

## 农药业务明确反转, 医药已成战略主业

### 投资要点

- **事件:** 日前, 我们与公司高管就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **宁夏蓝丰复产+环嗪酮放量, 农药业务反转板上钉钉。** 今年4月, 中间体子公司宁夏蓝丰因环保问题被迫停产改造, 从而影响了公司多菌灵、乙酰甲胺磷等产品的正常生产, 大幅拖累公司业绩。目前宁夏蓝丰环保整改验收进展顺利, 预计年底复产, 公司中间体业务和本部产品将重回正常轨道, 我们预计2016年公司杀菌剂业务将触底反弹。另一方面, 公司主要盈利产品环嗪酮目前下游需求打开, 销售状况良好, 我们认为公司2016年主业业绩反转确定。
- **医药已成战略主业, 大力外延发展可期。** 公司正积极向轻资产业务发展, 具有产业协同效应的医药成为公司战略主业。今年5月公告以股权+现金收购方舟制药100%股权并进行配套融资, 承诺2015-2017年扣非后净利润分别不低于7471万元、9035万元和10917万元。目前该重大事项已获证监会无条件通过。方舟制药产品覆盖孕育大品种的抗肿瘤和精神等领域, 公司重点品种均为医保, 其中复方斑蝥胶囊和盐酸多奈哌齐片竞争格局良好, 丹栀逍遥胶囊和阿胶当归胶囊为独家剂型。在研的重磅品种奥拉西坦胶囊正处于报生产阶段。整体上看, 方舟制药质地优良, 完成利润承诺难度不大。我们认为收购方舟制药有两方面意义: 一、并表后将显著增厚公司业绩并提高公司业绩的稳定性, 为公司平稳发展和当前市值提供有力支撑; 二、医药作为公司的战略主业, 收购方舟制药是公司第一步试水, 将为后续外延发展提供丰富经验, 公司进一步外延发展可期。
- **盈利预测及评级:** 假设方舟制药2016年初顺利并表且宁夏蓝丰复产正常, 我们预计公司2015-2017年实现净利润-0.4亿、1.45亿和1.8亿元, 对应摊薄后PE分别为-92倍、42倍和34倍。我们认为公司农药业务明确反转, 医药已成战略主业, 方舟制药并表显著增厚业绩。考虑到公司市值较小且外延预期较强, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 连续亏损被ST的风险; 宁夏蓝丰复产低于预期的风险; 业绩承诺或低于预期的风险; 医药领域外延发展低于预期的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1252.06	994.73	1678.55	1897.37
增长率	-8.75%	-20.55%	68.74%	13.04%
归属母公司净利润(百万元)	-37.46	-41.42	145.65	180.21
增长率	-277.54%	-210.55%	251.66%	23.73%
每股收益EPS(元)	-0.18	-0.19	0.43	0.53
净资产收益率ROE	-3.26%	-3.81%	5.62%	6.59%
PE	-101	-92	42	34
PB	3.31	3.49	2.34	1.39

数据来源: Wind, 西南证券

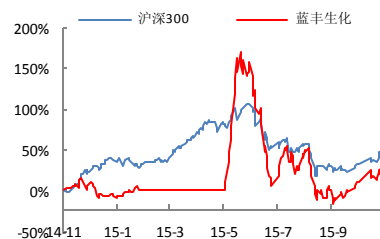
### 西南证券研究发展中心

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

分析师: 商艾华  
 执业证号: S1250513070003  
 电话: 021-50755259  
 邮箱: shah@swsc.com.cn

联系人: 张汪强  
 电话: 021-68415687  
 邮箱: zwwq@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)	2.13
流通A股(亿股)	2.13
52周内股价区间(元)	9.86-33.59
总市值(亿元)	29.15
总资产(亿元)	27.06
每股净资产(元)	5.21

### 相关研究

## 关键假设:

- 1、宁夏蓝丰今年底复产，16 年中间体收入规模恢复到 2014 年水平，毛利率为 17.5%；
- 2、随着中间体复产，多菌灵等杀菌剂 2016 年收入恢复至 5 亿元，由于中间体外购量的减少，杀菌剂业务毛利率升至 20%；
- 3、环嗪酮下游需求放量，预计 2016 年销量增长 25%，毛利率为 30%；
- 4、杀虫剂业务 2016 年销量略好于 2015 年，毛利率为 21%。

表 1: 蓝丰生化化工业务分拆盈利预测

单位: 百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
合计: 化工营业收入	1,251.29	1,362.51	1,244.37	988.62	1,384.60	1,543.01
yoy		8.89%	-8.67%	-20.55%	40.05%	11.44%
合计: 化工营业收入	996.95	1,134.63	1,106.55	804.69	1,124.21	1,246.60
毛利率	20.33%	16.73%	11.08%	18.60%	18.81%	19.21%
<b>杀菌剂类</b>						
收入	465.99	510.84	394.31	315.45	504.72	555.19
yoy		9.63%	-22.81%	-20.00%	60.00%	10.00%
成本	384.80	417.33	332.11	246.05	403.78	444.15
毛利率	17.42%	18.31%	15.78%	22.00%	20.00%	20.00%
<b>精细化工中间体</b>						
收入	146.89	215.38	338.34	236.84	390.79	449.40
yoy		46.63%	57.09%	-30.00%	65.00%	15.00%
成本	93.22	168.09	296.02	195.39	322.40	368.51
毛利率	36.54%	21.96%	12.51%	17.50%	17.50%	18.00%
<b>除草剂类</b>						
收入	221.39	211.01	58.90	111.90	139.88	167.85
yoy		-4.69%	-72.09%	90.00%	25.00%	20.00%
成本	143.72	141.24	43.52	78.89	97.91	117.50
毛利率	35.09%	33.07%	26.10%	29.50%	30.00%	30.00%
<b>杀虫剂类</b>						
收入	290.27	297.63	309.66	139.35	146.31	153.63
yoy		2.53%	4.04%	-55.00%	5.00%	5.00%
成本	266.78	284.45	286.39	111.48	115.59	121.37
毛利率	8.09%	4.43%	7.52%	20.00%	21.00%	21.00%
<b>硫酸</b>						
收入	21.50	47.09	69.00	103.51	113.86	119.55
yoy		119.04%	46.55%	50.00%	10.00%	5.00%
成本	24.67	59.39	83.06	105.58	112.72	117.16
毛利率	-14.76%	-26.13%	-20.38%	-2.00%	1.00%	2.00%

单位: 百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>加工产品</b>						
收入	96.18	78.94	61.80	67.98	74.78	82.25
yoy		-17.93%	-21.71%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	76.02	63.00	53.62	57.78	59.82	65.80
毛利率	20.96%	20.20%	13.23%	15.00%	20.00%	20.00%
<b>其他</b>						
收入	9.08	1.63	12.36	13.59	14.27	15.13
yoy		-82.08%	659.46%	10.00%	5.00%	6.00%
成本	7.75	1.13	11.82	9.52	11.99	12.10
毛利率	14.68%	30.30%	4.34%	30.00%	16.00%	20.00%

