

原料药高速增长, 新药研发稳步推进

投资要点

- **事件:** 公司发布半年报, 2017年上半年实现营业收入与归母净利润分别为18.6亿、4.8亿元, 同比增长7.2%、32.0%。
- **业绩符合预期, 原料药业务持续景气。** 2017Q2 实现营收与归母净利润分别为9.9亿元、2.8亿元, 同比增长9.0%、23.7%; 2017H1 扣非净利润4.4亿元, 同比增长20%, 公司非经常性损益5053万, 其中政府补助为4970万元。2017H1, 公司医药、原料药、高分子三大业务营业收入分别为10亿元、7.7亿元、8642万元, 同比增长-7.0%、36.9%、-8.1%, 原料药业务高速增长主要原因是受国内供给侧改革推动泛酸钙价格维持高价位, 预计未来2-3年, 泛酸钙价格仍能维持相对稳定的高价位。上半年期间费用率变化较大, 2017H1 销售费用率为10.8%, 同比下降1.3个百分点; 管理费用率为8.3%, 同比增加1.2个百分点; 财务费用受贷款增加及汇兑损失的影响, 同比增长296.5%。
- **持续整合行业资源, 加大研发投入。** 2017H1, 公司收购沈阳圣元及辽宁圣元, 获取布洛芬干混悬剂、盐酸莫雷西嗪片及完整的眼科产品线, 丰富并优化了公司OTC产品线。上半年, 公司研发投入8874万元, 同比增长570%, 核心品种F-627美国III期临床进展顺利, 国内获批III期临床, 是值得期待的重磅产品。公司未来将重点打造血液肿瘤产品线, 复方黄黛片的慢性粒细胞白血病适应症已经进入III期临床, 多发性骨髓瘤特效药硼替佐米即将进入报产阶段, 急性淋巴细胞白血病创新药A-319申报临床批件并获得受理。
- **多个药品进入新版医保目录, 创造更多的业绩增量。** 公司复方黄黛片、缩宫素鼻喷雾剂、妇阴康洗剂及皮敏消胶囊等12个独家品种纳入新版国家医保目录, 其中复方黄黛片是首批36个医保谈判品种降价幅度最低品种之一, 未来有望实现峰值10亿元的销售收入。随着新版国家医保目录在各省市的陆续执行及与医疗机构的有效衔接, 新增医保目录即将给公司贡献新增业绩。
- **盈利预测与投资建议。** 新增股本后, 预计2017-2019年EPS分别为0.76元、0.85元、1.00元(原摊薄后EPS为0.71、0.88、1.05元), 对应PE分别为30倍、27倍、23倍。公司原料药提价促进业绩高速增长, 创新药研发稳步推进, 给予公司2017年35倍估值, 对应目标价26.9元, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原料药价格下跌、医保对接缓慢、新药研发进展低于预期等风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3504.60	3937.81	4552.48	5355.58
增长率	43.93%	12.36%	15.61%	17.64%
归属母公司净利润(百万元)	704.76	922.53	1024.50	1204.40
增长率	95.46%	30.90%	11.05%	17.56%
每股收益EPS(元)	0.58	0.76	0.85	1.00
净资产收益率ROE	17.52%	18.60%	17.41%	17.28%
PE	39	30	27	23
PB	7.13	5.69	4.81	4.07

数据来源: Wind, 西南证券

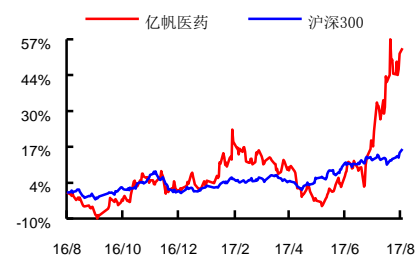
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 施跃
执业证号: S1250515080001
电话: 021-68413878
邮箱: syue@swsc.com.cn

联系人: 陈进
电话: 021-68416017
邮箱: cj@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)	12.07
流通A股(亿股)	5.78
52周内股价区间(元)	13.59-23.55
总市值(亿元)	278.21
总资产(亿元)	68.08
每股净资产(元)	3.38

相关研究

1. 亿帆医药(002019): 业绩大幅增长, 积极布局生物创新药领域 (2017-03-31)
2. 亿帆医药(002019): 新版医保目录落地, 公司多品种入选 (2017-02-24)

关键假设：

假设 1：受益于多个独家品种进入医保目录，未来公司医药产品销量会逐步提速，因此我们预计 2017-2019 年，公司医药产品销量增速分别为 10%、20%、25%，毛利率有逐步上升趋势，在 40% 以上；

假设 2：2017Q2 泛酸钙原料药经过多次大幅提价，并保持稳定，预计 2017-2019 年公司原料药销量增速分别为 20%、10%、5%，毛利率维持在 65% 以上；

假设 3：由于公司高分子产品体量较小，销量增幅受供需关系影响较大，预计 2017-2019 年高分子产品销量增速分别为 -5%、0%、5%，毛利率维持在 32% 左右。

