



## 新产能释放在即, OTC 提价潜力巨大

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年业绩快报, 实现收 54.1 亿 (+45%)、归母净利润 9.4 亿 (-1%)。
- **收入结构调整, 医药板块仍保持快速增长。** 单季度来看, 2017Q4 实现收入 21.2 亿 (+99%)、归母净利润 3.2 亿 (+21%), 单季度增速明显提升, 扭转了营销渠道整合的负增长。化工板块的主要产品六氟磷酸锂价格在 2017 年下滑, 从峰值的 40 万元/吨降到最低点 15 万元/吨左右, 原九九久母公司的净利润从 2016H1 的 3.8 亿下降到 2017H1 的 1.3 亿, 同比下滑 66%, 估计全年净利润在 1.5-2.0 亿左右, 同比下滑超过 60%。医药工业板块以陕西必康为主体, 主营产品虽然受到产能限制, 但仍然保持稳定增长, 保守估计净利润增速不低于 10%。医药商业板块为 2017 年通过并购新获得的资产, 但是由于净利率低, 主要体现在收入增长, 随着规模扩大将逐步加大利润贡献。
- **新产能释放在即, 优质产品+完善渠道共振推动业绩增长。** 中药提取是中药生产的关键环节, 原有年提取产能仅 5000 吨, 近年来随着产品销量快速增长, 已实现满负荷生产, 新建的中药提取车间有望在 2018 年投产, 满产后产能接近 50000 吨, 销量有望进一步快速增长。公司拥有的药品批文众多, 包括 140 个医保产品, 产品质量优良, 拥有“唯正”和“博士宝宝”陕西省著名商标。销售渠道已经深入覆盖全国第三终端, 对优质产品放量形成催化作用, 八正片、补肾强身胶囊、安胃胶囊都从 2015 年的不到 5000 万增长到 2017 年超过 2 亿, 复合增速超过 100%。优质产品+完善渠道共振助推产品快速放量, 推动业绩高速增长。
- **OTC 产品具备提价属性, 显著增厚公司业绩。** 我国 OTC 市场空间广阔, 2015 年国内 OTC 市场规模约为 2400 亿元, 约占整个药品市场的 17%, 近 5 年复合增长率为 11.7%。OTC 产品不受招标降价影响, 不仅不降价, 反而还有提价空间。必康股份拥有“唯正”和“博士宝宝”陕西省著名商标, 品牌知名度高, 结合上游中药材价格波动和市场竞争情况, 部分产品陆续提价。如黄连上清片提价幅度超过 100%、阿司匹林片提价幅度接近 80%、强力枇杷露提价幅度约 50%、安胃胶囊和小儿感冒颗粒提价幅度超过 20%, 有望显著增厚公司业绩。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2018-2019 年 EPS 分别为 0.66 元、0.81 元, 对应 PE 分别为 40 倍、32 倍。给予公司 2018 年 45 倍 PE, 对应股价为 29.70 元, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 药品销售或不达预期的风险; 六氟磷酸锂销售或不达预期的风险; 商誉减值风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3723.90	5392.18	8243.60	9464.00
增长率	84.04%	44.80%	52.88%	14.80%
归属母公司净利润(百万元)	953.64	925.08	1168.04	1441.92
增长率	67.81%	-3.00%	26.26%	23.45%
每股收益 EPS(元)	0.54	0.52	0.66	0.81
净资产收益率 ROE	11.37%	9.93%	11.14%	12.09%
PE	49	50	40	32
PB	5.48	4.93	4.38	3.85

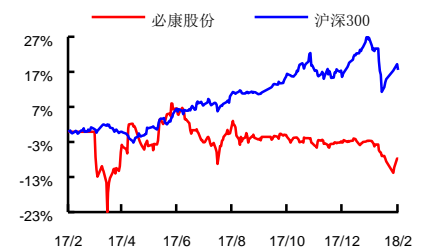
数据来源: Wind, 西南证券

### 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)	15.32
流通 A 股(亿股)	2.87
52 周内股价区间(元)	21.04-29.63
总市值(亿元)	385.98
总资产(亿元)	200.26
每股净资产(元)	5.75

### 相关研究

**关键假设:**

1、随着医药工业新产能投产和销售渠道向第二终端延伸,预计 2017-2019 年医药工业的销量增速分别为 5%、25%、20%,随着规模效应扩大和 OTC 产品提价,毛利率略有提升,分别为 60%、61%、62%;

2、医药商业公司于 2017 年 7 月开始并表,预计 2018-2019 年销量增速分别为 10%(注:2017 年表中数据仅为下半年数据)、10%,毛利率维持在 8%;

3、预计新能源业务由于降价原因,2017 年销量和毛利率下滑,2018-2019 年新能源业务保持 30%的销量增长。

基于以上假设,我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位:百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	3723.9	5392.2	8243.6	9464.0
	增速	84%	45%	53%	15%
	毛利率	55%	36%	31%	33%
医药工业	收入	2405.4	2525.6	3157.1	3788.5
	增速	19%	5%	25%	20%
	毛利率	63%	60%	61%	62%
医药商业	收入		1700.0	3740.0	4114.0
	增速			120%	10%
	毛利率		8%	8%	8%
新能源	收入	539.1	215.6	280.3	364.4
	增速		-60%	30%	30%
	毛利率	74%	60%	50%	50%
化工	收入	623.8	748.6	823.5	905.8
	增速		20%	10%	10%
	毛利率	14%	16%	17%	18%
新材料及其他	收入	155.6	202.3	242.7	291.3
	增速		30%	20%	20%
	毛利率	31%	32%	33%	34%

