

2017年10月12日

亿帆医药 (002019.SZ)

公司快报

特殊方案评估加速 F-627 上市，弯道超车可期

投资要点

- ◆ **事件：**健能隆官网公告，公司近日收到“美国 FDA 通过‘特殊方案评估’程序”的批复文件，同意公司使用该“特殊方案评估”开展 F-627 的 III 期临床试验。
- ◆ **F-627 临床表现优异，抢占市场先机：**健能隆成立于 2004 年，是一家面向全球的生物创新药研发公司。亿帆医药 2016 年收购了健能隆 53.8% 的股权，自此健能隆成为亿帆医药的控股子公司。公司拥有 DiKine™ 双分子和 ITab™ 免疫抗体两大先进的创新药研发平台，并成功开发了一系列处于临床和临床前阶段的创新型大分子生物药，其中进展较快的是 F-627（贝格司亭），目前已经处于国际多中心的 III 期临床试验阶段。F-627 是人粒细胞集落刺激因子（G-CSF）-Fc 融合蛋白形成的重组人 G-CSF 双分子，在血液中有较长的半衰期，主要用于治疗肿瘤患者化疗等原因导致的嗜中性粒细胞减少症。全球的长效 G-CSF 类药物市场主要被 Amgen 的 Neulasta 所占据，其 2016 年全球销售额为 46.48 亿美元。目前美国市场上在研的长效 G-CSF 类药物中进展最快的是 F-627 和 Spectrum 公司的 SPI-2012，均处于临床 III 期。此外，恒瑞的 HHPG-19K 在国内的临床试验也已进入 III 期。根据公司此前公布的 II 期临床数据，F-627 在疗效上与 Neulasta 基本一致，在半衰期上略优于 Neulasta。因此，不出意外的话，F-627 有望成为美国第二或第三个面世的长效 G-CSF 类药物。
- ◆ **特殊方案评估为 F-627 上市加码，公司业绩爆发可期：**特殊方案评估是美国 FDA 特别建立的对于在研药物临床研究方案进行提前探讨和确定的程序。该程序是由 FDA 的审评部门和药物研发单位进行的对于药品临床试验的方案设计、入组病人的筛选、主要终点和次要终点的评判，以及临床数据统计分析的全部计划达成一致性协议。公司的 F-627 国际 III 期临床试验由两个分试验组成：（1）与安慰剂进行对照，目前已在多个国家完成了所有患者的入组；（2）与对照药进行大样本对照试验。本次的特殊方案评估主要针对第二个分试验组。特殊方案评估的批准意味着公司已经与 FDA 就该临床试验的设计方案达成一致，能够确保 F-627 的国际 III 期临床试验设计完全符合 FDA 对于最终新药申请的要求，为公司后续向 FDA 提交新药申请提供了有力的支撑和保障，将缩短上市审批时间，大幅提高上市申请的成功率，也增加了 F-627 先于 SPI-2012 在美国上市的可能性。根据 IMS 的测算，若 F-627 成为美国第二个上市的长效 G-CSF 药物，公司有望最终分得 32% 的市场份额，即每年 15 亿美元的销售额。根据目前的研发进度，我们预计 F-627 有望 2019 年上市，带动公司业绩的大爆发
- ◆ **泛酸钙大幅提价，下半年业绩有望显著增长：**作为公司目前重要收入来源的泛酸钙业务，国内的市场主要由 3 家公司垄断。受到近期环保督查的影响，另外两家公司被迫关停，泛酸钙的供应量大幅收缩，从而导致市场价格从 7 月初开始一路飙升，由每千克 200 多元狂涨至 750 元/千克。随着未来环保监控的趋严，泛酸钙的价格有望在较长一段时期内保持在高位，将大幅提升公司今年下半年的业绩。

医药 | 化学原料药 III

投资评级	增持-B(首次)
6 个月目标价	24.3 元
股价(2017-10-11)	21.42 元

交易数据

总市值（百万元）	25,853.40
流通市值（百万元）	15,157.35
总股本（百万股）	1,206.97
流通股本（百万股）	707.63
12 个月价格区间	13.96/23.76 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.32	20.17	41.05
绝对收益	7.86	32.39	52.3

分析师

徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsec.cn
 021-20377088

报告联系人

李伟
 liwei@huajinsec.cn
 021-20377053

相关报告

◆ **投资建议：** 我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.81、0.94 和 1.22 元。基于 F-627 有望加速上市，我们给予公司增持-B 评级，6 个月目标价为 24.3 元，相当于 2017 年 30 倍的市盈率。

