

# 千红制药 (002550) \ 医药生物

## ——毛利率拉低业绩 原料药贡献较大弹性

 投资建议: **推荐**

当前价格: 6.25 元

目标价格: 元

### 事件:

千红制药发布年报和一季报: 2016年实现营业收入7.76亿元, 同比增长2.55%, 归母净利润为2.24亿元, 同比减少15.98%, 每股EPS为0.18元, 略低于我们之前预期。2017年一季度公司营业收入2.44亿元, 同比增长55.52%, 归母净利润为0.70亿元, 同比增长0.24%, EPS为0.055元。

### 投资要点:

#### ➢ 受益于肝素价格上涨, 原料药增长提速。

2016年公司收入按产品类别来看, 原料药收入2.86亿元, 同比增长10.51%, 主要由于肝素原料药价格上涨所致, 而制剂业务收入4.89亿元, 同比减少1.69%, 我们认为这与招标降价和天津品规调整影响有关, 从当期结果来看, 招标降价对公司制剂销售影响不大, 体现了公司核心产品的竞争优势。2017年一季度收入同比增长55.52%, 预计原料药增长超过70%, 制剂增长超过20%, 其中怡开增速在30%左右。

#### ➢ 毛利率降低和期间费用增长影响公司业绩表现。

2016年整体毛利率为64.70%, 同比减少2.49个百分点, 其中原料药和制剂分别减少1.10和1.45个百分点, 2017年Q1毛利率同比减少11.13个百分点, 较年报下降幅度明显增大, 一方面与原料药占比提升有关, 另一方面则是搬迁新厂各项费用明显增加以及肝素粗品价格上涨有关。期间费用率方面, 2016年同比提高了3.11个百分点, 主要与销售费用和管理费用提高有关, 其中销售费用主要是新产品的推广, 而管理费用则由于人员成本提高和研发投入增多。2017年Q1期间费用同比提高了3.46个百分点, 主要是财务费用的增多, 而销售费用率和管理费用率均有所下降, 体现了公司在控制费用方面的努力。

#### ➢ 价格传导使得原料药毛利率有望提升, 业绩弹性较大。

由于粗品价格传导到原料药价格有一些滞后性, 因此公司目前原料药毛利率表现出下降态势, 我们认为随着需求的增长和粗品的上涨, 原料药价格有望持续上涨, 原料药毛利率有望迎来翻转并逐步提高。根据wind数据, 2016年肝素出口单价最低3410美元/kg, 截止到2017年02月价格最高达4170, 已经涨价20%左右, 考虑到公司5.5亿单位产能, 业绩提速预期较大。

#### ➢ 给予“推荐”评级。

我们预计公司17年-19年的EPS至0.20、0.23、0.28元, 市盈率分别为31倍、27倍、22倍, 估值基本合理, 鉴于公司肝素钠原料药价格持续上涨使得业绩有望加速和公司大健康平台的运作, 给予“推荐”评级。

#### ➢ 风险提示: 销售增长不达预期; 费用增长过快等;

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,280/853
流通A股市值 (百万元)	5,496
每股净资产 (元)	1.85
资产负债率 (%)	16.76
一年内最高/最低 (元)	9.18/6.36

### 一年内股价相对走势



周静 分析师

执业证书编号: S0590516030001

电话: 025-84578383

邮箱: zhoujing@glsc.com.cn

周静

电话: 025-84578383

邮箱: zhoujing@glsc.com.cn

### 相关报告

**图表 1: 财务预测摘要**

<b>资产负债表</b>						<b>利润表</b>					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	136.45	123.07	169.65	198.05	217.01	<b>营业收入</b>	<b>757.05</b>	<b>776.39</b>	<b>997.97</b>	<b>1,164.9</b>	<b>1,276.5</b>
应收账款+票据	273.98	229.10	399.83	439.31	481.50	营业成本	248.37	274.04	367.84	430.24	463.97
预付账款	2.47	6.72	5.54	8.80	6.66	营业税金及附加	9.57	9.84	12.67	14.80	16.21
存货	113.00	171.30	215.89	236.99	251.39	营业费用	198.19	215.77	249.49	279.60	280.84
其他	1,567.4	1,269.4	1,269.4	1,269.4	1,269.4	管理费用	102.66	118.55	139.72	151.45	140.42
<b>流动资产合计</b>	<b>2,103.6</b>	<b>1,799.6</b>	<b>2,060.3</b>	<b>2,152.5</b>	<b>2,225.9</b>	财务费用	-100.67	-104.91	-74.85	-57.75	-44.90
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.60	2.15	0.00	0.00	0.00
固定资产	101.29	647.31	657.20	656.62	656.04	公允价值变动收	-0.15	-0.25	0.00	0.00	0.00
在建工程	448.79	10.48	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	84.73	88.39	88.39	88.39	88.39	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	7.89	398.13	391.26	384.39	377.53	<b>营业利润</b>	<b>298.17</b>	<b>260.70</b>	<b>303.10</b>	<b>346.66</b>	<b>420.01</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>642.69</b>	<b>1,144.3</b>	<b>1,136.8</b>	<b>1,129.4</b>	<b>1,121.9</b>	营业外净收益	4.82	3.84	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>2,746.3</b>	<b>2,943.9</b>	<b>3,197.1</b>	<b>3,281.9</b>	<b>3,347.9</b>	<b>利润总额</b>	<b>302.99</b>	<b>264.54</b>	<b>303.10</b>	<b>346.66</b>	<b>420.01</b>
短期借款	280.00	373.00	397.73	269.46	95.36	所得税	40.70	39.86	45.47	52.00	63.00
应付账款+票据	96.61	106.61	176.34	197.78	205.67	<b>净利润</b>	<b>262.29</b>	<b>224.68</b>	<b>257.64</b>	<b>294.66</b>	<b>357.01</b>
其他	75.26	39.76	31.00	31.00	31.00	少数股东损益	-4.86	0.22	0.25	0.29	0.35
<b>流动负债合计</b>	<b>451.87</b>	<b>519.37</b>	<b>605.08</b>	<b>498.24</b>	<b>332.03</b>	<b>归属于母公司净</b>	<b>267.15</b>	<b>224.46</b>	<b>257.38</b>	<b>294.37</b>	<b>356.65</b>
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>						
<b>负债合计</b>	<b>451.87</b>	<b>519.37</b>	<b>605.08</b>	<b>498.24</b>	<b>332.03</b>						
少数股东权益	20.28	23.92	24.17	24.46	24.82						
股本	640.00	1,280.0	1,280.0	1,280.0	1,280.0						
资本公积	706.61	64.59	64.59	64.59	64.59						
留存收益	927.57	1,056.0	1,223.3	1,414.6	1,646.5						
<b>股东权益合计</b>	<b>2,294.4</b>	<b>2,424.5</b>	<b>2,592.1</b>	<b>2,783.7</b>	<b>3,015.9</b>						
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,746.3</b>	<b>2,943.9</b>	<b>3,197.1</b>	<b>3,281.9</b>	<b>3,347.9</b>						

  

<b>主要财务比率</b>					
	2015	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-7.07%	2.55%	28.54	16.74%	9.57%
EBIT	2.39%	-20.83	94.07	12.78%	18.44%
EBITDA	1.88%	-15.75	69.44	12.48%	18.07%
归属于母公司净	31.02%	-15.98	14.67	14.37%	21.16%
<b>获利能力</b>					
毛利率	67.19%	64.70%	63.14	63.07%	63.65%
净利率	34.65%	28.94%	25.82	25.29%	27.97%
ROE	11.75%	9.35%	10.02	10.67%	11.92%
ROIC	8.25%	4.73%	9.67%	10.20%	11.83%
<b>偿债能力</b>					
资产负债	16.45%	17.64%	18.93	15.18%	9.92%
流动比率	4.66	3.46	3.41	4.32	6.70
速动比率	0.94	0.69	0.95	1.30	2.12
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.79	3.42	2.51	2.68	2.68
存货周转率	2.20	1.60	1.70	1.82	1.85
总资产周转率	0.28	0.26	0.31	0.35	0.38
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.21	0.18	0.20	0.23	0.28
每股经营现金流	0.22	0.17	0.10	0.21	0.25
每股净资产	1.78	1.88	2.01	2.16	2.34
<b>估值比率</b>					
市盈率	29.95	35.64	31.08	27.18	22.43
市净率	3.52	3.33	3.12	2.90	2.67
EV/EBITDA	18.77	43.68	25.86	22.64	18.77
EV/EBIT	20.67	51.20	26.46	23.11	19.10

  

<b>现金流量表</b>					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	262.05	225.40	257.64	294.66	357.01
折旧摊销	21.03	28.24	7.45	7.45	7.45
财务费用	3.32	9.86	15.15	12.25	5.10
存货减少	24.18	-58.63	-44.59	-21.10	-14.40
营运资金变动	-15.47	14.67	-108.56	-21.32	-32.16
其它	-13.43	-2.88	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>281.69</b>	<b>216.65</b>	<b>127.08</b>	<b>271.94</b>	<b>322.99</b>
资本支出	215.78	138.94	0.00	0.00	0.00
长期投资	3,236.6	2,497.0	0.00	0.00	0.00
其他	3,002.9	2,434.6	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>-449.47</b>	<b>-201.41</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
债权融资	279.00	66.00	24.73	-128.27	-174.10
股权融资	4.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-104.05	-110.83	-105.23	-115.28	-129.92
<b>筹资活动现金流</b>	<b>178.95</b>	<b>-44.83</b>	<b>-80.50</b>	<b>-243.55</b>	<b>-304.03</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>16.23</b>	<b>-24.48</b>	<b>123.07</b>	<b>169.65</b>	<b>198.05</b>

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

## 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

