

## 资产减值影响短期业绩，加速聚焦医药主业

### ——圣济堂（600227）2019 年报及 Q1 点评

观望（下调）

日期：2020 年 05 月 08 日

#### 事件：

公司近日公布 2019 年年报，报告期内，公司实现营业收入 20.26 亿元，同期下降 16.64%；实现净利润、归母净利润 -17.12、-17.1 亿元，同比由盈转亏，扣非归母净利润 -17.21 亿元。2019 年不具备利润分配条件，因此 2019 年度公司不分配现金股利。2020 年 Q1，公司实现营收 2.86 亿元，同比下降 32.53%，归母净利润 -0.27 亿元，亏损相对缩窄。

#### 投资要点：

##### ● 传统化工业务承压明显，资产减值影响公司短期业绩

2019 年全年公司整体业绩下行，分业务看：公司制药营业收入为 3.96 亿元，同比下降 42.17%，实现利润总额 0.59 亿元；桐梓化工业务收入 16.15 亿元，实现利润总额 -16.83 亿元，亏损主要原因为公司对固定资产计提资产减值准备 15.69 亿元，对无形资产计提减值准备 0.71 亿元。从产品端看：公司收入主要来源于尿素、甲醇和西药产品，报告期内分别实现收入 9.66、5.88 和 3.44 亿元，分别同比下降 3.96%、8.80%和 28.76%。受制于行业的整体承压，尿素、化肥、甲醇价格整体低于 2018 年运行。同时西药领域公司核心产品受到“带量采购”和市场竞争压力的影响，药物价格和销量有所下滑。分季度看：除 Q2 实现归母净利润 0.1 亿元外，其他季度均未能实现盈利，其中 Q3 季度受资产减值影响，实现归母净利润 -16.52 亿元。在费用端方面：销售费用率 9.58%，同比减少 0.84 个百分点；管理费用率 6.96%，同比增加 1.5 个百分点；研发费用率 3.63%，同比增加 1.31 个百分点；财务费用率 2.69%，微增 0.16 个百分点。2020 年 Q1 公司化工业务受疫情、桐梓化工大修停车以及尿素、甲醇市场供大于求导致的价格下滑的共同影响而同比下滑；制药业务受到带量采购的价格下滑叠加疫情影响，收入 0.48 亿元，同比下滑 44.38%。

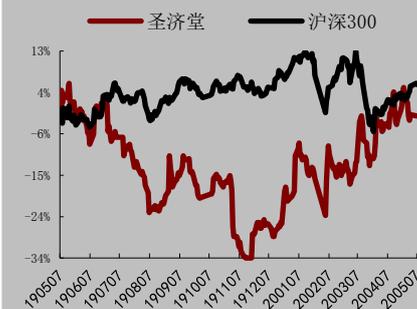
##### ● 剥离化工业务提升经营质量，医药制造业务有望回暖

在化工业务方面：2020 年 3 月 28 日，公司公告将公开挂牌转让贵州赤天化桐梓化工有限公司 100%股权。公司通过剥离盈利能力较弱的化肥化工业务有利于上市公司降低经营负担，改善公司盈利能力和财务状况。这一动作也标志着公司将专注于医药制药为核心的大健康业务。在医药制造业务方面：公司 2019 年度和 Q1 受疫情和集采影响明显，但在格列美脲片（圣平）在 2020 年度在“国采”中已经中标的情况下，公司将获得

#### 基础数据

行业	医药生物
公司网址	
大股东/持股	贵州渔阳贸易有限公司/28.27%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	1,693.13
流通A股(百万股)	1,278.18
收盘价(元)	3.07
总市值(亿元)	51.98
流通A股市值(亿元)	39.24

#### 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所  
数据截止日期：2020 年 05 月 07 日

#### 相关研究

万联证券研究所 20180514\_公司深度报告  
\_AAA\_赤天化（600227）深度报告  
万联证券研究所 20180502\_公司点评报告  
\_AAA\_赤天化（600227）点评报告

分析师：姚文

执业证书编号：S0270518090002

电话：02160883489

邮箱：yaowen@wlzq.com.cn

研究助理：王政眸

电话：02160883489

邮箱：wangzm@wlzq.com.cn

	2019 年	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	20.26	20.71	22.57	24.88
增长比率(%)	-16.6%	2.2%	9.0%	10.2%
净利润(亿元)	-17.10	0.59	0.66	0.74
增长比率(%)	-966.4%	103.4%	11.9%	12.4%
每股收益(元)	-1.01	0.03	0.04	0.04
市盈率(倍)	-3.0	88.8	79.3	70.6

数据来源：WIND，万联证券研究所

国内公立医院市场第一的份额，伴随着疫情已基本控制的现状下，预计在今年有望迎来制药业务的业绩回暖。

● **加强医药产品研发，培育干细胞治疗、中药产品销售增长点**

在化学药物和干细胞研发方面：公司加强糖尿病产品制剂的布局，开发阿卡波糖，并已完成生物等效性（BE）试验。公司控股子公司贵州中观生物主要开展干细胞生物技术的研发、生物制品的生产、基因技术的研究，目前，公司已收到中检院颁发的脐带间充质干细胞《检验报告》和胎盘羊膜间充质干细胞《检验报告》，报告显示公司报送的第一批干细胞样品各项功能均符合脐带间充质干细胞和胎盘羊膜间充质干细胞特性。干细胞业务有望成为公司未来新的业务增长潜力点。在传统中成药方面：公司拥有五个独家苗药产品（重楼解毒酊、复方重楼酊、博性康药膜、胆清胶囊、九龙解毒胶囊），其中重楼解毒酊是进入2019年版《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》的独家品种，具有良好的市场竞争力。公司未来将重点培育包括重楼解毒酊、九龙解毒胶囊、杜仲颗粒等产品，作为公司未来发展的增长点。提升公司生产线利用率，提高公司综合效益。

**盈利预测与投资建议：**

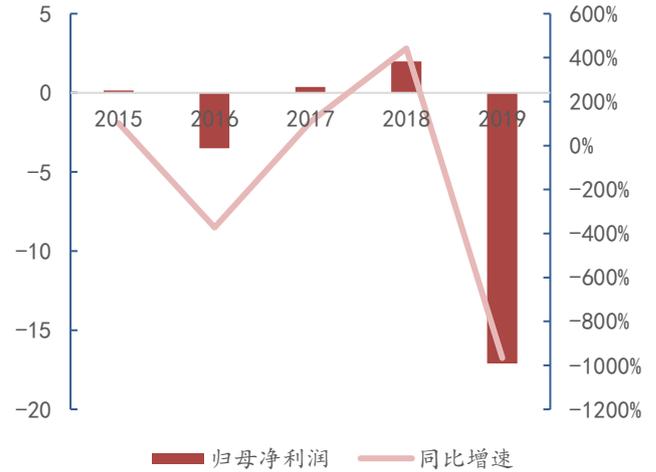
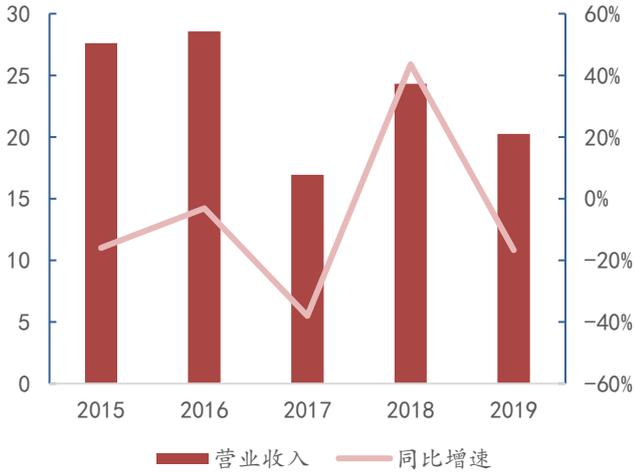
预计2020年、2021年和2022年公司分别实现归母净利润0.59、0.66和0.74亿元，分别实现EPS为0.03、0.04、0.04元，对应当前股价PE分别为89倍、79倍和71倍。鉴于当前剥离化工业务事项进展仍存一定不确定性，以及今年疫情因素对公司的影响，后续仍将密切跟踪，给予“观望”评级。

**风险因素：**

重大资产出售中止或不及预期的风险、药物研发和干细胞后续报送失败的风险、增长点培育缓慢的风险。

图表1: 2015-2019年公司营收(亿)及增速

图表2: 2015-2019年公司归母净利润(亿)及增速

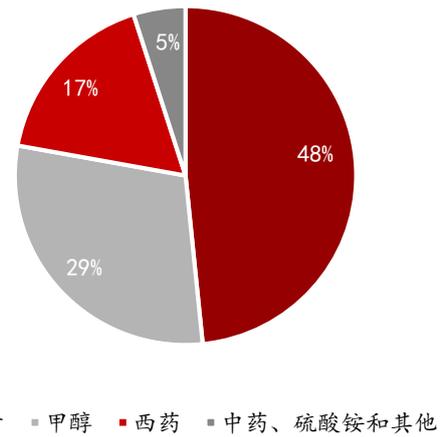
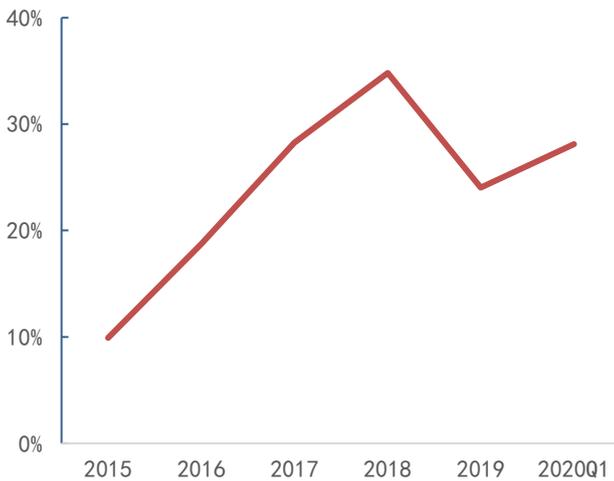


资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表3: 2015-2020Q1毛利率变化情况

图表4: 2019年公司主要营收构成情况



资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1590	1429	1670	1967	<b>营业收入</b>	2026	2071	2257	2488
货币资金	154	32	137	297	营业成本	1539	1516	1657	1821
应收票据及应收账款	881	842	939	1027	营业税金及附加	20	21	23	25
其他应收款	78	80	87	96	销售费用	194	176	186	200
预付账款	122	123	133	147	管理费用	141	166	172	187
存货	239	236	258	283	研发费用	73	79	102	129
其他流动资产	116	116	116	116	财务费用	54	56	56	56
<b>非流动资产</b>	3115	3009	2899	2773	资产减值损失	-1664	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	2240	1947	1645	1345	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	189	277	381	480	资产处置收益	0	0	0	0
无形资产	350	461	557	639	<b>营业利润</b>	-1709	67	72	81
其他长期资产	337	324	317	308	营业外收入	11	0	0	0
<b>资产总计</b>	4705	4439	4569	4740	营业外支出	9	0	0	0
<b>流动负债</b>	1365	1040	1105	1202	<b>利润总额</b>	-1707	67	72	81
短期借款	356	0	0	0	所得税	5	9	7	7
应付票据及应付账款	334	332	362	398	<b>净利润</b>	-1712	59	66	74
预收账款	155	157	171	189	少数股东损益	-2	0	0	0
其他流动负债	519	551	572	615	<b>归属母公司净利润</b>	-1710	59	66	74
<b>非流动负债</b>	162	162	162	162	EBITDA	323	370	370	376
长期借款	103	103	103	103	EPS (元)	-1.01	0.03	0.04	0.04
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	59	59	59	59					
<b>负债合计</b>	1528	1203	1268	1365	<b>主要财务比率</b>				
股本	1693	1693	1693	1693	<b>至12月31日</b>	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	2584	2584	2584	2584	<b>成长能力</b>				
留存收益	-1167	-1109	-1043	-970	营业收入	-16.6%	2.2%	9.0%	10.2%
归属母公司股东权益	3165	3223	3289	3362	营业利润	-742.1%	103.9%	7.2%	12.0%
少数股东权益	13	13	13	13	归属于母公司净利润	-966.4%	103.4%	11.9%	12.4%
<b>负债和股东权益</b>	4705	4439	4569	4740	<b>获利能力</b>				
					毛利率	24.0%	26.8%	26.6%	26.8%
					净利率	-84.5%	2.8%	2.9%	3.0%
					ROE	-54.0%	1.8%	2.0%	2.2%
					ROIC	1.5%	2.8%	3.0%	3.1%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
<b>至12月31日</b>	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	32.5%	27.1%	27.7%	28.8%
<b>经营活动现金流</b>	140	385	246	284	净负债比率	15.4%	7.9%	4.6%	-0.3%
净利润	-1,712	59	66	74	流动比率	1.16	1.37	1.51	1.64
折旧摊销	264	256	252	251	速动比率	0.90	1.03	1.16	1.28
营运资金变动	-182	71	-71	-40	<b>营运能力</b>				
其它	1,770	0	0	0	总资产周转率	0.43	0.47	0.49	0.52
<b>投资活动现金流</b>	-11	-150	-142	-124	应收账款周转率	2.32	2.48	2.42	2.44
资本支出	-63	-150	-142	-124	存货周转率	6.44	6.43	6.43	6.43
投资变动	-10	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其他	61	0	0	0	每股收益	-1.01	0.03	0.04	0.04
<b>筹资活动现金流</b>	-308	-356	0	0	每股经营现金流	0.08	0.23	0.15	0.17
银行借款	465	-356	0	0	每股净资产	1.87	1.90	1.94	1.99
债券融资	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
股权融资	15	0	0	0	P/E	-3.04	88.75	79.32	70.60
其他	-788	0	0	0	P/B	1.64	1.61	1.58	1.55
<b>现金净增加额</b>	-179	-121	105	160	EV/EBITDA	14.69	14.74	14.46	13.80
<b>期初现金余额</b>	285	154	32	137					
<b>期末现金余额</b>	106	32	137	297					

资料来源: 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的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、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场