

2017年10月22日

济川药业 (600566.SH)

蒲地蓝消炎口服液进入青海省医保目录超预期，多个品种受益招标推进增速有望加快

■济川药业是我们持续强烈推荐并早已申明首推的品种，我们此前已经发布多篇深度报告和跟踪报告。5月16日，于公司被市场错杀之际，我们发布了11页《济川药业深度跟踪报告：推广能力优秀的平台型企业，预计未来业绩持续高增长估值有望修复》；8月9日，公司受中报收入增速放缓影响股价再度调整，我们坚定不移发布了《济川药业再认识：全年低点已过，下半年收入和利润增速都有望加快估值有望再修复》。

■公司公告，蒲地蓝消炎口服液进入青海省医保目录，这是继今年1月蒲地蓝进入河北省医保目录后的第二个增补省份，符合我们预期，但超出市场预期。我们在5月16日发布的11页《济川药业深度跟踪报告：推广能力优秀的平台型企业，预计未来业绩持续高增长估值有望修复》中，在报告首页、报告第4页等多处反复强调，济川药业未来蒲地蓝还能继续保持15%左右较快增长的驱动因素之一就是“医保目录增补省份增加”，事实上，蒲地蓝目前此前仅进入9个地区医保目录（陕西、江苏、辽宁、湖南、天津、新疆、新疆军区、河北、青海），事实上，还有进入多个省份医保的潜力，仅2017年就进入了河北和青海，特别是今年2月国家公布新版医保目录后，各地医保增补目录还大部分未披露，我们预计和判断，蒲地蓝作为用药基础和效果良好的大品种，有望进入更多省份医保，从而推动蒲地蓝增长稳中有升，从此前经验看，蒲地蓝进入天津、新疆和河北医保目录后，均实现了高速增长，因此，我们认为，随着蒲地蓝进入更多省份医保目录，不仅用药空间被进一步打开，且销售增速也将加快，对公司未来今年继续保持快速增长提供坚实基础。此外，我们了解和预计，此前公司蒲地蓝在青海销售额极小，进入医保目录后，参考同样偏远的青海，有望实现几千万级别的收入。

■无糖型小儿豉翘清热颗粒在多个省份中标，加速替代，整体增速显著加快。根据药智网数据库我们跟踪到，继2016年无糖型的小儿豉翘清热颗粒在个省份中标后，2017年以来，再次在重庆、北京、辽宁、福建、山东、山西等多个此前空白省份中标，从而实现普通剂型的替代，相应地，我们预计和测算，今年Q3，小儿豉翘清热颗粒增速显著加快，是推动公司业绩超预期的主要因素之一，我们预计，未来随着更多省份中标和执行新标后销售放量，小儿豉翘清热颗粒将显著拉动公司业绩保持较快增长。

■2015年新上市的蛋白琥珀酸铁此前由于招标进度缓慢，仅在有限几个省份销售，而2017年以来已经8个新增省份中标，该品种预计全年

公司快报

证券研究报告

其他通用机械

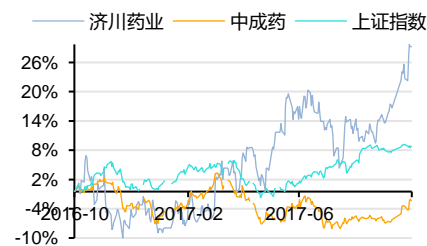
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**60.00元**
股价(2017-10-20) **40.81元**

交易数据

总市值(百万元)	33,040.76
流通市值(百万元)	33,040.76
总股本(百万股)	809.62
流通股本(百万股)	809.62
12个月价格区间	29.08/40.97元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.7	10.96	16.31
绝对收益	13.08	15.09	25.84

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006
cuiwl@essence.com.cn
010-83321412

相关报告

- 济川药业：3季度经营重回较快增长超出预期，估值持续修复继续看好未来成长空间/崔文亮 2017-10-16
- 济川药业：济川药业再认识：全年低点已过，下半年收入和利润增速都有望加快，估值有望再修复/崔文亮 2017-08-10
- 济川药业：报告主中报业绩符合预期，推广能力优秀的平台型企业/崔文亮 2017-07-27
- 济川药业：推广能力优秀的平台型企业，预计未来业绩持续高增长估值有望修复/崔文亮 2017-05-17
- 济川药业：一季报业绩超

有望实现 1.5 亿元销售，明年有望达到 3 亿元，正处于高速增长阶段，中标进度顺利进行保证了该品种顺利放量。未来几年将与小儿豉翘清热颗粒、东科制药品种和未来新获得品种一起，成为拉动公司快速增长的新品类。

