

长期看好高端输液及与九鼎深度合作

——济民制药（603222）半年度财报点评

2015年08月13日

推荐/首次

济民制药

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号: S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
刘阳	联系人	
	liu_yang@dxzq.net.cn	010-66554029

事件:

2015年上半年,公司实现营业收入2.24亿元,同比下降8.6%;归属于上市公司股东的净利润0.22亿元,同比下降22.3%,归属于上市公司股东的扣非后净利润0.23亿元,同比下降13.4%,EPS=0.15元,略低于市场预期。

公司分季度财务指标

指标	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2
营业收入(百万元)	115.83	129.02	127.1	116.36	113.6	110.19
增长率(%)	-	-	-	-	-1.93%	-14.59%
毛利率(%)	49.18%	48.93%	48.22%	46.59%	49.34%	47.65%
期间费用率(%)	35.72%	32.68%	32.82%	30.99%	32.96%	36.07%
营业利润率(%)	11.07%	15.67%	13.30%	14.80%	12.84%	11.82%
净利润(百万元)	11.04	17.76	14.87	13.90	11.04	11.34
增长率(%)	-	-	-	-	-0.03%	-36.15%
每股盈利(季度,元)	0.09	0.15	0.12	0.12	0.07	0.07
资产负债率(%)	-	-	27.47%	29.92%	10.21%	10.79%
净资产收益率(%)	-	-	3.48%	3.15%	1.57%	1.64%
总资产收益率(%)	-	-	2.52%	2.21%	1.41%	1.46%

观点:

- 短期政策扰动,影响公司收入。**公司主营产品是大输液(包括非PVC软袋和塑瓶)和医疗注射穿刺器械(包括安全注射器、无菌注射器及精密输液器),其中大输液产品占公司营业收入和利润的比例分别为80%和85%,今年上半年大输液产品销售收入同比下降12.8个百分点,毛利率下降2.9个百分点,这是导致公司收入和利润同比下滑的主要原因。浙江、江苏和广东是公司大输液产品核心销售区域,今年以来各省医药招投标进度低于预期使得公司产品销量受到影响,2015年4月浙江省开始新一轮药品集中采购周期,由此导致销量和收入下降。近两年招标政策不断变化、招标价格下降导致产品价格有所下调,广东省基药、非基药全面实行每月带量采购,影响了公司产品中标价格、毛利率下滑,这是导致利润下降幅度大于收入下降幅度的原因之一。公司费用率上升也是导致利润降幅较大的原因,今年2月份公司上市,由此

产生的中介费用导致上半年管理费用率比去年同期增长了1.7个百分点；公司销售费用与去年基本持平，由于收入下降导致销售费用率比去年同期增长2.1个百分点。预计随着各地招标陆续完成、进入实质采购阶段，公司大输液产品销量会比今年上半年明显提升，进而带动业绩增长。

- **大输液产品布局中高端，看好长期发展。**公司非PVC软袋大输液产品比现有第一代玻璃输液瓶、第二代塑料输液瓶都有明显的性能优势、是行业发展趋势，未来随着医疗水平的提升和用药习惯的改变，非PVC软袋对玻璃瓶的升级替代有2倍左右的市场空间，看好公司在这个领域的长期发展。公司持续加强大输液相关产品的研发，在大输液包装材料升级换代产品，腹膜透析液、血液透析浓缩液等产品以及注射穿刺器械新品种等方面持续发力，预计随着梯队产品的逐步开发完成，将为公司发展提供新的动力。
- **安全注射器产品增长潜力大。**子公司聚民生物美国RTI公司合作生产安全注射器项目已有13年的历史，该项目合同已续签至2114年，该产品在美国由RTI公司进行FDA注册和销售，已在全球多国实现销售。今年上半年安全注射器项目定单数量比去年同期增长45%，已实现出口收入将近3千万元，同比增长441%，而去年全年只有不到3200万元的收入。预计随着与RTI公司的合作进一步深化，公司在安全注射器项目上的收入将有非常好的增长潜力。
- **一体化生产带来成本优势。**公司自采聚丙烯颗粒生产输液膜和注射器，受益于今年石油价格下降，使得公司原材料成本大幅下降。出口型高端安全注射器毛利率比去年同期提升了14.2个百分点，大输液产品在招标价格下降的情况下毛利率只小幅下降了不到3个百分点，显示出了公司一体化生产带来的成本优势。
- **九鼎深度合作值得期待。**公司今年6、7月份先后公告与九鼎合作拟设立九济医药健康产业投资管理中心和设立人寿保险股份有限公司。九鼎是国内著名的投资机构，拥有非常丰富的投资经验和产业资源；预计未来在大输液、肿瘤治疗等细分领域，与公司生态相关的医院、医疗器械等领域，以及涵盖医疗健康产业及其周边生态圈等领域，公司都将有与九鼎开展深入的合作。保险行业在我国的发展前景良好，寿险业务发展迅速、潜力巨大，未来公司对于寿险公司的参与进程值得关注。

结论：

公司大输液产品布局中高端，非PVC软袋产品有较大的市场空间，虽然受招标进度低于预期以及药品招标价格下降等因素影响导致上半年收入和利润增速有所下滑，但随着各地招标进入实质采购阶段，公司产品销量会稳步提升。公司梯队产品建设合理，安全注射器产品出口增长明显，布局研发的腹膜透析液、血液透析浓缩液等产品未来开发进度值得关注。公司与九鼎在投资领域的深入合作值得期待。我们看好公司在高端大输液领域的长期发展，预计公司2015年-2017年每股收益分别为0.41元、0.51元和0.67元，对应PE分别为87、70和54倍，给予“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	436	363	1213	1271	1337	营业收入	559	488	536	617	702
货币资金	126	119	572	531	499	营业成本	281	253	278	324	367
应收账款	178	126	138	159	181	营业税金及附加	6	5	6	7	8
其他应收款	1	3	4	4	5	营业费用	115	105	118	130	140
预付款项	9	8	7	6	5	管理费用	57	52	59	62	63
存货	90	80	343	400	453	财务费用	6	4	-1	0	0
其他流动资产	2	2	2	2	2	资产减值损失	1.94	1.79	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	277	267	232	203	175	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	170.79	165.05	146.67	126.90	107.14	营业利润	93	67	76	95	124
无形资产	92	91	82	73	63	营业外收入	3.97	3.38	3.57	3.51	3.53
其他非流动资产	1	6	0	0	0	营业外支出	1.53	2.71	2.32	2.45	2.41
资产总计	713	630	1445	1475	1512	利润总额	95	68	77	96	125
流动负债合计	223	188	65	71	76	所得税	14	10	12	14	19
短期借款	125	125	0	0	0	净利润	81	58	66	82	106
应付账款	45	31	34	39	44	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	10	10	10	10	9	归属母公司净利润	81	58	66	82	106
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	216	188	104	124	153
非流动负债合计	2	1	0	0	0	BPS (元)	0.51	0.36	0.41	0.51	0.67
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	225	188	65	71	76	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-4.00%	-12.71	9.80%	15.07%	13.85%
实收资本(或股本)	120	120	160	160	160	营业利润增长	9.71%	-27.50	13.10%	25.05%	30.57%
资本公积	187	148	1026	1026	1026	归属于母公司净利润	14.09%	24.29%	14.09%	24.29%	30.34%
未分配利润	168	156	156	156	156	获利能力					
归属母公司股东权	488	442	1379	1404	1436	毛利率(%)	49.77%	48.25%	48.16%	47.43%	47.75%
负债和所有者权	713	630	1444	1474	1511	净利率(%)	14.52%	11.79%	12.25%	13.23%	15.15%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	11.39%	9.14%	4.55%	5.54%	7.04%	
经营活动现金流	108	77	-300	16	43	偿债能力					
净利润	81	58	66	82	106	资产负债率(%)	32%	30%	5%	5%	
折旧摊销	117.34	117.00	0.00	28.83	28.83	流动比率	1.96	1.93	18.59	17.99	17.67
财务费用	6	4	-1	0	0	速动比率	1.55	1.51	13.34	12.33	11.69
应收账款减少	0	0	-12	-21	-22	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.80	0.73	0.52	0.42	0.47
投资活动现金流	-28	-36	6	0	0	应收账款周转率	3	3	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	12.36	12.89	16.66	17.00	16.86
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.51	0.36	0.41	0.51	0.67
筹资活动现金流	-63	-46	747	-57	-74	每股净现金流(最新)	0.14	-0.04	2.83	-0.26	-0.20
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.07	3.68	8.62	8.77	8.97
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	40	0	0	P/E	70.26	99.14	86.90	69.91	53.64
资本公积增加	4	-39	878	0	0	P/B	8.77	9.70	4.14	4.07	3.98
现金净增加额	17	-5	453	-41	-32	EV/EBITDA	19.85	22.77	49.27	41.92	34.08

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，7年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

刘阳

理学硕士，2015年加盟东兴证券研究所，曾就职于国际著名医药研发机构，2011年至今专注于医药行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。