

千红制药 (002550) \ 医药生物

——新产品持续放量 业绩有望提速

投资建议:	推荐
上次建议:	推荐
当前价格:	4.98元
目标价格:	元

事件:

公司公布2019年半年报: 2019年上半年实现收入8.43亿元, 同比增长24.92%; 归母净利润为1.75亿元, 同比增长6.97%; 每股EPS为0.14元。

投资要点:

➤ 2019Q2收入增长41.46%, 低分子肝素制剂快速放量。

2019年Q2收入4.76亿元, 同比增长41.46%, 环比去年Q4 (3%) 和2019年Q1 (8.45%) 有了快速提升, 我们认为这与肝素钠原料药价格进一步提高和制剂销量持续扩大有关。分类别来看, 2019年上半年原料药收入4.42亿元, 同比增长37.47%, 其中国外收入3.80亿元, 同比增长43.63%, 主要与肝素钠原料药处于高景气有关。截止2019年06月, 肝素出口平均单价为6367.37美元/kg, 处于高位震荡, 总体来看上半年平均单价同比增长21.76%。2019年上半年制剂收入4.01亿元, 同比增长13.49%, 略低于预期, 不过从Q2单季增速来看, 我们预计下半年制剂收入有望提速。主要产品方面, 预计胰激肽原酶增速20%左右, 低分子肝素制剂翻倍增长, 预计全年有望过亿。

➤ 制剂增速拉低整体毛利率, 费用上升拉低业绩表现。

2019年上半年归母净利润同比增长6.97%, 扣非后同比增长10.84%, 远低于收入增速, 主要是毛利率下降和费用上升所致。上半年综合毛利率为43.82%, 同比下降2.59个百分点, 主要是肝素粗品成本上升带动原料药毛利率下降0.48个百分点, 再加上制剂增速较低所致。2019年上半年期间费用为17.82%, 同比提高0.5个百分点, 其中主要是销售费用同比增长29.02%所致。

➤ 维持“推荐”评级。

依据公司股权激励行权条件, 我们维持前期预测, 预计公司2019-2021年EPS为0.22元、0.26元和0.28元, 下半年业绩有望提速, 看好公司长期发展, 维持“推荐”评级。

➤ 风险提示: 销售不达预期; 毛利率进一步下降; 费用持续上涨等。

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,065.47	1,321.68	1,683.22	1,941.95	2,180.07
增长率 (%)	37.23%	24.05%	27.36%	15.37%	12.26%
EBITDA (百万元)	177.60	203.90	411.37	471.16	522.10
净利润 (百万元)	183.00	221.35	287.28	328.33	361.43
增长率 (%)	-18.47%	20.95%	29.78%	14.29%	10.08%
EPS (元/股)	0.14	0.17	0.22	0.26	0.28
市盈率 (P/E)	35.28	29.70	22.19	19.41	17.64
市净率 (P/B)	2.62	2.52	2.29	2.07	1.87
EV/EBITDA	38.14	32.58	16.76	14.70	13.23

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,280/905
流通A股市值 (百万元)	4,507
每股净资产 (元)	1.96
资产负债率 (%)	19.85
一年内最高/最低 (元)	5.90/3.70

一年内股价相对走势



周静 分析师

执业证书编号: S0590516030001

电话: 025-84578368

邮箱: zhoujing@glsc.com.cn

相关报告

- 《千红制药 (002550) \ 医药生物行业》
《收入稳定增长 业绩表现有望提高》
- 《千红制药 (002550) \ 医药生物行业》
《那曲肝素顺利获批 增强综合竞争力》
- 《千红制药 (002550) \ 医药生物行业》
《业绩略低预期 创新有望持续收获》

