

2017年04月26日

东北制药 (000597.SZ)

一季度业绩初现反转趋势,看好二季度利润加速增长

■东北制药今晚发布2017年一季度报:公司17Q1实现营业收入14.51亿,同比增长16.14%,实现归母净利润1088万,同比增长360%,实现扣非净利润717万,同比增长200%。公司一季度业绩已初现反转趋势。

■长单因素制约VC实际成交价短期提价幅度,预计一季度VC仍为亏损,但亏损幅度相比去年同期已显著缩窄,预计17Q2公司VC将实现微幅盈利。我们在4月6日发布的公司深度报告《制剂增长显著加速,VC提价贡献巨大业绩弹性》中曾着重指出,环保压力下VC价格将持续上行。截止目前维生素C内销报价已达75元/kg,出口报价已达9.5美元/kg,相比去年低点已涨价近200%。但由于长单因素制约,一季度实际成交价上涨幅度则相对较少,海关数据显示,2017M1-M3维生素C出口实际成交均价分别为4.2美元/kg、4.3美元/kg、4.7美元/kg,相比去年10月提价前3.2美元/kg均价提价幅度约40%。公司VC完全成本约35元/kg,我们测算公司一季度VC业务仍亏损2500万左右,相比去年同期亏损5000万以上已显著减亏。展望17Q2,由于国家环保压力持续加大,我们预计VC报价将持续快速上行,实际出口成交均价或亦将上行至5.5美元/kg,公司第二季度VC业务即有望实现扭亏为盈。

■制剂业务一季度终端销售收入快速增长,全年制剂利润或有望实现25%以上增长。自2013年公司董事长魏总上任以来,经历2013-15年内部经营机制及人员调整,2016年起公司制剂营销已迈入快速增长轨道。PDB样本医院数据显示,2016年公司整肠生、左卡尼汀、卡孕栓三大核心制剂品种分别实现23%、23%、33%增长,相比2011-15年平均增速显著加速。根据我们草根调研,2017Q1公司核心制剂品种终端收入仍持续保持快速增长趋势。展望全年,我们维持前期深度报告判断,公司制剂业务实现2.5亿左右利润将为大概率事件,实现25%+增长。

■毛利率略有上升,销售费用率趋于上行、管理费用率基本持平。受益于VC实际成交价价格开启上涨,17Q1公司毛利率约33.75%,相比去年同期上升1.71pct;17Q1公司销售费用率17.85%,相比去年同期上升1.85pct,管理费用率11.41%,相比去年同期基本持平。

■经营净现金流大幅增加,公司经营质量显著改善。由于VC价格开启上涨以及制剂增长显著加速,17Q1公司实现经营净现金流1.07亿,相比去年同期-0.49亿经营净现金流大幅增加,并显著超过公司同期净利润,公司经营质量已显著改善。此外,公司17Q1销售商品收入的现金达12.24亿,相比去年同期增长64%,亦显著超过公司销售收入增速。

■非公开发行股票打开公司未来长期发展空间。近期公司发布非公开发行股票预案,拟发行不超过9493万股(占公司总股本20%),融资

公司快报

证券研究报告

化学原料药

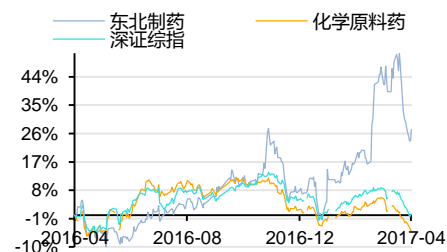
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价: **18元**
股价(2017-04-26) **11.88元**

交易数据

总市值(百万元)	5,638.90
流通市值(百万元)	5,209.94
总股本(百万股)	474.66
流通股本(百万股)	438.55
12个月价格区间	8.40/14.14元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.4	14.98	22.59
绝对收益	-10.07	14.23	24.19

周小刚

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517040001
zhouxg@essence.com.cn

相关报告

- 东北制药: 一季度扭亏为盈, 全年逐季加速增长确定 2017-04-16
- 东北制药: 制剂增长显著加速, VC 提价贡献巨大业绩弹性 2017-04-06
- 东北制药: VC 涨价持续超预期, 三年倍增计划稳步推进促公司治理改革大幅向好 2017-04-05

不超过 14 亿，其中公司大股东东药集团一致行动人沈阳恒信（沈阳市财政局下属全资子公司）承诺等比例认购 20.89% 非公开发行股份。增发完成后公司资本实力将进一步增厚，未来成长空间有望进一步打开。

■ **投资建议：** 买入-A 投资评级，6 个月目标价 18.00 元。我们预计公司 2017 年-2019 年净利润分别为 3.70 亿、4.71 亿、5.57 亿，EPS 分别为 0.78 元、0.99 元、1.17 元。给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 18.00 元，相当于 2017 年 23 倍动态市盈率。

■ **风险提示：** VC 提价幅度及持续时间不达预期；公司内部经营机制完善进程不达预期；主力制剂品种招标降价风险

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	3,834.4	4,814.4	6,187.5	7,218.3	8,158.8
净利润	-384.4	23.8	369.6	471.1	557.4
每股收益(元)	-0.81	0.05	0.78	0.99	1.17
每股净资产(元)	4.82	4.88	6.39	7.38	8.56
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	-14.7	237.0	15.3	12.0	10.1
市净率(倍)	2.5	2.4	1.9	1.6	1.4
净利润率	-10.0%	0.5%	6.0%	6.5%	6.8%
净资产收益率	-16.8%	1.0%	12.2%	13.4%	13.7%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-6.9%	2.0%	11.3%	12.7%	14.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,834.4	4,814.4	6,187.5	7,218.3	8,158.8	成长性					
减:营业成本	2,817.1	3,295.1	3,877.9	4,407.4	4,876.5	营业收入增长率	-11.5%	25.6%	28.5%	16.7%	13.0%
营业税费	18.9	62.8	80.8	94.2	106.5	营业利润增长率	-5739.4	-100.4%	28822.3	29.6%	19.4%
销售费用	632.7	737.2	952.9	1,205.5	1,468.6	净利润增长率	-541.4%	-106.2%	1453.8%	27.5%	18.3%
管理费用	562.5	523.7	618.7	721.8	815.9	EBITDA 增长率	-119.4%	-793.4%	113.9%	15.3%	10.4%
财务费用	126.3	124.0	125.2	120.8	106.4	EBIT 增长率	-275.1%	-145.4%	367.6%	22.5%	14.2%
资产减值损失	82.4	72.9	72.9	72.9	72.9	NOPLAT 增长率	-312.9%	-133.1%	398.2%	22.5%	14.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	12.4%	-9.9%	8.8%	2.2%	-3.9%
投资和汇兑收益	2.4	2.8	2.8	2.8	2.8	净资产增长率	-13.0%	1.4%	29.7%	15.1%	15.5%
营业利润	-403.2	1.6	462.0	598.6	714.9	利润率					
加:营业外净收支	-3.7	35.8	35.8	35.8	35.8	毛利率	26.5%	31.6%	37.3%	38.9%	40.2%
利润总额	-406.9	37.4	497.8	634.5	750.7	营业利润率	-10.5%	0.0%	7.5%	8.3%	8.8%
减:所得税	-14.7	11.1	124.4	158.6	187.7	净利润率	-10.0%	0.5%	6.0%	6.5%	6.8%
净利润	-384.4	23.8	369.6	471.1	557.4	EBITDA/营业收入	-1.7%	9.2%	15.3%	15.1%	14.8%
						EBIT/营业收入	-7.2%	2.6%	9.5%	10.0%	10.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	239	247	192	162	134
						流动资产周转天数	82	73	84	95	94
						流动营业资本周转天数	377	334	323	336	334
						应收账款周转天数	90	84	84	97	97
						存货周转天数	86	73	67	65	64
						总资产周转天数	810	691	592	554	516
						投资资本周转天数	385	309	238	215	188
						投资回报率					
						ROE	-16.8%	1.0%	12.2%	13.4%	13.7%
						ROA	-4.5%	0.3%	3.5%	4.1%	4.8%
						ROIC	-6.9%	2.0%	11.3%	12.7%	14.2%
						费用率					
						销售费用率	16.5%	15.3%	15.4%	16.7%	18.0%
						管理费用率	14.7%	10.9%	10.0%	10.0%	10.0%
						财务费用率	3.3%	2.6%	2.0%	1.7%	1.3%
						三费/营业收入	34.5%	28.8%	27.4%	28.4%	29.3%
						偿债能力					
						资产负债率	72.4%	75.1%	70.1%	68.9%	64.1%
						负债权益比	262.0%	302.2%	234.5%	221.3%	178.9%
						流动比率	0.84	1.02	1.21	1.29	1.36
						速动比率	0.66	0.80	0.97	1.05	1.10
						利息保障倍数	-2.19	1.01	4.69	5.96	7.72
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-392.2	26.3	369.6	471.1	557.4	EPS(元)	-0.81	0.05	0.78	0.99	1.17
加:折旧和摊销	214.2	318.3	360.1	373.0	385.0	BVPS(元)	4.82	4.88	6.39	7.38	8.56
资产减值准备	82.4	72.9	-	-	-	PE(X)	-14.7	237.0	15.3	12.0	10.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.5	2.4	1.9	1.6	1.4
财务费用	152.9	143.6	125.2	120.8	106.4	P/FCF	-32.8	66.7	36.9	15.0	16.5
投资损失	-2.4	-2.8	-2.8	-2.8	-2.8	P/S	1.5	1.2	0.9	0.8	0.7
少数股东损益	-7.8	2.6	3.7	4.8	5.6	EV/EBITDA	-109.2	14.3	7.2	5.9	4.8
营运资金的变动	-145.8	203.0	-583.0	-344.8	-95.0	CAGR(%)	-206.7%	177.5%	64.5%	-206.7%	177.5%
经营活动产生现金流量	99.7	384.5	272.8	622.0	956.6	PEG	0.1	1.3	0.2	-0.1	0.1
投资活动产生现金流量	-383.7	-535.0	-117.2	-117.2	-117.2	ROIC/WACC	-0.9	0.3	1.5	1.6	1.8
融资活动产生现金流量	171.1	91.1	350.1	-125.1	-492.9	REP	-1.8	6.1	1.1	0.9	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

周小刚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034