

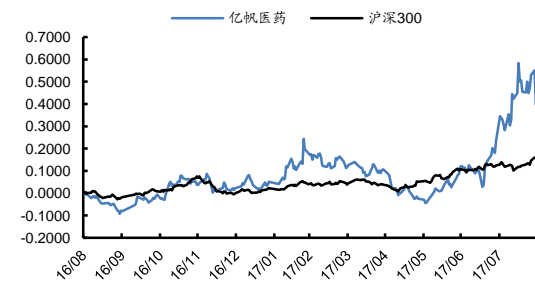
泛酸钙涨价业绩尚未充分体现，持续看好制剂端中长期布局

——亿帆医药（002019）事件点评

研究所

证券分析师：胡博新 S0350517060001
hubx@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
亿帆医药	12.7	43.0	39.4
沪深300	3.0	10.2	15.8

市场数据	2017-08-29
当前价格(元)	20.75
52周价格区间(元)	13.46 - 23.76
总市值(百万)	25044.72
流通市值(百万)	11998.72
总股本(万股)	120697.46
流通股(万股)	57825.17
日均成交额(百万)	271.43
近一月换手(%)	217.04

相关报告

- 《亿帆医药（002019）三季报点评：受益于泛酸钙价格上涨业绩大增，收购健能隆切入生物创新药领域》——2016-11-02
- 《亿帆鑫富（002019）：品种不断升级，原料药业绩弹性大（买入）*医药行业*代鹏举》——2016-03-31
- 《亿帆鑫富（002019）：泛酸钙价格大涨，业绩弹性巨大（买入）*医药行业*代鹏举》——2016-01-19
- 《亿帆鑫富（002019）：并购丰富专科产品线，

事件：

公司发布 2017 年半年度报告，报告期内实现收入 18.57 亿元，比上年同期增长 7.23%，实现归属于上市公司股东的净利润 4.81 亿元，比上年同期增长了 32.04%，扣非后归属母公司净利润达到 4.37 亿元，比去年同期增长 20.00%。业绩基本符合预期。

公司同时发布对 2017 年前三季度业绩的预测，预计前三季度归属上市公司股东的净利润增幅为 30.00%-60.00%，变动区间为 6.98 亿元-8.59 亿元。

投资要点：

■ **泛酸钙供给短缺加剧，涨价带来公司原料药业绩高弹性。**上半年受益于供给侧改革与环保督查，公司泛酸钙产品市场行情较好，产品价格略高于去年同期，报告期内原料药产品实现销售收入约 7.70 亿元，较上年同比增加了 36.92%，占营收比重 41.49%，同比去年上升了 9 个百分点。原料药毛利率也显著提升，报告期内原料药毛利率 73.91%，比上年同期增长 6.09 个百分点。

供给端：全球泛酸钙产能约 25000 吨，全球具备泛酸钙生产能力的厂家主要是浙江的亿帆鑫富（亿帆医药），山东的新发药业、华辰，以及国外的帝斯曼、巴斯夫。

1. 现有产能：

1) 山东省：新发、华辰两家主流泛酸钙企业由于山东省环保督察仍处于停产状态（占全球产能约 40%），根据环保部公告，9 月 10 日山东督查组将结束本轮督察，但第四批山东省的环保督察有回头看安排并将一直延续到 2018 年 3 月，因此山东省的泛酸钙产能是否能尽快复产尚不明朗，复产后可持续生产时间也并不乐观。

2) 浙江省：8 月 11 日督查组进驻浙江，根据我们草根调研结果，8 月 21 日督查组开始下沉杭州市开展巡视（包括临安经开区，亿帆鑫富在临安经开区）；而进入八月份，维生素厂商普遍进入夏季设备检修高峰期，若亿帆医药也停产检修则 8 月底至 9 月底全球泛酸钙在运行产能短期将呈现近乎真空状态。

2. 新增产能：

兄弟科技目前 5000 吨新生产线尚在调试阶段，预计四季度才能投产，且考虑到投产之初产品尚处在试验调整期，年化产能预计将不足 2000 吨，即从今年四季度开始签单算起，今年产能将不足 500 吨；安徽泰格投建的 6000

有望切入医疗服务领域(买入)*医药行业*谭倩》
——2015-12-14

《亿帆鑫富(002019):优质渠道嫁接优质品种
(买入)*医药行业*代鹏举》——2015-08-26

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

吨泛酸钙产能预计2018年底才能投产,因此2017年供给侧紧张情况难以有明显改观。

渠道端:泛酸钙库存因前期兄弟科技新产能投建的预期而普遍备货不多,此次生产企业停产限产+低库存导致的泛酸钙供应紧张预计将继续演绎。

需求端:国内饲料生产较为规律,下半年产量都会逐步提高,7、8、9三个月都是产量增长主要月份,也是对上游采购旺季。按照目前的库存情况,我们认为到8月底到9月底,供需平衡将到一个极端,泛酸钙可能一吨难求。

价格趋势预测:根据Wind数据,目前泛酸钙国内报价约在750元/kg,较年初涨幅达到158.6%,根据博亚和讯最新报道,8月21日亿帆医药泛酸钙报价已提高到1000元/kg,提前达到前期市场预期高位。此轮原料药供给侧机会,我们持续强调环保驱动因素改变,其影响时间更长,景气周期可能超过历史以往。对于泛酸钙后续的价格,我们依然乐观,即使到达顶点后出现回落,我们认为环保导致的供给端收缩依然能够支撑泛酸钙维持相对较高的价格,特别是考虑到下游饲料生产企业7、8、9三个月的需求旺季压力,泛酸钙的供需失衡在9月份预计将更趋严重,供方在此轮涨价中占据了绝对的话语权,泛酸钙价格预计将继续上涨并维持高位。

中报和前三季度业绩预测并未充分体现泛酸钙涨价的弹性,预计四季度将逐步兑现。市场上泛酸钙订单主要分为长单(一年期、半年期)和短单(季单、月单),亿帆医药作为泛酸钙市场上最大的供货商,上半年和长期合作伙伴尚有部分长单未完全消化。而今年泛酸钙的国内签单已无长单,都以月单为主(1个月),出口海外的订单以季度单为主(3个月),且公司的泛酸钙订单大约70%面向海外出口,30%左右在国内销售,因此6月份以来的剧烈涨价后的签单需延后3个月才能反应到公司业绩,因此公司半年报和前三季度盈利预测中并未充分体现此轮涨价的业绩贡献,我们预计四季度将逐步兑现6月份以来的泛酸钙涨价的业绩弹性。

业绩弹性测算:公司泛酸钙生产成本约在40元/kg左右,目前4季度的出口签单价格已确定在500元以上,泛酸钙涨价的业绩将在四季度逐步显现,按照我们的业绩测算,按500元来估算则泛酸钙的年化净利润将达到20亿元,考虑到出口价格显著低于国内价格,则今年全年泛酸钙业绩贡献预计也将至少达到8亿元以上。

- **专科制剂平台新旧交替稳健推进,新进医保品种复方黄黛片有望率先脱颖而出。**亿帆生物为公司制剂平台,过去传统独家代理品种头孢他啶、吡拉西坦氯化钠注射剂、注射用奥美拉唑钠等,在制剂收入中占主导地位,2016年在制剂收入占比达到70%左右,目前公司正在积极推进传统代理品种如阿奇霉素向自产自销转化,报告期内受“营改增”、“两票制”等行业政策的变化影响,制剂收入略有下滑,上半年制剂实现收入10亿元,同比下降6.96%。此外,近两年来公司先后收购近40个独家产品,覆盖血液肿瘤、妇科、皮肤科和儿科等专科领域,血液肿瘤线为公司布局的核心专科,2015年收购国药一心的8个产品覆盖血液肿瘤60%以上的适应症,其中伏立诺他进展最快预计今年年底可以批出,其他预计明后年将逐步报产。公司12个品种新进国家

医保目录，全部为独家品种，竞争格局优势明显，是此次新版国家医保目录调整的主要受益标的之一，其中复方黄黛片降价 37.13%谈判成功，降幅符合市场预期，考虑到复方黄黛片 2014 年才进入 APL（急性早幼粒白血病）诊疗指南，2016 年实现销售约 4000 万左右，尚未开始放量，学术推广仍有很大推进空间，谈判成功并直接定价有望加速其市场渗透，在医保报销中占得先机率先实现放量。

- **定增完成资金充沛，生物大分子平台整合积极推进。**公司 8 月 24 日定增认购完成，此次定增发行约 1.06 亿新股，募集资金 18.05 亿元，锁定期 12 个月，最终共有 9 家机构客户认购成功，定价 17 元/股，募集资金净额 17.63 亿元，其中 3 亿元将用于抗肿瘤产品的临床前研究、临床试验及申报生产等，以构建丰富的血液肿瘤产品群；3 亿元用于对公司制剂平台子公司亿帆生物增资；7 亿元将用于公司在生物大分子生物药物和全球药品制剂市场的战略布局，4.65 亿元用于补充流动资金。

健能隆 (DHY): 2016 年公司收购 DHY53.8%股权进军生物创新药领域，获得两个先进的新药研发平台，DiKine™ 双分子平台和 ITab™ 免疫抗体平台，两个平台在全球范围内均具有较强技术优势，多项生物大分子创新药研发进展顺利，中长期市场空间大：

1) 创新药贝格司亭 (F-627, 长效 G-CSF-Fc) 为首个由国内公司研发在欧美开展国际多中心临床研究的创新生物药，目前进入全球三期临床和中国三期临床，是新一代重组长效型人粒细胞集落刺激因子，临床上主要用于治疗肿瘤患者因放疗引起的粒细胞减少症，目前 FDA 的两个三期临床已通过第一个安慰剂对比的临床实验，预计下半年将进行和原研药的三期临床头对头实验，预计 2017 年底或可完成治疗期入组。安进 2002 年推出全球长效 G-CSF 药物 Neulasta，2016 年全球销售额高达 46.48 亿美元，健能隆的贝格司亭 (F-627) 基于 G-CSF 与 G-CSFR 形成的二聚体复合物，从目前的临床二期研究结果显示，F627 疗效不劣于 Neulasta，在缓解化疗后肿瘤病人重度嗜中性粒细胞减少的程度和缩短重度嗜中性粒细胞减少的时间方面可能优于安进公司长效 G-CSF，若实现上市，作为 best-in-class 的品种，有望率先上市抢占 Neulasta 原研药的市场份额。

2) 普罗纳亭 (F-652, 白介素-22 Fc) 为全球首创新药，已进入两项国际二期临床和中国一期临床。普罗纳亭 (F-652) 含有双分子 IL-22，有利于与受体结合，与 Fc 片段融合后可以增加体内半衰期和药效学效应时间，目前 F-652 临床二期研究的适应症急性移植物抗宿主病 (aGVHD) 被授予孤儿药资格。

3) A-337 为抗 EpCAM × 抗 CD3 双特异性抗体分子，主要针对恶性实体瘤，是首个获批进入临床试验阶段免疫双抗体分子，根据 A-337 澳大利亚一期临床试验的结果，正在同步向 FDA 和 CFDA 提交临床二期临床研究申请。

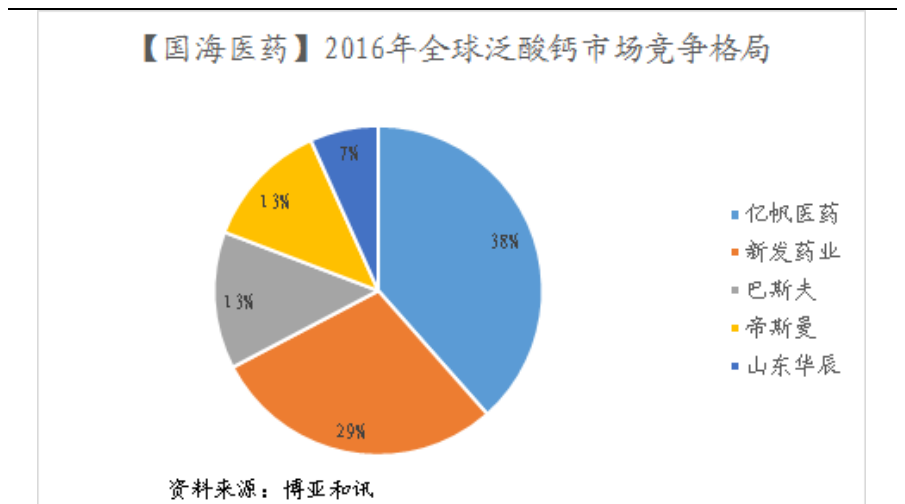
- **盈利预测和投资评级：**公司作为泛酸钙涨价受益的首要标的，四季度预计涨价将逐步兑现业绩；医保目录随着下半年各地地方医保目录调整到位和报销标准的确定，有望开始在 2017 年底到 2018 年开始放量；长期来看，生物创新药方面是公司打破估值瓶颈的最大看点，F627 有望凭借时间优势在未来 2-3 年内上市抢占原研药市场份额。因此我们维持公司“买入”评级，预计 2017-2019 年归母净利润分别为 10.11 亿元、11.52 亿元、13.94 亿元，EPS 分别为 0.84、0.95、1.15 元，对应当前股价 PE 为 25、22、18 倍。

- **风险提示：**泛酸钙涨价不及预期；医保目录报销落地不及预期，核心品种放量不及预期，在研药品研发进度不及预期，公司未来业绩的不确定性。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	3505	4332	5390	6591
增长率(%)	44%	24%	24%	22%
净利润（百万元）	705	1011	1152	1394
增长率(%)	95%	43%	14%	21%
摊薄每股收益（元）	0.64	0.84	0.95	1.15
ROE(%)	18.07%	21.35%	20.27%	20.40%

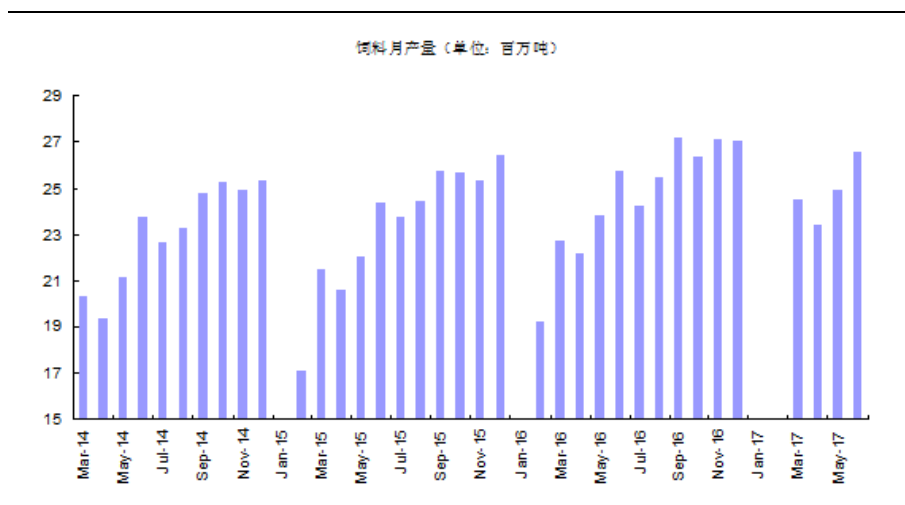
资料来源：公司数据、国海证券研究所

图 1：2016 年全球泛酸钙市场竞争格局



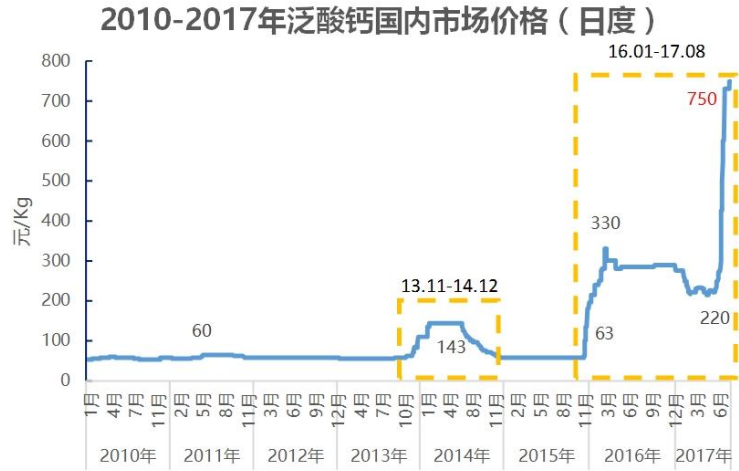
资料来源：博亚和讯，国海证券研究所

图 2：饲料月产量（单位：百万吨）



资料来源：博亚和讯，国海证券研究所

图 3: 2010-2017 年泛酸钙国内市场价格 (日度, 单位: 元/kg)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: 2010-2017 年泛酸钙出口月度平均价格 (美元/kg)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 5: 亿帆医药泛酸钙涨价弹性分析 (销售量单位: 吨, 价格单位: 元/kg)

亿帆医药涨价分析													
销售量(吨)/价格 (元/kg)	200	250	300	350	400	450	500	550	600	700	800	900	1000
5000	5.48	7.30	9.11	10.93	12.74	14.56	16.38	18.19	20.01	23.84	27.27	30.91	34.54
5500	6.27	8.27	10.26	12.26	14.26	16.26	18.25	20.25	22.25	26.25	30.24	34.24	38.23
6000	7.42	9.60	11.78	13.96	16.13	18.31	20.49	22.67	24.85	29.21	33.57	37.93	42.29
6500	8.08	10.42	12.78	15.14	17.50	19.86	22.22	24.58	26.95	31.67	36.39	41.11	45.83
7000	8.70	11.24	13.78	16.32	18.87	21.41	23.95	26.49	29.04	34.12	39.21	44.29	49.38
7500	9.33	12.08	14.78	17.51	20.23	22.96	25.68	28.41	31.13	36.58	42.03	47.48	52.92
8000	9.97	12.98	15.79	18.69	21.60	24.50	27.41	30.32	33.22	39.03	44.85	50.66	56.47

资料来源: 公司公告, Wind, 国海证券研究所

图 6: 亿帆医药新进 2017 版国家医保目录品种梳理

【国海医药】亿帆医药新进2017版国家医保目录品种梳理

药品种类	名称	2017版医保目录	竞争格局	专科领域	新一轮招标情况(省份数)	备注
西药	缩宫素鼻喷雾剂	乙类	独家	妇科	8	独家剂型
西药	富马酸依美斯汀缓释胶囊	乙类, 限二线用药	独家	皮肤科	7	此前由公司独家代理, 目前正在进行转让, 之后成为公司自有的独家品种
中成药	妇阴康洗剂	乙类	独家	妇科	3	国家中药三类新药, 医保中唯一妇科洗剂
中成药	皮敏消胶囊	乙类	独家	皮肤科	6	国家三类新药, 二级中药保护品种
中成药	除湿止痒软膏	乙类	独家	皮肤科	3	此前由公司独家代理, 目前正在进行转让, 之后成为公司自有的独家品种
中成药	疤痕止痒软化乳膏	乙类	独家	皮肤科	6	此前由公司独家代理, 目前正在进行转让, 之后成为公司自有的独家品种
中成药	复方银花解毒颗粒	乙类	独家	感冒	2	自有独家
中成药	延丹胶囊	乙类	独家	心血管	5	自有独家
中成药	颈通颗粒	乙类	独家	疼痛	2	自有独家
中成药	小儿金翘颗粒	乙类	独家	儿科	7	独家代理
中成药	坤宁颗粒	乙类	独家	妇科	0	公司为全国总代理, 未来有望收购
中成药	复方黄黛片	乙类	独家	白血病	9	独家品种

资料来源: 公司公告, 药智网, 国海证券研究所

图 7: 健能隆产品线梳理



资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

表 1: 亿帆医药盈利预测表

2017-08-2									
证券代码:	002019.SZ		股价:	20.75	投资评级:	买入	日期:	9	
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标				
ROE	18%	21%	20%	20%	EPS	0.64	0.84	0.95	1.15
毛利率	51%	55%	52%	51%	BVPS	3.20	3.64	4.46	5.46
期间费率	23%	25%	25%	24%	估值				
销售净利率	20%	23%	21%	21%	P/E	32.43	24.79	21.75	17.98
成长能力					P/B	6.48	5.70	4.65	3.80
收入增长率	44%	24%	24%	22%	P/S	6.52	5.78	4.65	3.80
利润增长率	95%	43%	14%	21%					
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
总资产周转率	0.50	0.55	0.59	0.63	营业收入	3505	4332	5390	6591
应收账款周转率	3.86	3.86	3.86	3.86	营业成本	1733	1961	2603	3231
存货周转率	4.60	4.60	4.60	4.60	营业税金及附加	50	62	77	94
偿债能力					销售费用	428	529	658	805
资产负债率	44%	40%	38%	35%	管理费用	326	402	501	612
流动比	0.94	1.27	1.60	1.94	财务费用	19	101	97	91
速动比	0.79	1.11	1.40	1.71	其他费用/(-收入)	(49)	1	1	1
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	899	1277	1455	1759
现金及现金等价物	729	1371	2059	2893	营业外净收支	(5)	(5)	(5)	(5)
应收款项	907	1121	1395	1706	利润总额	895	1272	1450	1754
存货净额	376	439	582	722	所得税费用	211	300	342	414
其他流动资产	397	491	611	748	净利润	683	972	1108	1340
流动资产合计	2411	3423	4648	6069	少数股东损益	(21)	(39)	(44)	(54)
固定资产	782	724	671	624	归属于母公司净利润	705	1011	1152	1394
在建工程	35	35	35	35					
无形资产及其他	265	265	251	236	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
长期股权投资	10	10	20	30	经营活动现金流	856	768	824	992
资产总计	6984	7938	9106	10475	净利润	683	972	1108	1340
短期借款	1221	1241	1261	1281	少数股东权益	(21)	(39)	(44)	(54)
应付款项	412	481	637	790	折旧摊销	87	105	99	92
预收帐款	139	172	214	261	公允价值变动	0	0	0	0
其他流动负债	796	796	796	796	营运资金变动	106	(472)	(735)	(788)
流动负债合计	2568	2690	2908	3129	投资活动现金流	(1032)	58	42	37
长期借款及应付债券	180	180	180	180	资本支出	17	58	52	47
其他长期负债	335	335	335	335	长期投资	(7)	(0)	(10)	(10)
长期负债合计	515	515	515	515	其他	(1042)	0	0	0
负债合计	3083	3205	3423	3644	筹资活动现金流	818	(119)	(138)	(171)
股本	1101	1207	1207	1207	债务融资	634	20	20	20
股东权益	3901	4734	5683	6832	权益融资	7	0	0	0
负债和股东权益总计	6984	7938	9106	10475	其它	177	(139)	(158)	(191)
					现金净增加额	642	708	728	858

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【医药组介绍】

胡博新，药学专业，7年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对OTC和原料药行业有长期跟踪经验。

【分析师承诺】

胡博新，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。