◆ **风险提示：** 研发风险，市场推广不达预期，市场竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业收入(百万元)	2,434.9	3,504.6	4,231.1	4,978.7	5,989.9
同比增长(%)	44.5%	43.9%	20.7%	17.7%	20.3%
营业利润(百万元)	377.2	899.5	1,232.1	1,386.5	1,842.3
同比增长(%)	26.0%	138.5%	37.0%	12.5%	32.9%
净利润(百万元)	360.6	704.8	978.7	1,135.6	1,468.0
同比增长(%)	51.6%	95.5%	38.9%	16.0%	29.3%
每股收益(元)	0.30	0.58	0.81	0.94	1.22
PE	71.7	36.7	26.4	22.8	17.6
PB	9.0	7.3	5.8	4.7	3.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,434.9	3,504.6	4,231.1	4,978.7	5,989.9	年增长率					
减:营业成本	1,451.4	1,733.1	1,933.6	2,369.9	2,659.5	营业收入增长率	44.5%	43.9%	20.7%	17.7%	20.3%
营业税费	18.5	49.9	42.1	52.8	38.3	营业利润增长率	26.0%	138.5%	37.0%	12.5%	32.9%
销售费用	368.4	428.0	602.2	690.0	898.5	净利润增长率	51.6%	95.5%	38.9%	16.0%	29.3%
管理费用	188.1	325.5	359.9	443.0	521.2	EBITDA 增长率	42.0%	119.3%	35.1%	9.5%	30.4%
财务费用	10.4	19.1	36.1	4.8	-5.4	EBIT 增长率	28.7%	137.0%	38.1%	9.7%	32.0%
资产减值损失	37.0	50.1	31.0	39.4	40.2	NOPLAT 增长率	32.8%	122.3%	36.8%	12.8%	30.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	26.8%	14.8%	2.0%	0.1%	0.0%
投资和汇兑收益	16.1	0.6	6.0	7.6	4.7	净资产增长率	13.3%	35.4%	22.3%	20.9%	22.2%
营业利润	377.2	899.5	1,232.1	1,386.5	1,842.3	盈利能力					
加:营业外净收支	67.1	-4.8	21.5	27.9	14.9	毛利率	40.4%	50.5%	54.3%	52.4%	55.6%
利润总额	444.3	894.6	1,253.6	1,414.4	1,857.2	营业利润率	15.5%	25.7%	29.1%	27.8%	30.8%
减:所得税	82.4	211.3	304.6	313.3	433.7	净利润率	14.8%	20.1%	23.1%	22.8%	24.5%
净利润	360.6	704.8	978.7	1,135.6	1,468.0	EBITDA/营业收入	18.8%	28.7%	32.1%	29.9%	32.4%
						EBIT/营业收入	15.9%	26.2%	30.0%	27.9%	30.7%
						偿债能力					
						资产负债率	36.6%	44.1%	29.9%	28.4%	24.4%
						负债权益比	57.8%	79.0%	42.7%	39.7%	32.3%
						流动比率	1.06	0.94	1.27	1.74	2.41
						速动比率	0.81	0.79	1.00	1.44	2.10
						利息保障倍数	37.42	48.04	35.12	291.24	-337.90
						营运能力					
						固定资产周转天数	94	78	64	51	40
						流动营业资本周转天数	72	51	47	45	40
						流动资产周转天数	203	202	194	198	237
						应收帐款周转天数	77	75	73	75	74
						存货周转天数	48	38	36	38	35
						总资产周转天数	583	592	587	537	523
						投资资本周转天数	420	351	314	269	224
						费用率					
						销售费用率	15.1%	12.2%	14.2%	13.9%	15.0%
						管理费用率	7.7%	9.3%	8.5%	8.9%	8.7%
						财务费用率	0.4%	0.5%	0.9%	0.1%	-0.1%
						三费/营业收入	23.3%	22.0%	23.6%	22.9%	23.6%
						投资回报率					
						ROE	12.6%	20.0%	22.1%	20.8%	21.6%
						ROA	8.0%	9.8%	13.9%	13.7%	15.3%
						ROIC	12.6%	22.1%	26.3%	29.1%	37.8%
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	0.08	0.05	0.08	0.12
						分红比率	7.2%	13.1%	6.8%	9.0%	9.6%
						股息收益率	0.1%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.30	0.58	0.81	0.94	1.22
						BVPS(元)	2.37	2.92	3.67	4.52	5.62
						PE(X)	71.7	36.7	26.4	22.8	17.6
						PB(X)	9.0	7.3	5.8	4.7	3.8
						P/FCF	158.3	25.1	-152.3	31.6	17.4
						P/S	10.6	7.4	6.1	5.2	4.3
						EV/EBITDA	12.9	19.7	18.5	16.2	11.7
						CAGR(%)	44.9%	27.7%	58.6%	44.9%	27.7%
						PEG	1.6	1.3	0.5	0.5	0.6
						ROIC/WACC	1.2	2.1	2.5	2.8	3.6
						现金流量表					
						净利润	362.0	683.4	978.7	1,135.6	1,468.0
						加:折旧和摊销	74.0	93.3	90.8	96.6	103.4
						资产减值准备	37.0	50.1	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	20.3	22.7	36.1	4.8	-5.4
						投资损失	-16.1	0.6	-6.0	-7.6	-4.7
						少数股东损益	1.4	-21.4	-29.7	-34.4	-44.5
						营运资金的变动	-18.4	-808.8	-200.4	-88.7	-73.0
						经营活动产生现金流量	402.0	855.8	869.5	1,106.2	1,443.7
						投资活动产生现金流量	-827.9	-1,031.5	-71.0	-84.5	-98.5
						融资活动产生现金流量	413.9	664.3	-1,189.5	-420.3	-118.6

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义上的、责任的和法律依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司 研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司 对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn