

亿帆医药(002019)

泛酸钙涨价大幅提升公司业绩，致力药品研发加快公司转型

买入(维持)

2017年08月29日

证券分析师 全铭

执业证书编号:

S0600517010002

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证书编号:

S0600516120001

jiaodzh@dwzq.com.cn

研究助理 许汪洋

021-60199780

xuwy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3504.60	4327.41	5124.41	6237.83
同比(%)	43.93	23.48	18.42	21.73
净利润(百万元)	704.76	907.14	1098.05	1301.93
同比(%)	88.80	28.72	21.04	18.57
毛利率(%)	50.55	50.73	48.99	47.82
ROE(%)	20.00	20.56	20.01	19.25
每股收益(元)	0.58	0.75	0.91	1.08
P/E	39.48	30.67	25.34	21.37
P/B	7.89	6.30	5.07	4.11

投资要点

一、事件:

公司公布2017年半年报,公司2017年上半年营收18.57亿元,同比增长7.23%,归属母公司股东净利润4.81亿元,同比增长32.04%,扣非归属母公司股东净利润4.37亿元,同比增长20.00%,符合预期。

公司同时发布对1-9月份经营业绩的预计,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。

二、我们的观点:

1. 环保趋严造成泛酸钙大幅涨价,增加公司业绩

公司原料药业务以泛酸钙为主。泛酸钙为典型寡头市场,全球主要有5家生产企业,产能2.5万吨,需求约1.92万吨,目前开工率高位,产量弹性小。由于泛酸钙生产内酯环节产生含氰废水,山东的新发、华辰两家公司受环保督查影响关停,兄弟科技泛酸钙项目尚在调试当中(5000吨产能),且新进产能如果要补足全球市场,则需要通过国外的生产许可,短期内不会冲击国外的供需格局。亿帆医药成为国内唯一泛酸钙供应商,市场出现明显缺口。泛酸钙价格从250元/kg一路攀升至780元/kg,且存在进一步攀升的可能。

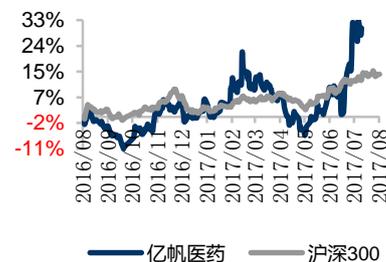
2017年上半年,公司以泛酸钙为主的原料药业务营收7.70亿元,同比增长41.49%,毛利率达73.91%,同比增加6.09ppt,主要得益于泛酸钙价格上涨。公司原料药及高分子材料生产销售主要为杭州鑫富,其上半年营收8.22亿元,净利润达3.56亿元,是公司业绩的重要支撑。随着环保趋严,预计泛酸钙价格有望继续维持。

图表1: 泛酸钙新建产能

厂家	产能(吨)	预计投产时间
兄弟科技(江西)	5000	调试状态,计划下半年投产
安徽泰格	6000	2018年10月
福建海欣药业	1000	-
抚顺顺特化工	1000	-

资料来源:公司公告,环评公示,东吴证券研究所整理

股价走势



市场数据

收盘价(元)	23.05
一年最低/最高价	13.46/23.76
市净率(倍)	6.55
流通A股市值(亿元)	133

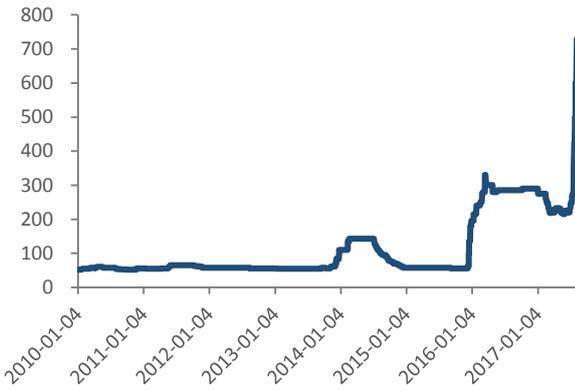
基础数据

每股净资产(元)	3.52
资本负债率(%)	39.48
总股本(百万股)	1,207
流通A股(百万)	578

相关研究

1. 亿帆医药: 泛酸钙涨价提升公司业绩, 医保目录调整+创新生物药推动公司转型 - 20170816
2. 亿帆医药: 业绩超预期, 公司进入发展新时期 - 20161031

图表 2: 泛酸钙国内报价大幅上升 (元/kg)



资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 3: 泛酸钙出口均价



资料来源: 中国饲料工业协会, 东吴证券研究所

## 2. 医保目录调整支撑制药板块发展, 致力研发仿创药物加速公司转型

2017 年上半年, 公司制药板块营业收入 10.00 亿元, 同比增长 53.86%, 毛利率为 39.79%, 同比增长 1.09ppt。公司医药生产销售主要为子公司亿帆生物, 报告期内亿帆生物营收 9.38 亿元, 净利润为 1.43 亿元, 其中医药产品中包含研发制药公司的营业利润-4,130.25 万元, 参照上年同期口径医药产品营业利润为 15,014.46 万元, 而其中公司生物创新药载体 DHY 公司亏损 4088.07 万元, 为公司研发投入重点, 剔除 DHY 研发投入, 公司医药板块业绩符合预期。

### 1) 医保目录调整带动公司药品快速放量

2017 年公司有 12 个独家品种新纳入医保目录, 属于公司未来 3-5 年重点发展的专科药品。其中西药有两种, 中成药有 10 种, 复方黄黛片是 2017 年 7 月 19 日通过医保谈判才被纳入医保, 是公司抗癌药物的先导产品。

图表 4: 2017 年亿帆纳入医保目录的药品信息

药品大类	名称	专科领域	医保类型	类别
西药	缩宫素鼻喷雾剂	妇科	乙类	独家品种
	富马酸依美斯汀缓释胶囊	皮肤科	乙类, 限二线用药	独家品种
中成药	妇阴康洗剂	妇科	乙类	独家品种
	皮敏消胶囊	皮肤科	乙类	独家品种
	除湿止痒软膏	皮肤科	乙类	独家品种
	疤痕止痒软化乳膏	皮肤科	乙类	独家品种
	复方银花解毒颗粒	感冒	乙类	独家品种
	延丹胶囊	心血管	乙类	独家品种
	颈通颗粒	疼痛	乙类	独家品种
	小儿金翘颗粒	儿科	乙类	独家品种
	坤宁颗粒	妇科	乙类	独家品种
	复方黄黛片	白血病	乙类	独家品种

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

复方黄黛片目前是用于初治的急性早幼粒细胞白血病的特效药。由于药品价格较高，医保谈判前中标价格为 16.7 元/片，此次进入医保目录，医保支付标准为 10.5 元/片，**降幅达 37%**，加上医保乙类约 70% 的报销，患者承担的费用已经很低，2018 年复方黄黛片销售额极大概率迎来大增长，目前市场空间超过 5 亿元。**公司斥资 244 万元，开拓其新的适用症慢性粒细胞白血病，目前正在国内进行三期临床试验。**

截止 2017 年 8 月 8 日，目前全国 13 省公布新医保目录的执行计划，从现有政策来看，进入医保目录的药品在医院销售中的优势还是很明显。青海、山西、海南、吉林、湖北 5 个省份明确提出，**未与人社部谈判成功的品种不列入增补名单**。亿帆医药总共 12 个产品进入医保，作为这次医保调整的赢家，竞争优势更加明显。

### 2) 受让国药一心血液肿瘤在研产品线

2015 年 7 月，公司通过全资子公司亿帆生物医药有限公司购买国药一心制药有限公司伏立诺他原料及胶囊等 8 个血液肿瘤相关药品技术与成果，总共花费 2.35 亿，已支付转让费 8000 万元，后续 1.55 亿转让费还未支付，此外整个仿制药项目还需投入 4.78 亿，这些预算是今年定增的目的之一。

图表 5: 受让国药一心血液肿瘤在研产品线

适应症大类	在研产品	原研厂家 (上市时间)、 2016 年销售额/美元	新增患病人数	国内上市状态	竞争对手	报产时间	后续预计费用(万元)
淋巴瘤	伏立诺他原料及胶囊	默克(2006)、约 1.3 亿	3000	未上市	8 家企业获得临床批件	2017 年底	50
	普乐沙福原料及注射液	健赞(2008)、1.7 亿	3000	未上市	国内有 4 家企业申报验证性临床试验批件; 国药一心为第 2 家获取验证性临床试验批件的企业	2018 年底	550
多发性骨髓瘤	注射用硼替佐米及原料	武田和强生联合(2009)、32 亿	3.5 万人	原研药国内上市	16 家企业申报上市	2018 年一季度	2550
白血病	氟达拉滨原料及注射液	健赞(2004)、6700 万	2 万人	未上市	1 家企业上市申请, 共有 22 家企业获得验证性临床试验批件, 2 家企业正在进行验证性临床试验	2018 年二季度	50
	达沙替尼原料及片剂	百时美施贵宝(2006)、18 亿	1.3 万人	原研已上市, 1 家首仿上市	4 家企业取得生物等效性临床试验批件	2018 年底	1550

				(正大天晴)			
	二盐酸组胺原料及注射液	马克西姆 (2008)、-	2.3 万人	未上市	2 家企业获得验证性临床试验批件	2019 年	50
	长春新碱脂质体浓溶液	TALON THERAP (2012)、-	占白血病人人数 35%	未上市	共 2 家企业获得临床批件	2019 年	2050
深部真菌感染	注射用两性霉素 B 脂质体	Three Rivers (1997)、-	2015 年新亚销售约 1 亿	1 家首仿上市 (上海新亚)	2 家企业获得临床试验批件	2019 年	3500

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

本期血液肿瘤项目投入 4.39 亿元，其中针对多发性骨髓瘤的注射用**硼替佐米**及原料目前处于**待报产阶段**，该产品进度最快，2018 年底前后有望在国内抢先上市，凭借先入优势、价格优势和销售渠道，我们预计该产品会有不俗的市场表现。

### 3) 收购 DHY 公司 53.8% 的股权，大额研发投入进军创新药领域

DHY 公司亏损 4088.07 万元，为公司研发投入重点，其包括两个创新技术平台 (Di-Kine™ 双分子技术平台，ITab™ 免疫抗体平台)，Di-Kine™ 双分子平台是基于单克隆抗体技术而建立的重组细胞因子融合蛋白技术开发平台，该平台上已经成功地推出了 F-627、F-637、F-652、F-899 等一系列在研创新生物药，ITab™ 免疫抗体平台目前有 A-337、A-319 和 A-320 三种抗癌药物在研，其中 A-337 (抗 EpCAM × 抗 CD3 双特异性抗体分子) 于 2017 年 6 月 15 日在澳大利亚启动临床 I 期试验。

图表 6: 健能隆生物创新药在研产品线

技术平台	在研新药	适应症	进度	本期投入 (万元)	累计投入(万元)
Di-Kine™ 双分子技术平台	F-627	升白药，化疗期间增加嗜中性粒细胞 (白细胞的—种，占 75%)	国际首个临床 III 期结束，国内 III 进行中	2137.73	70858.86
	F-637	帕金森辅助治疗	已完成国际临床 I 期		
	F-652	保护肝细胞的功能，并有治疗肝纤维化、肝硬化、酒精肝炎、急性胰腺炎等	国际、国内都在临床 II 期	318.08	14198.32
	F-899	肌肉萎缩	临床前研发		
ITab™ 免	A-337	固体瘤	国际临床 I 期		

疫抗体技术平台	A-319	液体瘤	临床前研发		
	A-320	液体瘤	临床前研发		

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司生物创新药进度最快的产品为在美国申报的 F-627，是升白药领域新一代独具长效性和强效性的重磅产品。目前还需要做最后一次临床试验以及申请生产许可（cGMP），最快有望于 2019 年在美国上市。

目前已上市的 G-CSF 药物主要有 7 种，其中最大的两类是安进公司（Amgen）的 Neupogen 和 Neulasta，2016 年两者销售之和超过 54 亿美元。Zarzio 和 Zarxio 是 Sandoz 公司分别在欧洲和美国市场推出的第一代 Neupogen 仿制药，目前已经凭借价格优势抢占 Neupogen 的一些份额。此外市场上还有一些同类创新药，如 Teva 公司的 Lonquex（Lifilgrastim）、Genzyme 公司的 Leukine（Sargramostim）和 Chugai 公司的 Granocyte（Lenograstim），但由于功效和价格原因所占份额非常小。

