

投资评级：买入(维持)

金城医药(300233)

业绩符合预期，中长期增长确定性强

市场数据 2020-01-17

收盘价(元)	19.25
一年内最低/最高(元)	14.03/22.63
市盈率	18.9
市净率	1.95

基础数据

净资产收益率(%)	6.54
资产负债率(%)	22.7
总股本(亿股)	3.93

最近12月股价走势



联系信息

张文录 分析师
SAC 证书编号: S0160517100001
zhangwenlu@ctsec.com

相关报告

- 《金城医药(300233):谷胱甘肽茶多酚片获批,在第二增长引擎生物发酵上持续提升产业链附加值》 2019-10-11
- 《金城医药(300233):业绩略超预期,头孢与生物发酵板块齐发力》 2019-08-28
- 《金城医药(300233):头孢抗菌素与生物制药全面发力》 2019-03-29

● 扣非后业绩增长符合预期,头孢产业链和谷胱甘肽稳健增长

公司发布 2019 年度业绩预告,剔除北京金城泰尔制药有限公司商誉减值影响,预计 2019 年实现归属于上市公司股东的净利润为 42,400-54,000 万元,与去年同期(不考虑商誉减值)相比增长 10%-40%。扣除金城泰尔业绩补偿款的 13500-14500 万(按照 14000 万中位数计算)非经常性损益,净利润为 28400-40000 万元,中位数 34200 万元,相比 2018 年扣非净利润 25100 万,同比增长 36%,业绩符合预期。增长的主要引擎是头孢制剂产业链及谷胱甘肽原料药等继续高增长。我们多次强调,仿制药的竞争最终会演变为原料药控制权的竞争,原料药相关公司司太立、美诺华、仙琚制药和天宇股份等原料药量稳价升,利润持续向上,股价也经历戴维斯双击。金城医药是主要头孢抗生素中间体的扼咽喉者,在大品类抗生素头孢曲松、头孢噻肟、头孢他啶、头孢唑肟、头孢克肟和头孢地尼等关键中间体上有强大话语权,随着公司注射用头孢曲松、头孢他啶和头孢唑肟等大品种后续通过一致性评价,将在头孢注射剂洗牌的过程中吃一杯羹。同时,公司谷胱甘肽等高壁垒生物原料药向下游产业链打通,未来除了药品,将在生态农业、保健食品和化妆品等领域高速增长,成为公司业绩增长的又一引擎。

● 并购引起的商誉减值落地,股权结构优化值得期待

公司估值低于同行业上市公司,主要原因:第一,对商誉持续减值的担忧。本次预计计提商誉减值准备 29,000 万元,商誉减值的靴子落地,风险得到充分释放。第二,对锦圣基金 25.05%股权退出路径的担忧。德展健康终止收购锦圣基金时,锦圣基金继续锁定半年,并承诺不通过二级市场减持退出,逻辑上判断寻找金城医药新的战略投资者是退出路径的必然选择,事情一旦落地将是公司估值的加分项。

● 盈利预测与投资评级

预计公司 2019-2021 年净利润为 19200(扣非和商誉减值影响后净利润为 34200)/44560/53352 万元, EPS 为 0.49/1.14/1.36 元,对应 PE 为估值为 40/17/14 倍,维持“买入”的投资评级。

风险提示:商誉减值、抗生素行业政策风险等

表 1:公司财务及预测数据摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	2,788	3,008	3,219	3,798	4,481
增长率	96.3%	7.9%	7.0%	18.0%	18.0%
归属母公司股东净利润(百万)	286	264	192	446	534
增长率	79.6%	-7.8%	-27.1%	132.2%	19.6%
每股收益(元)	0.73	0.67	0.49	1.14	1.36
市盈率(倍)	26.4	28.7	39.4	17.0	14.2

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,788	3,008	3,219	3,798	4,481	成长性					
减: 营业成本	1,793	1,502	1,609	1,861	2,174	营业收入增长率	96.3%	7.9%	7.0%	18.0%	18.0%
营业税费	35	43	43	51	60	营业利润增长率	127.4%	8.1%	-74.4%	467.2%	18.3%
销售费用	244	449	563	646	762	净利润增长率	79.6%	-7.8%	-27.1%	132.2%	19.6%
管理费用	353	281	612	703	851	EBITDA 增长率	112.5%	46.8%	-63.1%	161.7%	14.0%
财务费用	18	-4	7	3	2	EBIT 增长率	138.0%	62.2%	-82.2%	431.8%	18.0%
资产减值损失	13	167	290	-	-	NOPLAT 增长率	125.8%	-9.0%	-69.1%	431.8%	18.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	176.4%	4.1%	-15.8%	24.2%	-9.7%
投资和汇兑收益	-0	1	-	-	-	净资产增长率	161.8%	3.8%	4.6%	7.4%	8.0%
营业利润	340	368	94	534	632	利润率					
加: 营业外净收支	0	2	132	-9	-4	毛利率	35.7%	50.1%	50.0%	51.0%	51.5%
利润总额	341	370	226	525	628	营业利润率	12.2%	12.2%	2.9%	14.1%	14.1%
减: 所得税	51	88	34	79	94	净利润率	10.3%	8.8%	6.0%	11.8%	11.9%
净利润	286	264	192	446	534	EBITDA/营业收入	18.0%	24.5%	8.4%	18.7%	18.1%
						EBIT/营业收入	12.5%	18.8%	3.1%	14.2%	14.2%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	运营效率					
货币资金	683	722	1,533	1,059	1,766	固定资产周转天数	126	141	110	69	49
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	46	63	54	78	92
应收帐款	625	737	514	1,174	1,067	流动资产周转天数	184	216	243	249	249
应收票据	94	81	134	119	180	应收帐款周转天数	66	82	70	80	90
预付帐款	53	25	65	39	82	存货周转天数	26	32	28	27	27
存货	255	285	206	362	302	总资产周转天数	462	610	591	511	463
其他流动资产	19	32	20	24	25	投资资本周转天数	300	416	366	317	284
可供出售金融资产	57	109	120	130	140	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	7.4%	6.6%	4.6%	9.9%	10.9%
长期股权投资	4	9	9	9	9	ROA	5.9%	5.3%	3.6%	8.1%	8.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	24.7%	8.1%	2.4%	15.3%	14.5%
固定资产	1,171	1,179	780	670	558	费用率					
在建工程	155	318	318	318	318	销售费用率	8.8%	14.9%	17.5%	17.0%	17.0%
无形资产	564	535	504	471	436	管理费用率	12.7%	9.3%	19.0%	18.5%	19.0%
其他非流动资产	1,225	1,256	1,074	1,135	1,147	财务费用率	0.6%	-0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
资产总额	4,904	5,287	5,276	5,508	6,029	三费/营业收入	22.1%	24.1%	36.7%	35.6%	36.1%
短期债务	259	337	400	400	400	偿债能力					
应付帐款	412	239	342	330	455	资产负债率	19.7%	22.7%	19.0%	16.6%	17.7%
应付票据	-	10	4	6	6	负债权益比	24.5%	29.3%	23.4%	20.0%	21.6%
其他流动负债	174	342	215	141	169	流动比率	2.05	2.03	2.57	3.17	3.32
长期借款	14	162	-	-	-	速动比率	1.75	1.72	2.36	2.75	3.03
其他非流动负债	108	109	40	40	40	利息保障倍数	19.63	-142.75	14.66	159.69	280.50
负债总额	966	1,199	1,001	917	1,070	分红指标					
少数股东权益	73	79	79	79	79	DPS(元)	0.20	0.25	0.14	0.36	0.44
股本	393	393	393	393	393	分红比率	27.5%	37.2%	29.5%	31.4%	32.7%
留存收益	3,471	3,656	3,803	4,119	4,488	股息收益率	1.0%	1.3%	0.7%	1.9%	2.3%
股东权益	3,938	4,088	4,275	4,591	4,960	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.73	0.67	0.49	1.14	1.36
净利润	290	282	192	446	534	BVPS(元)	9.83	10.20	10.67	11.48	12.42
加: 折旧和摊销	154	175	170	173	176	PE(X)	26.4	28.7	39.4	17.0	14.2
资产减值准备	13	167	290	-	-	PB(X)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-4.0	21.2	11.7	-27.8	8.5
财务费用	12	15	7	3	2	P/S	2.7	2.5	2.4	2.0	1.7
投资收益	0	-1	-	-	-	EV/EBITDA	14.2	9.7	23.4	9.5	7.5
少数股东损益	4	18	-	-	-	CAGR(%)	15.4%	23.6%	7.2%	15.4%	23.6%
营运资金的变动	-226	-287	313	-927	201	PEG	1.7	1.2	5.5	1.1	0.6
经营活动产生现金流量	152	352	973	-304	913	ROIC/WACC	2.4	0.8	0.2	1.5	1.4
投资活动产生现金流量	-167	-409	-41	-40	-40	REP	0.9	2.5	8.9	1.2	1.3
融资活动产生现金流量	252	86	-121	-129	-167						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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并进行证券或期权交易，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，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，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。