■我们预计蒲地蓝消炎口服液医院端仍将保持 15% 左右较快增长，OTC 端推广开始发力。蒲地蓝医院端预计未来仍将保持 15% 左右较快增长，主要动力来自：1、医保目录增补省份增加；2、成人科室拓展；3、门诊限针剂政策的不断扩大范围。蒲地蓝 OTC 端去年实现 50% 增长，预计今年仍将实现 35% 左右高速增长，随着公司 OTC 端推广人员增加、覆盖药店数量快速增加、及零售药店严格执行抗生素处方药销售政策（无处方不销售），我们预计，未来几年蒲地蓝在 OTC 端销售复合增速不低于 35%。

■我们预计和判断，公司 2 季度开始对主要产品线在 OTC 端加大销售力度，公司收入增速在 Q3 已经开始提速，利润率有望随着 OTC 占比增加持续提升，且在小儿豉翘销量高速增长、无糖剂型替换、蛋白琥珀酸铁高速增长、东科制药妇炎舒高速增长及即将上市的埃索美拉唑针剂上市放量带动下，我们预计公司从明年开始未来几年继续保持内生性 25%~30% 增长，同时，公司产品线已经在逐渐丰富、蒲地蓝未来占比有望不断下降、且来自 OTC 端收入占比提升、来自医院端的影响越来越小，市场当前针对公司较快增长不持续和产品线单一的困扰有望逐渐消除，公司当前 26 倍的估值有望进一步得到修复并享受估值切换带来的收益。关于公司更多详细内容及推荐逻辑，请详见我们此前发布的多篇深度报告和跟踪报告。

■投资建议：我们预计公司 2017-2019 年的净利润分别为 12.5/16.7/21.7 亿元，同比增长 34%/33%/30%；EPS 分别为 1.55/2.06/2.68 元，当前股价对应估值仅为 26/20/15 倍，PEG 显著小于 1。我们认为，公司当前市场预期差较大，未来估值进一步修复的概率较大，有望享受估值提升和业绩成长的收益，具有显著价值。维持买入-A 的投资评级，未来 6 个月目标价为 60.00 元。

■风险提示：产品销售低于预期；新产品获批进度低于预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	3,767.8	4,677.9	5,886.2	7,297.5	8,905.6
净利润	686.6	934.2	1,253.6	1,668.0	2,169.8
每股收益(元)	0.85	1.15	1.55	2.06	2.68
每股净资产(元)	3.30	4.52	5.53	6.14	7.02

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	48.1	35.4	26.4	19.8	15.2
市净率(倍)	12.4	9.0	7.4	6.6	5.8
净利润率	18.2%	20.0%	21.3%	22.9%	24.4%
净资产收益率	25.7%	25.5%	28.0%	33.6%	38.2%
股息收益率	1.7%	1.8%	2.6%	3.5%	4.4%
ROIC	36.8%	39.0%	45.9%	53.0%	72.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,767.8	4,677.9	5,886.2	7,297.5	8,905.6	成长性					
减:营业成本	590.0	690.5	817.9	946.7	1,140.9	营业收入增长率	26.2%	24.2%	25.8%	24.0%	22.0%
营业税费	64.0	90.4	113.7	141.0	172.1	营业利润增长率	33.9%	39.8%	33.2%	33.9%	30.9%
销售费用	2,044.9	2,506.9	3,107.9	3,765.5	4,443.9	净利润增长率	32.2%	36.1%	34.2%	33.1%	30.1%
管理费用	317.9	338.4	435.6	554.6	676.8	EBITDA 增长率	33.8%	35.5%	29.2%	31.7%	29.3%
财务费用	-4.6	-8.9	3.6	4.1	3.2	EBIT 增长率	33.8%	39.5%	34.6%	33.9%	30.8%
资产减值损失	12.2	12.6	11.1	12.0	11.9	NOPLAT 增长率	33.1%	40.2%	35.8%	33.9%	30.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	32.3%	15.4%	15.9%	-4.8%	16.0%
投资和汇兑收益	12.3	8.5	10.4	10.4	9.8	净资产增长率	18.3%	35.9%	22.1%	11.0%	14.3%
营业利润	755.6	1,056.4	1,406.7	1,883.9	2,466.5	利润率					
加:营业外净收支	43.9	31.5	38.6	38.0	36.0	毛利率	84.3%	85.2%	86.1%	87.0%	87.2%
利润总额	799.6	1,088.0	1,445.3	1,921.9	2,502.5	营业利润率	20.1%	22.6%	23.9%	25.8%	27.7%
减:所得税	116.4	153.6	193.7	257.5	335.3	净利润率	18.2%	20.0%	21.3%	22.9%	24.4%
净利润	686.6	934.2	1,253.6	1,668.0	2,169.8	EBITDA/营业收入	22.8%	24.9%	25.6%	27.2%	28.8%
						EBIT/营业收入	19.9%	22.4%	24.0%	25.9%	27.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	85	89	85	65	50
						流动资产周转天数	57	48	54	55	55
						流动营业资本周转天数	177	172	193	200	202
						应收账款周转天数	96	94	96	96	95
						存货周转天数	14	14	13	12	12
						总资产周转天数	332	330	327	303	283
						投资资本周转天数	193	191	176	149	128
						投资回报率					
						ROE	25.7%	25.5%	28.0%	33.6%	38.2%
						ROA	19.1%	18.7%	22.0%	25.2%	29.4%
						ROIC	36.8%	39.0%	45.9%	53.0%	72.8%
						费用率					
						销售费用率	54.3%	53.6%	52.8%	51.6%	49.9%
						管理费用率	8.4%	7.2%	7.4%	7.6%	7.6%
						财务费用率	-0.1%	-0.2%	0.1%	0.1%	0.0%
						三费/营业收入	62.6%	60.6%	60.3%	59.3%	57.5%
						偿债能力					
						资产负债率	24.3%	26.1%	20.9%	24.3%	22.7%
						负债权益比	32.2%	35.3%	26.4%	32.1%	29.4%
						流动比率	2.04	2.24	3.09	2.93	3.35
						速动比率	1.84	2.07	2.91	2.75	3.15
						利息保障倍数	-164.51	-118.11	391.76	460.49	771.78
						分红指标					
						DPS(元)	0.68	0.73	1.05	1.45	1.80
						分红比率	79.7%	63.3%	67.7%	70.2%	67.1%
						股息收益率	1.7%	1.8%	2.6%	3.5%	4.4%

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	270.5	890.3	1,262.5	1,917.4	2,161.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	1,111.3	1,340.7	1,798.6	2,073.5	2,640.9
应收票据	24.3	93.7	45.0	79.4	91.5
预付账款	10.5	15.7	15.1	20.3	22.7
存货	170.6	204.4	209.2	279.2	315.9
其他流动资产	130.5	216.3	209.1	185.3	203.6
可供出售金融资产	37.5	37.5	37.5	37.5	37.5
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	6.1	6.1	6.1	6.1
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	887.0	1,431.8	1,356.5	1,281.2	1,205.8
在建工程	467.3	260.7	260.7	260.7	260.7
无形资产	209.8	225.6	206.0	186.3	166.6
其他非流动资产	266.1	264.9	283.9	271.8	271.3
资产总额	3,585.4	4,987.6	5,690.2	6,598.6	7,383.6
短期债务	-	-	-	-	-
应付账款	598.8	932.5	909.9	1,240.3	1,323.5
应付票据	71.3	84.9	63.9	126.3	105.4
其他流动负债	170.2	217.0	171.9	189.7	195.3
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	32.3	65.7	42.1	46.7	51.5
负债总额	872.6	1,300.1	1,187.8	1,603.0	1,675.8
少数股东权益	44.8	30.2	28.2	24.7	22.2
股本	383.8	397.6	809.6	809.6	809.6
留存收益	2,284.2	3,259.7	3,664.5	4,161.3	4,876.0
股东权益	2,712.8	3,687.5	4,502.4	4,995.6	5,707.8

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	683.1	934.4	1,253.6	1,668.0	2,169.8
加:折旧和摊销	112.1	118.0	95.0	95.0	95.0
资产减值准备	12.2	12.6	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	2.2	0.1	3.6	4.1	3.2
投资损失	-12.3	-8.5	-10.4	-10.4	-9.8
少数股东损益	-3.5	0.2	-2.0	-3.6	-2.6
营运资金的变动	91.8	-142.2	-537.7	66.6	-563.5
经营活动产生现金流量	645.5	913.1	802.2	1,819.7	1,692.2
投资活动产生现金流量	-423.3	-394.4	10.4	10.4	9.8
融资活动产生现金流量	-595.9	81.4	-440.3	-1,175.2	-1,458.3

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.85	1.15	1.55	2.06	2.68
BVPS(元)	3.30	4.52	5.53	6.14	7.02
PE(X)	48.1	35.4	26.4	19.8	15.2
PB(X)	12.4	9.0	7.4	6.6	5.8
P/FCF	-211.6	57.1	39.8	18.2	19.4
P/S	8.8	7.1	5.6	4.5	3.7
EV/EBITDA	11.9	9.8	21.0	15.6	12.0
CAGR(%)	34.6%	32.4%	34.1%	34.6%	32.4%
PEG	1.4	1.1	0.8	0.6	0.5
ROIC/WACC					
REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

崔文亮声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
深圳联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034