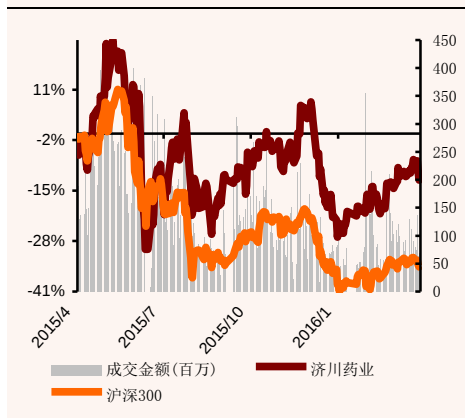


方正证券研究所证券研究报告

首席分析师： 崔文亮
执业证书编号： S1220514080006
E-mail: cuiwenliang@foundersc.

联系人： 周小刚
TEL: 021-50837322
E-mail: zhouxiaogang@foundersc

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《拳头产品快速增长，盈利质量非常优异》
2016.03.20

《收入、利润持续高增长，经营质量持续表现优异》2015.10.26

《收入利润维持 30%高增长，东科制药营销整合步入正轨》2015.08.16

请务必阅读最后特别声明与免责条款

济川药业(600566)

公司研究

医药生物行业

公司财报点评

2016.08.08/强烈推荐(维持)

投资要点：

※ 济川药业发布 16 年半年报，公司业绩略超市场预期（但符合我们预期），营业收入&净利润持续保持高增长态势。2016 年上半年公司实现销售收入 23.54 亿，同比增长 25.69%，归母净利润 4.40 亿，同比增长 32.98%，扣非净利润 4.19 亿，同比增长 37.81%。上半年公司 EPS 为 0.56 元/股。

※ 2016Q2 业绩增速相比 2016Q1 基本持平，公司经营持续保持稳定。2016Q2，公司实现营业收入 11.97 亿，同比增长 23.64%（2016Q1 同比增长 27.88%），归母净利润 2.31 亿，同比增长 34.82%（2016Q1 同比增长 31.01%），扣非净利润 2.28 亿，同比增长 35.14%（2016Q1 同比增长 41.13%）。总体而言，公司二季度业绩增速相比一季度基本持平，呈稳健较快发展态势。

※ “重点品种高速增长+东科制药销售步入正轨”驱动公司医药工业总体增速持续 25%+高增长。2016 年上半年，公司医药工业实现销售收入 22.66 亿，同比增长 26.87%（去年同期增速 27.10%），持续保持快速增长态势。分品种看，我们预计公司拳头品种蒲地蓝消炎口服液收入近 10 亿，同比增长略超 30%，相比去年呈进一步加速增长态势；小儿鼓翘清热颗粒收入规模 3 亿左右，同比增长高达 50%，相比去年同样呈进一步加速增长态势；化学药雷贝拉唑由于招标降价压力相对较大且基数较大原因（预计今年上半年收入规模近 5 亿），同比仅实现个位数增长；小品种方面，我们预计三拗片增速约 30%、健胃消食口服液增速近 10%，增速保持平稳。尤为值得重视的是，公司 15 年新上市品种蛋白琥珀酸铁口服溶液（简称“蛋白铁”）及收购公司东科制药表现亮眼，我们预计蛋白铁已在上海、山东、辽宁、云南实现突破，上半年销售收入或已超千万，东科制药经过去年磨合，今年起销售已步入正轨，预计上半年销售收入超 7000 万且扭亏为盈贡献近 300 万净利润（去年全年亏损近 1000 万）。展望未来，我们预计在公司强大营销能力保驾护航下，公司医药工业销售收入仍有望实现 25%左右高增长

※ 毛利率同比上升、销售费用率同比基本持平、管理费用率同比下降，公司净利率提升约 1 个百分点，盈利能力持续提升。2016 年上半年，公司综合毛利率约 85.26%，同比上升约 0.7 个百分点（主要来自高毛利医药工业占比的进一步上升）；销售费用率为 55.06%，同比微幅下降 0.08 个百分点；管理费用率为 7.39%，同比下降约 1.1 个百分点。受益于此，公司盈利能力亦持续提升，上半年公司扣非净利率达 17.80%，相比去年同期 16.24%扣非净利率大幅上升 1.56 个百分点。展望未来，我们预计随着公司研发投入的

逐步加大，其管理费用率或将维持稳定、但销售费用率仍有较大下降空间，公司净利率仍有望进一步提升。

- ※ **经营净现金流与利润匹配良好，公司盈利质量非常优异。**
16 年上半年公司经营净现金流达 4.63 亿，相比去年同期增长 41%，亦超出公司一季度经营净利润，现金流净利润匹配良好。应收账款方面，16 年上半年公司应收账款周转天数为 92.31 天，相比去年同期进一步改善（公司去年同期应收账款周转天数为 96.86 天）。
- ※ **收购&自主研发双轮驱动，公司未来品种或将持续丰富，从而进一步增强公司发展后劲。**自主研发方面，截止 2015 年底，公司在研项目 105 项，其中申报临床 9 项，二期临床 7 项，三期临床 7 项，申报生产 23 项，在研品种逐步趋于丰富。外延并购方面，在 14 年底收购东科制药获取 12 个独家品种（剂型）后，我们预计今后公司仍有望在国内外持续落地新并购项目，公司产品线梯队或将进一步成型。
- ※ **盈利预测：**我们预计公司 16-18 年分别净利润为 8.99 亿、11.41 亿、14.06 亿，EPS 分别为 1.15 元、1.46 元、1.80 元。考虑到公司未来三年高增长确定，上调公司一年期合理股价至 34 元，对应 16 年估值约 30 倍。维持公司“强烈推荐”投资评级。
- ※ **风险提示：**招标降价风险；并购整合风险；后备产品线相对单薄风险

盈利预测：

单位/百万	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	3767.84	4766.99	5705.98	6649.19
(+/-) (%)	26.17%	26.52%	19.70%	16.53%
净利润	686.57	899.20	1141.24	1406.27
(+/-) (%)	32.19%	30.97%	26.92%	23.22%
EPS (元)	0.88	1.15	1.46	1.80
P/E	31.48	20.27	15.97	12.96

数据来源：wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1717.77	2776.52	4077.33	5652.28	营业收入	3767.84	4766.99	5705.98	6649.19
现金	270.46	954.51	1924.35	3168.52	营业成本	590.03	736.92	874.49	1006.91
应收账款	1156.19	1508.46	1805.59	2104.06	营业税金及附加	64.03	81.01	96.97	113.00
其它应收款	12.14	9.09	10.88	12.68	营业费用	2044.90	2564.64	3041.29	3510.77
预付账款	10.50	13.12	15.57	17.93	管理费用	317.89	395.66	456.48	518.64
存货	170.65	201.90	239.59	275.87	财务费用	-4.57	-22.35	-56.97	-104.13
其他	97.82	89.44	81.35	73.23	资产减值损失	12.21	14.83	14.15	14.21
非流动资产	1867.65	1916.70	1951.77	1973.19	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	37.50	37.50	37.50	37.50	投资净收益	12.28	12.28	12.28	12.28
固定资产	1354.26	1359.66	1354.98	1340.19	营业利润	755.62	1008.54	1291.84	1602.05
无形资产	377.67	421.31	461.07	497.28	营业外收入	44.94	44.94	44.94	44.94
其他	98.22	98.22	98.22	98.22	营业外支出	1.00	1.00	1.00	1.00
资产总计	3585.42	4693.22	6029.10	7625.47	利润总额	799.57	1052.49	1335.79	1646.00
流动负债	840.26	1048.86	1243.50	1433.60	所得税	116.45	153.28	194.54	239.72
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	683.12	899.20	1141.24	1406.27
应付账款	188.60	232.48	275.88	317.66	少数股东损益	-3.45	0.00	0.00	0.00
其他	651.67	816.37	967.61	1115.94	归属母公司净利润	686.57	899.20	1141.24	1406.27
非流动负债	32.33	32.33	32.33	32.33	EBITDA	863.14	1108.14	1370.12	1646.88
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.88	1.15	1.46	1.80
其他	32.33	32.33	32.33	32.33					
负债合计	872.59	1081.18	1275.82	1465.92	主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	44.85	44.85	44.85	44.85	成长能力				
股本	781.45	781.45	781.45	781.45	营业收入	3767.84	4766.99	5705.98	6649.19
资本公积	987.68	987.68	987.68	987.68	营业利润	755.62	1008.54	1291.84	1602.05
留存收益	1296.50	2195.70	3336.94	4743.22	归属母公司净利润	686.57	899.20	1141.24	1406.27
归属母公司股东权益	3065.64	3964.84	5106.08	6512.35	获利能力				
负债和股东权益	3983.07	5090.87	6426.75	8023.13	毛利率	0.84	0.85	0.85	0.85
					净利率	0.18	0.19	0.20	0.21
现金流量表	2015	2016E	2017E	2018E	ROE	0.22	0.23	0.22	0.22
经营活动现金流	645.48	796.27	1082.06	1356.38	ROIC	0.23	0.28	0.33	0.38
净利润	683.12	899.20	1141.24	1406.27	偿债能力				
折旧摊销	112.15	119.39	133.37	147.01	资产负债率	0.22	0.21	0.20	0.18
财务费用	2.25	-22.35	-56.97	-104.13	净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	-12.28	-12.28	-12.28	-12.28	流动比率	2.04	2.65	3.28	3.94
营运资金变动	-150.85	-180.93	-150.49	-154.89	速动比率	1.83	2.44	3.07	3.74
其他	11.09	-6.77	27.17	74.39	营运能力				
投资活动现金流	-423.32	-112.22	-112.22	-112.22	总资产周转率	1.09	1.15	1.06	0.97
资本支出	-395.62	-124.49	-124.49	-124.49	应收账款周转率	101.76	110.00	110.00	110.00
长期投资	-39.98	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	115.15	115.15	115.15	115.15
其他	12.28	12.28	12.28	12.28	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-595.93	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.88	1.15	1.46	1.80
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.83	1.02	1.38	1.74
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	3.92	5.07	6.53	8.33
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	31.48	20.27	15.97	12.96
其他	-595.93	0.00	0.00	0.00	P/B	7.05	4.60	3.57	2.80
现金净增加额	-373.77	684.05	969.84	1244.17	EV/EBITDA	24.73	15.58	11.90	9.14

数据来源: wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、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。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。

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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 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, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 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。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明:

强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;

推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;

中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;

减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明:

推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;

中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;

减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com