数据来源:公司公告,西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3723.90	5392.18	8243.60	9464.00	净利润	962.06	933.24	1178.34	1454.64
营业成本	1683.52	3426.90	5658.33	6341.73	折旧与摊销	135.75	195.41	308.48	380.45
营业税金及附加	49.64	71.87	109.88	126.15	财务费用	141.81	229.29	289.45	325.79
销售费用	479.44	431.37	577.05	662.48	资产减值损失	-2.46	50.00	20.00	20.00
管理费用	299.79	377.45	494.62	567.84	经营营运资本变动	-1431.35	2050.08	526.07	20.37
财务费用	141.81	229.29	289.45	325.79	其他	1707.01	-342.12	-320.00	-320.00
资产减值损失	-2.46	50.00	20.00	20.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1512.82</b>	<b>3115.90</b>	<b>2002.35</b>	<b>1881.25</b>
投资收益	46.47	300.00	300.00	300.00	资本支出	-2610.08	-1050.00	-850.00	-550.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1925.05	300.08	299.96	300.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-4535.13</b>	<b>-749.92</b>	<b>-550.04</b>	<b>-249.99</b>
<b>营业利润</b>	<b>1118.64</b>	<b>1105.29</b>	<b>1394.26</b>	<b>1720.01</b>	短期借款	-599.05	15.00	0.00	0.00
其他非经营损益	15.62	-5.00	-5.00	-5.00	长期借款	-367.50	100.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1134.26</b>	<b>1100.29</b>	<b>1389.26</b>	<b>1715.01</b>	股权融资	2289.80	0.00	0.00	0.00
所得税	172.20	167.04	210.91	260.37	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	962.06	933.24	1178.34	1454.64	其他	5874.81	-357.70	-289.45	-325.79
少数股东损益	8.41	8.16	10.31	12.72	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>7198.05</b>	<b>-242.70</b>	<b>-289.45</b>	<b>-325.79</b>
归属母公司股东净利润	953.64	925.08	1168.04	1441.92	<b>现金流量净额</b>	<b>4178.69</b>	<b>2123.28</b>	<b>1162.85</b>	<b>1305.47</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	5095.18	7218.46	8381.31	9686.78	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1425.81	930.33	1478.04	1751.33	销售收入增长率	84.04%	44.80%	52.88%	14.80%
存货	258.36	670.38	1173.25	1380.18	营业利润增长率	62.16%	-1.19%	26.14%	23.36%
其他流动资产	2351.68	1143.58	1979.50	2493.57	净利润增长率	69.29%	-3.00%	26.26%	23.45%
长期股权投资	40.98	40.98	40.98	40.98	EBITDA 增长率	82.98%	9.58%	30.21%	21.79%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	5913.21	6759.95	7293.61	7455.30	毛利率	54.79%	36.45%	31.36%	32.99%
无形资产和开发支出	2261.87	2269.86	2277.85	2285.84	三费率	24.73%	19.25%	16.51%	16.44%
其他非流动资产	714.54	714.32	714.23	714.09	净利率	25.83%	17.31%	14.29%	15.37%
<b>资产总计</b>	<b>18061.64</b>	<b>19747.86</b>	<b>23338.78</b>	<b>25808.07</b>	ROE	11.37%	9.93%	11.14%	12.09%
短期借款	85.00	100.00	100.00	100.00	ROA	5.33%	4.73%	5.05%	5.64%
应付和预收款项	1152.62	1984.26	3506.63	4109.99	ROIC	13.21%	11.82%	15.51%	18.28%
长期借款	125.00	225.00	225.00	225.00	EBITDA/销售收入	37.49%	28.37%	24.17%	25.64%
其他负债	8235.95	8042.30	8932.50	9343.79	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>9598.58</b>	<b>10351.56</b>	<b>12764.13</b>	<b>13778.78</b>	总资产周转率	0.28	0.29	0.38	0.39
股本	1778.30	1778.30	1778.30	1778.30	固定资产周转率	3.34	2.18	1.77	1.62
资本公积	4895.95	4895.95	4895.95	4895.95	应收账款周转率	3.53	7.13	13.00	10.94
留存收益	1636.47	2561.55	3729.59	5171.50	存货周转率	6.13	7.21	6.04	4.91
归属母公司股东权益	8310.72	9235.80	10403.84	11845.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.00%	—	—	—
少数股东权益	152.34	160.50	170.81	183.53	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>8463.06</b>	<b>9396.31</b>	<b>10574.65</b>	<b>12029.29</b>	资产负债率	53.14%	52.42%	54.69%	53.39%
负债和股东权益合计	18061.64	19747.86	23338.78	25808.07	带息债务/总负债	72.70%	68.53%	55.57%	51.48%
					流动比率	3.67	3.17	2.34	2.33
					速动比率	3.57	2.96	2.13	2.12
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.54	0.52	0.66	0.81
					每股净资产	4.76	5.28	5.95	6.76
					每股经营现金	0.85	1.75	1.13	1.06
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	1396.20	1529.98	1992.19	2426.25					
PE	48.60	50.10	39.68	32.14					
PB	5.48	4.93	4.38	3.85					
PS	12.44	8.59	5.62	4.90					
EV/EBITDA	34.12	29.74	22.26	17.74					
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