



2018年03月16日

## 买入(首次评级)

当前价: 14.2元

## 医药行业研究组

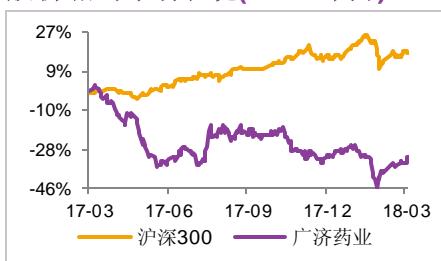
分析师: 李志新

执业编号: S0300518010002

电话: 010-66235703

邮箱: lizixin@lxsec.com

## 股价相对市场表现(近12个月)



资料来源: 聚源

## 盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	801.5	1375.0	1280.5	1297.9
(+/-)		71.6%	-6.9%	1.4%
归母净利润	105.2	493.0	435.5	456.8
(+/-)		368.6%	-11.7%	4.9%
EPS(元)	0.42	1.96	1.73	1.81
P/E	34.0	7.3	8.2	7.8

资料来源: 联讯证券研究院

## 相关研究

## 投资要点

## ◆ 事件

公司公告 2017 年度年度报告, 期内实现营业收入 8.01 亿元, 同比增 12.15%, 归属于上市公司股东的净利润 1.05 亿元, 同比下降 25.82%, 基本每股收益 0.418 元/股。公司总资产 16.4 亿元, 归属上市公司股东净资产 7.59 亿元, 每股净资产 3.02 元/股, 加权净资产收益 14.89%。

## ◆ 年报业绩低于预期, 静待 2018 年业绩迎春绽放

公司营收 8.01 亿元 (+12.15%), 其中超过 85% 来自维生素原料药业务 (VB2), 实现归母净利润 1.05 亿元 (-25.82%), 年度业绩低于预期。一部分是由于研发费用增加、集中计提资产减值损失和企业所得税费用增加所致; 另外, 去年 VB2 价格宽幅波动, 前低后高, 上半年价格持续下滑, 下半年受环保政策持续收紧, 维生素大范围涨价大环境影响, 价格触底回升, 到第四季度价格突破 400 元/kg, 公司 VB2 国际出口订单通常至少提前一个季度签订合同, 业绩反映滞后提价周期 1-2 个季度。我们认为当前不利公司发展的利空基本出尽, 管理层不稳定因素消除, 新董事长安靖已上任, 完成资产减值计提, 公司新近获得高新企业认证; 目前 VB2 市场价格持续高位, 静待今年业绩迎春绽放。

## ◆ VB2 全球龙头, 尽享产品提价红利

目前公司 VB2 总产能约 4800 吨 (80% 粉针, 下同), 两大生产基地: 大金产业园 2300 吨, 孟州公司 2500 吨, 其中大金产业园主要生产食品和医药级 VB2, 孟州基地主要生产饲用 VB2。全球 VB2 总产能约 10000 吨, 生产企业主要有广济药业 4800 吨、DSM2000 吨、巴斯夫 1500 吨, 三家企业总长能达 8300 吨, 超过全球产能 80%, 呈现三寡头垄断格局, 公司产能占全球总产能接近 50%, 是绝对世界 VB2 龙头。出口方面, 2017 年我国共出口 VB2 2739 吨, 折合年均出口单价 32.38 美元/千克, 同比 2016 年出口均价有所下滑, 主要是上半年出口价格较低; 公司产品主导我国 VB2 出口市场, 约占出口份额 70%-80% 左右。目前 VB2 国内市场价格仍处 440 元/kg 高位, 今年一月份月均出口单价攀升到 49.3 美元/kg, 公司作为 VB2 世界性龙头, 尽享产品提价红利。

## ◆ 盈利预测与估值

我们预测公司 2018-2020 年营收分别为 13.75/12.80/12.97 亿元, 分别同比增 71.6%/-6.9%/1.4%; 归母净利润为 4.93/4.35/4.56 亿元, 分别同比增 368.6%/-11.7%/4.9%。当前股价对应 2018 年盈利预测, 公司 PE 估值水平仅 7-8 倍, 严重低估, 强烈推荐, 首次给予“买入”评级。



