



业绩提速，国企改革值得期待

——广济药业（000952）三季报点评

2016年10月18日

推荐/首次

广济药业

财报点评

张金洋	分析师 zhangjy@dxzq.net.cn 010-66554035	执业证书编号: S1480516080001
陈顺	联系人 chenshun@dxzq.net.cn 010-66554087	

事件:

公司于10月18日晚发布三季报，1-9月实现营业收入5.54亿元，同比+47.53%；归母净利1.25亿元，同比+735.98%；扣非后净利润1.27亿元，同比+776.20%。三季度单季实现扣非后归母净利6957万元，同比+2237.97%。

观点:

1、三季度业绩超预期，全年看业绩明显提速

根据公司披露数据，公司Q3实现营收2.37亿元（Q1营收1.57亿元，Q2营收1.6亿），归母净利6793万元（Q1归母净利2447万元，Q2归母净利3484万元）三季度业绩环比大幅上升，超市场预期。结合15年公司各季度业务数据来看，公司营收存在明显季节性，下半年业绩明显提速，全年看公司将扭亏为盈，业绩大幅改善，主要原因如下：

1) 主导产品VB2、VB6价格坚挺为全年业绩大幅改善提供强有力保障

VB2、VB6价格从15年7月底下半年开始进入新一轮上涨周期，其中VB2从125元/kg一路上扬到16年3月之后稳定在260-280元/kg区间且大部分时间报价在280元/kg，VB6从140元/kg最高涨至310元/kg，在今年4月由于国内主要的VB6生产企业天新药业报价大幅下滑价格出现短暂调整，6月底逐渐企稳回升进入8月后稳定在250元/kg的水平。我们认为两大主要产品后续报价继续坚挺且仍存在提价空间，尤其对于公司具有较强定价权的VB2品种公司将继续执行控量提价的策略，考虑到下游需求在四季度将进入传统的采购旺季（大部分订单会集中在11月、12月签订），且环保趋严后供给端格局改善，主要竞争对手挺价意愿明显，综合来看，我们认为在未来一段时间VB2价格仍将保持坚挺且具备进一步上升的空间和动能。

2) 成本端占生产成本70%的玉米价格进入下行通道将支撑公司毛利率进一步走高

生产维生素B2的主要原材料为玉米淀粉，约占生产成本的70%左右。由于之前连年实施玉米临储政策，导致我国玉米播种面积不断扩大，存库逐年上升，目前正处于去产能去库存阶段，随着收储政策改革后玉米价格逐渐走向市场化，在市场供求关系下其价格将进入下行通道，直接利好以其作为主要原料的下游生产企业。

2. 长投入主，国企改革预期强烈

长投集团是经湖北省人民政府批准设立的国有独资公司，于2010年成立，实力雄厚，旗下资产众多。长投

在 2014 年入主后承诺 2015-2017 年公司盈利转正，从实际运营情况来看，长投入主后公司在市场营销、内部管理方面发生了积极变化，经营效率得以显著提升。在当前湖北国企改革加速的大背景下，广济药业作为长投旗下唯一的上市公司，有望成为长投的运作平台来大力发展 医药生物产业，公司后续也或将在同业整合的基础上开创第二主业，实现双轮驱动降低经营风险。

结论：

不考虑外延和资产注入，我们预计公司 2016-2018 年归母净利润分别为 1.86 亿元、2.12亿元、2.30亿元，EPS 分别为 0.74、0.84、0.92元，对应 PE 分别为 29X、25X、23X。公司作为全球最大的VB2生产企业，产能4800吨（占全球产能近50%），对于VB2产品具有较强的定价权，考虑到下游需求在四季度将进入传统的采购旺季（大部分订单会集中在11月、12月签订），且环保趋严后供给端格局改善，主要竞争对手挺价意愿明显，综合来看，我们认为在未来一段时间VB2价格仍将保持坚挺且具备进一步上升的空间和动能；此外成本端占生产成本70%的玉米价格进入下行通道将支撑公司毛利率进一步走高。广济作为我们持续跟踪的公司，我们一直密切关注其最新变化，当前时点考虑到公司业绩明显加速和国企改革强烈预期，首次覆盖，给予“推荐”评级。

主要财务数据指标

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	485.86	560.36	870.00	965.00	1,039.50
增长率（%）	-0.25%	15.33%	55.26%	10.92%	7.72%
净利润（百万元）	-218.73	20.92	185.80	212.48	230.36
增长率（%）	-9131.07%	-109.56%	788.11%	14.36%	8.42%
净资产收益率（%）	-43.91%	4.08%	33.82%	35.90%	36.11%
每股收益(元，摊薄)	-0.87	0.08	0.74	0.84	0.92
PE	-24.57	256.86	28.92	25.29	23.33
PB	10.79	10.49	9.78	9.08	8.42

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E			
流动资产合计	478	433	565	610	648	营业收入	486	560	870	965	1040			
货币资金	195	162	251	279	300	营业成本	441	379	439	460	498			
应收账款	30	78	86	95	103	营业税金及附加	2	4	6	7	8			
其他应收款	29	53	82	91	98	营业费用	27	18	42	41	45			
预付款项	13	7	1	-7	-14	管理费用	127	95	147	163	176			
存货	151	99	114	120	130	财务费用	26	31	25	36	35			
其他流动资产	55	33	28	28	28	资产减值损失	90.21	10.54	8.00	10.00	10.00			
非流动资产合计	1105	1188	1301	1363	1365	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	29	29	29	29	29	投资净收益	0.37	-0.12	0.00	0.00	0.00			
固定资产	552	512	612	702	783	营业利润	-226	22	203	248	269			
无形资产	183	183	165	147	128	营业外收入	10.06	28.34	10.00	10.00	10.00			
其他非流动资产	16	14	14	14	14	营业外支出	6.66	31.84	7.00	7.00	7.00			
资产总计	1582	1621	1866	1972	2013	利润总额	-223	18	206	251	272			
流动负债合计	694	561	769	833	828	所得税	7	0	20	38	41			
短期借款	172	135	348	425	424	净利润	-230	18	186	212	230			
应付账款	209	215	229	239	259	少数股东损益	-11	-3	0	0	0			
预收款项	31	16	-8	-34	-62	归属母公司净利润	-219	21	186	212	230			
一年内到期的非流	17	73	73	73	73	EBITDA	44	284	297	372	401			
非流动负债合计	383	546	546	546	546	BPS (元)	-0.87	0.08	0.74	0.84	0.92			
长期借款	317	308	308	308	308	主要财务比率								
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E			
负债合计	1077	1107	1315	1379	1374	成长能力								
少数股东权益	7	2	2	2	2	营业收入增长	-0.25%	15.33%	55.26%	10.92%	7.72%			
实收资本(或股本)	252	252	252	252	252	营业利润增长	290.02	-109.68	825.19	22.07%	8.52%			
资本公积	68	61	61	61	61	归属于母公司净利润	788.11	14.36%	788.11%	14.36%	8.42%			
未分配利润	103	124	115	104	92	获利能力								
归属母公司股东权	498	512	549	592	638	毛利率 (%)	9.33%	32.31%	49.54%	52.36%	52.11%			
负债和所有者权	1582	1621	1866	1972	2013	净利润率 (%)	-47.26	3.29%	21.36%	22.02%	22.16%			
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	-13.82	1.29%	9.96%	10.77%	11.44%			
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	-43.91	4.08%	33.82%	35.90%	36.11%			
经营活动现金流	-75	-33	241	316	351	偿债能力								
净利润	-230	18	186	212	230	资产负债率 (%)	68%	68%	70%	70%	68%			
折旧摊销	245	231	0	88	98	流动比率	0.69	0.77	0.73	0.73	0.78			
财务费用	26	31	25	36	35	速动比率	0.47	0.60	0.59	0.59	0.63			
应收账款减少	0	0	-8	-9	-7	营运能力								
预收帐款增加	0	0	-24	-26	-28	总资产周转率	0.31	0.35	0.50	0.50	0.52			
投资活动现金流	-79	-120	-189	-160	-110	应收账款周转率	10	10	11	11	11			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.21	2.64	3.92	4.13	4.17			
长期股权投资减少	0	0	10	0	0	每股指标 (元)								
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	-0.87	0.08	0.74	0.84	0.92			
筹资活动现金流	241	115	38	-129	-220	每股净现金流(最新)	0.35	-0.15	0.36	0.11	0.09			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	1.98	2.03	2.18	2.35	2.53			
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率								
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	-24.57	256.86	28.92	25.29	23.33			
资本公积增加	0	-7	0	0	0	P/B	10.79	10.49	9.78	9.08	8.42			
现金净增加额	88	-38	89	27	22	EV/EBITDA	128.79	20.19	19.73	15.88	14.65			

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

陈顺

西南财经大学金融学硕士，理工金融复合背景，1年券商资管实习经验，1年卖方研究所工作经验。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于中药、血制品等细分领域，关注跨界转型大健康带来的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。