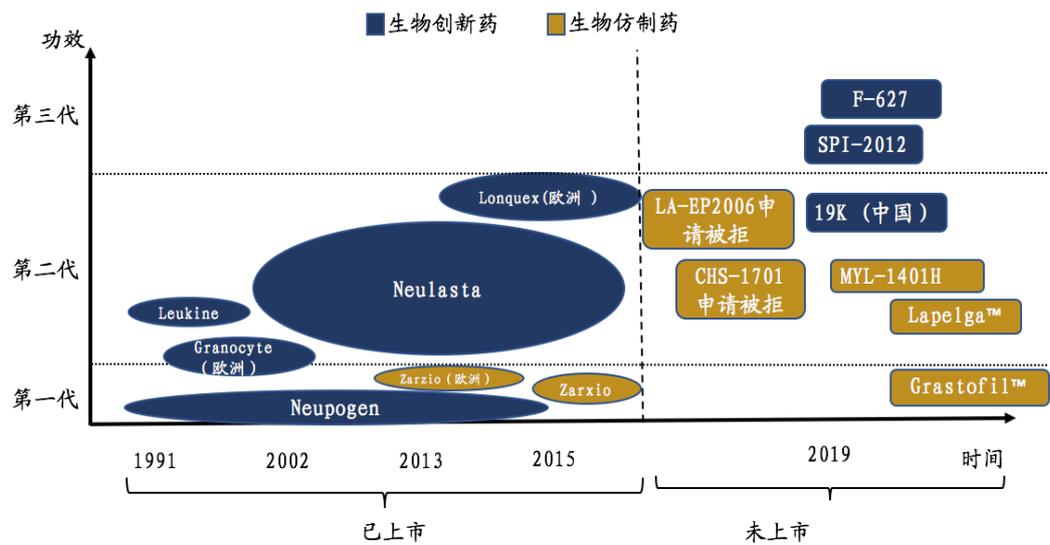
图表 7：在研各类 G-CSF 药物

品牌名	通用名	公司	进度	说明
LA-EP2006	Peg-filgrastim	Sandoz	2016 年 7 月 III 期被拒	预计 2018 年重新提交申请
CHS-1701	Peg-filgrastim	Coherus	2017 年 6 月 II 期被拒	计划 2017 年重新申请
MYL-1401H	Peg-filgrastim	Mylan	临床 III 期	Mylan 和 Biocon 联合仿制
Grastofil™	Filgrastim	Apotex	临床 I 期	Neupogen 仿制药
Lapelga™	Peg-filgrastim	Apotex	临床 I 期	Neulasta 仿制药
F-627	-	亿帆医药	最后一个临床 III 期（美国），预计 2019 年上市	创新强效药
SPI-2012	-	SPPI	最后一个临床 III 期（美国），预计 2019 年上市	创新强效药
19K	Peg-filgrastim	恒瑞医药	临床 III 期（国内），预计 2019 年上市	与 Neulasta 同类创新药

资料来源：FDA、CFDA、东吴证券研究所整理

当前 G-CSF 药物的市场格局呈现出“群雄逐鹿”的局面，如图所示。

图表 8：G-CSF 类升白药市场格局



资料来源: Amgen、Sandoz、Genzym、TEVA 等公告、东吴证券研究所整理

F-627 申请的方式 (BLA) 更加稳妥, 成功率更高, 所以从时间上来看, 将会成为 2019 年第一梯队进入该市场的药物。我们认为亿帆医药的 F-627 会凭借时间优势和功效优势抢占先机, 在第三代产品领域获得不错的份额。

### 3. 溢价 15.33% 完成定增, 优化公司产品结构提升长期发展潜力

公司完成非公开发行股票计划, 本次非公开发行 1.06 亿股, 募集资金 (含发行费用) 18.05 亿元, 拟用于高端药品制剂项目建设和收购 DHY&CO.,LTD53.80% 股权。

本次非公开发行股票以定价基准日 (即 2017 年 7 月 24 日) 前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%, 确定发行价格为不低于 14.74 元/股, 根据价格优先、金额优先和时间优先的规则, 确定最终的发行价为 17.00 元/股, 发行溢价达 15.33%, 表明了投资者对于亿帆医药未来发展的信心及公司资质的认可。募集资金主要用于高端药品制剂项目建设和收购 DHY&CO.,LTD53.80% 股权, 有利于优化整体产品结构, 提升公司药品研发创新能力, 逐步实现国际化, 增强公司整体盈利能力。

#### 三、盈利预测与投资建议:

我们预计 2017-2019 年营业收入达 43.27 亿元、51.24 亿元、62.38 亿元, 增速为 23.48%、18.42%、21.73%, 归属母公司净利润 9.07 亿元、10.98 亿元和 13.02 亿元, 增速为 28.72%、21.04%、18.57%, 对应 EPS 分别为 0.75 元、0.91 元、1.08 元, 对应 PE 为 30.67X、25.34 X、21.37 X。我们认为泛酸钙涨价大幅提升公司业绩, 医保目录受益品种逐渐放量, 未来生物创新药潜在空间大。因此, 我们维持“买入”评级。

#### 四、风险提示:

泛酸钙价格下跌风险、医保品种招标落地低于预期的风险、血液肿瘤仿制药审批低于预期的风险、生物创新药 (F-627、F-652 等) 临床试验低于预期风险。

亿帆医药三大财务预测表(百万元)

