财通证券 CAITONG SECURITIES

化学制药

证券研究报告

事件点评

公司研究

财通证券研究所

投资评级：买入(维持)

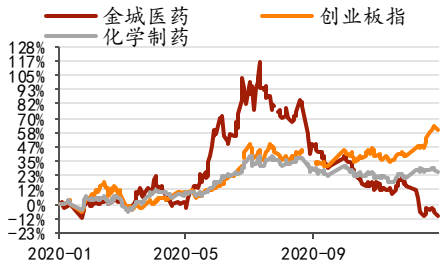
金城医药(300233)

目标价:37.0 元

轻装上阵，三大板块均将迎来三年高增长

市场数据	2021-01-11
收盘价（元）	17.79
一年内最低/最高(元)	16.75/43.87
市盈率	-291.0
市净率	1.68
基础数据	
净资产收益率(%)	5.47
资产负债率(%)	27.0
总股本(亿股)	3.92

最近 12 月股价走势



联系信息

张文录 分析师

SAC 证书编号：S0160517100001

zhangwenlu@ctsec.com

相关报告

1 《金城医药(300233)：注射用亚胺培南西司他丁钠获进口注册》 2020-08-25

2 《金城医药(300233)：业绩虽下滑，核心业务保持增长不易》 2020-08-20

3 《金城医药(300233)：谷胱甘肽对人体的重要性或被重新认识》 2020-05-26

要点：我们与市场观点截然不同，我们认为金城医药是典型的医药化工和生物发酵平台型公司，内生性增长良好；制剂板块持续高速增长。详见报告《被市场忽略的全球双料龙头》。已经发生的历史和可预见的未来，公司已经站在下一轮高速增长的路上，未来三年是医药行业中可见的产生戴维斯双击的公司。

- **医药化工板块，将投产的几个大品种带动业绩三年高增长**

从历史上来看，医药化工板块（金城医化、汇海和柯瑞子公司，主要以头孢中间体为主）营收从 2012 年的 7.95 亿到 2019 年的 15.66 亿，7 年营收复合增速 10.17%；净利润从 0.34 亿增长到 2019 年的 2.80 亿，净利润 7 年复合增速 35.15%。2020 年受到疫情和汇率因素产生下滑，但这是短暂的，三季报已经是大底部。随着爆款高毛利原料 200 吨烟碱、头孢呋辛酸、泊沙康唑和培南类高级中间体等投产，业绩将步入新一轮高速增长期。

- **谷胱甘肽是消费属性，受益于美容保健高增长，成长路径清晰**

生物发酵平台型公司，全球谷胱甘肽原料药绝对龙头。金城生物营收从 2012 年的 0.42 亿到 2019 年的 3.23 亿，营收 7 年复合增 33.83%；净利润从 0.08 亿到 0.95 亿，净利润 7 年复合增速 42.40%。2020 年此板块预计增速 10-20%，因国内疫情导致谷胱甘肽医院端下滑，逆势增长的主要原因是在美容、保健品等领域高增长，这个势头已经清晰。这也是公司谷胱甘肽产能从 2019 年的 200 吨扩产到目前的 500 吨的原因。腺苷蛋氨酸原料更是一个高毛利品种，已经在俄罗斯等国家找到了突破口。生物板块将迎来高成长阶段。

- **制剂板块：清理金城泰尔（原朗依制药）的包袱轻装上阵，创新思维将引领公司跨越发展。**

制剂业务是原料企业中发展最快的公司之一，2019 年头孢制剂收入超过 6.5 亿元，2020 年由于产能受限增速短暂放缓，2021 年起将持续高增长。国内头孢制剂市场千亿元级别，利润 150 亿元级别，存量市场再分配。金城能够持续获得蛋糕的能力有三，其一，大品种头孢曲松、头孢他啶和头孢唑啉等处于再评价第一梯队，有稳定 （接下页）

风险提示：疫情反复导致产品推广不及预期；汇率波动风险

表 1：公司财务及预测数据摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万）	3,008	2,795	2,795	3,505	4,347
增长率	7.9%	-7.1%	0.0%	25.4%	24.0%
归属母公司股东净利润（百万）	264	203	-460	525	733
增长率	-7.8%	-23.0%	-326.3%	-214.1%	39.7%
每股收益（元）	0.67	0.52	-1.17	1.34	1.87
市盈率(倍)	26.4	34.3	-15.1	13.3	9.5

数据来源：贝格数据，财通证券研究所

的原料药供应；其二，独家规格，头孢唑林与头孢他啶等 2 类新药新适用症获批后有保护期；其三，抗耐药新药利他唑酮等进入临床，是长期保障，这三个因素保证公司抗感染条线高增长。妇科朗依条线已经轻装上阵，普罗雌烯系列产品是类新药，性激素类原料药壁垒极高，处于独家地位，十亿元以上级别品种。卡贝缩宫素常温剂型独家，数亿元品种有高定价鞘能力。子宫内膜异位症新药吡咯喹啉醌等处于临床中，是公司妇科长期后盾保证。

盈利预测与投资评级

预计 2020-2022 年净利润为-4.60/5.25/7.33 亿元，EPS 分别为-1.17/1.34/1.87 元，对应 PE 为-15.10/13.3/9.5 倍，维持“买入”的投资评级。目标价 37.0 元。

公司财务报表及指标预测

利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**3,008**	**2,795**	**2,795**	**3,505**	**4,347**
减:营业成本	1,502	1,161	1,174	1,411	1,695
营业税费	43	36	39	49	61
销售费用	449	576	810	684	826
管理费用	281	303	550	684	826
财务费用	-4	6	1	-10	-13
资产减值损失	167	-303	798	22	26
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	1	-0	-	-	-
营业利润	**368**	**155**	**-577**	**666**	**926**
加:营业外净收支	2	160	-	-	-
利润总额	**370**	**315**	**-577**	**666**	**926**
减:所得税	88	101	-96	111	156
净利润	**264**	**203**	**-460**	**525**	**733**

资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	722	990	919	1,179	1,688
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	737	726	547	1,011	873
应收票据	81	-	155	39	202
预付帐款	25	36	7	10	11
存货	285	252	205	344	315
其他流动资产	32	186	79	99	121
可供出售金融资产	109	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	9	23	23	23	23
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	1,179	1,373	457	317	173
在建工程	318	329	384	452	535
无形资产	535	504	454	404	354
其他非流动资产	1,256	1,172	960	1,015	1,031
资产总额	**5,287**	**5,592**	**4,192**	**4,894**	**5,327**
短期债务	337	316	-	-	-
应付帐款	239	578	204	447	335
应付票据	10	13	3	5	5
其他流动负债	342	270	283	373	398
长期借款	162	206	-	-	-
其他非流动负债	109	124	78	85	102
负债总额	**1,199**	**1,508**	**568**	**909**	**840**
少数股东权益	**79**	**21**	**-0**	**29**	**67**
股本	393	393	392	392	392
留存收益	3,656	3,693	3,232	3,564	4,029
股东权益	**4,088**	**4,085**	**3,624**	**3,985**	**4,487**

现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	282	214	-460	525	733
加:折旧和摊销	175	189	168	168	168
资产减值准备	167	302	798	22	26
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	15	18	1	-10	-13
投资收益	-1	0	-	-	-
少数股东损益	18	11	-21	29	37
营运资金的变动	-287	-479	57	-235	-116
经营活动产生现金流量	**352**	**578**	**543**	**500**	**836**
投资活动产生现金流量	**-409**	**-93**	**-55**	**-67**	**-83**
融资活动产生现金流量	**86**	**-221**	**-559**	**-173**	**-244**

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性					
营业收入增长率	7.9%	-7.1%	0.0%	25.4%	24.0%
营业利润增长率	8.1%	-57.8%	-471.6%	-215.3%	39.2%
净利润增长率	-7.8%	-23.0%	-326.3%	-214.1%	39.7%
EBITDA 增长率	46.8%	63.1%	-134.0%	-301.7%	31.2%
EBIT 增长率	62.2%	80.2%	-156.4%	-213.8%	39.2%
NOPLAT 增长率	-9.0%	-60.5%	-537.8%	-213.7%	39.1%
投资资本增长率	4.1%	-7.4%	-23.0%	2.2%	-0.4%
净资产增长率	3.8%	-0.1%	-11.3%	10.0%	12.6%
利润率					
毛利率	50.1%	58.5%	58.0%	59.8%	61.0%
营业利润率	12.2%	5.6%	-20.7%	19.0%	21.3%
净利润率	8.8%	7.3%	-16.5%	15.0%	16.9%
EBITDA/营业收入	24.5%	43.0%	-14.6%	23.5%	24.9%
EBIT/营业收入	18.8%	36.5%	-20.6%	18.7%	21.0%
运营效率					
固定资产周转天数	141	164	118	40	20
流动营业资本周转天数	63	66	63	66	66
流动资产周转天数	216	262	264	236	244
应收帐款周转天数	82	94	82	80	78
存货周转天数	32	35	29	28	27
总资产周转天数	610	701	630	467	423
投资资本周转天数	416	440	374	263	214
投资回报率					
ROE	6.6%	5.0%	-12.7%	13.3%	16.6%
ROA	5.3%	3.8%	-11.5%	11.3%	14.5%
ROIC	8.1%	3.1%	-14.6%	21.6%	29.4%
费用率					
销售费用率	14.9%	20.6%	29.0%	19.5%	19.0%
管理费用率	9.3%	10.9%	19.7%	19.5%	19.0%
财务费用率	-0.1%	0.2%	0.0%	-0.3%	-0.3%
三费/营业收入	24.1%	31.7%	48.7%	38.7%	37.7%
偿债能力					
资产负债率	22.7%	27.0%	13.5%	18.6%	15.8%
负债权益比	29.3%	36.9%	15.7%	22.8%	18.7%
流动比率	2.03	1.86	3.91	3.25	4.35
速动比率	1.72	1.65	3.49	2.84	3.92
利息保障倍数	-142.75	165.87	-745.75	-67.48	-68.74
分红指标					
DPS(元)	0.25	0.20	-	0.49	0.69
分红比率	37.2%	38.7%	0.0%	36.8%	36.6%
股息收益率	1.4%	1.1%	0.0%	2.8%	3.9%

业绩和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	0.67	0.52	-1.17	1.34	1.87
BVPS(元)	10.24	10.38	9.26	10.10	11.29
PE(X)	26.4	34.3	-15.1	13.3	9.5
PB(X)	1.7	1.7	1.9	1.8	1.6
P/FCF	19.5	12.2	-24.7	14.5	9.2
P/S	2.3	2.5	2.5	2.0	1.6
EV/EBITDA	8.9	5.2	-14.4	6.8	4.7
CAGR(%)	25.2%	53.3%	-218.3%	25.2%	53.3%
PEG	1.0	0.6	0.1	0.5	0.2
ROIC/WACC	0.8	0.3	-1.4	2.1	2.8
REP	2.4	6.4	-1.7	1.0	0.7

资料来源：贝格数据，财通证券研究所

信息披露

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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰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，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，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，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。