

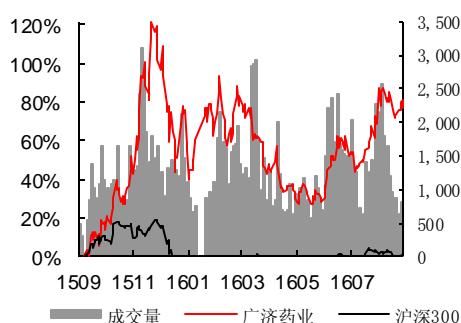
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 20.34

合理价格区间(元): 23.8-25.9

刘曦 执业证书编号: S0570515030003
 研究员 025-83387130
 liuxi@htsc.com

庄汀洲
 联系人 021-28972072
 zhuangtingzhou@htsc.com

股价走势图

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

维生素 B2 景气上行，国企改革存预期**广济药业(000952)****广济药业为全球维生素 B2 龙头**

广济药业是全球最大的维生素 B2 生产企业，目前总产能达 4800 吨/年，全球产能占比近 50%；随着 2015Q2 以来维生素 B2 价格底部回升，公司业绩显著好转：2015 年公司实现营业收入 5.60 亿元，同比增长 15.3%，归属于母公司股东净利润（以下简称“净利润”）为 2092 万元（2014 年为亏损 2.19 亿元），实现扭亏为盈。2016 年上半年，公司实现营业收入 3.17 亿元，同比增长 71.3%，净利润为 5688 万元（去年同期为亏损 2209 万元）。

维生素 B2 行业处于景气上行周期

维生素 B2 行业景气自 2015 年下半年以来稳步提升，行业协同程度有显著增强，产品价格自底部 125 元/公斤上涨至目前的 260-280 元/公斤，下游需求旺季将至，主流企业显示出较强的提价意愿，预计后续仍有较大上涨潜力。而玉米价格显著下跌能降低公司的生产成本和下游饲料企业对于维生素涨价的敏感性，公司三季度盈利能力有望进一步走高。长期看点在于海外产能转移和差异化产品开拓，发展前景良好。

长投集团入主，国企改革存预期

公司目前的大股东长投集团成立于 2010 年 11 月，是经湖北省人民政府批准而设立的国有独资公司，综合实力雄厚。在长投集团推动下，公司在管理、营销方面产生了积极变化，经营效率显著提升。长投集团后续有望以广济药业为运作平台，大力发展战略性新兴产业，打造生物医药产业链，且存在一定的资产整合预期。

首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.67、1.08、1.25 元，按照 2500 吨/年的销量计算，维生素 B2 价格每上涨 10 元/公斤（或 1 万元/吨），假设成本和税率不变，则公司 EPS 增加约 0.06 元，公司业绩弹性较大，且存在一定的国企改革预期，结合大股东二级市场增持价格（17.84-19.69 元），当前股价具备较好的风险收益比，参考维生素行业可比公司估值情况，我们认为可以给予公司 2017 年 22-24 倍 PE，对应目标价为 23.8-25.9 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：产品提价进展不达预期风险，玉米等原料价格大幅波动风险。

公司基本资料

总股本(百万)	251.71
流通 A 股(百万)	251.68
52 周内股价区间(元)	11.41-26.35
总市值(百万)	5,126
总资产(百万)	1,660
每股净资产(元)	2.26

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	560	810	1005	1185
+/-%	15%	45%	24%	18%
净利润(百万)	21	168	272	314
+/-%	-90%	703%	62%	15%
EPS(元)	0.08	0.67	1.08	1.25
PE	253.61	31.57	19.48	16.89

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

正文目录

全球维生素 B2 龙头	3
维生素 B2 处于景气上行周期	5
需求有望受益于养殖高景气	5
行业协同度提升，价格有进一步上涨潜力	6
玉米价格下跌有利于利润空间扩大	7
长期看点在于海外产能转移和差异化产品开拓	8
维生素 B6 业务关注医药级产品进展	8
长投集团入主，国企改革存预期	10
首次覆盖给予“增持”评级	12
风险提示	13

图表目录

图 1： 广济药业收入变动情况	3
图 2： 广济药业毛利变动情况	3
图 3： 广济药业股东及下属公司情况	4
图 4： 2014 年维生素 B2 约占维生素总市场份额的 4%	5
图 5： 维生素 B2 下游用途分布	5
图 6： 2015 年 4 月以来猪肉价格持续走高	5
图 7： 生猪存栏量处于底部	5
图 8： 维生素 B2 产能全球分布	6
图 9： 广济药业国内与出口业务收入体量相当	6
图 10： 维生素 B2 价格 2015 年下半年以来自底部反弹	7
图 11： 玉米价格自 2015 年以来持续下行	7
图 12： 全球维生素 B6 主要用于饲料（2011 年）	8
图 13： 维生素 B6 全球产能分布（2012 年）	8
图 14： 维生素 B6 价格近期涨幅较大	9
图 15： 2014 年以来公司期间费用率明显降低	11
 表格 1： 广济药业主要产品及产能	3
表格 2： 广济药业子公司及参股公司情况	4
表格 3： 医药级维生素 B6 主要用途	9
表格 4： 长投集团在股份转让协议中所作承诺	10
表格 5： 长投集团主要控股及参股企业	11
表格 6： 长投集团通过二级市场增持广济药业	12
表格 7： 广济药业盈利预测假设	13
表格 8： 可比公司估值情况	13

全球维生素B2龙头

湖北广济药业股份有限公司（以下简称“广济药业”或“公司”）是我国食品添加剂、饲料添加剂及医药原料药领域的重点高新技术企业，主要经营维生素B2（又称“核黄素”）、维生素B6等原料系列产品及片剂、输液等制剂系列产品。公司是全球最大的维生素B2生产企业，维生素B2也是公司的主导产品（表1）。公司目前总产能4800吨/年，其中孟州基地产能为2500吨/年，主要生产饲料级产品，武穴本部产能为2300吨/年，主要生产药用和食品级产品。

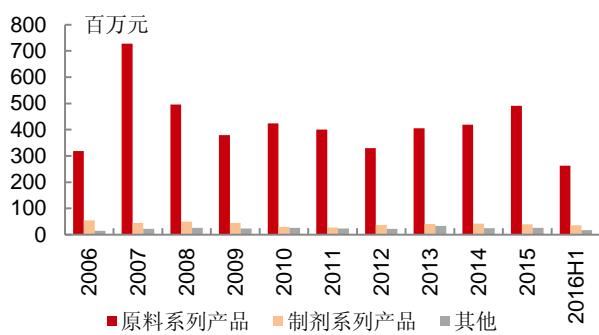
表格1：广济药业主要产品及产能

类型	产品	产能情况
维生素类原料药	维生素B2	包括孟州2500吨/年及本部2300吨/年
	维生素B6	子公司湖北惠生药业公司1000吨/年
制剂	片剂、输液等	由子公司济康医药经营

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

自1999年上市以来，公司主业聚焦于维生素及医药领域，维生素产品价格是公司业绩波动的核心因素。随着去年二季度以来维生素B2价格底部回升，公司业绩显著好转：2015年公司实现营业收入5.60亿元，同比增长15.3%，净利润为2092万元（2014年为亏损2.19亿元），实现扭亏为盈。2016年上半年，公司实现营业收入3.17亿元，同比增长71.3%，净利润为5688万元（去年同期为亏损2209万元）。

图1：广济药业收入变动情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

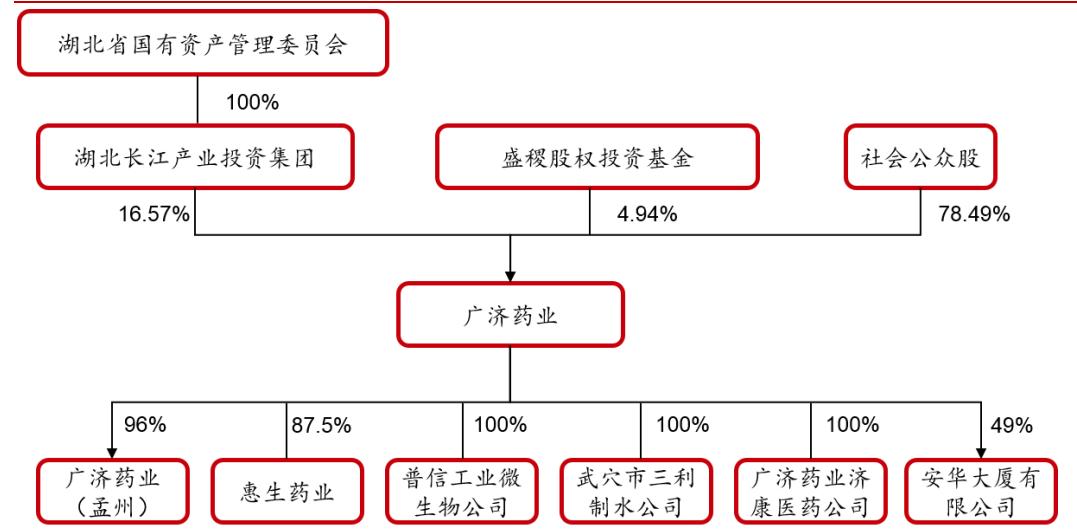
图2：广济药业毛利变动情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

广济药业目前大股东为湖北长江产业投资集团（以下简称“长投集团”），持股16.57%（图3），实际控制人为湖北省国有资产管理委员会（以下简称“湖北省国资委”）。

图3：广济药业股东及下属公司情况



注：截止日为2016年6月30日

资料来源：2016年公司中报，华泰证券研究所

公司目前控股五家子公司，其中广济（孟州）为公司维生素B2生产基地之一，2016H1实现收入1.45亿元，净利润0.53亿元，较2015H1（亏损676万元）扭亏为盈；惠生药业经营维生素B6相关业务，2016H1实现收入0.43亿元，净利润255万元，较2015H1（亏损0.16亿元）扭亏为盈；其他子公司及联营企业对营收贡献较小。

表格2：广济药业子公司及参股公司情况

公司名称	业务范围	2015年收入	2016H1收入	2015年净利	2016H1净利	持股比例
湖北广济药业济康医药有限公司	制剂产品的生产和销售	4477	4174	346	270	100%
广济药业（孟州）有限公司	核黄素饲料添加剂的生产与销售	20425	14450	-462	5267	96%
湖北惠生药业有限公司	V6原料药、医药化工原料、饲料添加剂的生产与销售	8043	4255	-1709	255	87.5%
武穴市三利制水有限公司	自来水生产销售	521	217	8	-40	100%
湖北普信工业微生物应用技术开发有限公司	微生物技术与制药高新技术研发工作	0	0	-166	-133	100%
湖北安华大厦有限责任公司	酒店服务业	2806	1023	-95	-45	49%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

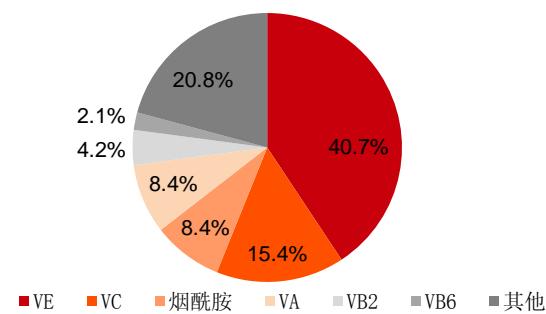
单位：万元

维生素B2处于景气上行周期

需求有望受益于养殖高景气

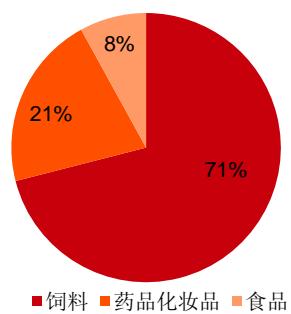
维生素B2又称核黄素，为体内黄酶类辅基的组成部分（黄酶在生物氧化还原中发挥递氢作用），当缺乏时，就影响机体的生物氧化，使代谢发生障碍。其病变多表现为口、眼和外生殖器部位的炎症，如口角炎、唇炎、眼结膜炎和阴囊炎等。2014年维生素整体市场价值约为45亿美元，维生素B2占4.2%，对应市场容量约为2亿美元，属于小品种产品（图4）。

图4：2014年维生素B2约占维生素总市场份额的4%



资料来源：酷化股份招股说明书，华泰证券研究所

图5：维生素B2下游用途分布



资料来源：博亚和讯，华泰证券研究所

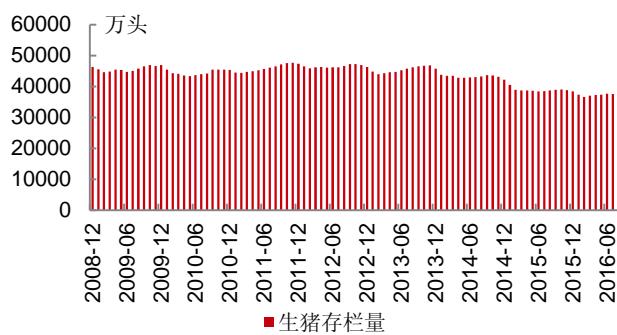
据博亚和讯数据，维生素B2的全球年需求为7000-8000吨，其中国内需求约为2000-2500吨，长期增长率约为3%-5%，其下游应用领域包括饲料、食品及药品化妆品，其中饲料占比约为71%（图5）。短期来看，由于养殖行业景气持续走高，养殖补栏预期提升，维生素需求有望受到正面带动。

图6：2015年4月以来猪肉价格持续走高



资料来源：搜猪网，华泰证券研究所

图7：生猪存栏量处于底部



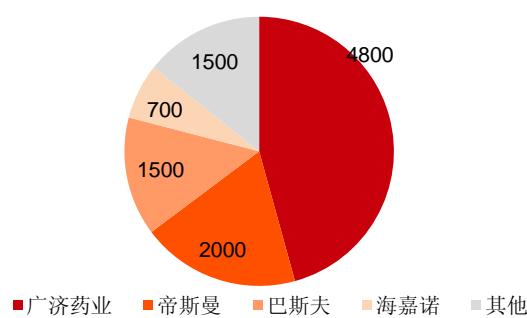
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

行业协同度提升，价格有进一步上涨潜力

目前全球维生素B2产能约为1万吨，其中广济药业、巴斯夫及帝斯曼三家主导企业的合计产能占比约为80%，且广济药业产能为4800吨，产能占比接近全球50%，具备较强定价权，海外企业巴斯夫、帝斯曼主要生产饲料预混料，对外销售比例较低；除广济药业，国内主要企业包括海嘉诺（产能700吨），山东恩贝（原产能为1200吨，2015年末减产50%以满足新产品苏氨酸生产），其他包括河北圣雪、东营新发（产能300吨）及宁夏启元等企业产能不大，且生产成本较高。

由于国内产能远大于需求，国内企业产品相当数量用于出口，但由于欧美市场质量、安全等标准认证严格，国内出口主要集中于广济药业、上海海嘉诺、山东恩贝等企业，2014年9月，上海海嘉诺旗下赤峰制药的饲料级维生素B2因涉及转基因事件，被欧盟委员会吊销FAMI-QS（欧洲饲料添加剂和预混合饲料质量体系）证书，无法再进入欧盟市场。

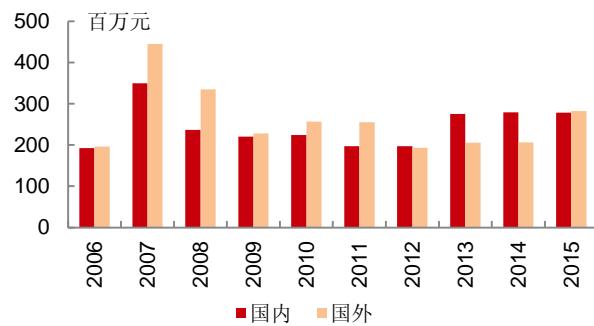
图8：维生素B2产能全球分布



资料来源：博雅和讯，华泰证券研究所

单位：吨/年

图9：广济药业国内与出口业务收入体量相当



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

由于生产供应较为集中，维生素B2价格受供给端变化影响较大。2007年因巴斯夫韩国工厂罢工停产，且下游需求旺盛，维生素B2价格由底部150元/公斤快速上涨至最高接近900元/公斤，涨幅近5倍；但后续伴随金融危机下需求萎缩，以及国内产能的快速扩张，其价格自2008年初高点后一落千丈，并维持在110-180元/公斤的底部区域长达7年。

自2015年下半年以来，伴随环保政策的趋严，部分中小规模产能退出，行业集中度提升，大企业发展逐步聚焦于产品量与价格的平衡，而非一味追求份额的扩张，行业协同程度有显著增强；广济药业在其年报中指出：...原料药销售部门努力贯彻“以市场为主导”的经营理念...严格执行“控量提价、量价均衡”的营销策略，实现了量价的最佳平衡。叠加其产能停产检修，武穴工厂搬迁等因素，维生素B2价格自底部125元/公斤开始稳步上涨，目前主流报价已达260-280元/公斤，零星报价已达300元/公斤。

图10：维生素B2价格2015年下半年以来自底部反弹



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

公司于8月底发布公告，称其大金产业园（武穴厂区）因需要进行生产设施及高压供电线路年度检修，将于2016年9月1日至2016年10月10日实施停产检修，公司已提前做好生产安排及库存准备，产品能满足市场需求。9、10月为下游需求的传统旺季，公司此举显示出较强的挺价意愿；而圣雪大成、金玉米等新增产能的实际投产进度仍有待观察，伴随旺季需求逐步启动，我们判断后续维他命B2价格仍存在进一步上涨的潜力。

玉米价格下跌有利于利润空间扩大

玉米既是生产维他命B2的主要原料，也是下游饲料的主要原料（占饲料成本50%以上），因此，今年以来国内玉米价格的持续下行预计将为维他命B2行业带来两方面的积极影响：1) 显著降低公司的生产成本；2) 降低下游饲料企业对于维他命小品种价格上涨的敏感性。目前公司Q2毛利率为49.1%，创近年来新高，根据我们的测算，目前公司完全生产成本已经低于120元/公斤，其三季度盈利能力有望进一步走高。

图11：玉米价格自2015年以来持续下行



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

长期看点在于海外产能转移和差异化产品开拓

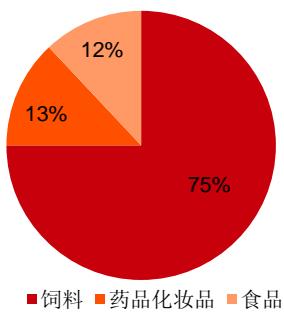
从中长期视角着眼，维生素B2作为微生物发酵法生产的产品，副产高COD，高氮磷含量，高固体含量的暗黄色酸性废水，其中粗品母液COD近40000，且富含磷酸根、硫酸根等离子，处理难度较大，加之产品体量较小，海外企业存在关闭产能或降低负荷、转而寻求与国内企业合作的预期。

广济药业作为全球维生素B2的龙头企业，规模优势显著，产品质量稳定，预计将成为海外企业战略合作的首选对象；同时，公司武穴工厂产能完全转移至大金生物产业园高规格生产线，目前已通过药品GMP认证，未来将逐步提升医药级等高端、差异化产品的生产比例，公司维生素B2业务具备很好的长期发展前景。

维生素B6业务关注医药级产品进展

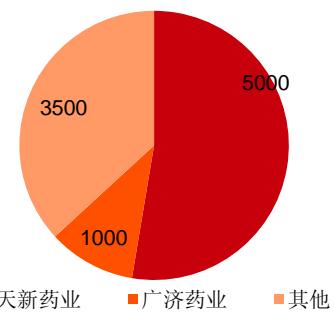
维生素B6是吡哆醇、吡哆胺和吡哆醛的总称，又称吡哆素，为人体内某些辅酶的组成成分，参与多种代谢反应，尤其是和氨基酸代谢联系密切。维生素B6占维生素整体市场价值的2.1%，属于小品种维生素，主要应用于饲料，食品及医药化妆品等，其中饲料占比为75%，且近年来变化不大。

图12：全球维生素B6主要用于饲料（2011年）



资料来源：博亚和讯，华泰证券研究所

图13：维生素B6全球产能分布（2012年）

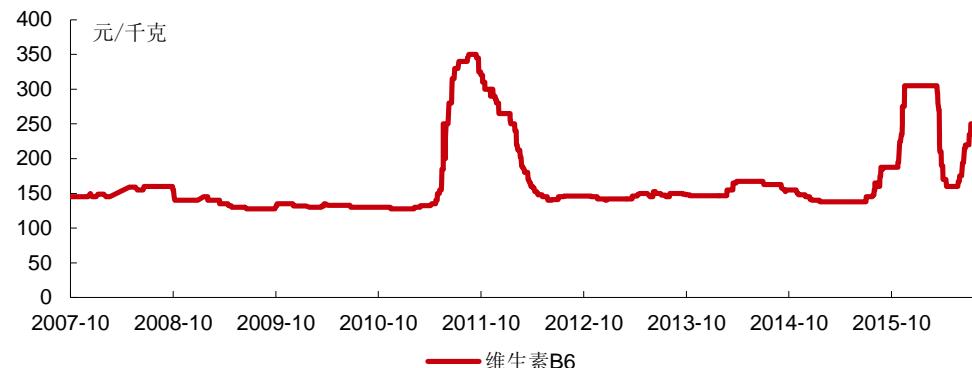


资料来源：中国畜牧网，华泰证券研究所

单位：吨/年

据中国畜牧网数据，维生素B6全球年产能约为9500吨，需求量约为7000吨，其中江西天新药业产能为5000吨/年，广济药业产能为1000吨/年（图13），近年来各大生产商产能变化不大。维生素B6的主流生产工艺噁唑法产生的废水COD含量高，颜色深，碱性较强。近年来环保政策力度趋严后，维生素B6的生产受到制约，中小产能有所关闭，行业集中度稳步提升。

图14：维生素B6价格近期涨幅较大



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2015年9月，江西天新药业曾因环保问题遭到群众举报被迫停产，引发市场供给收缩，维生素B6价格自底部150元/公斤起上涨，最高上涨至近300元/公斤（图14）。目前广济药业子公司惠生药业于7月中旬起检修三个月，天新药业自8月初停产检修，为期45天左右，维生素B6价格相对坚挺，目前报价约为250元/公斤。

维生素B6产品按照纯度可分为饲料级、食品级及医药级，其中医药级产品价格饲料级高约30%，且价格和盈利水平相对稳定；医药级产品主要供应商除行业龙头天新药业外，主要生产厂家包括罗氏上海维生素、江西森泰药业、张家港宏新化学制药、上虞莱特佳化工、华中药业、咸宁京汇药业及广济药业的子公司惠生药业。

公司目前正在积极拓展维生素B6在医药方面的应用，积极开展医药级维生素B6的GMP认证（咸宁惠生生产线正处于认证准备阶段）、欧盟1831注册申报等工作；成立价格指导小组，界定定价权限、明确定价机制，从而有效促进公司核心竞争力的提升，构成公司未来重要的利润增长点。