数据来源: 公司公告、西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1252.06	994.73	1678.55	1897.37	净利润	-37.46	-41.42	145.65	180.21
营业成本	1109.52	809.66	1283.00	1437.21	折旧与摊销	162.05	101.83	105.59	108.18
营业税金及附加	5.70	4.53	7.64	8.64	财务费用	54.85	35.08	36.56	35.88
销售费用	51.05	50.53	67.14	75.89	资产减值损失	2.23	2.00	2.00	2.00
管理费用	90.43	149.21	125.89	142.30	经营营运资本变动	-37.56	43.46	-94.30	-26.06
财务费用	54.85	35.08	36.56	35.88	其他	-16.13	-2.00	-2.00	-2.00
资产减值损失	2.23	2.00	2.00	2.00	<b>经营活动现金流净额</b>	127.97	138.95	193.50	298.21
投资收益	-0.15	0.00	0.00	0.00	资本支出	-46.40	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-135.94	-30.26	-39.94	-49.99
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-182.33	-60.26	-69.94	-79.99
<b>营业利润</b>	-61.87	-56.29	156.32	195.44	短期借款	-129.65	150.87	40.00	30.00
其他非经营损益	17.29	7.00	17.00	19.00	长期借款	-35.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	-44.58	-49.29	173.32	214.44	股权融资	0.00	0.00	1356.00	0.00
所得税	-7.12	-7.87	27.67	34.23	支付股利	-4.26	0.00	0.00	-36.41
净利润	-37.46	-41.42	145.65	180.21	其他	262.39	-119.12	2.44	5.12
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	93.48	31.75	1398.44	-1.29
归属母公司股东净利润	-37.46	-41.42	145.65	180.21	<b>现金流量净额</b>	41.67	110.44	1522.01	216.93
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	171.69	282.14	1804.15	2021.08	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	303.32	269.37	445.53	495.20	销售收入增长率	-8.75%	-20.55%	68.74%	13.04%
存货	239.76	174.96	277.25	310.57	营业利润增长率	-422.04%	-190.97%	177.72%	25.03%
其他流动资产	38.58	30.65	51.72	58.47	净利润增长率	-279.04%	-210.55%	251.66%	23.73%
长期股权投资	0.07	0.07	0.07	0.07	EBITDA 增长率	-23.88%	-47.99%	270.19%	13.75%
投资性房地产	3.87	4.13	4.06	4.05	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1701.37	1632.63	1560.12	1485.02	毛利率	11.38%	18.60%	23.57%	24.25%
无形资产和开发支出	75.18	73.53	71.87	70.21	三费率	15.68%	23.61%	13.68%	13.39%
其他非流动资产	77.31	105.88	144.46	193.03	净利率	-2.99%	-4.16%	8.68%	9.50%
<b>资产总计</b>	2611.16	2573.36	4359.23	4637.71	ROE	-3.26%	-3.81%	5.62%	6.59%
短期借款	499.13	650.00	690.00	720.00	ROA	-1.43%	-1.61%	3.34%	3.89%
应付和预收款项	401.30	348.82	537.09	595.25	ROIC	-0.32%	-1.10%	10.43%	12.59%
长期借款	70.00	70.00	70.00	70.00	EBITDA/销售收入	12.38%	8.11%	17.78%	17.89%
其他负债	491.69	416.75	472.70	519.22	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	1462.13	1485.57	1769.79	1904.47	总资产周转率	0.48	0.38	0.48	0.42
股本	213.12	213.12	340.09	340.09	固定资产周转率	0.84	0.64	1.10	1.28
资本公积	612.16	612.16	1841.20	1841.20	应收账款周转率	4.71	5.05	6.57	5.64
留存收益	303.92	262.50	408.16	551.96	存货周转率	4.45	3.90	5.67	4.89
归属母公司股东权益	1149.03	1087.79	2589.44	2733.24	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	80.74%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	1149.03	1087.79	2589.44	2733.24	资产负债率	56.00%	57.73%	40.60%	41.06%
负债和股东权益合计	2611.16	2573.36	4359.23	4637.71	带息债务/总负债	38.93%	48.47%	42.94%	41.48%
					流动比率	0.72	0.74	2.03	2.11
					速动比率	0.49	0.57	1.81	1.88
					股利支付率	-11.38%	0.00%	0.00%	20.21%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	155.02	80.63	298.47	339.50	每股收益	-0.18	-0.19	0.43	0.53
PE	-101.37	-91.69	41.61	33.63	每股净资产	5.39	5.10	7.61	12.82
PB	3.31	3.49	2.34	1.39	每股经营现金	0.60	0.65	0.91	1.40
PS	3.03	3.82	2.26	2.00	每股股利	0.02	0.00	0.00	0.17
EV/EBITDA	27.22	51.23	16.32	13.65					
股息率	0.11%	0.00%	0.00%	0.96%					

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

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（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn