

化工业务触底反弹，医药业务稳步发展

投资要点

- **事件:** 公司 2017 年营业收入、扣非净利润分别约为 17 亿元、-0.37 亿元，收入下降约 39%；2017Q4 营业收入、扣非净利润分别约为 6.1 亿元、0.42 亿元，同比增速分别约为 93%、117%；2018Q1 营业收入、扣非净利润分别约为 5.2 亿元、0.44 亿元，同比增速分别约为 118%、179%。
- **化工业务触底反弹，医药业务稳步发展。收入端化工产品提价是亮点。**2017 年收入约为 17 亿元，同比下滑约 39%。其中化工板块收入约为 11 亿元，同比下滑约 5.4%，主要原因是行业产能过剩，但 2017 年甲醛及尿素价格分别回升 44%、22%，我们估计行业供给有改善趋势；医药板块约为 5.7 亿元，同比下滑约 64%，主要原因是转让流通子公司取消并表所致。如果不考虑该影响，医药板块收入增速约为 21%。**扣非净利润大幅减亏，单季度盈利正常。**2017 年公司扣非净利润约为-0.37 亿元，大幅减亏。具体分析如下：1) 2017 年计提资产减值准备大幅减少，且康心药业转让获得投资收益；2) 整体毛利率约为 28%，同比提升约 9 个百分点；3) 期间费用率约为 26%，同比提升约 3 个百分点，其中偿还部分银行到期借款，使得财务费用大幅减少。单季度来看，2017Q4 营业收入、扣非净利润分别约为 6.1 亿元、0.42 亿元，同比增速分别约为 93%、117%；2018Q1 营业收入、扣非净利润分别约为 5.2 亿元、0.44 亿元，同比增速分别约为 118%、179%。2018Q1 与 2017Q4 相比收入环比下滑，主要受行业季节性因素影响。净利润持平，其中化工板块营业利润同比有增加，与行业供需关系改善有关。我们认为，在化工产品提价后将提升企业盈利能力，且医药业绩增长稳定，预计全年净利润或超过 1 亿元。
- **化工医药双管齐下，业绩稳定增长。1) 尿素区域龙头，板块盈利提升。**"赤"牌尿素在贵州市场占有率高，品牌效应较强，客户忠诚度高，且具有生产技术管理及技术创新等优势。目前行业供需关系逐渐趋于平衡，预计尿素和甲醇 2018 年全年价格中枢较 2017 年仍将继续提升。**2) 医药板块积极拓展渠道。**加强与商业公司、OTC 龙头连锁企业的合作，协助连锁药业开展慢病会员管理服务，提高患者粘性。**3) 布局糖尿病业务。**推行建设糖尿病医院，并利用公司已经形成的糖尿病专业化品牌，持续促进公司糖尿病系列产品在患者及医生群体传播，同时也将带动公司降压产品杜仲颗粒、降压片、六味地黄胶囊、灵芝胶囊、硝苯地平等产品销售。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.07 元、0.10 元、0.14 元，对应市盈率分别为 83 倍、55 倍、40 倍。公司化工业务行业供需逐渐改善，或迎来短期量价齐升。医药业务在稳步发展中西药产品的同时，积极布局医疗服务。我们认为公司具有提价、外延等催化剂，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 产品销售或不达预期，市场拓展或不达预期。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1696.87	2192.00	2643.87	3180.09
增长率	-39.30%	29.18%	20.61%	20.28%
归属母公司净利润(百万元)	38.26	118.15	176.81	246.02
增长率	—	208.83%	49.65%	39.14%
每股收益 EPS(元)	0.02	0.07	0.10	0.14
净资产收益率 ROE	0.82%	2.49%	3.59%	4.76%
PE	256	83	55	40
PB	2.09	2.06	1.99	1.89

数据来源: Wind, 西南证券

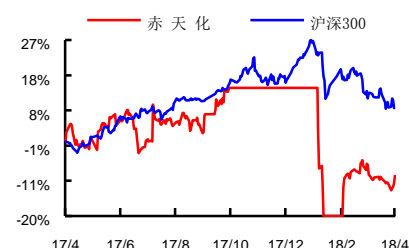
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513110001
 电话: 021-58351962
 邮箱: zhuguo@swsc.com.cn

分析师: 何治力
 执业证号: S1250515090002
 电话: 023-67898264
 邮箱: hzli@swsc.com.cn

分析师: 张肖星
 执业证号: S1250517080003
 电话: 021-68415020
 邮箱: zxxing@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)	17.36
流通 A 股(亿股)	12.45
52 周内股价区间(元)	4.94-7.09
总市值(亿元)	97.75
总资产(亿元)	67.98
每股净资产(元)	2.71

相关研究

关键假设：

1) 尿素及甲醛行业供给关系持续改善，2018 年价格还将上涨。综合考虑销量及提价因素，我们估计尿素业务 2018-2020 年收入增速分别约为 25%、15%、15%；预计甲醛业务 2018-2020 年收入增速约为 30%、15%、15%；

2) 医药板块为公司重点发展领域，预计西药业务 2018-2020 年销量增速约为 30%、30%、30%；预计中药业务 2018-2020 年销量增速约为 50%、40%、30%；

3) 预计 2018-2020 年销售费用率、管理费用率均维持在 11%左右。

表 1：主要业务收入分拆情况（百万元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
尿素					
收入	818.40	654.04	817.55	940.18	1,081.21
yoy		-20.08%	25.00%	15.00%	15.00%
成本	801.67	655.03	800.38	920.44	1,058.50
毛利率	2.04%	-0.15%	2.10%	2.10%	2.10%
甲醛					
收入	311.92	412.19	535.85	616.22	708.66
yoy		32.15%	30.00%	15.00%	15.00%
成本	337.11	402.46	522.45	600.82	690.94
毛利率	-8.08%	2.36%	2.50%	2.50%	2.50%
西药					
收入	308.15	390.32	507.42	659.64	857.53
yoy		26.67%	30.00%	30.00%	30.00%
成本	38.45	37.33	50.74	65.96	85.75
毛利率	87.52%	90.44%	90.00%	90.00%	90.00%
中药					
收入	82.39	114.08	171.12	239.57	311.44
yoy		38.46%	50.00%	40.00%	30.00%
成本	25.80	41.05	59.89	83.85	109.00
毛利率	68.69%	64.02%	65.00%	65.00%	65.00%
保健食品					
收入	111.56	51.75	64.69	74.39	85.55
yoy		-53.61%	25.00%	15.00%	15.00%
成本	31.95	16.72	22.64	26.04	29.94
毛利率	71.36%	67.69%	65.00%	65.00%	65.00%
医疗器械					
收入	25.10	9.22	11.06	12.17	13.39
yoy		-63.27%	20.00%	10.00%	10.00%
成本	8.84	3.47	3.87	4.26	4.69
毛利率	64.78%	62.36%	65.00%	65.00%	65.00%

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）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1696.87	2192.00	2643.87	3180.09	净利润	38.26	118.15	176.81	246.02
营业成本	1215.13	1518.38	1769.42	2057.99	折旧与摊销	284.55	230.01	230.01	230.01
营业税金及附加	25.41	19.40	28.73	36.78	财务费用	47.08	11.92	6.09	1.43
销售费用	196.63	241.12	290.83	349.81	资产减值损失	24.35	0.00	0.00	0.00
管理费用	194.32	241.12	290.83	349.81	经营营运资本变动	100.96	206.45	-114.33	-75.41
财务费用	47.08	11.92	6.09	1.43	其他	-527.75	-22.61	-61.19	-63.97
资产减值损失	24.35	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-32.55	543.92	237.39	338.08
投资收益	52.38	50.00	60.00	60.00	资本支出	216.47	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-381.42	169.01	60.00	60.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-164.94	139.01	30.00	30.00
营业利润	47.38	210.05	317.97	444.28	短期借款	21.15	-300.00	-30.00	0.00
其他非经营损益	22.90	7.00	6.85	7.68	长期借款	95.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	70.28	217.06	324.82	451.96	股权融资	-4.70	0.00	0.00	0.00
所得税	32.03	98.90	148.01	205.94	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	38.26	118.15	176.81	246.02	其他	-239.17	-328.04	-6.09	-1.43
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-127.72	-628.04	-36.09	-1.43
归属母公司股东净利润	38.26	118.15	176.81	246.02	现金流量净额	-325.22	54.89	231.30	366.65
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	426.42	481.32	712.62	1079.27	成长能力				
应收和预付款项	881.55	853.98	1082.06	1325.55	销售收入增长率	-40.61%	29.18%	20.61%	20.28%
存货	289.98	334.96	396.06	468.89	营业利润增长率	-84.68%	343.34%	51.38%	39.72%
其他流动资产	334.39	278.22	335.58	403.64	净利润增长率	-88.66%	208.83%	49.65%	39.14%
长期股权投资	20.65	20.65	20.65	20.65	EBITDA 增长率	164.82%	19.25%	22.59%	21.96%
投资性房地产	201.78	201.78	201.78	201.78	获利能力				
固定资产和在建工程	4332.08	4148.40	3964.71	3781.03	毛利率	28.39%	30.73%	33.07%	35.29%
无形资产和开发支出	166.53	150.21	133.89	117.57	三费率	25.81%	22.54%	22.23%	22.05%
其他非流动资产	283.56	283.56	283.56	283.56	净利率	2.25%	5.39%	6.69%	7.74%
资产总计	6936.94	6753.07	7130.91	7681.93	ROE	0.82%	2.49%	3.59%	4.76%
短期借款	330.00	30.00	0.00	0.00	ROA	0.55%	1.75%	2.48%	3.20%
应付和预收款项	541.68	691.53	786.59	935.32	ROIC	1.03%	2.61%	3.99%	5.56%
长期借款	429.00	429.00	429.00	429.00	EBITDA/销售收入	22.34%	20.62%	20.96%	21.25%
其他负债	968.59	857.33	993.29	1149.57	营运能力				
负债合计	2269.27	2007.86	2208.88	2513.89	总资产周转率	0.24	0.32	0.38	0.43
股本	1736.32	1736.32	1736.32	1736.32	固定资产周转率	0.39	0.53	0.67	0.85
资本公积	2515.83	2515.83	2515.83	2515.83	应收账款周转率	3.41	3.79	4.21	4.01
留存收益	374.91	493.06	669.88	915.89	存货周转率	3.94	4.66	4.51	4.51
归属母公司股东权益	4667.67	4745.21	4922.02	5168.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	71.52%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	4667.67	4745.21	4922.02	5168.04	资产负债率	32.71%	29.73%	30.98%	32.72%
负债和股东权益合计	6936.94	6753.07	7130.91	7681.93	带息债务/总负债	33.45%	22.86%	19.42%	17.07%
					流动比率	1.07	1.26	1.45	1.60
					速动比率	0.91	1.05	1.22	1.37
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.02	0.07	0.10	0.14
					每股净资产	2.69	2.73	2.83	2.98
					每股经营现金	-0.02	0.31	0.14	0.19
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	379.01	451.98	554.07	675.72					
PE	255.51	82.74	55.29	39.73					
PB	2.09	2.06	1.99	1.89					
PS	5.76	4.46	3.70	3.07					
EV/EBITDA	25.05	19.61	15.53	12.19					
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
	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	wyhg@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn