	成长能力				
应收和预付款项	415.03	575.07	681.48	811.19	销售收入增长率	68.62%	22.84%	20.84%	21.07%
存货	991.47	1190.45	1430.83	1723.80	营业利润增长率	63.40%	31.70%	23.66%	21.97%
其他流动资产	89.25	109.63	132.47	160.38	净利润增长率	69.08%	26.93%	24.24%	21.69%
长期股权投资	240.00	240.00	240.00	240.00	EBITDA 增长率	52.19%	30.70%	21.31%	20.32%
投资性房地产	22.70	22.70	22.70	22.70	获利能力				
固定资产和在建工程	2540.78	2482.34	2423.90	2365.47	毛利率	47.63%	48.78%	49.05%	49.31%
无形资产和开发支出	298.98	272.59	246.20	219.80	三费率	10.00%	10.47%	9.78%	9.69%
其他非流动资产	62.98	62.74	62.50	62.25	净利率	34.20%	35.34%	36.34%	36.52%
资产总计	5653.24	7004.32	8696.96	10741.24	ROE	19.31%	19.86%	19.79%	19.41%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	17.91%	18.35%	18.36%	18.09%
应付和预收款项	302.26	417.94	504.88	595.22	ROIC	27.50%	28.30%	33.14%	37.79%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	37.94%	40.37%	40.53%	40.28%
其他负债	106.68	113.88	122.55	133.12	营运能力				
负债合计	408.94	531.82	627.43	728.34	总资产周转率	0.57	0.57	0.56	0.55
股本	2060.36	2062.60	2062.60	2062.60	固定资产周转率	1.94	2.11	2.69	3.44
资本公积	946.57	946.57	946.57	946.57	应收账款周转率	13.05	11.82	10.83	11.16
留存收益	2116.17	3401.63	4998.67	6942.03	存货周转率	1.99	1.71	1.71	1.71
归属母公司股东权益	5182.61	6410.80	8007.84	9951.20	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.71%	—	—	—
少数股东权益	61.70	61.70	61.70	61.70	资本结构				
股东权益合计	5244.30	6472.49	8069.53	10012.90	资产负债率	7.23%	7.59%	7.21%	6.78%
负债和股东权益合计	5653.24	7004.32	8696.96	10741.24	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	7.36	8.51	10.25	11.91
					速动比率	4.43	5.93	7.67	9.29
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.50	0.62	0.78	0.94
					每股净资产	2.54	3.14	3.91	4.85
					每股经营现金	0.24	0.53	0.66	0.79
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1123.32	1468.15	1781.04	2142.95					
PE	26.10	20.84	16.78	13.79					
PB	5.11	4.14	3.32	2.68					
PS	9.05	7.37	6.10	5.04					
EV/EBITDA	22.83	16.77	13.03	10.05					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn