

# 亿帆医药 (002019)

## 原料药提价增厚业绩，三四季度或将大超预期

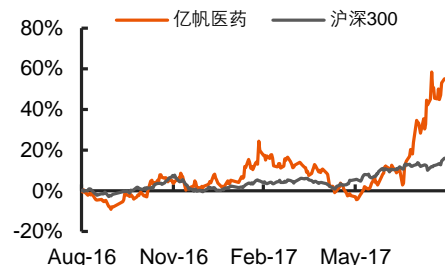
### 推荐 (首次)

现价: 20.75 元

#### 主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.xinfupharm.com
大股东/持股	程先锋/43.18%
实际控制人/持股	程先锋/43.18%
总股本(百万股)	1,207
流通 A 股(百万股)	578
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	250.45
流通 A 股市值(亿元)	119.99
每股净资产(元)	3.52
资产负债率(%)	39.50

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**叶寅** 投资咨询资格编号  
S1060514100001  
021-22662299  
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**梁欢** 一般从业资格编号  
S0350115080004  
021-20660556  
LIANGHUAN025@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### 事项:

公司实现营业收入18.57亿元，同比增长7.23%，实现归属上市公司股东的净利润4.81亿元，同比增长32.04%；扣非净利润4.37亿元，同比增长20.00%。实现基本每股收益0.44元。2017年1-9月归母净利润变动幅度+30%~+60%。

#### 平安观点:

- 原料药涨价增厚业绩，三季度利润或将大幅提升。** 制剂实现收入 10.00 亿元，受两票制影响同比下降 6.96%，预计制剂净利润 1.6 亿元，同比增长约 15%。原料药实现收入 7.70 亿元，同比增长 36.92%。原料药业务因泛酸钙提价，收入和利润大幅增长，上半年预计贡献净利润约 3.4 亿元，同比翻倍增长。根据公司 1-9 月份业绩预告净利润在 6.98 亿至 8.59 亿之前，取平均值 7.78 亿元，则三季度单季利润将达到 3 亿元。主要因泛酸钙价格自 7 月中旬开始大幅上涨，从 7 月初的 230 元/公斤上涨至目前的 750 元/公斤，受环保核查和夏季检修影响，目前市场供应紧张，预计下半年都将保持高位。
- 费用控制良好，毛利率提升明显。** 销售费用率下降 1.28pp 至 10.78%，管理费用率提升 1.16pp 至 8.26%；财务费用率提升 1.54pp 至 2.11%，主要系报告期贷款总额同比增加使利息支出增加，以及美元兑人民币汇率下跌使报告期产生汇兑损失所致。制剂毛利率提升 1.09pp 至 39.79%，原料药毛利率提升 6.09pp 至 73.91%。非经常损益方面公司获得政府补助 4970 万元。健能隆亏损约 4260 万元，影响公司净利润约 2300 万元。
- 研发稳步推进。** 报告期内研发投入 8874 万元，同比增长 570.40%。主要系报告期对 F-627、F-652 等在研生物药、血液肿瘤产品的研究开发、复方黄黛片新增适应症（慢性粒细胞白血病）以及外购富马酸依美斯汀缓释胶囊技术。二氮嗪口服混悬液、氯法拉滨注射液、卢非酰胺片、F-627 等四个在研产品已申报国家重大新药创制科技基金项目，并获受理；在研产品 F-627 提前获得 CFDA 批准进入三期临床；在研产品 A-337 获得澳大利亚 Alfred 医院伦理委员会批准进入一期临床；A-319 在国内申报一期临床并获受理；硼替佐米待报产。

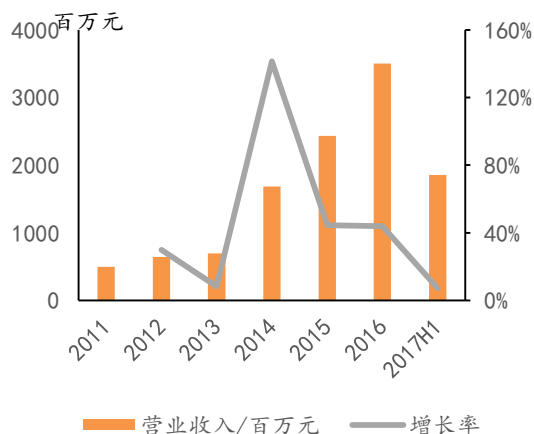
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2435	3505	4560	4621	4979
YoY(%)	44.5	43.9	30.1	1.3	7.8
净利润(百万元)	361	705	1190	1019	1134
YoY(%)	51.6	95.5	68.9	-14.4	11.2
毛利率(%)	40.4	50.5	60.4	52.0	50.8
净利率(%)	14.8	20.1	26.1	22.1	22.8
ROE(%)	12.6	17.5	22.2	16.0	15.1
EPS(摊薄/元)	0.30	0.58	0.99	0.84	0.94
P/E(倍)	69.5	35.5	21.0	24.6	22.1
P/B(倍)	8.8	7.1	5.0	4.2	3.5

- **继续外延并购策略，首次覆盖给予“推荐”评级。**凭借在医药行业中积累的并购整合经验与优势，公司继续围绕以专业性、专科性及治疗型重点专科领域产品线为导向，进行并购整合。报告期内，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，进一步丰富公司儿科产品线，优化了品牌 OTC 产品结构。考虑到原料药提价大幅贡献利润，明后年公司自有产品开始放量，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.99、0.84、0.94 元，对应市盈率估值 21、25、22 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示。**涨价持续时间不达预期；研发风险。

## 一、原料药涨价增厚业绩，三季度利润或将大幅提升

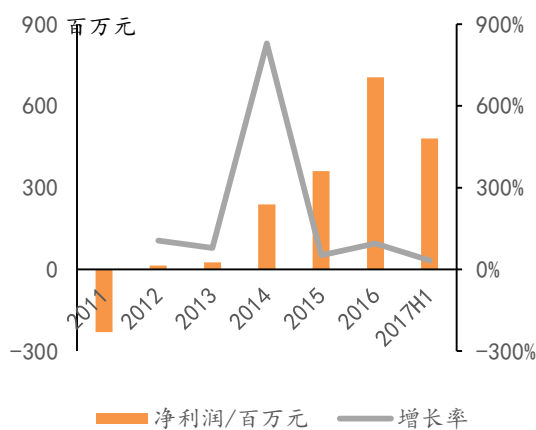
制剂实现收入 10.00 亿元，受两票制影响同比下降 6.96%，预计制剂净利润 1.6 亿元，同比增长约 15%。原料药实现收入 7.70 亿元，同比增长 36.92%。原料药业务因泛酸钙提价，收入和利润大幅增长，上半年预计贡献净利润约 3.4 亿元，同比翻倍增长。根据公司 1-9 月份业绩预告净利润在 6.98 亿至 8.59 亿之前，取平均值 7.78 亿元，则三季度单季利润将达到 3 亿元。主要因泛酸钙价格自 7 月中旬开始大幅上涨，从 7 月初的 230 元/公斤上涨至目前的 750 元/公斤，受环保核查和夏季检修影响，目前市场供应紧张，预计下半年都将保持高位。

图表1 近年公司收入及增速情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 近年公司净利润收入及增速情况

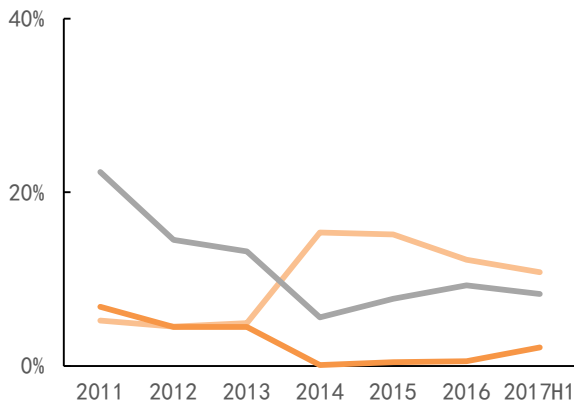


资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 二、费用控制良好，毛利率提升明显

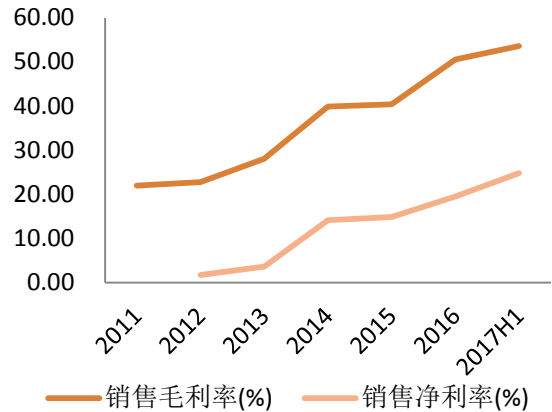
销售费用率下降 1.28pp 至 10.78%，管理费用率提升 1.16pp 至 8.26%；财务费用率提升 1.54pp 至 2.11%，主要系报告期贷款总额同比增加使利息支出增加，以及美元兑人民币汇率下跌使报告期产生汇兑损失所致。制剂毛利率提升 1.09pp 至 39.79%，原料药毛利率提升 6.09pp 至 73.91%。非经常损益方面公司获得政府补助 4970 万元。健能隆亏损约 4260 万元，影响公司净利润约 2300 万元。