图表 1：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	141.69	369.89	252.48	291.29	327.01	营业收入	1,065.47	1,321.68	1,683.22	1,941.95	2,180.07
应收账款+票据	277.22	348.99	439.40	497.00	545.90	营业成本	513.89	675.48	836.29	944.33	1,042.42
预付账款	3.06	22.25	20.00	16.00	12.00	营业税金及附加	16.89	16.97	20.20	23.30	26.16
存货	195.06	245.83	350.00	330.00	363.00	营业费用	248.49	320.50	400.61	446.65	490.52
其他	1,588.04	1,328.47	1,400.00	1,500.00	1,500.00	管理费用	163.10	112.51	176.74	194.19	218.01
流动资产合计	2,205.07	2,315.44	2,461.88	2,634.29	2,747.91	财务费用	-89.13	-120.60	-66.62	-32.81	-3.21
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	2.81	7.70	0.00	2.00	2.00
固定资产	613.21	590.77	548.70	508.28	466.53	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	14.40	15.02	20.00	20.00	15.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	83.11	124.02	121.61	119.87	121.02	其他	0.00	-67.29	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	37.01	47.63	250.53	453.00	695.47	营业利润	213.04	252.03	316.01	364.28	404.17
非流动资产合计	747.74	777.44	940.84	1,101.15	1,298.02	营业外净收益	0.67	1.81	5.00	2.00	2.00
资产总计	2,952.81	3,092.88	3,402.72	3,735.45	4,045.93	利润总额	213.72	253.84	321.01	366.28	406.17
短期借款	384.32	382.36	469.19	508.14	492.70	所得税	37.49	39.36	41.73	43.95	48.74
应付账款+票据	56.81	43.98	52.77	58.05	62.69	净利润	174.91	211.04	279.28	322.33	357.43
其他	58.78	78.33	42.00	41.00	41.00	少数股东损益	-8.10	-10.30	-8.00	-6.00	-4.00
流动负债合计	499.91	504.67	563.97	607.19	596.39	归属于母公司净利润	183.00	221.35	287.28	328.33	361.43
长期带息负债	0.00	50.00	50.00	50.00	50.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	0.00	50.00	50.00	50.00	50.00	营业收入	37.23%	24.05%	27.36%	15.37%	12.26%
负债合计	499.91	554.67	613.97	657.19	646.39	EBIT	-30.17%	22.71%	137.97%	14.68%	10.30%
少数股东权益	15.86	8.42	0.42	-5.58	-9.58	EBITDA	-7.61%	14.81%	101.75%	14.54%	10.81%
股本	1,280.00	1,280.00	1,279.98	1,279.98	1,279.98	归属于母公司净利润	-18.47%	20.95%	29.78%	14.29%	10.08%
资本公积	19.89	-6.31	-6.29	-6.29	-6.29	获利能力					
留存收益	1,137.14	1,256.09	1,514.64	1,810.14	2,135.43	毛利率	51.77%	48.89%	50.32%	51.37%	52.18%
股东权益合计	2,452.90	2,538.21	2,788.76	3,078.25	3,399.54	净利率	16.20%	15.46%	16.59%	16.60%	16.40%
负债和股东权益总计	2,952.81	3,092.88	3,402.72	3,735.45	4,045.93	ROE	7.41%	8.48%	10.30%	10.65%	10.60%
现金流量表						ROIC	3.25%	4.06%	10.24%	10.15%	10.19%
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
净利润	175.70	209.91	274.93	320.57	355.67	资产负债	16.93%	17.93%	18.04%	17.59%	15.98%
折旧摊销	63.09	63.38	76.98	87.69	99.13	流动比率	4.41	4.59	4.37	4.34	4.61
财务费用	-86.44	-115.38	-66.62	-32.81	-3.21	速动比率	0.84	1.47	1.26	1.32	1.48
存货减少	-25.48	-50.78	-104.17	20.00	-33.00	营运能力					
营运资金变动	-41.18	-85.66	-187.22	-149.32	-40.26	应收账款周转率	3.88	3.87	3.91	3.97	4.05
其它	9.28	-13.50	0.00	2.00	2.00	存货周转率	2.63	2.75	2.39	2.86	2.87
经营活动现金流	94.96	7.97	555.96	393.01	331.01	总资产周转率	0.36	0.43	0.49	0.52	0.54
资本支出	87.63	103.53	22.00	25.00	18.00	每股指标(元)					
长期投资	1,636.09	1,543.12	225.00	228.00	280.00	每股收益	0.14	0.17	0.22	0.26	0.28
其他	1,814.16	1,937.41	10.97	4.76	1.76	每股经营现金流	0.07	0.01	0.06	0.23	0.31
投资活动现金流	90.44	290.76	-236.03	-248.24	-296.24	每股净资产	1.90	1.98	2.18	2.41	2.66
债权融资	11.32	48.04	86.83	38.95	-15.45	估值比率					
股权融资	18.72	3.30	0.00	0.00	0.00	市盈率	35.28	29.70	22.19	19.41	17.64
其他	-163.35	-152.32	-42.11	-50.03	-52.93	市净率	2.62	2.52	2.29	2.07	1.87
筹资活动现金流	-133.31	-100.98	44.73	-11.08	-68.38	EV/EBITDA	38.14	32.58	16.76	14.70	13.23
现金净增加额	45.97	215.60	-117.41	38.81	35.72	EV/EBIT	59.16	47.28	20.62	18.06	16.33

数据来源：公司公告，国联证券研究所

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-85603281

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210