

投资评级 优于大市 维持

核苷酸景气度持续高位，并购标的久凌制药贡献业绩增量

股票数据

10月29日收盘价(元)	4.64
52周股价波动(元)	3.04-6.97
总股本/流通A股(百万股)	739/645
总市值/流通市值(百万元)	3429/2995

相关研究

 《核苷酸价格持续上涨,公司业绩大幅改善》
 2019.09.27

市场表现


指标	1M	2M	3M
沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.7	-6.3	-10.6
相对涨幅(%)	-3.2	-9.4	-12.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘海荣

Tel: (021)23154130

Email: lhr10342@htsec.com

证书: S0850517080010

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

投资要点:

- 2019年前三季度公司实现归母净利润1.22亿元，同比增长281.36%。**公司公告2019年前三季度实现营收8.45亿元，同比增长31.42%；实现归母净利润1.22亿元，同比增长281.36%；实现EPS0.17元/股。其中3Q2019实现营收2.91亿元，同比增长46.02%；实现归母净利润0.45亿元，同比增长190.71%。
- 核苷酸价格维持高位，毛利率显著提高。**报告期内，受益食品添加剂行业持续回暖，公司主营产品核苷酸价格维持高位。根据我们跟踪的卓创资讯数据显示，2019年前三季度核苷酸I+G销售均价为10.3万元/吨，较去年同期9.38万元/吨同比上涨9.84%；核苷酸价差均价为8.82万元/吨，较去年同期7.93万元/吨同比上涨11.23%。受此影响，公司2019年前三季度综合毛利率为34.85%，较去年同期25.37%同比显著提高9.48个百分点。
- 并购久凌制药，医药中间体产品进一步丰富。**公司并购标的久凌制药经营业绩自2019年2月纳入合并报表范围，是公司业绩增长另一重要贡献。并购标的承诺2017-2020年扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润分别不低于3020、3200、3790、4350万元。久凌制药是一家从事医药中间体研发、生产与销售的医药化工企业，我们认为通过此次并购，公司医药中间体产品种类将进一步丰富，化学原料药及医药中间体业务规模将进一步提升，实现纵向一体化发展。
- 期间费用率略有提高。**报告期内公司期间费用率为18.29%，同比略有提高0.32个百分点。拆分来看，2019年前三季度公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为2.42%、14.96%和0.91%，同比下降1.5个百分点、上升2.5个百分点、下降0.67个百分点。
- 盈利预测。**我们预计2019-2021年，公司EPS分别为0.23元、0.25元和0.27元，结合可比公司估值水平，我们给予公司2019年25-28倍PE，对应的合理价值区间为5.75元-6.44元，维持优于大市评级。
- 风险提示：**核苷酸价格下跌，并购标的业绩承诺不达标，医药原料药市场需求下滑。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	687	859	1091	1178	1241
(+/-)YoY(%)	1.0%	25.1%	27.0%	7.9%	5.3%
净利润(百万元)	-158	42	167	188	200
(+/-)YoY(%)	-751.2%	126.7%	294.8%	12.4%	6.5%
全面摊薄EPS(元)	-0.21	0.06	0.23	0.25	0.27
毛利率(%)	17.3%	25.8%	35.2%	35.5%	35.6%
净资产收益率(%)	-17.3%	4.4%	10.8%	10.8%	10.3%

 资料来源: 公司年报(2017-2018), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比公司估值表

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
603288.SH	海天味业	109.1	1.62	1.95	2.32	67	56	47
600873.SH	梅花生物	4.24	0.32	0.39	0.47	13	11	9
002250.SZ	联化科技	13.35	0.04	0.43	0.64	334	31	21
均值						138	33	26

注：收盘价为 2019 年 10 月 29 日价格，EPS 为 wind 一致预期
资料来源：wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	859	1091	1178	1241
每股收益	0.06	0.23	0.25	0.27	营业成本	637	707	760	798
每股净资产	1.29	2.09	2.35	2.62	毛利率%	25.8%	35.2%	35.5%	35.6%
每股经营现金流	0.07	0.17	0.32	0.41	营业税金及附加	10	13	15	15
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
价值评估 (倍)					营业费用	31	35	39	42
P/E	54.88	22.54	20.06	18.84	营业费用率%	3.6%	3.2%	3.3%	3.4%
P/B	2.43	2.43	2.17	1.94	管理费用	74	95	102	108
P/S	3.82	3.45	3.19	3.03	管理费用率%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
EV/EBITDA	14.70	13.20	12.02	10.92	EBIT	69	198	214	227
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	14	9	5	5
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.6%	0.8%	0.4%	0.4%
毛利率	25.8%	35.2%	35.5%	35.6%	资产减值损失	20	4	1	0
净利率	4.9%	15.3%	15.9%	16.1%	投资收益	1	0	0	0
净资产收益率	4.4%	10.8%	10.8%	10.3%	营业利润	43	185	208	222
资产回报率	2.9%	8.9%	9.0%	8.7%	营业外收支	-1	0	0	0
投资回报率	6.3%	12.9%	13.0%	13.0%	利润总额	42	185	208	222
盈利增长 (%)					EBITDA	150	276	296	315
营业收入增长率	25.1%	27.0%	7.9%	5.3%	所得税	0	19	21	22
EBIT 增长率	404.6%	186.0%	8.0%	6.0%	有效所得税率%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润增长率	126.7%	294.8%	12.4%	6.5%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	42	167	188	200
资产负债率	33.8%	17.0%	16.4%	15.3%					
流动比率	1.4	4.1	4.3	4.7	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.7	2.8	3.0	3.4	货币资金	98	225	313	431
现金比率	0.3	1.2	1.5	2.0	应收账款及应收票据	141	153	179	179
经营效率指标					存货	240	230	270	273
应收帐款周转天数	51.5	51.1	55.6	52.7	其它流动资产	21	145	143	139
存货周转天数	125.3	118.8	129.8	124.7	流动资产合计	500	753	906	1022
总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.6	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.1	1.5	1.7	1.9	固定资产	770	698	656	629
					在建工程	8	13	113	233
					无形资产	118	154	154	154
					非流动资产合计	946	1112	1170	1263
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	1445	1865	2076	2285
净利润	42	167	188	200	短期借款	170	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	113	101	123	126
非现金支出	100	81	82	88	预收账款	7	11	13	12
非经营收益	16	9	5	5	其它流动负债	67	74	74	80
营运资金变动	-108	-131	-42	10	流动负债合计	357	186	209	218
经营活动现金流	51	127	233	302	长期借款	93	93	93	93
资产	-32	-244	-140	-180	其它长期负债	39	39	39	39
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	132	132	132	132
其他	1	0	0	0	负债总计	489	318	341	350
投资活动现金流	-32	-244	-140	-180	实收资本	645	739	739	739
债权募资	-70	-170	0	0	普通股股东权益	956	1547	1735	1935
股权募资	0	424	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-15	-9	-5	-5	负债和所有者权益合计	1445	1865	2076	2285
融资活动现金流	-86	245	-5	-5					
现金净流量	-67	128	88	117					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 29 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘海荣 基础化工行业
刘威 基础化工行业
邓勇 石油化工行业

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，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 皇马科技, 新洋丰, 梅花生物, 苏博特, 浙江龙盛, 华峰氨纶, 飞凯材料, 永利股份, 金石资源, 新宙邦, 新纶科技, 奥福环保, 星湖科技, 垒知集团, 新农股份, 红墙股份, 永冠新材, 密尔克卫

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 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。在法律许可的情况下, 海通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, 未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。