图表3 近年公司三项费用率变化趋势



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 近年公司毛利率、净利率变化趋势



资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 三、 研发稳步推进

报告期内研发投入 8874 万元，同比增长 570.40%。主要系报告期对 F-627、F-652 等在研生物药、血液肿瘤产品的研究开发、复方黄黛片新增适应症（慢性粒细胞白血病）以及外购富马酸依美斯汀缓释胶囊技术。二氮嗪口服混悬液、氯法拉滨注射液、卢非酰胺片、F-627 等四个在研产品已申报国家重大新药创制科技基金项目，并获受理；在研产品 F-627 提前获得 CFDA 批准进入三期临床；在研产品 A-337 获得澳大利亚 Alfred 医院伦理委员会批准进入一期临床；A-319 在国内申报一期临床并获受理；硼替佐米待报产。

### 四、 继续外延并购策略，首次覆盖给予“推荐”评级

凭借在医药行业中积累的并购整合经验与优势，公司继续围绕以专业性、专科性及治疗型重点专科领域产品线为导向，进行并购整合。报告期内，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，进一步丰富公司儿科产品线，优化了品牌 OTC 产品结构。考虑到原料药提价大幅贡献利润，明后年公司自有产品开始放量，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.99、0.84、0.94 元，对应市盈率估值 21、25、22 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

### 五、 风险提示

涨价持续时间不达预期；研发风险。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2411	3084	3871	4668
现金	729	1186	1912	2472
应收账款	873	1027	898	1177
其他应收款	34	42	35	48
预付账款	149	152	217	191
存货	376	427	559	530
其他流动资产	625	677	809	780
<b>非流动资产</b>	4573	4558	4522	4481
长期投资	10	10	10	10
固定资产	782	770	743	706
无形资产	1212	1223	1233	1243
其他非流动资产	2569	2555	2537	2523
<b>资产总计</b>	6984	7642	8393	9149
<b>流动负债</b>	2568	1928	1660	1282
短期借款	1221	849	0	0
应付账款	237	195	334	251
其他流动负债	1111	884	1326	1031
<b>非流动负债</b>	515	350	350	350
长期借款	180	0	0	0
其他非流动负债	335	350	350	350
<b>负债合计</b>	3083	2278	2010	1632
少数股东权益	376	376	376	376
股本	921	1207	1207	1207
资本公积	1163	1163	1163	1163
留存收益	1427	2618	3637	4771
<b>归属母公司股东权益</b>	3525	4988	6007	7141
<b>负债和股东权益</b>	6984	7642	8393	9149

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	856	1048	1733	623
净利润	683	1190	1019	1134
折旧摊销	93	100	106	112
财务费用	23	233	79	-16
投资损失	1	-2	-2	-2
营运资金变动	137	-475	530	-606
其他经营现金流	-81	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1032	-79	-79	-79
资本支出	-980	-80	-80	-80
长期投资	-583	0	0	0
其他投资现金流	531	2	2	2
<b>筹资活动现金流</b>	664	-513	-929	16
短期借款	484	-372	-849	0
长期借款	150	-180	0	0
普通股增加	660	286	0	0
资本公积增加	-655	-13	0	0
其他筹资现金流	24	-234	-79	16
<b>现金净增加额</b>	489	456	726	560

利润表

单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	3505	4560	4621	4979
营业成本	1733	1807	2217	2450
营业税金及附加	50	72	73	78
营业费用	428	547	555	598
管理费用	326	410	416	448
财务费用	19	233	79	-16
资产减值损失	50	50	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	2	2	2
<b>营业利润</b>	899	1442	1233	1373
营业外收入	12	20	20	20
营业外支出	17	10	10	10
<b>利润总额</b>	895	1452	1243	1383
所得税	211	261	224	249
<b>净利润</b>	683	1190	1019	1134
少数股东损益	-21	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	705	1190	1019	1134
EBITDA	1006	1775	1419	1469
EPS (元)	0.58	0.99	0.84	0.94

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	43.9	30.1	1.3	7.8
营业利润(%)	138.5	60.3	-14.5	11.3
归属于母公司净利润(%)	95.5	68.9	-14.4	11.2
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	50.5	60.4	52.0	50.8
净利率(%)	20.1	26.1	22.1	22.8
ROE(%)	17.5	22.2	16.0	15.1
ROIC(%)	22.1	29.9	21.3	24.7
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	44.1	29.8	24.0	17.8
净负债比率(%)	14.5	14.8	1.3	-0.8
流动比率	0.9	1.6	2.3	3.6
速动比率	0.8	1.4	2.0	3.2
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	4.8	4.8	4.8	4.8
应付账款周转率	17.0	21.1	17.4	17.0
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.99	0.84	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	0.87	1.44	0.52
每股净资产(最新摊薄)	2.9	4.1	5.0	5.9
<b>估值比率</b>				
P/E	35.5	21.0	24.6	22.1
P/B	7.1	5.0	4.2	3.5
EV/EBITDA	15.1	14.1	16.6	15.6

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



## 平安证券综合研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：（0755）82449257

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：（021）33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033