



必康股份 (002411)

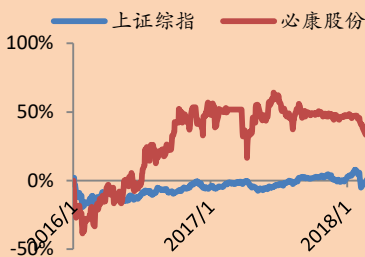
投资评级: 增持 (维持)

报告日期: 2018-02-28

前收盘价 (元) 25.19

目标价格 (元) -

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	1532.28
A股股本(百万股)	1532.28
B/H股股本(百万股)	-/-
总市值(亿元)	386
A股流通股比例(%)	18.74%
第一大股东	新沂必康新医药产业综合体
第一大股东持股比例	37.98
12个月最高/最低(元)	26.99/23.26

必康股份 (002411) 深度报告: 医药全产业链成型, 静待医药数字工厂开启新篇章, 增持, 首次覆盖 20180117

医药生物行业组

联系人:

方驭涛

邮件: fy0614@foxmail.com

翟新新

邮件: zhaixx01@foxmail.com

电话: 021-60956118

收入稳步增长, 商业并表+新能源业务调整拖累净利增速

事件:

公司发布 2017 年业绩快报, 实现营业收入 54.06 亿元 (+45.18%); 归属于上市公司股东的净利润 9.40 亿元 (-1.45%); EPS 0.61 元。

点评:

商业增加收入摊薄净利, 新能源业务受政策和价格因素毛利降低

公司收入大幅增长而净利润出现下滑的主要原因为: (1) 公司 2017 年收购了润祥医药和百川医药两家商业公司, 三季度开始并表, 医药商业公司收入体量大而毛利率较低, 导致公司医药板块销售收入同比大增, 而利润增速低于收入增速; 预计工业板块收入仍保持稳步增长。(2) 2017 年公司新能源业务 (六氟磷酸锂) 因行业政策调整使得订单减少, 销售收入相应减少 (2017 年上半年六氟磷酸锂销售收入同比减少 67.43%); 同时, 六氟磷酸锂价格的回调使得该业务毛利率有所下滑, 营业利润同比下滑。

剥离新能源、新材料、中间体业务, 聚焦医药主业

公司于 2 月 12 日与深圳前海高新联盟投资有限公司签署股权转让框架协议, 拟向前海高新转让全资子公司九九久科技 100% 股权, 预计转让价格约 26 亿元人民币。九九久科技原主要负责公司新能源、新材料、中间体等业务; 九九久科技转让后, 公司将剥离非医药辅业, 专注于医药主营, 同时公司的现金流也将获得进一步改善。

加强终端优势, 持续扩充商业连锁版图

公司 2 月 13 日公告全资子公司陕西必康拟收购 4 家商业公司, 以不超过 1.1 亿元、6000 万元、1.8 亿元收购南京兴邦持有的湖南鑫和 70% 股权、江西康力 70% 股权及青海新绿洲 70% 股权; 不超过 7500 万元向昆明东方进行增资以获得其 51% 股权。此举将进一步扩大医药商业领域的布局 (其中青海新绿洲、昆明东方旗下拥有自营的连锁药店)。商业公司的收购一方面将提升公司医药产品的销售能力和市场开拓能力; 另一方面, 也符合公司建立完整的商业+药店终端体系的战略布局。

盈利预测与评级

公司医药业务整体稳健, 工业板块主推的补肾强身胶囊、安胃胶囊以及小儿系列产品均具有较大市场空间, 随着 2018 年山阳二期扩建项目和中药提取车间 GMP 认证的完成, 产能不足问题将得到大幅改善; 同时储备的 10 多个独家品种在量产后也将成为新的增长点; 医药商业部分, 预计公司将进一步布局, 建立完整的商业和药店体系。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.61/0.69/0.81 元, 对应 PE 分别为 41/36/31 倍, 维持公司“增持”评级。

风险提示

商誉减值风险; 规模扩张迅速带来的管理压力; 股市系统性风险。

盈利预测：单位：百万元

财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3724	5353	9407	12177
收入同比 (%)	84%	44%	76%	29%
归属母公司净利润	954	942	1062	1245
净利润同比 (%)	68%	-1%	13%	17%
毛利率 (%)	54.8%	38.6%	30.1%	28.3%
ROE (%)	11.4%	10.3%	10.4%	10.9%
每股收益	0.62	0.61	0.69	0.81
P/E	40.47	40.98	36.36	31.00
P/B	4.64	4.29	3.83	3.41
EV/EBITDA	36	27	22	20

资料来源：Wind，华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	9,131	8,717	12,050	15,118	营业收入	3,724	5,353	9,407	12,177
现金	5,095	2,923	2,944	3,341	营业成本	1,684	3,287	6,573	8,735
应收账款	1,027	2,200	4,124	5,505	营业税金及附加	50	54	94	122
其他应收款	45	147	258	367	销售费用	479	482	753	974
预付账款	81	232	510	903	管理费用	300	434	687	865
存货	258	652	1,309	1,757	财务费用	142	224	259	223
其他流动资产	2,352	2,270	2,339	2,478	资产减值损失	(2)	20	20	20
非流动资产	8,931	13,394	14,770	16,126	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	41	42	42	42	投资净收益	46	260	230	230
固定资产	1,099	1,301	2,822	3,020	营业利润	1,119	1,114	1,252	1,469
无形资产	324	368	362	357	营业外收入	50	10	20	20
其他非流动资产	688	4,108	5,487	6,872	营业外支出	35	10	15	15
资产总计	18,062	22,111	26,820	31,244	利润总额	1,134	1,114	1,257	1,474
流动负债	2,486	4,580	7,777	10,234	所得税	172	167	188	221
短期借款	85	135	185	215	净利润	962	947	1,068	1,253
应付账款	571	1,621	2,161	2,632	少数股东损益	8	5	6	8
其他流动负债	180	(78)	(78)	(78)	归属母公司净利润	954	942	1,062	1,245
非流动负债	7,113	7,229	7,270	7,270	EBITDA	1,396	1,452	1,733	1,941
长期借款	125	185	245	245	EPS (元)	0.62	0.61	0.69	0.81
其他非流动负债	6,769	6,819	6,800	6,800					
负债合计	9,599	11,809	15,047	17,504					
少数股东权益	152	157	163	171					
股本	1,778	1,532	1,532	1,532					
资本公积	4,896	4,896	4,896	4,896					
留存收益	1,636	2,578	3,640	4,885					
归属母公司股东权益	8,311	9,007	10,068	11,313					
负债和股东权益	18,062	20,972	25,279	28,988					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1,513	(1,765)	84	185
净利润	962	942	1,062	1,245
折旧摊销	136	114	223	249
财务费用	176	224	259	223
投资损失	27	80	80	80
营运资金变动	(2,285)	(3,149)	(1,566)	(1,640)
其他经营现金流	2,497	25	26	28
投资活动现金流	(4,535)	(991)	(140)	(140)
资本支出	0	(1,070)	(220)	(220)
长期投资	(8)	(1)	0	0
其他投资现金流	(4,527)	80	80	80
筹资活动现金流	7,198	(303)	(163)	(193)
短期借款	(599)	50	50	30
长期借款	(368)	60	60	0
普通股增加	278	(246)	0	0
资本公积增加	2,012	0	0	0
其他筹资现金流	5,875	(167)	(273)	(223)
现金净增加额	4,176	(3,059)	(219)	(148)

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	84.04%	43.74%	75.74%	29.45%
营业利润	62.16%	-0.45%	12.39%	17.34%
归属于母公司净利润	67.81%	-1.24%	12.73%	17.27%
获利能力				
毛利率(%)	54.79%	38.60%	30.13%	28.27%
净利率(%)	35.16%	25.61%	17.60%	11.29%
ROE(%)	11.37%	10.33%	10.44%	10.91%
ROIC(%)	18.58%	11.62%	12.85%	14.26%
偿债能力				
资产负债率(%)	53.14%	56.31%	59.52%	60.38%
净负债比率(%)	-42.73%	-4.71%	15.55%	37.76%
流动比率	3.67	1.90	1.55	1.48
速动比率	3.57	1.76	1.38	1.30
营运能力				
总资产周转率	0.28	0.27	0.38	0.42
应收账款周转率	3.53	3.32	2.98	2.53
应付账款周转率	7.33	4.89	4.97	5.08
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.61	0.69	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.99	(1.15)	0.05	0.12
每股净资产(最新摊薄)	5.42	5.88	6.57	7.38
估值比率				
P/E	40.5	41.0	36.4	31.0
P/B	4.6	4.3	3.8	3.4
EV/EBITDA	35.52	27.29	22.29	19.99

资料来源: Wind, 华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。