

济川药业 (600566)

公司研究/点评报告

低估值下，关注收入端

—济川药业 2019 中报点评

点评报告/医药

2019 年 08 月 26 日

一、事件概述

2019.8.24, 公司发布 2019 年中报, 营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润同比增速分别为 2.7%、14.4%、10.5%, 经营活动产生的现金流金额 11.0 亿元, 同比增速 7.65%; 二季度单季分析, 营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润同比增速分别为 9.03%、20.7%、15.69%。

二、分析与判断：政策压力倒逼品种结构加速切换，关注收入端

➤ 高基数导致上半年收入同比增速放缓，政策压力倒逼品种结构进入加速切换期

1) 基数效应导致上半年收入低增速。此次中报显示, 收入同比增速仅 2.7%, 季度拆分发现, 主要是 2018Q1 高基数导致, 而 2019Q2 收入端同比增速提高到了 9.03%, 环比明显改善。2) 从品种分析: 我们估计二线产品放量带动整体收入保持稳定增长。我们估计蒲地蓝 2019Q2 目前政策压力下 Q2 收入下滑 (估计 -10%-20%), 二线产品收入同比估计延续高增长趋势 (估计同比增速方面: 小儿豉翘 30%+、雷贝拉唑 10%+、蛋白琥珀酸铁 100%+、东科制药 40%左右)。我们认为: 在目前的医保政策下, 公司通过品种、渠道结构调整、多元化方式丰富产品梯队是维持可持续增长的重要方式, 我们也将持续跟进该进程。

➤ 业绩增长质量较高，现金流表现优异

上半年公司毛利率保持稳定, 略微有提高; 但是净利率明显提升, 主要是因为费用率降低的原因导致, 体现了公司经营规模化优势。经营性现金流方面, 公司“销售商品、提供劳务收到的现金”上半年达到 40.87 亿元, 同比提高 1.5%, 且大于收入 (39.06 亿元), 经营活动产生的现金流净额 11 亿元, 也略大于净利润值, 显示整体增长质量较高。

三、投资建议

我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 2.38、2.74、3.24 元, 目前股价对应 2019 年 12 倍 PE。作为产品线布局持续丰富中药企业, 我们认为公司目前估值处于较低区域, 考虑未来 3 年其净利润复合增速有望达到 15%左右, 参考可比公司估值, 考虑未来几年的政策压力, 给予 2019 年 14-15 倍 PE, 给予“谨慎推荐”评级。

四、风险提示:

地方医保目录剔除的风险、二线产品 OTC 销售低于预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	7,208	7,561	8,593	9,762
增长率 (%)	27.8	4.9	13.6	13.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,688	1,941	2,235	2,641
增长率 (%)	38.0	15.0	15.2	18.2
每股收益 (元)	2.08	2.38	2.74	3.24
PE (现价)	13.8	12.1	10.5	8.9
PB	2.1	1.8	1.3	1.0

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

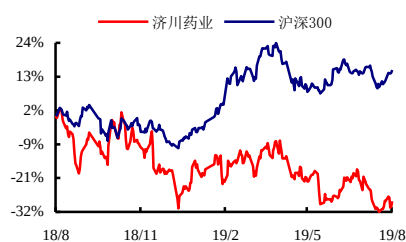
谨慎推荐 维持评级

当前价格: 28.8 元

交易数据 2019-8-23

近 12 个月最高/最低(元)	42.6/27.4
总股本 (百万股)	815
流通股本 (百万股)	815
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	235
流通市值 (亿元)	235

该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 孙建

执业证号: S0100519020002

电话: 021-60876703

邮箱: sunjian@mszq.com

研究助理: 徐默凡

执业证号: S0100119060009

电话: 021-60876706

邮箱: xumofan@mszq.com

相关研究

1. 济川药业(600566): 符合预期, 看好 OTC 渠道、增量产品驱动力
2. 济川药业 (600566): 一季度业绩超预期, 核心品种持续增长

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	7,208	7,561	8,593	9,762
营业成本	1,096	1,125	1,251	1,389
营业税金及附加	132	138	157	179
销售费用	3,664	3,705	4,168	4,715
管理费用	239	246	279	317
研发费用	196	206	241	293
EBIT	1,881	2,141	2,497	2,869
财务费用	4	(19)	(43)	(106)
资产减值损失	14	(3)	36	(6)
投资收益	25	16	20	18
营业利润	1,901	2,203	2,550	3,024
营业外收支	75	71	73	72
利润总额	1,977	2,274	2,623	3,096
所得税	289	334	388	455
净利润	1,688	1,941	2,235	2,641
归属于母公司净利润	1,688	1,941	2,235	2,641
EBITDA	2,059	2,362	2,764	3,181
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1587	1807	3347	5448
应收账款及票据	2106	2344	2664	3026
预付款项	32	26	29	35
存货	318	264	383	336
其他流动资产	304	304	304	304
流动资产合计	4358	4755	6741	9162
长期股权投资	13	28	49	67
固定资产	2184	2714	3245	3775
无形资产	321	343	387	417
非流动资产合计	3439	4015	4466	4913
资产合计	7797	8770	11207	14076
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	664	682	758	841
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1668	1706	1908	2136
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	668	659	653	647
非流动负债合计	672	662	656	651
负债合计	2340	2368	2564	2787
股本	400	400	401	401
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5458	6402	8642	11289
负债和股东权益合计	7797	8770	11207	14076

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	27.8	4.9	13.6	13.6
EBIT 增长率	38.0	13.8	16.6	14.9
净利润增长率	38.0	15.0	15.2	18.2
盈利能力				
毛利率	84.8	85.1	85.4	85.8
净利率	23.4	25.7	26.0	27.1
总资产收益率 ROA	21.6	22.1	19.9	18.8
净资产收益率 ROE	30.9	30.3	25.9	23.4
偿债能力				
流动比率	2.6	2.8	3.5	4.3
速动比率	2.4	2.6	3.3	4.1
现金比率	1.0	1.1	1.8	2.6
资产负债率	0.3	0.3	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	91.2	92.0	93.2	92.1
存货周转天数	92.1	93.0	93.0	93.0
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	2.1	2.4	2.7	3.2
每股净资产	13.6	16.0	21.6	28.2
每股经营现金流	4.3	2.4	2.7	3.4
每股股利	1.2	1.2	0.0	0.0
估值分析				
PE	13.8	12.1	10.5	8.9
PB	2.1	1.8	1.3	1.0
EV/EBITDA	9.9	8.6	6.9	5.3
股息收益率	4.3	4.3	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,688	1,941	2,235	2,641
折旧和摊销	192	218	302	306
营运资金变动	(232)	(136)	(279)	(87)
经营活动现金流	1,709	1,955	2,184	2,788
资本开支	654	690	605	649
投资	366	(20)	(20)	(20)
投资活动现金流	(263)	(700)	(615)	(659)
股权募资	0	6	6	6
债务募资	(0)	(10)	(6)	(6)
筹资活动现金流	(811)	(1,035)	(29)	(28)
现金净流量	635	220	1,541	2,101

分析师与研究助理简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1月加入民生证券。

徐默凡，研究助理，复旦大学药学学士，格拉斯哥大学国际金融硕士，2019年5月加入民生证券。

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。