表格3：医药级维生素B6主要用途

应用类型	产品应用
临床应用	维生素B6缺乏症 异烟肼中毒 妊娠、放射病以及抗肿瘤药物所引起的呕吐、贫血 白细胞减少以及脂溢性皮炎等
非医疗应用	化妆品的添加剂，促进头发生长、保护皮肤

资料来源：华泰证券研究所

长投集团入主，国企改革存预期

广济药业原大股东为武穴市国有资产经营公司，实际控制人为武穴市财政局。2014年7月武穴市国资公司将所持广济药业3804万股协议转让给长投集团（10月22日完成国有股权转让过户），占公司总股本15.11%，合计2.78亿元，限售期36个月，长投集团取代武穴市国资公司成为第一大股东，公司实际控制人变更为湖北省国资委。

表格4：长投集团在股份转让协议中所作承诺

序号 承诺情况介绍

- 1 在受让目标股份登记过户之前向广济药业提供3亿元的借款，借款期限不低于3年，借款利率按照银行同期同档次贷款基准利率执行。
- 2 股份转让完成后的36个月内不向第三方转让本次受让的广济药业股份及其实际控制权。
- 3 通过采取提高管理水平、增强销售能力，确保2015年至2017年净利润为正数。若广济药业未达到2015年至2017年预定盈利目标，差额部分由长投集团以现金方式向广济药业补足。
- 4 通过上市公司筹集的资金应首先用于广济药业产业园的项目建设和偿还广济药业所欠长投集团的借款。
- 5 为广济药业提供至少5亿元的资金支持额度，根据公司需求给予后续资金的支持，融资成本为同期同档次银行贷款基准利率上浮5%-10%
- 6 全力支持广济药业的发展规划和目标，以广济药业现有业务和产品为核心，积极发展广济药业现有业务和产品，适当引进新的产品。
- 7 通过实业做支撑，来解决当前制约公司发展瓶颈问题，推进生物产业园后续发展，使之与广济药业原有产业兼容。
- 8 切实做好广济药业产业园未来3-5年的发展规划。
- 9 努力提高广济药业管理团队及全体职工的薪资待遇，积极促进上市公司持续发展和改善上市公司法人治理结构。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

长投集团成立于2010年11月，是经湖北省人民政府批准而设立的国有独资公司，首期注册资本金为10亿元，同时将整合省财政周转金债权、省投资公司的存量资产、部分优质国有资产，发起设立产业投资基金等多种融资手段，重点支持长江经济带战略性新兴产业和汽车、石油化工、电子信息等优势产业发展，以及长江“黄金水道”港口基础设施建设。公司目前控股企业涵盖高科技产业，房地产，有色，交通，农业等领域（表5），综合实力雄厚。

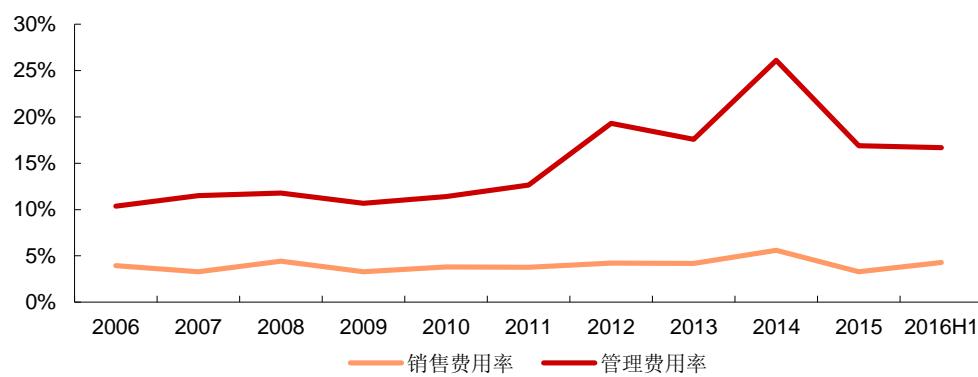
表格5：长投集团主要控股及参股企业

企业名称	主营范围	注册资本	合并范围内持股比例(%)
湖北长投高科产业投资集团有限公司	对高新科技产业项目投资、融资、咨询与管理	30000	100.0
湖北省投资公司	经营性基建项目投资	11271	100.0
湖北房地产投资集团有限公司	房地产开发的投资与经营	10000	100.0
湖北长投矿业有限公司	矿产品加工及购销	5000	100.0
湖北省农业机械总公司	农机商品交易市场的经营	3040	100.0
湖北省冶金科学研究所	冶金与有色金属新工艺	1510	100.0
湖北省粮油(集团)有限责任公司	实业投资、粮油收储	36905	72.9
湖北长荆投资开发有限公司	投资、资产管理	20000	70.0
湖北长投实业集团有限公司	房地产开发与投资	20000	50.1
湖北荆松公路建设管理有限公司	交通基础设施项目投资、经营管理和维护	32694	45.0
湖北长江产业(股权)投资基金管理有限公司	产业项目投资	5000	45.0
湖北长江资本(股权)投资基金管理有限公司	非证券类股权投资	5000	45.0
湖北长江小额贷款有限公司	小额贷款业务	10000	20.0
湖北广济药业股份有限公司	生产、销售医药原料药及制剂、食品添加剂、饲料添加剂	25171	16.57