假设 4：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
医药产品	收入	2,179.83	2,397.81	2,877.38	3,596.72
	增速	31.54%	10.00%	20.00%	25.00%
	毛利率	40.42%	42.00%	43.00%	44.00%
原料药	收入	1,125.86	1,351.03	1,486.14	1,560.44
	增速	98.93%	20.00%	10.00%	5.00%
	毛利率	72.73%	72.00%	65.00%	65.00%
高分子产品	收入	198.91	188.96	188.96	198.41
	增速	-6.07%	-5.00%	0.00%	5.00%
	毛利率	36.05%	32.00%	32.00%	32.00%
合计	收入	3,504.6	3,937.8	4,552.5	5,355.6
	增速	43.93%	12.36%	15.61%	17.64%
	毛利率	50.55%	51.81%	49.73%	49.67%

数据来源：公司公告，西南证券

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	3504.60	3937.81	4552.48	5355.58	净利润	683.40	909.50	1007.42	1182.57
营业成本	1733.06	1897.52	2288.75	2695.24	折旧与摊销	93.33	141.15	148.44	153.28
营业税金及附加	49.93	31.50	36.42	42.84	财务费用	19.12	4.64	-47.27	-60.78
销售费用	428.02	452.85	546.30	648.02	资产减值损失	50.11	0.00	0.00	0.00
管理费用	325.52	362.28	409.72	482.00	经营营运资本变动	-26.57	-93.51	-70.63	-115.29
财务费用	19.12	4.64	-47.27	-60.78	其他	36.46	-0.71	0.60	-0.18
资产减值损失	50.11	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	855.85	961.06	1038.56	1159.61
投资收益	0.63	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1603.97	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	572.44	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1031.53	-40.00	-40.00	-40.00
营业利润	899.46	1189.02	1318.56	1548.25	短期借款	484.28	-1173.04	-48.09	0.00
其他非经营损益	-4.81	1.61	0.28	-0.12	长期借款	150.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	894.65	1190.64	1318.83	1548.12	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	211.25	281.14	311.41	365.55	支付股利	-44.03	-86.06	-112.66	-125.11
净利润	683.40	909.50	1007.42	1182.57	其他	74.02	2.33	47.27	60.78
少数股东损益	-21.37	-13.04	-17.08	-21.84	筹资活动现金流净额	664.27	-1256.77	-113.48	-64.33
归属母公司股东净利润	704.76	922.53	1024.50	1204.40	现金流量净额	475.98	-335.71	885.08	1055.28
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	729.49	393.78	1278.86	2334.14	成长能力				
应收和预付款项	1055.95	1189.02	1371.91	1619.93	销售收入增长率	43.93%	12.36%	15.61%	17.64%
存货	376.50	414.05	501.09	592.32	营业利润增长率	138.46%	32.19%	10.89%	17.42%
其他流动资产	248.58	279.31	322.91	379.87	净利润增长率	88.80%	33.08%	10.77%	17.39%
长期股权投资	9.84	9.84	9.84	9.84	EBITDA 增长率	119.25%	31.91%	6.36%	15.57%
投资性房地产	27.27	27.27	27.27	27.27	获利能力				
固定资产和在建工程	816.70	730.46	636.93	538.56	毛利率	50.55%	51.81%	49.73%	49.67%
无形资产和开发支出	3606.45	3595.90	3585.35	3574.80	三费率	22.05%	20.82%	19.96%	19.97%
其他非流动资产	112.72	108.36	104.00	99.64	净利率	19.50%	23.10%	22.13%	22.08%
资产总计	6983.50	6747.99	7838.17	9176.38	ROE	17.52%	18.60%	17.41%	17.28%
短期借款	1221.13	48.09	0.00	0.00	ROA	9.79%	13.48%	12.85%	12.89%
应付和预收款项	750.37	815.98	960.70	1138.83	ROIC	16.70%	18.25%	19.31%	22.33%
长期借款	180.00	180.00	180.00	180.00	EBITDA/销售收入	28.87%	33.90%	31.19%	30.64%
其他负债	931.45	813.58	912.35	1014.98	营运能力				
负债合计	3082.95	1857.64	2053.05	2333.80	总资产周转率	0.61	0.57	0.62	0.63
股本	1100.80	1207.00	1207.00	1207.00	固定资产周转率	4.62	5.13	6.38	8.52
资本公积	1162.72	1056.52	1056.52	1056.52	应收账款周转率	6.34	5.49	5.51	5.61
留存收益	1427.43	2263.90	3175.74	4255.03	存货周转率	4.50	4.67	4.88	4.83
归属母公司股东权益	3524.58	4527.41	5439.26	6518.55	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.53%	—	—	—
少数股东权益	375.98	362.94	345.86	324.03	资本结构				
股东权益合计	3900.55	4890.35	5785.12	6842.58	资产负债率	44.15%	27.53%	26.19%	25.43%
负债和股东权益合计	6983.50	6747.99	7838.17	9176.38	带息债务/总负债	45.45%	12.28%	8.77%	7.71%
					流动比率	0.94	1.69	2.26	2.71
					速动比率	0.79	1.39	1.93	2.38
					股利支付率	6.25%	9.33%	11.00%	10.39%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1011.91	1334.81	1419.73	1640.75	每股收益	0.58	0.76	0.85	1.00
PE	39.48	30.16	27.16	23.10	每股净资产	3.23	4.05	4.79	5.67
PB	7.13	5.69	4.81	4.07	每股经营现金	0.71	0.80	0.86	0.96
PS	7.94	7.07	6.11	5.19	每股股利	0.04	0.07	0.09	0.10
EV/EBITDA	25.75	20.61	18.72	15.55					
股息率	0.16%	0.31%	0.40%	0.45%					

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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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