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3504.60	4327.41	5124.41	6237.83	毛利率	50.55%	50.73%	48.99%	47.82%
营业成本	1733.06	2132.08	2613.80	3254.66	三费/销售收入	22.05%	22.20%	19.86%	19.41%
营业税金及附加	49.93	61.66	73.01	88.88	EBIT/销售收入	26.95%	28.17%	27.79%	26.58%
营业费用	428.02	527.94	589.31	717.35	EBITDA/销售收入	29.61%	34.93%	33.50%	30.93%
管理费用	325.52	398.12	435.57	530.22	销售净利率	19.50%	20.33%	20.78%	20.24%
财务费用	19.12	34.75	-6.96	-36.56	ROE	20.00%	20.56%	20.01%	19.25%
资产减值损失	50.11	0.00	0.00	0.00	ROA	14.39%	18.98%	19.06%	19.04%
投资收益	0.63	0.00	0.00	0.00	ROIC	20.87%	18.37%	20.40%	25.65%
<b>营业利润</b>	899.46	1172.85	1419.67	1683.28	销售收入增长率	43.93%	23.48%	18.42%	21.73%
其他非经营损益	-4.81	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	105.18%	29.06%	16.83%	16.43%
<b>利润总额</b>	894.65	1172.85	1419.67	1683.28	EBITDA 增长率	94.24%	45.68%	13.57%	12.36%
所得税	211.25	293.21	354.92	420.82	归母净利润增长率	88.80%	28.72%	21.04%	18.57%
<b>净利润</b>	683.40	879.64	1064.76	1262.46	总资产增长率	49.65%	-2.15%	16.33%	16.55%
少数股东损益	-21.37	-27.50	-33.29	-39.47	股东权益增长率	23.32%	25.20%	24.36%	23.23%
<b>归属母公司股东净利润</b>	704.76	907.14	1098.05	1301.93	经营营运资本增长率	-9.23%	96.46%	-8.35%	70.30%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	资产负债率	40.58%	25.87%	22.33%	19.17%
货币资金	359.67	43.27	1185.52	1979.60	投资资本/总资产	75.82%	81.51%	64.90%	60.88%
应收和预付款项	1055.95	1350.19	1513.99	1984.71	带息债务/总负债	52.60%	28.54%	10.79%	10.78%
存货	376.50	550.07	585.84	828.58	流动比率	0.86	1.61	2.58	3.68
其他流动资产	248.58	248.58	248.58	248.58	股利支付率	6.25%	2.08%	2.08%	2.08%
长期股权投资	9.84	9.84	9.84	9.84	总资产周转率	0.53	0.67	0.69	0.72
固定资产和在建工程	820.02	679.27	538.52	397.78	固定资产周转率	4.48	6.37	9.52	15.68
无形资产和开发支出	3606.45	3480.06	3353.67	3227.28	应收账款周转率	5.07	4.66	5.18	4.64
其他非流动资产	60.03	38.24	16.44	16.44	存货周转率	4.60	3.88	4.46	3.93
<b>资产总计</b>	6564.30	6422.88	7471.85	8708.33	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
短期借款	1221.13	294.23	0.00	0.00	EBIT	944.43	1218.92	1424.03	1658.04
应付和预收款项	985.15	909.88	1211.19	1212.33	EBITDA	1037.76	1511.77	1716.87	1929.09
长期借款	180.00	180.00	180.00	180.00	NOPLAT	724.34	914.19	1068.02	1243.53
<b>负债合计</b>	2663.75	1661.58	1668.66	1669.80	净利润	704.76	907.14	1098.05	1301.93
股本	921.09	1206.97	1206.97	1206.97	EPS	0.58	0.75	0.91	1.08
资本公积	1162.72	876.84	876.84	876.84	BPS	2.92	3.66	4.55	5.60
留存收益	1440.77	2329.02	3404.20	4679.02	PE	39.48	30.67	25.34	21.37
<b>归属母公司股东权益</b>	3524.58	4412.83	5488.01	6762.83	PB	7.89	6.30	5.07	4.11
少数股东权益	375.98	348.47	315.18	275.71	PS	7.94	6.43	5.43	4.46
<b>股东权益合计</b>	3900.55	4761.30	5803.19	7038.54	PCF	33.71	41.19	19.01	34.95
负债和股东权益合计	6564.30	6422.88	7471.85	8708.33	EV/EBIT	24.02	23.50	19.09	15.90
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EV/EBITDA	21.86	18.95	15.83	13.66
经营性现金净流量	825.18	675.47	1463.70	795.95	EV/NOPLAT	31.32	31.33	25.45	21.20
投资性现金净流量	-1031.53	0.00	0.00	0.00	EV/IC	4.56	5.47	5.61	4.97
筹资性现金净流量	664.27	-991.87	-321.45	-1.87	ROIC-WACC	0.21	0.17	0.20	0.25
<b>现金流量净额</b>	445.31	-316.39	1142.25	794.08	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准:

#### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

#### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>