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

单位：万元

长投集团在其后续的股权转让协议的特殊条款中做出承诺（表4）：为广济药业提供3亿元借款及5亿元资金支持额度；提高管理和销售水平使公司2015-2017年净利润为正；推进公司生物产业园后续发展等，各项承诺正在履行中。目前长投集团已为公司提供借款4亿元（通过银行委托贷款）。在长投集团推动下，公司在管理、营销方面产生了积极变化，期间费用率明显降低，经营效率显著提升。

图15：2014年以来公司期间费用率明显降低

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

长期而言，我们预计长投集团后续有望以广济药业为运作平台，大力发展战略性新兴产业，打造生物医药产业链，公司在中报中指出：后续计划成立医药领域并购基金，在同业整合基础上开创第二主业，解决公司目前产品单一，产能过剩等问题。目前公司正在加快阿德福韦酯

片剂和试制报备进度及利奈唑胺片的临床试验进度，并保持后续项目引进与储备，其中氨基酸类项目已启动前期考察。同时，长投集团作为公司第一大股东，目前持股偏低(16.57%)，后续若条件成熟，公司作为其下属唯一上市公司平台，存在一定的资产整合预期。

首次覆盖给予“增持”评级

维生素B2行业历经多年低迷，行业景气自2015年下半年以来稳步提升，行业协同程度有显著增强，产品价格自底部125元/公斤上涨至目前的260-280元/公斤，下游需求旺季将至，主流企业显示出较强的挺价意愿，我们判断后续仍有进一步上涨的潜力。另一方面，玉米作为维生素B2和饲料的主要原料，其价格的显著下跌能降低公司的生产成本和下游饲料企业对于维生素涨价的敏感性，公司三季度盈利能力有望进一步走高。

中长期而言，维生素B2副产高COD废水，处理难度较大，加之产品体量较小，海外企业存在关闭产能或降低负荷、转而寻求与国内企业合作的预期。广济药业作为全球维生素B2的龙头企业，规模优势显著，产品质量稳定，预计将成为海外企业战略合作的首选对象；公司武穴工厂已搬迁完成并通过药品GMP认证，未来将逐步提升医药级等高端、差异化产品的生产比例，公司维生素B2业务具备很好的长期发展前景。

公司目前的大股东长投集团成立于2010年11月，是经湖北省人民政府批准而设立的国有独资公司，综合实力雄厚。在长投集团推动下，公司在管理、营销方面产生了积极变化，经营效率显著提升。我们预计长投集团后续有望以广济药业为运作平台，大力发展生物医药产业，打造生物医药产业链，同时，长投集团作为公司第一大股东，目前持股偏低(16.57%)，后续若条件成熟，公司作为其下属唯一上市公司平台，存在一定的资产整合预期。

表格6：长投集团通过二级市场增持广济药业

增持事件	增持情况	增持后持股比例	增持均价
2016年1月6日-8日	通过二级市场买入52.8万股	15.32%	19.69元/股
2016年1月14日-15日	通过二级市场买入116.8万股	15.79%	17.84元/股
2016年3月17日-18日	通过二级市场买入197.0万股	16.57%	19.68元/股

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2015年7月，长投集团公告称计划在6个月内增持不低于1000万元。2016年1月-3月，长投集团通过二级市场三次增持公司股份，累计投入已达7002万元，增持价格区间为17.84-19.69元。

表格7：广济药业盈利预测假设

产品	指标	2015A	2016E	2017E	2018E
原料 系列	收入(百万元)		531	641	692
	毛利率		56%	63%	62%
维生素B2	收入(百万元)		164	239	308
	毛利率		42%	54%	53%
维生素B6	收入(百万元)	491	695	880	1000
	毛利率	32%	52%	61%	59%
原料系列合计	收入(百万元)	39	75	80	85
	毛利率	22%	40%	40%	40%
制剂系列	收入(百万元)	26	40	45	100
	毛利率	44%	35%	35%	35%
其他	收入(百万元)	557	810	1005	1185
	同比增长	15%	45%	24%	18%
	毛利率	32%	50%	58%	56%
总计					

资料来源：华泰证券研究所

我们预计公司2016-2018年EPS分别为0.67、1.08、1.25元，按照2500吨/年的销量计算，维生素B2价格每上涨10元/公斤（或1万元/吨），假设成本和税率不变，则公司EPS增加约0.06元，公司业绩弹性较大，且存在一定的国企改革预期，结合大股东二级市场增持价格，当前股价具备较好的风险收益比，参考维生素行业可比公司估值情况（表8），我们认为可以给予公司2017年22-24倍PE，对应目标价为23.8-25.9元，首次覆盖给予“增持”评级。

表格8：可比公司估值情况

上市公司	最新价(元)	EPS(元)		PE			BPS(元)	PB
		2016E	2017E	2016E	2017E			
新和成	22.77	1.26	1.39	18.1	16.4	6.75	3.4	
浙江医药	14.07	0.40	0.46	35.2	30.6	7.13	2.0	
亿帆鑫富	14.25	0.62	0.68	23.0	21.0	2.89	4.9	
金达威	15.91	0.45	0.55	35.4	28.9	2.31	6.9	
平均	17.82			27.9	24.2	4.65	4.3	

备注：EPS均为Wind一致预期

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

风险提示

产品提价进展不达预期风险，玉米等原料价格大幅波动风险。

盈利预测

资产负债表单位：百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	433	541	635	946
现金	162	200	250	481
应收账款	78	113	138	164
其他应收账款	53	71	86	103
预付账款	7	14	15	18
存货	99	111	116	145
其他流动资产	34	32	30	36
非流动资产	1188	1325	1378	1399
长期投资	29	29	29	29
固定投资	0	334	495	576
无形资产	183	183	183	183
其他非流动资产	976	779	671	611
资产总计	1621	1865	2012	2345
流动负债	561	667	529	533
短期借款	135	174	39	0
应付账款	215	201	212	262
其他流动负债	211	292	278	270
非流动负债	546	508	508	507
长期借款	308	308	308	308
其他非流动负债	238	200	200	199
负债合计	1107	1176	1037	1040
少数股东权益	2	9	23	38
股本	252	252	252	252
资本公积	61	61	61	61
留存公积	200	368	640	954
归属母公司股	512	680	953	1267
负债和股东权益	1621	1865	2012	2345

现金流量表单位：百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	-33	348	343	416
净利润	18	176	286	330
折旧摊销	55	29	69	99
财务费用	31	37	28	16
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-172	124	-62	-46
其他经营现金	34	-17	22	17
投资活动现金	-120	-129	-130	-130
资本支出	110	130	130	130
长期投资	-10	-0	0	0
其他投资现金	-20	0	0	0
筹资活动现金	115	-181	-163	-55
短期借款	-37	39	-135	-39
长期借款	-9	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-7	0	0	0
其他筹资现金	168	-220	-28	-16
现金净增加额	-38	38	50	231

利润表单位：百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	560	810	1005	1185
营业成本	379	403	423	525
营业税金及附加	4	6	7	8
营业费用	18	32	40	47
管理费用	95	138	171	201
财务费用	31	37	28	16
资产减值损失	11	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0
营业利润	22	187	328	380
营业外收入	28	10	10	10
营业外支出	32	2	2	2
利润总额	18	195	336	388
所得税	0	20	50	58
净利润	18	176	286	330
少数股东损益	-3	8	13	16
归属母公司净利润	21	168	272	314
EBITDA	108	253	426	495
EPS(元)	0.08	0.67	1.08	1.25

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	15.3%	44.5%	24.1%	17.9%
营业利润	-90.3%	755.0%	75.2%	15.7%
归属母公司净利润	-90.4%	703.3%	62.1%	15.3%
盈利能力				
毛利率(%)	32.3%	50.3%	57.9%	55.7%
净利率(%)	3.7%	20.8%	27.1%	26.5%
ROE(%)	4.1%	24.7%	28.6%	24.8%
ROIC(%)	10.6%	38.2%	47.6%	47.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	68.3%	63.0%	51.5%	44.3%
净负债比率(%)	46.6%	47.4%	40.7%	36.8%
流动比率	0.77	0.81	1.20	1.78
速动比率	0.59	0.63	0.96	1.48
营运能力				
总资产周转率	0.35	0.46	0.52	0.54
应收账款周转率	10	8	7	7
应付账款周转率	1.79	1.93	2.05	2.21
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.67	1.08	1.25
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.13	1.38	1.36	1.65
每股净资产(最新摊薄)	2.03	2.70	3.78	5.03
估值比率				
PE	253.61	31.57	19.48	16.89
PB	10.36	7.80	5.57	4.19
EV_EBITDA	49	21	12	11

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2016年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 862583389999/传真: 862583387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码: 518048

电话: 8675582493932/传真: 8675582492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
邮政编码: 100032

电话: 861063211166/传真: 861063211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 862128972098/传真: 862128972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com