

他唑巴坦快速增长, 原材料涨价拖累业绩

投资要点

- **事件:** 公司发布2017年半年报, 实现营业收入4.75亿(+31%)、归母净利润1.01亿(+17%)、扣非后归母净利润0.95亿(+24%)。
- **他唑巴坦高速增长, 原材料涨价拖累业绩。** 公司业绩略低于预期, 我们分析认为主要原因在于部分产品竞争激烈收入增速放缓和原材料提价所致。从收入端来看, 原料药业务实现收入2.44亿(+66%), 其中主要产品他唑巴坦的增速更高, 随着竞争对手产能受限而量价齐升, 估计销量增速在50%左右, 平均提价幅度在15%左右。中间体业务实现收入2.31亿(+7%), 主要产品舒巴坦和培南中间体的市场竞争压力加大导致产品销量不及预期。从盈利能力来看, 原料药和中间体的毛利率分别降低4.51pp和5.13pp, 综合毛利率下降2.17pp, 估计主要是因为6-APA等化工原材料价格上涨导致成本升高, 另外舒巴坦等产品的销量下降也导致固定资产成本分摊增加。从期间费率来看, 销售费率下降0.73pp至1.72%, 管理费率下降0.55pp至12.00%, 显示内部经营管理效率有所提升; 由于短期借款增加, 财务费率提升1.51pp至1.96%; 整体期间费率提升0.23pp至15.68%。毛利率下降和期间费率提升导致净利率略有下滑, 下降2.61pp至21.16%。
- **竞争对手停产, 他唑巴坦有望迎来量价齐升。** 他唑巴坦主要的供应商包括公司、齐鲁制药天和惠世、浙江华邦医药, 公司在他唑巴坦市场的占有率不低于50%。齐鲁制药天和惠世和浙江华邦医药分别于2016年10月10日和2017年1月3日停产, 虽然少部分产能逐步恢复, 但仍然存在较大的市场缺口, 公司成为市场上主要的他唑巴坦供应商, 有望推动他唑巴坦量价齐升。他唑巴坦是公司销售规模最大的产品, 估计2016年贡献的净利润在9000万左右。考虑到下游需求持续增加和竞争对手停产导致供应不足, 预计公司的他唑巴坦将迎来量价齐升, 2017年销量和价格有望分别提升50%和20%以上, 从而显著增厚公司业绩弹性。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为2.38元、3.10元、3.98元, 对应PE分别为20、16倍、12倍。公司他唑巴坦收入量价齐升推动公司业绩快速增长, 维持“买入”评级。参照化学原料药行业给予公司2017年30倍PE, 对应目标价位71.40元。
- **风险提示:** 他唑巴坦放量和提价或低于预期的风险; 股东或继续减持的风险。

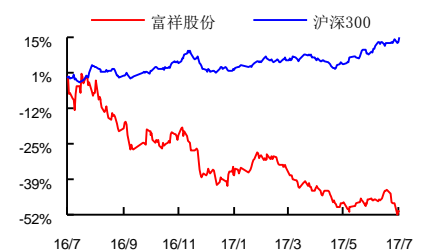
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	763.69	1074.91	1337.63	1691.54
增长率	31.73%	40.75%	24.44%	26.46%
归属母公司净利润(百万元)	173.91	267.20	348.13	447.17
增长率	85.80%	53.64%	30.29%	28.45%
每股收益EPS(元)	1.55	2.38	3.10	3.98
净资产收益率ROE	22.00%	26.71%	27.81%	28.39%
PE	31	20	16	12
PB	6.88	5.44	4.35	3.45

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn
联系人: 周平
电话: 023-67791327
邮箱: zp@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.12
流通A股(亿股)	0.59
52周内股价区间(元)	46.83-149.69
总市值(亿元)	53.98
总资产(亿元)	16.40
每股净资产(元)	7.64

相关研究

1. 富祥股份(300497): 他唑巴坦量价齐升推动业绩高速增长 (2017-04-25)
2. 富祥股份(300497): 复方抗生素行业快速增长, 核心品种业绩弹性大 (2017-03-01)
3. 富祥股份(300497): 业绩延续高增长趋势, 他唑巴坦有望量价齐升 (2017-01-13)
4. 富祥股份(300497): 业绩持续高增长, 员工激励力度大 (2016-08-25)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	763.69	1074.91	1337.63	1691.54	净利润	172.52	265.07	345.35	443.60
营业成本	437.21	599.62	723.05	899.91	折旧与摊销	34.42	57.44	65.01	73.54
营业税金及附加	7.10	6.79	9.21	12.01	财务费用	-2.24	8.68	13.85	22.35
销售费用	18.32	21.50	26.75	33.83	资产减值损失	0.58	0.00	0.00	0.00
管理费用	116.17	128.99	160.52	202.98	经营营运资本变动	-101.55	-80.15	-103.98	-85.05
财务费用	-2.24	8.68	13.85	22.35	其他	84.80	0.06	-0.02	0.01
资产减值损失	0.58	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	188.53	251.10	320.21	454.45
投资收益	2.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-118.96	-70.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-133.30	1.33	-0.44	0.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-252.26	-68.67	-100.44	-99.85
营业利润	188.54	309.33	404.25	520.45	短期借款	34.00	-87.00	-20.00	-10.00
其他非经营损益	15.09	5.00	5.00	5.00	长期借款	-65.36	0.00	0.00	0.00
利润总额	203.63	314.33	409.25	525.45	股权融资	124.95	0.00	0.00	0.00
所得税	31.11	49.27	63.91	81.86	支付股利	-36.00	-56.87	-95.95	-122.77
净利润	172.52	265.07	345.35	443.60	其他	-28.78	-58.84	-13.85	-22.35
少数股东损益	-1.39	-2.13	-2.78	-3.57	筹资活动现金流净额	28.81	-202.71	-129.80	-155.12
归属母公司股东净利润	173.91	267.20	348.13	447.17	现金流量净额	-31.21	-20.28	89.97	199.48
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	341.66	321.38	411.35	610.82	成长能力				
应收和预付款项	175.61	266.04	327.97	411.28	销售收入增长率	31.73%	40.75%	24.44%	26.46%
存货	168.12	213.06	264.03	325.75	营业利润增长率	71.55%	64.07%	30.69%	28.74%
其他流动资产	175.18	164.39	238.66	287.43	净利润增长率	84.31%	53.64%	30.29%	28.45%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	52.00%	70.11%	28.67%	27.58%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	416.31	438.34	482.81	518.74	毛利率	42.75%	44.22%	45.95%	46.80%
无形资产和开发支出	86.02	76.64	67.26	57.88	三费率	17.32%	14.81%	15.04%	15.32%
其他非流动资产	35.46	34.03	34.39	34.15	净利率	22.59%	24.66%	25.82%	26.22%
资产总计	1398.37	1513.88	1826.46	2246.05	ROE	22.00%	26.71%	27.81%	28.39%
短期借款	167.00	80.00	60.00	50.00	ROA	12.34%	17.51%	18.91%	19.75%
应付和预收款项	224.99	287.87	353.50	441.39	ROIC	26.24%	35.14%	38.86%	43.07%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.90%	34.93%	36.12%	36.44%
其他负债	222.21	153.79	171.35	192.22	营运能力				
负债合计	614.20	521.67	584.85	683.61	总资产周转率	0.63	0.74	0.80	0.83
股本	112.04	112.34	112.34	112.34	固定资产周转率	2.51	3.04	3.51	4.12
资本公积	403.14	402.84	402.84	402.84	应收账款周转率	6.61	7.12	6.50	6.63
留存收益	343.66	553.99	806.17	1130.57	存货周转率	3.13	3.14	3.03	3.05
归属母公司股东权益	756.02	966.19	1218.37	1542.78	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	70.28%	—	—	—
少数股东权益	28.15	26.02	23.24	19.66	资本结构				
股东权益合计	784.17	992.21	1241.61	1562.44	资产负债率	43.92%	34.46%	32.02%	30.44%
负债和股东权益合计	1398.37	1513.88	1826.46	2246.05	带息债务/总负债	27.19%	15.34%	10.26%	7.31%
					流动比率	1.70	2.33	2.61	2.84
					速动比率	1.37	1.82	2.05	2.28
					股利支付率	20.70%	21.29%	27.56%	27.45%
					每股指标				
					每股收益	1.55	2.38	3.10	3.98
					每股净资产	6.98	8.83	11.05	13.91
					每股经营现金	1.68	2.24	2.85	4.05
					每股股利	0.32	0.51	0.85	1.09
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	220.72	375.46	483.11	616.34					
PE	31.04	20.20	15.51	12.07					
PB	6.88	5.44	4.35	3.45					
PS	7.07	5.02	4.04	3.19					
EV/EBITDA	23.67	13.65	10.38	7.79					
股息率	0.67%	1.05%	1.78%	2.27%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn