

千红制药 (002550)

增持 (维持)

胰激肽原酶增长加速，经营趋势向好

市场数据

报告日期	2014-10-26
收盘价(元)	24.59
总股本(百万股)	320.00
流通股本(百万股)	205.13
总市值(百万元)	7868.80
流通市值(百万元)	5044.25
净资产(百万元)	2032.67
总资产(百万元)	2164.93
每股净资产	6.35

相关报告

《胰激肽原酶前景良好,外延并购值得期待》2014-09-11

《肝素及酶制剂专家型企业》2011-02-09

《眼科医疗服务空间广阔,联手并购基金加速布局》2014-05-18

分析师:

项军

xiangjun@xyzq.com.cn

S0190512040001

研究助理:

孙晓东

sunxiaodong@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	861	887	1065	1286
同比增长	18.1%	3.1%	20.0%	20.7%
净利润(百万元)	187	247	325	428
同比增长	15.6%	32.3%	31.3%	31.6%
毛利率	42.6%	53.2%	56.5%	59.8%
净利率	21.7%	27.9%	30.5%	33.3%
净资产收益率(%)	9.7%	11.8%	13.4%	15.0%
每股收益(元)	0.58	0.77	1.02	1.34
每股经营现金流(元)	0.50	0.54	0.68	1.08

投资要点

事件:

近日,千红制药公告2014年三季报,报告期内实现营业收入6.07亿元,同比下降8.20%,实现归属母公司净利润1.79亿元,同比增长27.92%,基本每股收益为0.56元。

点评:

公司业绩略超市场预期

- **核心产品怡开增长加速,全年经营趋势向好。**前三季度公司实现营业收入6.07亿元,同比下降8.20%,实现归属母公司净利润1.78亿元,同比增长27.92%,其中第三季度单季度的收入和净利润增速分别达到8.03%和42.19%,营收和净利润增速均较上半年显著改善(Q1-Q2的收入增速分别为-12.15%、-17.39%,净利润增速分别为10.48%、28.60%),主要是因为核心制剂产品胰激肽原酶增长加速,以及肝素原料药经营较上半年亦有所恢复。我们预计核心产品胰激肽原酶前三季度增长15%左右(较上半年5%左右的增速大幅提升),复方消化酶在新增产能逐步释放下前三季度增长80%左右,四季度产能全部释放后该品种有望开始大规模推广,此外肝素原料药经营情况有所好转也贡献了一定弹性。整体来看,核心制剂胰激肽原酶在消化去年上半年高基数后增长加速是公司业绩加速的主要原因,预计四季度在该产品快速增长下公司全年业绩增速有望继续有所提升,全年经营趋势向好。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

- **毛利率大幅提升，现金流表现良好。**财务指标方面，前三季度公司综合毛利率为 54.82%，同比大幅提升 14.44 个百分点，较中报环比提升 4.03 个百分点，毛利率大幅改善的原因有：（1）高毛利的制剂产品胰激肽原酶增长较快，（2）肝素原料药受益于成本下降带动毛利率提升（上半年肝素原料药毛利率同比提升 9.55 个百分点）。期间费用方面，报告期内公司发生销售费用 1.16 亿元，同比增长 34.81%，制剂产品的快速增长带动销售费用保持同步快速增长；发生管理费用 7241 万元，同比仅增长 5.77%，显示公司较高的管理效率；前三季度公司购买相关理财产品较多（其他流动资产 10.25 亿元主要是理财产品），带来财务收益 6077 万元，较去年同期增加了 1203 万元，财务收益也为公司贡献了一定的业绩体量；其他财务指标方面，公司当期经营性净现金流达到 2.22 亿元，高于同期净利润水平，显示公司经营质量较高。
- **胰激肽原酶前景良好，外延发展值得期待。**公司核心制剂品种胰激肽原酶在糖尿病微血管病变治疗领域具备良好的疗效与安全性优势，而且享受发改委单独定价，预计该产品借进入临床用药指南的契机有望实现加速增长，二线助消化的 OTC 品种复方消化酶基数尚小，仍处在快速成长期，在研品种也不乏达肝素和那曲肝素钙等具备较大市场潜力的低分子肝素制剂，预计公司以胰激肽原酶为核心的制剂品种未来有望保持较快增长；外延式发展方面，为进一步改善公司的产品线梯队和长期发展空间，公司也在积极推进外延式发展战略，目标主要定位于药品和医疗服务领域，未来如在外延式扩张方面有所突破，也将进一步打开其长期成长空间，对此我们认为值得密切关注。
- **盈利预测。**我们认为公司核心品种胰激肽原酶学术基础良好，二线品种和在研产品也具备一定看点，多个产品都处在较好的成长期，有望支撑公司业绩保持稳健的较快增长；此外公司充沛的现金储备也为其外延式发展提供了资金支持，未来如在外延式并购领域有所突破也将进一步打开其成长空间。结合公司三季度良好的经营趋势，小幅上调公司盈利预测，预估公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.77、1.02、1.34 元，对应 2014-2016 年动态 PE 分别为 32X、24X、18X，维持“增持”评级，考虑公司内生增长改善明显，外延布局也值得期待，建议积极布局，并关注外延式发展战略的推进情况。
- **股价表现催化剂。**成功实施外延式并购；介入医疗服务领域。
- **风险提示。**主力产品销售进度低于预期，外延式并购进展低于预期。

表 1、千红制药分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

报告期	13-3Q	13-4Q	14-1Q	14-2Q	14-3Q	QOQ	2013-09	2014-09	YOY
营业收入	191	199	207	194	205.9	8.0%	662	607	-8.2%
营业成本	102	100	112	85	76.8	-24.6%	394	274	-30.4%
毛利	89	99	95	109	129.1	45.4%	267	333	24.6%
销售费用	22	27	36	35	44.9	102.1%	86	116	34.8%
管理费用	28	30	19	25	28.4	-0.2%	68	72	5.8%
财务费用	-17	-16	-16	-21	-24.1	-	-49	-61	-
资产减值	1	3	0	-3	-1.0	-211.4%	0	-4	-929.2%
公允价值	0	0	0	0	0.0	-84.0%	0	0	-100%
投资收益	0	0	0	0	0.1	-	0	0	-
营业利润	53	54	53	71	78.2	47.1%	156	202	29.4%
利润总额	57	55	53	71	82.7	45.9%	161	207	28.9%
净利润	49	47	47	62	70.2	42.2%	140	179	27.9%
EPS	0.154	0.148	0.146	0.193	0.220	42.2%	0.436	0.558	27.9%
销售费用率	11.6%	13.5%	17.3%	18.2%	21.8%	10.1%	13.0%	19.1%	6.1%
管理费用率	14.9%	15.3%	9.4%	12.7%	13.8%	-1.1%	10.4%	11.9%	1.6%
财务费用率	-8.9%	-8.3%	-7.6%	-10.8%	-11.7%	-2.8%	-7.4%	-10.0%	-2.6%
所得税率	18.7%	14.5%	15.4%	15.7%	13.4%	-5.3%	16.5%	14.7%	-1.8%
毛利率	46.6%	49.8%	45.7%	56.3%	62.7%	16.1%	40.4%	54.8%	14.4%
净利润率	25.9%	23.8%	22.6%	31.7%	34.1%	8.2%	21.1%	29.4%	8.3%

资料来源: 天软投资系统

附表

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1520	1650	1959	2396
货币资金	562	713	971	1366
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	146	168	201	242
其他应收款	6	5	6	8
存货	185	148	160	156
非流动资产	547	624	619	617
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	116	166	191	200
在建工程	85	53	36	28
油气资产	0	0	0	0
无形资产	90	86	82	78
资产总计	2066	2274	2578	3014
流动负债	89	101	80	88
短期借款	5	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	38	16	18	20
其他	46	86	63	69
非流动负债	7	35	35	35
长期借款	0	28	28	28
其他	7	7	7	7
负债合计	96	136	115	123
股本	160	320	320	320
资本公积	1183	1023	1023	1023
未分配利润	504	671	996	1424
少数股东权益	36	36	36	36
股东权益合计	1971	2138	2463	2890
负债及权益合计	2066	2274	2578	3014

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	187	247	325	428
折旧和摊销	22	26	36	43
资产减值准备	3	0	1	1
无形资产摊销	4	4	4	4
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	6	-78	-82	-91
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	-5	0	0	0
营运资金的变动	-52	41	-71	-33
经营活动产生现金流量	160	172	218	346
投资活动产生现金流量	-737	-42	-42	-42
融资活动产生现金流量	-75	21	82	91
现金净变动	-658	151	258	396
现金的期初余额	0	562	713	971
现金的期末余额	0	713	971	1366

利润表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	861	887	1065	1286
营业成本	494	416	463	517
营业税金及附加	7	11	13	16
销售费用	113	150	180	221
管理费用	99	109	117	127
财务费用	-65	-78	-82	-91
资产减值损失	3	-4	-2	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	209	284	375	496
营业外收入	7	8	8	8
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	216	291	382	503
所得税	34	44	57	75
净利润	182	247	325	428
少数股东损益	-5	0	0	0
归属母公司净利润	187	247	325	428
EPS(元)	0.58	0.77	1.02	1.34

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性				
营业收入增长率	18.1%	3.1%	20.0%	20.7%
营业利润增长率	18.2%	35.6%	32.1%	32.2%
净利润增长率	15.6%	32.3%	31.3%	31.6%
盈利能力				
毛利率	42.6%	53.2%	56.5%	59.8%
净利率	21.7%	27.9%	30.5%	33.3%
ROE	9.7%	11.8%	13.4%	15.0%

偿债能力				
资产负债率	4.6%	6.0%	4.5%	4.1%
流动比率	17.09	16.27	24.43	27.14
速动比率	14.97	14.78	22.40	25.34
营运能力				
资产周转率	0.43	0.41	0.44	0.46
应收帐款周转率	5.88	5.49	5.59	5.63
每股资料(元)				
每股收益	0.58	0.77	1.02	1.34
每股经营现金	0.50	0.54	0.68	1.08
每股净资产	6.04	6.57	7.58	8.92
估值比率(倍)				
PE	42.07	31.80	24.22	18.41
PB	4.07	3.74	3.24	2.76

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或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信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在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咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。