

# 业绩基本符合预期， 迈入国际化 成长空间巨大

2016年08月22日

推荐/首次

亿帆鑫富

财报点评

## ——亿帆鑫富（002019）2016年中报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
		yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
张金洋	联系人		
		zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
缪牧一	联系人		
		miaomy@dxzq.net.cn	010-66554035

### 事件：

亿帆鑫富发布 2016 年中报，上半年实现营业收入 17.32 亿元，同比增长 42.16%；实现归母净利润 3.64 亿元，同比增长 113.15%；实现扣非后净利润 3.64 亿元，同比增长 111.61%。

公司 2016 年 Q2 实现营业收入 9.09 亿元，同比增长 45.65%；实现归母净利润 2.28 亿元，同比增长 162.57%；实现扣非后净利润 2.28 亿元，同比增长 158.47%。

公司预计 2016 年 1-9 月归母净利润为 4.84 亿-5.43 亿元，同比增长 65%-85%。

### 观点：

#### 1、业绩基本符合预期，泛酸钙价格保持高位

公司 2016 年 Q2 单季实现扣非后净利润 2.28 亿元，基本符合市场预期，处于预告业绩中偏下的位置。分业务线来看：

- ◆ **原料药板块毛利率大幅上升，泛酸钙价格久居高位。**公司 2016 上半年原料药板块实现营业收入 5.62 亿元，同比增长 82.83%，毛利率高达 67.82%，同比上升 31.63 个百分点。公司产品泛酸钙市场行情趋好，从数据上来看，市场报价 2015 年 12 月至 2016 年 1 月期间上涨迅速，5 月中旬以来稳定在 285 元/千克，为公司净利润同比大幅增长的主要原因（订单价存在一定的执行周期，因此 Q2 较 Q1 净利润环比增速较高）。
- ◆ **药品制剂板块高速，并购整合助力公司业绩。**公司 2016 年药品制剂板块实现营业收入 10.67 亿元，同比增长 34.79%，其中前期收购的四川美科、天长亿帆、志鹰药业、澳华制药与天联药业（收购完成日期分别为 14 年 12 月、15 年 8 月、15 年 6 月、15 年 12 月、15 年 12 月），共计实现营业收入 2.05 亿元，占药品制剂营业收入的 19.18%。公司利用自身在渠道与学术推广方面的营销优势，精耕细作，通过引进新品种、开拓新市场等方式增加销量，奠定了报告期内药品制剂业绩增长的基础。

从财务指标上来看，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 12.06%、7.10%、0.57%，同比下降 1.43、上升 0.53、下降 0.1 个百分点，绝对值方面都有较大增长，主要原因是自建药品生产基地、新并购企业导致公司规模扩大，同时为扩大销售，公司加大市场营销投入力度。

## 2、迈入国际化生物创新药领域，成长空间巨大

报告期内公司收购国际高端生物创新药企业 DHY 公司，进入生物创新药领域，为公司未来实现药品制剂国际化战略奠定坚实基础。DHY 公司拥有具有丰富国际新药开发与生产经验的管理团队，拥有两个先进的创新药研发平台（DiKine<sup>TM</sup> 双分子平台、ITab<sup>TM</sup> 免疫抗体平台），并成功开发了一系列处于临床和临床前阶段的创新型大分子生物药。其中，第三代创新药贝格司亭（F-627，长效 G-CSF-Fc）已进入全球三期临床和即将进入中国三期临床，自主首创新药普罗纳亭（F-652，白介素-22-Fc）已进入两项国际二期临床和中国一期临床，肿瘤免疫双特异性抗体新药 A-337 将进入国际一期临床，长效生长激素 F-899 将进入临床申报。收购 DHY 公司是公司战略发展中转型迈入国际舞台的一座里程碑，公司拥有了长期潜在的巨大发展空间。

就其主要项目来看：

- ◆ **贝格司亭（F-627，长效 G-CSF-Fc）**：同类最佳创新药。作为第三代重组人粒细胞集落刺激因子（长效 G-CSF），贝格司亭已进入全球三期临床，即将进入中国三期临床，将与国际龙头产品长效 G-CSF 制剂 Neulasta 进行安全性、有效性的头对头比较，并有望获得更好的效果。放眼国外市场，长效 G-CSF 销售额不断攀升，Neulasta 年销售额已达 47 亿美元，未来长效 G-CSF 取代短效 G-CSF 成为趋势；驻足国内市场，目前只有石药集团和齐鲁制药两家企业具有长效 G-CSF 产品，其他企业生产的是短效 G-CSF 产品，而国内市场即将面临短效向长效的转换。因此该品种国际、国内市场空间巨大，同时由于长效 G-CSF 的优势，贝格司亭一旦上市，存在巨大利润空间。
- ◆ **普罗纳亭（F-652，白介素-22-Fc）**：全球首创孤儿药，作为重组人白介素 22-Fc 融合蛋白，对于骨髓移植免疫反应、急性酒精肝炎和急性胰腺炎均有治疗效果。目前已经获批在美国的骨髓移植后防排斥、急性酒精肝炎以及国内的急性胰腺炎三个项目。在美国的两个项目与世界顶尖研究所合作，包括美国 NIH、MSKCC、Mayo。目前普罗纳亭的适应症均没有明显有效的治疗药物，国际一期临床的试验结果已经证明普罗纳亭具有良好的安全性和有效性，其中针对 GvHD（移植物抗宿主反应）的研究成果已发表于《自然》杂志，有望在未来获得美国 FDA 孤儿药的身份，没有竞争者的孤儿身份将为其今后的上市提供巨大利润空间。

此外，公司已全部接收购买国药一心 8 个血液肿瘤及相关产品的技术资料与成果，组织实施产品的临床试验及报产前准备工作，努力实现产品尽快投产上市。总的来看，公司在研产品梯队丰富，从临床前到临床三期均有分布，将助力公司未来发展，成为公司新的利润点。

**表 1：亿帆鑫富在研产品梳理**

序号	研发药品	适应症
1	伏立诺他原料及胶囊	皮肤 T 细胞淋巴瘤
2	达沙替尼原料及片剂	慢性骨髓性白血病
3	二盐酸组胺原料及注射液	成人急性髓细胞性白血病
4	氟达拉滨原料及注射液	儿童难治性或复发性急性淋巴细胞性白血病
5	普乐沙福原料及注射液	非霍奇金淋巴瘤（NHL）和多发性骨髓瘤（MM）患者的干细胞移植
6	注射用硼替佐米及原料	多发性骨髓瘤
7	注射用硫酸长春新碱脂质体浓溶液	费城染色体阴性（PH-）急性淋巴细胞白血病
8	注射用两性霉素 B 脂质体	深部真菌感染
9	重组人粒细胞集落刺激因子二聚体（F-627）	嗜中性粒细胞减少症（美国/国际）
10	重组人粒细胞集落刺激因子二聚体（F-627）	嗜中性粒细胞减少症（中国）
11	重组人粒细胞集落刺激因子二聚体（F-637）	帕金森病
12	重组人白介素 22（F-652）	急性胰腺炎
13	重组人白介素 22（F-652）	移植物抗宿主病
14	重组人白介素 22（F-652）	急性酒精性肝炎
15	重组人生长激素二聚体（F-899）	内源性生长激素缺乏所造成的儿童生长缓慢疾病和其他适应症（艾滋、相关综合症，抗衰老等）
16	免疫治疗人恶性实体瘤的双特异性抗体（A-337）	人体恶性实体瘤
17	卢非酰胺原料及卢非酰胺片	4 岁及以上儿童和成人伴林-戈 (Lennox-Gastaut) 综合症的癫痫
18	卢非酰胺口服溶液	4 岁及以上儿童和成人伴林-戈 (Lennox-Gastaut) 综合症的癫痫
19	布洛芬吡甲酯原料及乳膏剂	急性湿疹、接触性皮炎，带状疱疹
20	富马酸依美斯汀原料及缓释胶囊	过敏性鼻炎、湿疹及皮炎

资料来源：公司中报，东兴证券研究所

### 3、泛酸钙价格有望保持高位，持续贡献利润

公司主营产品原料药泛酸钙从去年年底开始启动进入价格快速上升时期，目前市场报价稳定在 285 元/KG，前段时间市场上对泛酸钙涨价的持续性不是很乐观，但我们认为，由于公司处于寡头垄断格局，一年内难有新的进入者，下游饲料需求刚性等利好因素，短期内价格下跌机会较小，价格维持在高位的时间有望超出市场预期。

- ◆ **寡头垄断**：目前泛酸钙参与者只有 5 家企业，公司与新发占据了 70% 的市场份额；
- ◆ **新进者威胁小**：目前兄弟科技最有可能进入泛酸钙领域加入竞争，但依据我们草根调研结果，认为其一年内进入泛酸钙领域的可能性较小；
- ◆ **需求刚性**：泛酸钙下游需求主要为饲料添加剂，需求端没有合适替代品，因此具备较为刚性的下游需求环境；
- ◆ **下游对价格敏感度较低**：由于大量饲料中只需要添加少量泛酸钙，因此泛酸钙大幅提价对饲料整体成本的

增加并不明显，不会引起下游强烈抵制。

#### 4、药品制剂板块内部整合，专科药领域持续深耕

在过去几年并购整合的基础上，公司在皮肤、妇科、血液肿瘤、抗感染等多个专科用药领域持续深耕，获得多个潜力品种，目前已形成三大药品生产中心，分别为以沈阳为主的治疗型大输液生产中心，以成都为主的妇科、皮肤科药品生产中心，以及以安徽为主的植物药、口服固体制剂药品生产中心。

- ◆ **皮肤药方面**：公司具备完整的皮科产品线、数十个皮科用药品种，包括十余个独家品种、独家剂型，与公司此前收购的倍的福的皮肤产品形成完整的产品组合，具备协同效应。同时还有从国药一心获得的伏立诺他胶囊及后续皮肤肿瘤的在研产品线作为优质储备产品；
- ◆ **妇科药方面**：公司具有缩宫素鼻喷雾剂，妇阴康洗剂以及众多妇科领域批文，公司妇科领域产品线已逐步完善；
- ◆ **血液肿瘤方面**：具有复方黄黛片，并与国药一心公司签订转让协议，获得共 8 个血液肿瘤领域品种，包括硼替佐米、达沙替尼等重磅品种以及普乐沙福、氟法拉滨等二线品种，公司拥有国内最强大的血液肿瘤领域产品管线。

公司具备强大的销售网络，公司利用在药品营销与学术推广方面的经验与优势，以产品线进行营销体系的业务整合，通过引进与新建的方式，形成皮肤科、妇科、血液肿瘤、治疗型大输液、OTC 等全国的营销体系，做到产销有效对接、产销协同效应最大化。公司的销售渠道覆盖全国 31 个省份的 9000 多家医院，二级以上医院覆盖率超过 60%。与传统的经销商模式不同，公司采用销售外包的模式，根据产品创新程度、临床需求、适应症等不同情况，采取不同的定价、销售策略、渠道和促销手段，并负责各省市招标。销售外包合同期限较长，通常为 5-10 年，合作较为稳定，公司不断扩充细分领域产品线，优质的潜力品种经过公司整合后共用销售渠道，形成规模效应，有望给公司未来带来收入及净利润的双重提升。