✧ 风险提示

VB2 价格大幅波动，市场竞争加剧，生产事故风险



图表1：3年PE-Band历史波动区间



资料来源: Wind, 联讯证券研究院



## 附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	420.5	1107.5	1321.1	1685.2	经营活动现金流净额	178.8	527.4	522.7	507.3
货币资金	140.8	625.2	769.6	984.8	净利润	106.1	496.0	438.5	459.8
应收账款和票据	116.5	192.5	179.3	181.7	折旧与摊销	82.5	89.9	82.9	79.6
其他应收款	36.9	68.8	64.0	64.9	财务费用	37.0	37.6	20.0	0.0
预付账款	8.2	14.0	13.1	13.2	资产减值损失	36.3	10.0	10.0	10.0
存货	98.4	178.8	166.5	168.7	经营营运资本变动	-56.9	-66.0	11.3	-2.1
其他流动资产	19.8	28.3	128.8	271.8	其他	-26.2	-40.0	-40.0	-40.0
非流动资产	1221.4	1124.5	1036.0	952.1	投资活动现金流净额	-79.7	52.0	1.5	3.2
无形资产	163.9	155.7	147.9	140.5	资本支出	-80.9	50.0	0.0	0.0
固定资产	899.0	828.6	795.7	716.1	投资支出	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	69.5	50.0	0.0	0.0	其他	1.2	2.0	1.5	3.2
其他非流动资产	89.1	90.2	92.4	95.5	筹资活动现金流净额	-67.8	-95.0	-379.8	-295.2
资产总计	1641.9	2232.0	2357.2	2637.4	吸收投资	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债	762.7	855.8	557.5	377.9	短期、长期借款	26.8	0.0	-279.5	-200.0
短期借款	479.5	479.5	200.0	0.0	其他	-94.6	-95.0	-100.3	-95.2
应付账款	115.9	206.3	192.1	194.7	现金流量净额	31.3	484.4	144.4	215.3
其他流动负债	167.3	170.0	165.4	183.2					
非流动负债	113.9	115.0	100.0	100.0					
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他非流动负债	113.9	115.0	100.0	100.0					
负债合计	876.6	970.8	657.5	477.9					
归属母公司股东权益	759.3	1252.2	1687.7	2144.5					
少数股东权益	6.0	9.0	12.0	15.0					
股东权益合计	765.3	1261.2	1699.7	2159.5					
利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	主要财务比率	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	801.5	1375.0	1280.5	1297.9	成长能力				
营业成本	393.6	409.1	416.1	424.2	营业收入	12.15%	71.56%	-6.87%	1.36%
营业税金及附加	18.6	31.6	29.5	29.9	营业利润	-13.87%	330.39%	-9.35%	4.78%
营业费用	27.4	45.4	42.3	42.8	归属母公司净利润	-25.82%	368.33%	-11.67%	4.90%
管理费用	156.2	261.3	236.9	240.1	盈利能力				
财务费用	37.6	37.6	20.0	0.0	毛利率	50.80%	70.25%	67.51%	67.32%
资产减值损失	36.3	10.0	10.0	10.0	净利率	13.23%	36.07%	34.24%	35.43%
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	13.86%	78.11%	51.19%	42.26%
投资净收益	3.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	8.48%	35.04%	27.86%	24.60%
营业利润	134.8	580.1	525.8	550.9	偿债能力				
营业外收入	7.8	10.0	10.0	10.0	资产负债率	53.39%	43.49%	27.89%	18.12%
营业外支出	21.6	20.0	20.0	20.0	净负债比率	114.55%	76.97%	38.68%	22.13%
利润总额	121.0	570.1	515.8	540.9	流动比率	0.55	1.29	2.37	4.46
所得税	15.5	74.1	77.4	81.1	速动比率	0.42	1.09	2.07	4.01
净利润	106.1	496.0	438.5	459.8	营运能力				
少数股东损益	0.8	3.0	3.0	3.0	总资产周转率	0.49	0.71	0.56	0.52
归属母公司净利润	105.3	493.0	435.5	456.8	应收账款周转率	8.29	8.90	6.89	7.19
EBITDA	240.5	697.6	618.7	620.5	应付账款周转率	3.8	3.0	2.4	2.5
EPS (元)	0.42	1.96	1.73	1.81	每股指标(元)				
					每股收益	0.42	1.96	1.73	1.81
					每股净资产	3.01	4.97	6.70	8.51
					每股经营现金	0.71	2.09	2.07	2.01
					估值比率				
					P/E	34.0	7.3	8.2	7.8
					P/B	4.7	2.9	2.1	1.7
					EV/EBITDA	16.87	5.82	6.11	5.77

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



联讯证券

广济药业(000952.SZ)公司研究



## 分析师简介

李志新：2015年11月加入联讯证券，现任研究院医药行业分析师，证书编号：S0300518010002。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



联讯证券

广济药业(000952.SZ)公司研究



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)