

2018年01月26日

证券研究报告·动态跟踪报告

鲁抗医药(600789) 医药生物

买入(首次)

当前价: 9.35元

目标价: 14.40元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

环保趋严及竞争对手停产, 公司受益显著

投资要点

- **事件:** 公司发布2017年业绩预告, 2017年归母净利润增加8500-9000万元, 同比增长292-309%; 扣非后净利润增加6100-6400万, 同比增长337-353%。
- **环保核查推动核心兽用原料药提价, Q4业绩显著超预期。** 2017Q4单季度实现扣非后归母净利润3698-3998万元, 同比增长574-628%, Q4单季度与前三季度合计扣非后净利润基本相当, 业绩增速明显超预期。估计主要原因在于兽药品种提价效应开始显现。2017年以来国家环保严格核查, 导致环保不达标企业停产或限产, 公司兽药产品的主要竞争对手产能明显收缩, 供应不求推动价格大涨。全国兽药领先企业宁夏泰瑞公告其于2017年12月4日因环保原因停产整顿, 其泰乐菌素和替米考星市占率分别为63%和54%, 导致市场供应大幅度减少。健康网数据显示泰乐菌素的市场报价从2017年初200元上涨到12月的480元, 目前已超过500元; 替米考星的价格从2017年7月的约300元上涨至500元以上。公司作为国内领先的兽药企业, 环保核查顺利通过, 保持正常生产, 且AIV、大观霉素兽药产能有望在2018年下半年投产, 能够享受行业变革带来的提价红利。泰乐菌素、AIV、替米考星、大观霉素等主要产品根据年报披露产能和当前价格测算, 估计18年贡献净利润不低于3亿, 显著增厚业绩。
- **制剂搬迁迎来新发展, 一致性评价蓄势待发。** 退城进园顺利实施, 公司制剂生产基地搬迁已完成, 采用了新设备和新技术, 生产效率提升的同时成本下降, 制剂业务毛利率持续提升。一致性评价为公司发展提供了新机遇, 与康立生成立合资公司, 康立生专业从事新药开发和一致性评价研究, 拥有业内领先的研发实力, 有助于提升公司一致性评价实力。CFDA网站显示公司已申报19个产品的参比制剂备案, 包括辛伐他汀、阿莫西林、格列吡嗪等大品种, BE研究正在稳步推进, 随着产品陆续通过一致性评价, 有望迎来制剂业务的大幅度增长。
- **经营效率持续改善, 业绩大幅度改善。** 2015年以来, 公司大力推进内部资源整合和产品结构调整。在生产端, 提高工艺水平和生产效率, 实行阳光采购降低物资采购成本, 生产成本显著降低, 综合毛利率从2014年报的18%提升到2017年三季报的25%。在销售端, 加大战略品种开拓力度, 泰乐菌素等兽药积极开拓大客户, 抗生素制剂走向国际市场, 产品结构明显改善。2015年实现扭亏, 16-17年净利润保持快速增长, 18年新产能+提价仍将维持高速增长。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为0.20元、0.48元、0.60元, 对应PE分别为46倍、19倍、16倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。参照化学制剂和原料药行业平均估值分别为36倍和30倍, 保守给予公司2018年30倍估值, 目标价为14.40元。
- **风险提示:** 兽药产品降价的风险; 产能释放进度或低于预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2505.59	2660.44	3281.59	3671.16
增长率	3.95%	6.18%	23.35%	11.87%
归属母公司净利润(百万元)	29.10	117.53	281.20	350.21
增长率	268.51%	303.85%	139.26%	24.54%
每股收益EPS(元)	0.05	0.20	0.48	0.60
净资产收益率ROE	1.49%	5.67%	11.95%	12.95%
PE	187	46	19	16
PB	2.74	2.59	2.28	1.98

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: S1250513110001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 周平
执业证号: S1250517080004
电话: 023-67791327
邮箱: zp@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.82
流通A股(亿股)	5.82
52周内股价区间(元)	7.32-10.94
总市值(亿元)	54.38
总资产(亿元)	47.79
每股净资产(元)	3.24

相关研究

关键假设：

1、环保核查导致兽药 2018 年价格上涨，毛利率提升，预计 2017-2019 年兽药毛利率分别为 27%、36%、36%；

2、制剂药品随着产能扩张销量增长，预计 2017-2019 年销量增速分别为 5%、15%、15%。

表 1：公司主营业务收入分拆与预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
合计				
营业收入	2505.6	2660.4	3281.6	3671.2
yoy	4%	6%	23%	12%
毛利率	23%	25.93%	30%	31%
营业成本	1917.0	1970.5	2298.6	2546.4
制剂药品				
营业收入	1212.2	1272.8	1463.7	1683.2
yoy	2%	5%	15%	15%
毛利率	30%	31%	32%	33%
营业成本	851.2	878.2	995.3	1127.8
兽用抗生素				
营业收入	687.9	756.7	1135.1	1248.6
yoy	14%	10%	50%	10%
毛利率	22%	27%	36%	36%
营业成本	539.3	552.4	726.4	799.1
抗生素原料药				
营业收入	253.3	266.0	292.6	321.8
yoy	7%	5%	10%	10%
毛利率	29%	30%	32%	33%
营业成本	179.2	186.2	198.9	215.6
半合成抗生素原料药				
营业收入	224.4	224.4	235.6	247.3
yoy	-21%	0%	5%	5%
毛利率	-2%	0%	0%	0%
营业成本	229.2	224.4	235.6	247.3
其他				
营业收入	127.9	140.6	154.7	170.2
yoy	42%	10%	10%	10%
毛利率	8%	8%	8%	8%
营业成本	118.2	129.4	142.3	156.6

数据来源：wind、西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2505.59	2660.44	3281.59	3671.16	净利润	29.51	119.16	285.11	355.07
营业成本	1917.04	1970.53	2298.59	2546.39	折旧与摊销	159.46	193.50	203.45	211.39
营业税金及附加	29.64	31.47	38.82	43.43	财务费用	27.07	43.71	39.11	22.41
销售费用	234.82	279.35	328.16	367.12	资产减值损失	45.69	20.00	15.00	15.00
管理费用	241.37	212.84	246.12	275.34	经营营运资本变动	109.24	335.34	-58.38	-69.39
财务费用	27.07	43.71	39.11	22.41	其他	-74.73	-39.13	-24.38	-24.38
资产减值损失	45.69	20.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	296.23	672.58	459.91	510.10
投资收益	17.12	10.00	10.00	10.00	资本支出	-108.20	-250.00	-200.00	-150.00
公允价值变动损益	-0.62	-0.62	-0.62	-0.62	其他	-245.42	14.16	6.64	9.93
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-353.63	-235.84	-193.36	-140.07
营业利润	26.47	111.94	325.18	410.86	短期借款	329.08	-275.00	-100.00	-100.00
其他非经营损益	9.66	34.00	24.00	24.00	长期借款	140.22	400.00	-100.00	-100.00
利润总额	36.14	145.94	349.18	434.86	股权融资	16.00	0.00	0.00	0.00
所得税	6.63	26.78	64.07	79.79	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	29.51	119.16	285.11	355.07	其他	-425.20	-177.83	-39.11	-22.41
少数股东损益	0.40	1.63	3.91	4.87	筹资活动现金流净额	60.10	-52.83	-239.11	-222.41
归属母公司股东净利润	29.10	117.53	281.20	350.21	现金流量净额	3.03	383.91	27.44	147.62
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	600.90	984.81	1012.25	1159.87	成长能力				
应收和预付款项	636.02	463.21	589.07	680.65	销售收入增长率	3.95%	6.18%	23.35%	11.87%
存货	557.73	379.11	467.70	545.20	营业利润增长率	254.89%	322.83%	190.50%	26.35%
其他流动资产	33.21	39.11	50.96	58.30	净利润增长率	289.81%	303.85%	139.26%	24.54%
长期股权投资	45.53	45.53	45.53	45.53	EBITDA 增长率	-5.23%	63.91%	62.61%	13.55%
投资性房地产	49.33	41.99	45.98	45.21	获利能力				
固定资产和在建工程	1800.37	1837.43	1814.55	1733.73	毛利率	23.49%	25.93%	29.96%	30.64%
无形资产和开发支出	212.27	232.20	252.12	272.04	三费率	20.09%	20.14%	18.69%	18.11%
其他非流动资产	242.68	244.55	242.88	242.59	净利率	1.18%	4.48%	8.69%	9.67%
资产总计	4178.04	4267.94	4521.05	4783.13	ROE	1.49%	5.67%	11.95%	12.95%
短期借款	575.00	300.00	200.00	100.00	ROA	0.71%	2.79%	6.31%	7.42%
应付和预收款项	772.37	760.43	904.41	993.93	ROIC	1.94%	5.82%	14.06%	16.10%
长期借款	303.25	703.25	603.25	503.25	EBITDA/销售收入	8.50%	13.12%	17.30%	17.56%
其他负债	545.43	403.11	427.13	444.61	营运能力				
负债合计	2196.05	2166.79	2134.78	2041.79	总资产周转率	0.61	0.63	0.75	0.79
股本	581.58	581.58	581.58	581.58	固定资产周转率	1.60	1.69	2.03	2.28
资本公积	1095.88	1095.88	1095.88	1095.88	应收账款周转率	5.65	7.74	11.91	10.82
留存收益	177.85	295.37	576.57	926.78	存货周转率	3.41	4.04	5.24	4.88
归属母公司股东权益	1855.30	1972.83	2254.03	2604.23	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.14%	—	—	—
少数股东权益	126.69	128.32	132.23	137.10	资本结构				
股东权益合计	1981.99	2101.15	2386.26	2741.34	资产负债率	52.56%	50.77%	47.22%	42.69%
负债和股东权益合计	4178.04	4267.94	4521.05	4783.13	带息债务/总负债	39.99%	46.30%	37.63%	29.55%
					流动比率	1.14	1.59	1.71	1.96
					速动比率	0.79	1.27	1.33	1.52
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.05	0.20	0.48	0.60
					每股净资产	3.41	3.61	4.10	4.71
					每股经营现金	0.51	1.16	0.79	0.88
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	213.01	349.15	567.73	644.66					
PE	186.85	46.27	19.34	15.53					
PB	2.74	2.59	2.28	1.98					
PS	2.17	2.04	1.66	1.48					
EV/EBITDA	25.64	14.57	8.54	6.99					
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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 20 楼

邮编：200120

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn