



VB2 涨价提振业绩，外延预期值得期待

- **事件:** 公司 2015 年度实现营业收入 5.6 亿元(+15.3%)，净利润 2092 万元(扭亏)。
- **维生素涨价与精细化管理提振业绩。** 1) 公司业绩扭亏主要源于 VB2 和 VB6 价格的上涨，自 2015 年 7 月起，VB2(80%)价格已由 125 元/kg 涨至 280 元/kg，由此带来公司收入和毛利率的同步提升，我们估计提价为公司带来的业绩增量约 7000-8000 万元；2) 期间费用率下滑是公司业绩扭亏的另一重要因素。2015 年，公司在经营管理上更为精细化，长投集团入主后人员结构、销售环节上均有所调整，效率提升效应显著，期间费用率同比下降 11.3 个百分点；3) 从单季度来看，Q4 对业绩贡献显著，实现收入 1.9 亿元(+75%)、净利润 4200 万元，主要原因为 Q4 维生素价格的同比涨幅为 2015 年内最大。
- **核心产品 VB2 后续涨价动力充足。** 公司为国内最大的 VB2 生产商，产能 4800 吨(本部 2300 吨+孟州 2500 吨)，占全球比例在 55%左右。VB2 全球产能分布集中，公司具有一定定价权。后续涨价动力充足：1) 供给端收缩趋势明显：环保趋严关停部分小产能，广济药业孟州子公司 VB2 生产线于 2015 年停工检修 3 个月，本部 VB2 生产线 2016 年 6 月份起搬迁，停止生产，全年开工率降低。2) 需求端对涨价敏感度较低：目前 VB2 主要的应用在饲料领域，占比 70%左右，在饲料中成本占比 1%左右，提价敏感度低。3) 在环保趋严的趋势下，海外竞争企业维生素生产成本提升现象显著，有动力维持价格联盟。
- **长投集团承诺逐步兑现，外延预期强烈。** 大股东变更为湖北省长江投资集团后，公司基本面发生诸多积极变化：1) 扭转过去几年亏损状态，并承诺“2015-2017 年净利润为正数”；长投的入主对公司在营销、管理等方面的积极作用正逐步显现。2) 长投入主时亦承诺将全力支持公司的发展规划和目标，以现有业务和产品为核心，积极投入发展壮大公司现有业务和产品，适当引进新的产品，解决当前制约发展的瓶颈问题。我们认为业务的多元化发展将为公司提供新增长动力，作为湖北省国资旗下唯一医药上市公司，未来资产注入预期强烈。3) 公司向长投定增 5.5 亿元将缓解财务压力，助力主业及外延发展。
- **业绩预测与估值：** 我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.69 元、0.81 元和 0.93 元。VB2 涨价带来业绩弹性，外延式发展预期强烈，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：** 维生素价格或下滑风险，外延发展或不及预期风险，定增进展或不及预期风险。

指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	560.36	932.25	1064.83	1216.94
增长率	15.33%	66.37%	14.22%	14.28%
归属母公司净利润(百万元)	20.92	208.18	244.66	280.49
增长率	-90.44%	895.05%	17.52%	14.64%
每股收益 EPS(元)	0.07	0.69	0.81	0.93
净资产收益率 ROE	3.58%	16.23%	16.04%	15.55%
PE	291	29	25	22
PB	11.83	4.79	4.02	3.39

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

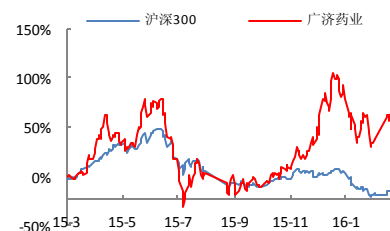
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

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: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	2.52
流通 A 股(亿股)	2.52
52 周内股价区间(元)	8.03-27.71
总市值(亿元)	50.87
总资产(亿元)	15.87
每股净资产(元)	1.90

相关研究

盈利预测关键假设:

- (1) VB2 价格仍将保持上涨趋势;
- (2) 期间费用率维持 2015 年水平;
- (3) 2016 年年内完成非公开发行。

表 1: 收入成本预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
合计				
营业收入	560.36	932.3	1,064.8	1,217.0
yoy	15.33%	66.37%	14.22%	14.28%
营业成本	379.30	522.2	595.6	679.8
毛利率	32.31%	43.98%	44.07%	44.14%
原料药系列				
收入	491.26	859.71	988.66	1,136.96
yoy	17.29%	75.00%	15.00%	15.00%
成本	332.17	472.84	543.76	625.33
毛利率	32.38%	45.00%	45.00%	45.00%
制剂系列				
收入	39.23	41.19	43.25	45.41
yoy	-7.10%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	30.58	32.13	33.74	35.42
毛利率	22.05%	22.00%	22.00%	22.00%
其它				
收入	29.87	31.36	32.93	34.58
yoy		5%	5%	5%
成本	16.6	17.25	18.11	19.02
毛利率	44.59%	45%	45%	45%

数据来源: wind, 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	560.36	932.25	1064.83	1216.94	净利润	18.42	206.18	242.66	278.49
营业成本	379.30	522.21	595.61	679.76	折旧与摊销	54.64	72.10	102.73	121.90
营业税金及附加	4.13	5.12	6.18	7.26	财务费用	31.21	2.86	-3.07	-4.01
销售费用	18.44	30.68	35.05	40.05	资产减值损失	10.54	10.00	10.00	10.00
管理费用	94.70	157.54	179.95	205.65	经营营运资本变动	-139.27	26.45	18.75	7.52
财务费用	31.21	2.86	-3.07	-4.01	其他	-8.89	-9.60	-10.82	-10.41
资产减值损失	10.54	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	-33.35	307.99	360.25	403.48
投资收益	-0.12	0.39	0.43	0.48	资本支出	-93.05	-150.00	-150.00	-150.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-26.51	0.39	0.43	0.48
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-119.56	-149.61	-149.57	-149.52
营业利润	21.92	204.22	241.55	278.70	短期借款	-36.99	-135.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.50	7.99	3.39	3.77	长期借款	-9.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	18.42	212.20	244.94	282.48	股权融资	-6.90	550.00	0.00	0.00
所得税	0.00	6.02	2.28	3.99	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	18.42	206.18	242.66	278.49	其他	167.82	-75.60	3.07	4.01
少数股东损益	-2.51	-2.00	-2.00	-2.00	筹资活动现金流净额	114.92	339.40	3.07	4.01
归属母公司股东净利润	20.92	208.18	244.66	280.49	现金流量净额	-37.75	497.78	213.75	257.97
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	161.93	659.71	873.45	1131.43	成长能力				
应收和预付款项	139.39	201.40	226.93	267.54	销售收入增长率	15.33%	66.37%	14.22%	14.28%
存货	98.87	135.34	154.87	176.74	营业利润增长率	-90.32%	831.64%	18.28%	15.38%
其他流动资产	32.58	54.20	61.91	70.75	净利润增长率	-91.98%	1019.59%	17.69%	14.77%
长期股权投资	28.81	28.81	28.81	28.81	EBITDA 增长率	-18.44%	159.03%	22.22%	16.23%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	942.48	1024.11	1075.11	1106.94	毛利率	32.31%	43.98%	44.07%	44.14%
无形资产和开发支出	191.78	188.11	184.44	180.78	三费率	25.76%	20.50%	19.90%	19.86%
其他非流动资产	24.88	24.82	24.75	24.69	净利率	3.29%	22.12%	22.79%	22.88%
资产总计	1620.72	2316.50	2630.27	2987.68	ROE	3.58%	16.23%	16.04%	15.55%
短期借款	135.00	0.00	0.00	0.00	ROA	1.14%	8.90%	9.23%	9.32%
应付和预收款项	299.54	426.62	487.34	554.32	ROIC	6.34%	22.00%	24.12%	26.58%
长期借款	308.00	308.00	308.00	308.00	EBITDA/销售收入	19.23%	29.95%	32.04%	32.59%
其他负债	364.32	311.84	322.24	334.16	营运能力				
负债合计	1106.86	1046.45	1117.57	1196.49	总资产周转率	0.35	0.47	0.43	0.43
股本	251.71	300.81	300.81	300.81	固定资产周转率	1.05	1.36	1.15	1.20
资本公积	60.79	561.69	561.69	561.69	应收账款周转率	10.43	10.28	9.54	9.33
留存收益	199.69	407.87	652.53	933.01	存货周转率	3.03	4.44	4.09	4.09
归属母公司股东权益	512.19	1270.37	1515.02	1795.51	销售商品/劳务收到的现金/营业收入	79.17%	—	—	—
少数股东权益	1.68	-0.32	-2.32	-4.32	资本结构				
股东权益合计	513.86	1270.04	1512.70	1791.19	资产负债率	68.29%	45.17%	42.49%	40.05%
负债和股东权益合计	1620.72	2316.50	2630.27	2987.68	带息债务/总负债	40.02%	29.43%	27.56%	25.74%
					流动比率	0.77	2.10	2.30	2.53
					速动比率	0.60	1.83	2.03	2.26
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	107.78	279.17	341.22	396.59	每股收益	0.07	0.69	0.81	0.93
PE	290.58	29.20	24.85	21.67	每股净资产	1.71	4.22	5.03	5.95
PB	11.83	4.79	4.02	3.39	每股经营现金	-0.11	1.02	1.20	1.34
PS	10.85	6.52	5.71	5.00	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	50.26	20.43	16.09	13.19					
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

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（地区销售总监）

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

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn