

金城医药 (300233)

证券研究报告

2017 年 03 月 30 日

并购朗依形成战略协同，高端头孢品种打开成长天花板

16 年营收同比增速超过 20%，净利润下滑主因谷胱甘肽销售渠道受阻

公司 2016 年营收 14.20 亿元，同比增长 20.52%，归属上市股东净利润 1.59 亿元，同比下滑 6.78%。分季度业绩表现看，四季度营收和净利润环比大幅增长，单季度实现净利润超过 6,000 万元，主因头孢中间体原料药量价齐升。特色原料药谷胱甘肽同比下滑，主因受销售渠道因素影响，目前销售渠道已经恢复，预计 17 年谷胱甘肽收入有望企稳回升。同时受益于供给侧改革和持续的环保压力，公司头孢中间体和原料药有望保持稳健增长。公司拥有多个头孢中间体和原料药在研申报品种，腺苷蛋氨酸等仿制药品种预计 2018 年上市，引领公司未来成长。

并购朗依打造龙头妇科品牌，金城金素的高端头孢制剂品种有望成为业绩新亮点

2016 年公司以 18.8 亿元完成对朗依制药的收购，旗下主要的三大产品：朗依、唯田、左通。硝呋太尔系列产品作为治疗妇科炎症产品，终端市场销售额超过 10 亿元，新纳入医保乙类目录，未来成长空间广阔。朗依制药 2015-2018 年的承诺实现的扣非净利润分别不低于 1.56、0.71、1.87、2.25 亿元。2016 年朗依制药超额完成业绩对赌，凭借良好的产品质量和过硬的销售团队，17 年业绩对赌完成可期。金城金素旗下的高端头孢制剂品种为三代头孢制剂，并获得国家科技二等奖，中标价远高于普通国产品牌。以注射用头孢噻肟钠（1g）为例，金城金素四川省中标价为 26 元，普通国产品牌价格不到 2 元。自 2016 年以来，金城金素已在四川、宁夏、山东、广西等地区中标，随着新一轮招标的开启，销售渠道有望进一步扩展，金城金素有望成为公司的业绩新亮点。

销售费用率同比大幅增长，管理费用率同比明显下降

销售费用比去年大幅增长，主要新增子公司宁波丰众化工的销售费用增加，16 年销售费用率为 2.80，同比 15 年增加 1.12pp。16 年管理费用率为 13.36%，同比降低 3.78pp，控费效果明显。预计 17 年不考虑朗依合并报表等因素，销售费用率和管理费用率保持平稳，财务费用率较低，预计小幅波动对于整体利润的影响不大。

盈利预测与估值

公司立足于“特色原料药+专科制剂”，正在由原料药生产企业转型为制剂和大健康领域企业。通过收购朗依，在销售渠道与管理层面形成协同效应，为公司在创新药和大健康领域的布局打下基础。公司拥有多个在线研发品种，腺苷蛋氨酸预计 2018 年上市，有望再造一个“谷胱甘肽”品种。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.00、1.20 和 1.49 元，对应 PE 分别为 25 倍、21 倍和 17 倍，给予 2017 年 30 倍估值，目标价 30.00 元，维持“买入”评级。

风险提示：朗依制药业绩不及预期；谷胱甘肽价格和销量不及预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,178.56	1,420.39	1,994.02	2,272.90	2,628.28
增长率(%)	12.16	20.52	40.39	13.99	15.64
EBITDA(百万元)	244.41	235.91	459.20	535.87	657.67
净利润(百万元)	170.98	159.39	392.65	471.03	587.27
增长率(%)	57.29	(6.78)	146.35	19.96	24.68
EPS(元/股)	0.43	0.41	1.00	1.20	1.49
市盈率(P/E)	57.37	61.54	24.98	20.83	16.70
市净率(P/B)	7.59	6.83	5.12	4.22	3.45
市销率(P/S)	8.32	6.91	4.92	4.32	3.73
EV/EBITDA	33.15	25.30	20.44	16.36	13.23

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	24.95 元
目标价格	30 元
上次目标价	30 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	393.15
流通 A 股股本(百万股)	229.02
A 股总市值(百万元)	9,809.15
流通 A 股市值(百万元)	5,713.94
每股净资产(元)	5.67
资产负债率(%)	
一年内最高/最低(元)	27.68/22.00

作者

杨烨辉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	
王金成	联系人
wangjincheng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

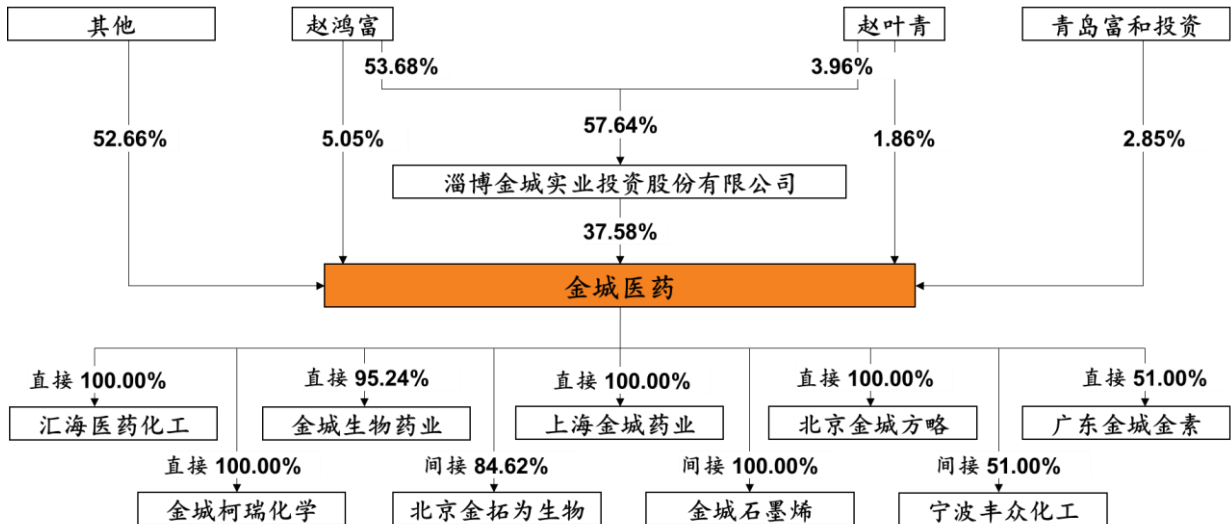
相关报告

1 《金城医药-首次覆盖报告：“原料药+制剂”双轮驱动，并购朗依打造龙头妇科品牌》 2017-03-02

1. 金城医药简介

金城医药成立于 2004 年，是国内最大的头孢抗生素侧链中间体生产厂商。公司致力于头孢类医药中间体的研发、生产和销售，主要产品囊括三、四代头孢类医药中间体、特色原料药、生物制药以及终端制剂，远销欧美及日韩等十几个国家和地区。公司致力于金城特色制药产业链三大方向建设：“头孢类抗生素终端制剂产业链，多肽类特色生物制药产业链和妇科、调节免疫制剂特色类产业链”。收购朗依、增资金城金素后，公司已逐步转型为制剂和大健康领域企业。

图 1：金城医药股权结构与子公司



资料来源：Wind，天风证券研究所

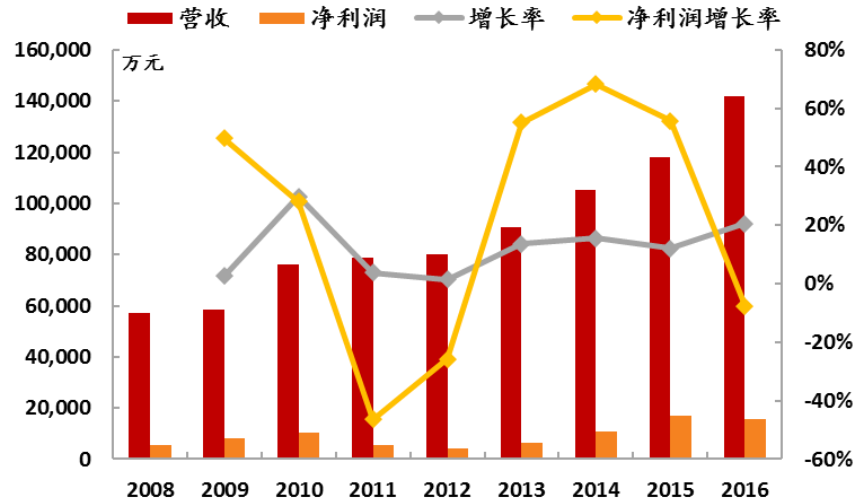
2. 近年公司业绩表现

2.1. 营收与净利润表现

2008 年以来，金城医药逐渐做强做大，营收持续增长，2016 年营收达到 14.20 亿元，同比增长 20.52%，2008 年至 2016 年 CAGR 达到 12.09%。上市早期，公司营收增长主要由头孢中间体驱动。2011 年，公司利润出现急剧下滑，并在 2012 年跌至最低点，这主要是由国家的“限抗令”政策出台导致。不过由于公司工艺和成本优势俱在，作为头孢行业龙头企业之一，自 2013 年起，公司相关业务开始恢复，2015 年时头孢中间体系列产品已实现净利润约 1 亿元。

随着谷胱甘肽在 2012 年获批，2013 年至 2016 年的公司营收出现新的增长点。谷胱甘肽的放量进一步带动了利润的增长，2013 年至 2015 年净利润年增长率都超过了 50%。2016 年由于高毛利率的谷胱甘肽因渠道问题而销量下滑超过 20%，考虑到 16 年下半年渠道已恢复，预计 17 年谷胱甘肽领域有望迎来恢复性增长。

图 2：2008-2016 年公司营收与净利润趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

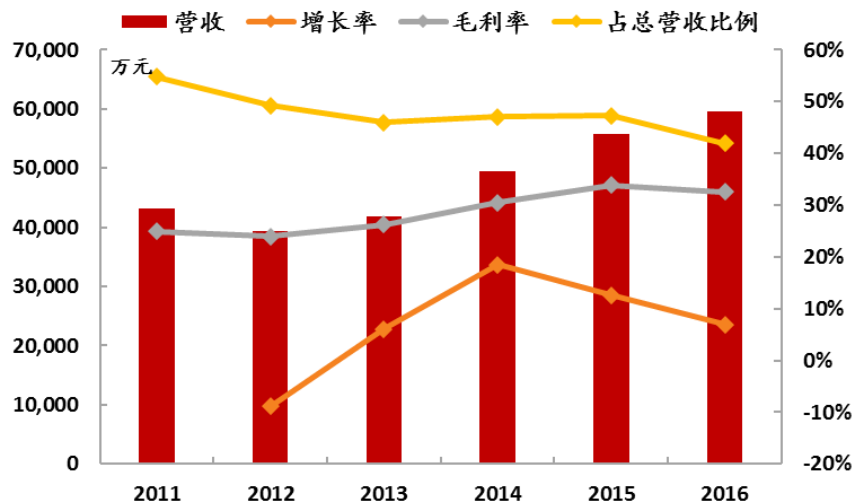
2.2. 核心产品：头孢侧链活性酯系列和谷胱甘肽

公司主营业务主要分为医药化工、生物制药和终端制剂三大板块，其中医药化工板块以头孢类医药中间体以及其他医药化工产品的生产和销售为主，主要产品有 AE 活性酯、头孢他啶活性酯、呋喃铵盐、头孢克肟活性酯、头孢地尼活性酯、三嗪环等；生物制药板块主要以谷胱甘肽原料药产品、腺苷蛋氨酸对甲苯磺酸硫酸盐等为主；终端制剂板块主要有头孢曲松、头孢噻肟、头孢他啶、头孢唑林钠等粉针制剂产品及复方木香铝镁片、头孢克洛分散片、辅酶 Q10 胶囊、牡蛎碳酸钙颗粒等口服制剂产品。

目前公司的主要营收仍来自于抗菌素类医药化工产品，包括头孢侧链活性酯系列和其他医药化工产品。其中头孢侧链活性酯系列产品实现收入 5.95 亿元，同比增长 6.89%，占营业收入的 41.92%。

尽管 2011 年的“限抗令”很大程度上影响了抗生素行业的发展，但由于抗生素类因其强效抗菌囊里故存在较高需求，且生产企业对制剂品类、剂型等持续更新或改进，零售药店也在转变其营销手段，抗生素类药品仍然有一定发展潜力。而头孢菌素作为国内市场份额最大的抗生素产品，其中间体的发展也因此受益。另外，由于“限抗令”使大部分抗菌药物中小生产企业面临被吞并或倒闭，行业集中度提高，对于金城这样的大型上游企业来说反而是利好。

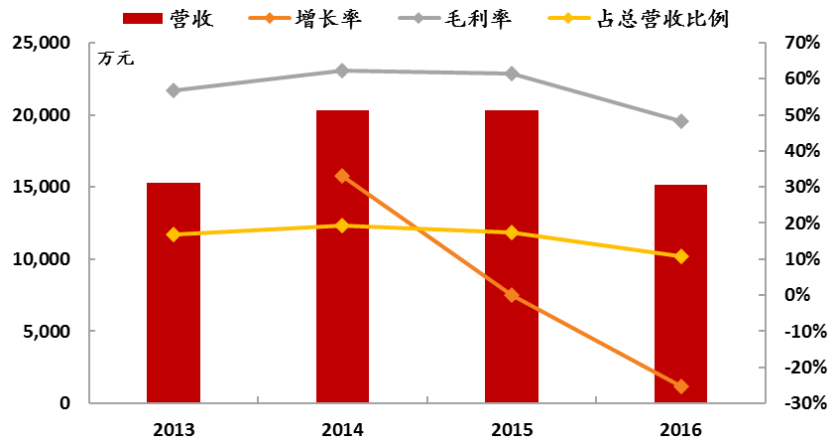
图 3：2011-2016 年金城医药头孢侧链活性酯系列产品营收趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

2012 年以来，金城医药谷胱甘肽上市，成为我国实现量产的两种谷胱甘肽药物之一，且很快发展为公司生物制药及特色原料药系列产品的拳头品种。金城的谷胱甘肽产品在保证高质量的同时有效地控制了价格，价格比国内另一大厂商日本协和的产品便宜约 10%，因此有较大发展潜力。2014 年，公司谷胱甘肽销量达到 130 吨。另外，公司还是国内谷胱甘肽原料药主要供应商

图 4：2013-2016 年生物制药及特色原料药系列产品营收趋势

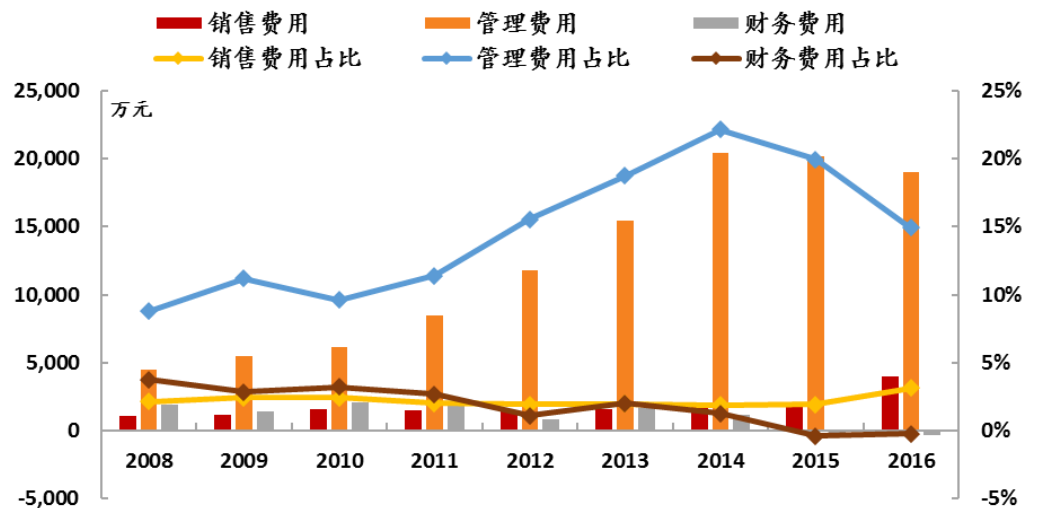


资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 销售费用率同比大幅增长，预计 17 年期间费用率以平稳为主

2016 年，公司销售费用约为 3977 万元，同比增长 101.29%，占总成本的比例达到 3.13%，增长率和占比均为过去 8 年来的最高增幅，主要原因在于化工贸易产品销售费用增加。财务费用约为 -292 万元，同比减少 26.86%，主要原因是一方面公司出口业务汇兑收益比去年同期有所下降，另一方面公司定期存单减少，利息收入减少。管理费用约为 1.90 亿元，占总成本的比例达到 14.94%，是 3 类费用中最大的支出，但其 2016 年表现下降趋势，同比减少 6.05%，主要来自于公司在员工薪酬和税金上的合理管控。我们认为 2017 年期间费用率方面，有望维持平稳。

图 5：期间费用率及占比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.00、1.20 和 1.49 元，对应 PE 分别为 25 倍、21 倍和 17 倍，给予 2017 年 30 倍估值，目标价 30.00 元，维持“买入”评级。

4. 风险提示

朗依制药业绩不及预期；谷胱甘肽价格和销量不及预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	404.97	445.89	392.16	1,010.93	1,067.45
应收账款	339.60	400.48	632.87	417.71	797.13
预付账款	22.22	54.11	10.02	69.87	24.62
存货	147.13	140.73	281.26	176.65	344.27
其他	76.44	83.73	114.09	109.78	154.51
流动资产合计	990.35	1,124.95	1,430.40	1,784.93	2,387.97
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	709.45	779.23	790.91	811.64	824.81
在建工程	65.16	64.08	74.45	92.67	85.60
无形资产	160.39	187.82	177.68	167.54	157.40
其他	70.94	100.80	117.73	111.99	109.04
非流动资产合计	1,005.94	1,131.93	1,160.76	1,183.84	1,176.85
资产总计	1,996.29	2,256.88	2,591.17	2,968.78	3,564.82
短期借款	255.00	234.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	286.74	319.75	426.89	415.38	510.66
其他	92.31	128.13	127.08	126.88	110.00
流动负债合计	634.06	681.88	553.97	542.26	620.66
长期借款	14.40	27.20	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	37.49	43.60	56.67	45.92	48.73
非流动负债合计	51.89	70.80	56.67	45.92	48.73
负债合计	685.95	752.68	610.64	588.18	669.39
少数股东权益	17.83	67.48	63.71	57.50	49.22
股本	253.20	253.20	393.20	393.20	393.20
资本公积	532.94	533.29	533.29	533.29	533.29
留存收益	1,083.89	1,205.66	1,523.61	1,929.89	2,453.01
其他	(577.51)	(555.43)	(533.29)	(533.29)	(533.29)
股东权益合计	1,310.35	1,504.20	1,980.52	2,380.60	2,895.44
负债和股东权益总	1,996.29	2,256.88	2,591.17	2,968.78	3,564.82

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	169.20	156.25	392.65	471.03	587.27
折旧摊销	83.37	89.73	48.09	51.18	54.04
财务费用	15.79	12.44	2.31	(6.39)	(9.47)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(106.69)	21.33	(261.79)	248.52	(461.42)
其它	46.24	(38.27)	(3.96)	(6.32)	(8.47)
经营活动现金流	207.92	241.48	177.30	758.03	161.95
资本支出	205.37	179.10	46.93	90.75	47.19
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(350.81)	(383.99)	(106.93)	(170.75)	(97.19)
投资活动现金流	(145.44)	(204.88)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	283.26	268.40	12.04	11.03	10.09
股权融资	46.75	25.71	159.82	6.39	9.47
其他	(375.96)	(289.78)	(342.90)	(76.69)	(75.00)
筹资活动现金流	(45.95)	4.33	(171.03)	(59.26)	(55.44)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	16.53	40.92	(53.73)	618.77	56.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,178.56	1,420.39	1,994.02	2,272.90	2,628.28
营业成本	762.93	1,024.72	1,241.94	1,378.55	1,539.96
营业税金及附加	12.18	15.60	18.73	23.27	26.82
营业费用	19.76	39.77	55.83	63.64	73.59
管理费用	202.01	189.78	266.42	322.75	384.28
财务费用	(3.99)	(2.92)	2.31	(6.39)	(9.47)
资产减值损失	20.60	3.69	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	165.07	149.74	408.80	491.08	613.10
营业外收入	11.41	25.35	20.00	18.92	21.43
营业外支出	3.37	5.31	6.44	5.04	5.60
利润总额	173.11	169.78	422.35	504.96	628.93
所得税	3.91	13.53	33.66	40.25	50.13
净利润	169.20	156.25	388.69	464.71	578.80
少数股东损益	(1.77)	(3.14)	(3.96)	(6.32)	(8.47)
归属于母公司净利润	170.98	159.39	392.65	471.03	587.27
每股收益（元）	0.43	0.41	1.00	1.20	1.49

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	12.16%	20.52%	40.39%	13.99%	15.64%
营业利润	29.09%	-9.29%	173.01%	20.13%	24.85%
归属于母公司净利润	57.29%	-6.78%	146.35%	19.96%	24.68%
获利能力					
毛利率	35.27%	27.86%	37.72%	39.35%	41.41%
净利率	14.51%	11.22%	19.69%	20.72%	22.34%
ROE	13.23%	11.09%	20.48%	20.28%	20.63%
ROIC	16.39%	12.00%	30.64%	29.91%	43.49%
偿债能力					
资产负债率	34.36%	33.35%	23.57%	19.81%	18.78%
净负债率	-1.71%	-0.15%	1.94%	8.67%	-14.98%
流动比率	1.56	1.65	2.58	3.29	3.85
速动比率	1.33	1.44	2.07	2.97	3.29
营运能力					
应收账款周转率	3.89	3.84	3.86	4.33	4.33
存货周转率	8.22	9.87	9.45	9.93	10.09
总资产周转率	0.62	0.67	0.82	0.82	0.80
每股指标（元）					
每股收益	0.43	0.41	1.00	1.20	1.49
每股经营现金流	0.53	0.61	0.45	1.93	0.41
每股净资产	3.29	3.65	4.87	5.91	7.24
估值比率					
市盈率	57.37	61.54	24.98	20.83	16.70
市净率	7.59	6.83	5.12	4.22	3.45
EV/EBITDA	33.15	25.30	20.44	16.36	13.23
EV/EBIT	50.31	40.65	22.83	18.08	14.42

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号 卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com