#### 结论：

我们认为，公司泛酸钙价格有望维持高位，时间长度有望超出市场预期，为公司贡献利润；同时公司药品制剂板块已形成生产治疗型大输液、妇科与皮肤药、植物药与口服固体制剂的三大生产中心，加上公司持续的外延并购整合与庞大的销售网络，有望为公司带来持续的业绩增长；公司近期收购国外生物创新药公司 DHY 公司，迈向国际化舞台，在研品种极为优质，未来有望为公司带来巨大利润空间；公司与控股股东共同成立医疗健康产业投资公司，未来在医疗服务上的布局值得期待。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.73、0.79、0.75，对应 PE 为 21x、20x、21x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	1224	1519	2353	3327	4291	<b>营业收入</b>	1685	2435	3464	3913	4337
货币资金	278	332	868	1661	2443	<b>营业成本</b>	1012	1451	1808	2099	2427
应收账款	432	448	637	720	798	营业税金及附加	13	19	7	8	8
其他应收款	28	132	188	213	236	营业费用	259	368	433	480	570
预付款项	141	137	131	125	119	管理费用	94	188	251	278	327
存货	283	368	459	533	616	财务费用	2	10	20	25	32
其他流动资产	18	72	28	28	28	资产减值损失	6.03	36.97	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	2110	3028	2959	2891	2822	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	3	3	3	3	投资净收益	1.34	16.06	0.00	0.00	0.00
固定资产	541	734	675	630	609	<b>营业利润</b>	299	377	945	1023	974
无形资产	144	231	208	185	162	营业外收入	3.41	73.18	70.00	70.00	70.00
其他非流动资产	23	92	92	92	92	营业外支出	1.29	6.04	5.00	5.00	5.00
<b>资产总计</b>	3335	4547	5312	6218	7113	<b>利润总额</b>	301	444	1010	1088	1039
<b>流动负债合计</b>	757	1429	881	1074	1289	所得税	63	82	202	218	208
短期借款	291	737	0	0	0	<b>净利润</b>	238	362	808	870	831
应付账款	162	175	215	249	288	少数股东损益	0	1	0	0	0
预收款项	23	103	216	344	486	归属母公司净利润	238	361	808	870	831
一年内到期的非流	2	0	0	0	0	EBITDA	465	682	1033	1115	1074
<b>非流动负债合计</b>	34	238	57	57	57	<b>BPS (元)</b>	0.87	0.82	0.73	0.79	0.75
长期借款	0	30	30	30	30	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	791	1666	938	1131	1346	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	-1	22	22	22	22	营业收入增长	141.39	44.51%	42.25%	12.96%	10.85%
实收资本(或股本)	261	261	1101	1101	1101	营业利润增长	1080.9	26.03%	150.45	8.30%	-4.83%
资本公积	1827	1823	1823	1823	1823	归属于母公司净利润	124.02	7.76%	124.02	7.76%	-4.54%
未分配利润	420	713	1254	1837	2394	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益	2544	2858	4352	5065	5745	毛利率(%)	39.91%	40.39%	47.81%	46.34%	44.05%
<b>负债和所有者权益</b>	3335	4547	5312	6218	7113	净利率(%)	14.12%	14.87%	23.32%	22.25%	19.16%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
	单位:百万元						5.09%	7.13%	7.93%	15.20%	14.00%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	<b>ROE(%)</b>					
						9.35%	12.62%	18.56%	17.19%	14.46%	
<b>经营活动现金流</b>	140	402	757	975	964	<b>偿债能力</b>					
净利润	238	362	808	870	831	资产负债率(%)	24%	37%	18%	18%	19%
折旧摊销	164	295	0	68	69	流动比率	1.62	1.06	2.67	3.10	3.33
财务费用	2	10	20	25	32	速动比率	1.24	0.81	2.15	2.60	2.85
应收账款减少	0	0	-189	-83	-78	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	0	0	113	128	142	总资产周转率	0.77	0.62	0.70	0.68	0.65
<b>投资活动现金流</b>	-35	-828	1	0	0	应收账款周转率	6	6	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	15.07	14.48	17.79	16.87	16.14
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	1	16	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.87	0.82	0.73	0.79	0.75
<b>筹资活动现金流</b>	7	414	-222	-182	-182	每股净现金流(最新)	0.43	-0.05	0.49	0.72	0.71
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	9.76	10.97	3.95	4.60	5.22
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	40	0	840	0	0	P/E	17.72	18.80	21.01	19.50	20.43
资本公积增加	1490	-4	0	0	0	P/B	1.58	1.41	3.90	3.35	2.95
<b>现金净增加额</b>	112	-12	536	793	782	EV/EBITDA	8.67	6.53	15.63	13.76	13.55

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

### 张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

### 缪牧一

美国罗切斯特大学会计学理学硕士，2016年6月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医药政策下的投资机会。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。