2016 年 08 月 10 日
证券研究报告•2016 年中报点评
济川药业（600566）医药生物

买入（首次）
当前价：29.98 元
目标价：——元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

核心产品高增长，看好全年业绩

投资要点

- **财务概况：**公司 2016 年上半年营业收入、扣非净利润分别为 23.5 亿元、4.2 亿元，同比增长分别为 25.7%、37.8%；2016Q2 营业收入、扣非净利润分别为 12 亿元、2.3 亿元，同比增长分别为 23.6%、35.3%。

- **核心产品高增长，看好全年业绩。**2016 年上半年公司营业收入为 23.5 亿元，同比增长约 26%。其中清热解毒类收入同比增长 32%，儿科类收入同比增长 27%，我们预计核心产品蒲地蓝消炎口服液、小儿豉翘清热等收入增速均在 30%以上。公司坚持实施大品种战略，在巩固现有主力品种地位的同时，积极推进新产品蛋白琥珀酸铁口服溶液及 2015 年完成营销并轨整合的东科制药产品的销售上量，均在上半年实现快速增长。期间内公司扣非净利润同比增长约为 38%，快于收入增速约 12 个百分点，原因如下：1）受产品收入结构及原材料成本变化影响，公司上半年毛利率约为 85.3%，提升约 0.7 个百分点；2）期间费用率为 62.3%，同比下滑约 1.2 个百分点。其中销售费用率基本持平，管理费用率下降约 1.1 个百分点。从单季度来看，2016Q2 公司营业收入、扣非净利润增速分别为 24%、35%。单季度盈利水平持续提升。我们认为公司儿科药仍是其业绩核心看点，受益于二胎放开及国家对于儿童药的支持政策，预计下半年公司的儿童蒲地蓝及小儿豉翘清热收入增速或超预期。

- **儿童药高增长仍将持续，强化营销拓展 OTC 终端。**1）二胎政策放开将带来新生儿数量大幅度增加，预计 2016 年新生儿数量有望超过 1800 万；且儿童药享受快速审批通道、直接挂网采购等优惠政策，对儿童药企形成利好。公司拥有儿童蒲地蓝、小儿豉翘清热等明星产品，为儿童药受益标的。医保目录调整预期强烈，若核心品种蒲地蓝能进入国家医保，将加速放量增长；2）持续强化营销网络及产品推广。公司营销能力较强，销售人员已经超过 2000 人，其学术网络覆盖范围广、专业性强。同时进行强化药店专业化营销，扩大药店覆盖规模，积极延伸 OTC 渠道终端，都将大大提升公司将产品迅速推向市场的能力；3）东科制药整合继续，其主力品种妇炎舒随着医院覆盖率上升，销量或快速增长。

- **盈利预测与评级。**预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.11 元、1.44 元、1.91 元，对应 PE 为 27 倍、21 倍、16 倍。公司上半年产品高增长，在儿童药政策及二胎放开的背景下，预计下半年仍有较快增长。公司营销能力较强，通过对 OTC 终端持续强化，将带动产品加速放量。公司当前估值偏低，股价相对安全，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**药品降价风险、产品销售不达预期风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	3767.84	4769.09	6135.44	7970.44
增长率	26.17%	26.57%	28.65%	29.91%
归属母公司净利润（百万元）	686.57	895.63	1167.38	1542.47
增长率	32.19%	30.45%	30.34%	32.13%
每股收益 EPS（元）	0.85	1.11	1.44	1.91
净资产收益率 ROE	25.18%	27.93%	30.46%	33.04%
PE	35	27	21	16
PB	8.95	7.61	6.37	5.23

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

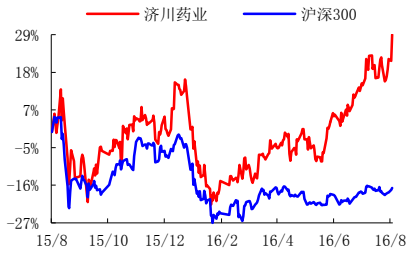
分析师：朱国广
执业证号：S1250513070001
电话：021-68413530
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：何治力
执业证号：S1250515090002
电话：023-67898264
邮箱：hzl@swsc.com.cn

分析师：施跃
执业证号：S1250515080001
电话：021-68413878
邮箱：syue@swsc.com.cn

联系人：陈进
电话：021-68416017
邮箱：cj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.10
流通 A 股(亿股)	1.71
52 周内股价区间(元)	19.61-29.98
总市值(亿元)	242.73
总资产(亿元)	42.74
每股净资产(元)	3.91

相关研究

盈利预测与估值

根据对公司基本面分析，我们认为公司各项业务进展顺利，对 2016-2018 年公司主营业务的预测如下：

（1）预计公司 2016 年中药业务保持 30%以上增长；

（2）预计公司 2016 年西药业务保持 16%左右增长；

（3）预计公司各业务毛利率水平基本维持稳定。

表 1：公司业务分拆收入预测（百万元）

	2015A	2016E	2017E	2018E
总计				
营业收入	3,767.84	4,769.1	6,135.4	7,970.4
YoY	26.17%	26.57%	28.65%	29.91%
营业成本	590.03	707.6	879.8	1,101.2
毛利率	84.34%	85.16%	85.66%	86.18%
中药				
收入	2,520.04	3,351.65	4,491.22	6,063.14
yoy	31.58%	33.00%	34.00%	35.00%
成本	354.26	452.47	583.86	757.89
毛利率	85.94%	86.50%	87.00%	87.50%
西药				
收入	1,221.93	1,417.44	1,644.23	1,907.31
yoy	14.82%	16.00%	16.00%	16.00%
成本	227.14	255.14	295.96	343.32
毛利率	81.41%	82.00%	82.00%	82.00%

数据来源：Wind，西南证券

综上所述，我们预计公司 2016-2018 年的营业收入增速分别为 26.57%、28.65%和 29.91%。预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.11 元、1.44 元、1.91 元，对应市盈率为 27 倍、21 倍、16 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3767.84	4769.09	6135.44	7970.44
营业成本	590.03	707.61	879.82	1101.21
营业税金及附加	64.03	81.05	104.27	135.46
销售费用	2044.90	2588.30	3329.86	4325.76
管理费用	317.89	402.36	517.64	672.46
财务费用	-4.57	-1.60	-3.28	-5.33
资产减值损失	12.21	10.00	10.00	10.00
投资收益	12.28	13.63	15.12	16.79
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	755.62	994.99	1312.26	1747.68
其他非经营损益	43.94	43.74	43.21	43.51
利润总额	799.57	1038.73	1355.47	1791.20
所得税	116.45	147.60	193.96	256.48
净利润	683.12	891.13	1161.51	1534.72
少数股东损益	-3.45	-4.50	-5.87	-7.76
归属母公司股东净利润	686.57	895.63	1167.38	1542.47

现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	683.12	891.13	1161.51	1534.72
折旧与摊销	112.15	123.82	123.82	123.82
财务费用	-4.57	-1.60	-3.28	-5.33
资产减值损失	12.21	10.00	10.00	10.00
经营营运资本变动	-25.94	-213.43	-260.21	-365.44
其他	-131.49	-23.63	-25.12	-26.79
经营活动现金流净额	645.48	786.30	1006.72	1270.98
资本支出	-483.74	0.00	0.00	0.00
其他	60.42	13.63	15.12	16.79
投资活动现金流净额	-423.32	13.63	15.12	16.79
短期借款	-280.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	-312.58	-413.19	-539.01	-702.55
其他	-3.35	1.60	3.28	5.33
筹资活动现金流净额	-595.93	-411.59	-535.73	-697.22
现金流量净额	-373.77	388.33	486.11	590.54

资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	270.46	658.79	1144.90	1735.45
应收和预付款项	1146.17	1474.29	1888.03	2450.64
存货	170.65	204.66	254.46	318.49
其他流动资产	130.49	165.16	212.48	276.03
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1354.26	1235.42	1116.58	997.74
无形资产和开发支出	377.08	372.16	367.23	362.31
其他非流动资产	136.31	136.25	136.19	136.13
资产总计	3585.42	4246.73	5119.88	6276.79
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	430.11	531.75	662.69	833.54
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	442.48	524.22	643.93	797.83
负债合计	872.59	1055.97	1306.62	1631.36
股本	383.80	809.62	809.62	809.62
资本公积	987.68	561.86	561.86	561.86
留存收益	1296.50	1778.94	2407.30	3247.22
归属母公司股东权益	2667.98	3150.42	3778.79	4618.71
少数股东权益	44.85	40.34	34.47	26.72
股东权益合计	2712.83	3190.77	3813.26	4645.43
负债和股东权益合计	3585.42	4246.73	5119.88	6276.79

财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
销售收入增长率	26.17%	26.57%	28.65%	29.91%
营业利润增长率	33.86%	31.68%	31.89%	33.18%
净利润增长率	31.52%	30.45%	30.34%	32.13%
EBITDA 增长率	33.38%	29.43%	28.25%	30.25%
获利能力				
毛利率	84.34%	85.16%	85.66%	86.18%
三费率	62.59%	62.68%	62.66%	62.64%
净利率	18.13%	18.69%	18.93%	19.26%
ROE	25.18%	27.93%	30.46%	33.04%
ROA	19.05%	20.98%	22.69%	24.45%
ROIC	27.13%	30.67%	37.27%	44.45%
EBITDA/销售收入	22.91%	23.43%	23.35%	23.41%
营运能力				
总资产周转率	1.09	1.22	1.31	1.40
固定资产周转率	4.23	5.76	8.66	13.51
应收账款周转率	3.77	3.79	3.80	3.82
存货周转率	4.01	3.77	3.83	3.84
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.06%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	24.34%	24.87%	25.52%	25.99%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.04	2.45	2.75	2.99
速动比率	1.84	2.25	2.55	2.79
股利支付率	45.53%	46.13%	46.17%	45.55%
每股指标				
每股收益	0.85	1.11	1.44	1.91
每股净资产	3.35	3.94	4.71	5.74
每股经营现金	0.80	0.97	1.24	1.57
每股股利	0.39	0.51	0.67	0.87

业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	863.21	1117.21	1432.80	1866.17
PE	35.35	27.10	20.79	15.74
PB	8.95	7.61	6.37	5.23
PS	6.44	5.09	3.96	3.05
EV/EBITDA	12.86	21.01	16.05	12.00
股息率	1.29%	1.70%	2.22%	2.89%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn