

亿帆医药(002019)

泛酸钙价格大幅上涨，业绩超预期，F-627 国际 III 期临床 SPA 获批加快公司转型 买入(维持)

2017 年 10 月 30 日

证券分析师 全铭

S0600517010002

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

S0600516120001

jiaodzh@dwzq.com.cn

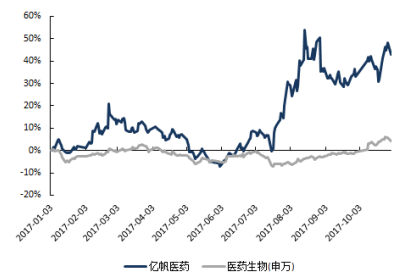
研究助理 许汪洋

021-60199780

xuwy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,505	4,236	5,134	6,096
同比	43.9%	20.9%	21.2%	18.7%
净利润(百万元)	705	1,293	1,396	1,556
同比	95.5%	83.43%	7.97%	11.50%
毛利率	50.5%	56.6%	54.1%	53.4%
ROE	20.0%	27.0%	22.7%	20.3%
每股收益(元)	0.77	1.07	1.16	1.29
P/E	38.89	21.20	19.64	17.61
P/B	7.78	5.72	4.45	3.57

股价走势



投资要点

一、事件:

公司公布 2017 年三季报，公司 2017 年前三季度营收 30.65 亿元，同比增长 14.81%，归属母公司股东净利润 8.77 亿元，同比增长 63.35%，扣非后归属母公司股东净利润 8.33 亿元，同比增长 55.55%。**业绩超预期。**

第三季度营收 12.08 亿元，同比增长 28.79%，归属母公司净利润 3.96 亿元，同比增长 129.52%，扣非后归属母公司股东净利润 3.96 亿元，同比增长 131.17%。

公司同时给出 2017 年度经营业绩的预期，预计 2017 年全年归母净利润在 11.63-13.74 亿元之间，增速区间在 65.00%-95.00%之间。

二、我们的观点:

公司 2017 年前三季度营收 30.65 亿元，同比增长 14.81%，归属母公司股东净利润 8.77 亿元，同比增长 63.35%，扣非后归属母公司股东净利润 8.33 亿元，同比增长 55.55%。第三季度营收 12.08 亿元，同比增长 28.79%，归属母公司净利润 3.96 亿元，同比增长 129.52%，扣非后归属母公司股东净利润 3.96 亿元，同比增长 131.17%，第三季度受益于泛酸钙大幅提价，营收与利润齐齐大幅上升。

市场数据

收盘价(元)	22.71
一年最低/最高价	13.96/23.76
市净率(倍)	4.54
流通 A 股市值(亿元)	161

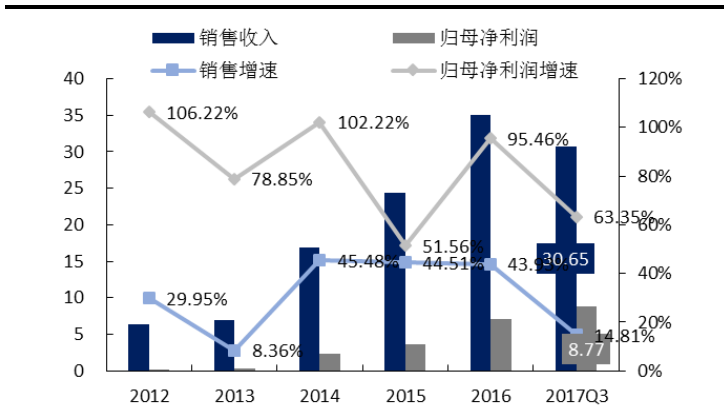
基础数据

每股净资产(元)	5.00
资本负债率(%)	27.30
总股本(百万股)	708
流通 A 股(百万股)	1,207

相关研究

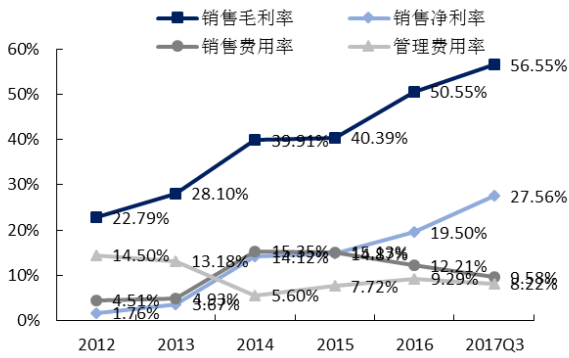
- 泛酸钙涨价大幅提升公司业绩，致力药品研发加快公司转型 -20170829
- 亿帆医药：泛酸钙涨价提升公司业绩，医保目录调整+创新生物药推动公司转型 - 20170816

图表 1: 公司营业收入及归母净利润情况



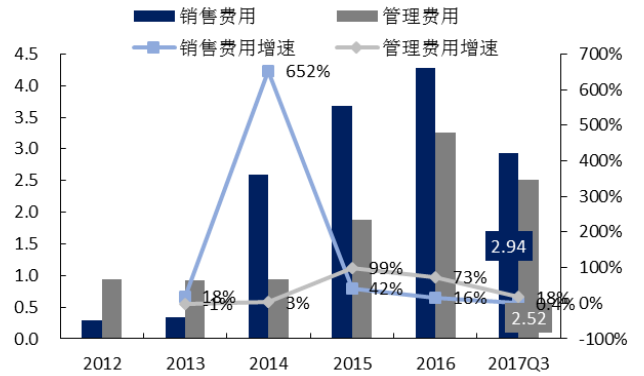
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 2: 公司毛利率、净利率以及费用率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 3: 公司销售费用、管理费用情况



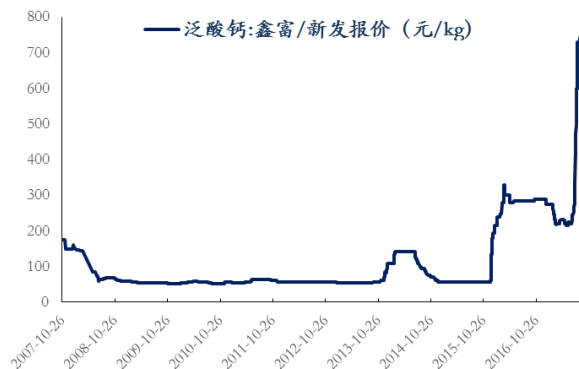
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司毛利率达 56.55%，相比 2016 年提升 6.00 个百分点，净利率为 27.56%，相比 2016 年提升了 8.06 个百分点，主要由于泛酸钙大幅提价，毛利率提升明显，同时，由于泛酸钙销售费用增长不明显，整体销售费用基本与去年同期持平，因此大幅提升整体净利率。

1. 供应端受环保督查影响，泛酸钙价格上涨增厚公司利润

目前，由于山东地区环保检查严格，山东地区泛酸钙产能受限，造成全球泛酸钙市场约 6000 吨的供需缺口，价格从 6 月底的 230 元/kg 一路攀升一度涨至 750 元/kg，目前回落至 675 元/kg，公司整体销量由于市场缺口出现一定的增长。而山东环保督查持续高压，再加上兄弟科技产能释放及终端销售推广需要时间，因此我们认为泛酸钙价格仍将保持稳定。前三季度公司泛酸钙收入占比提升，我们预计该业务收入超过 12 亿元，泛酸钙业务的利润也将成为公司转型过程中重要基础，缓解公司新品种的推广以及新产品研发产生的费用压力。

图表 4: 泛酸钙报价情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

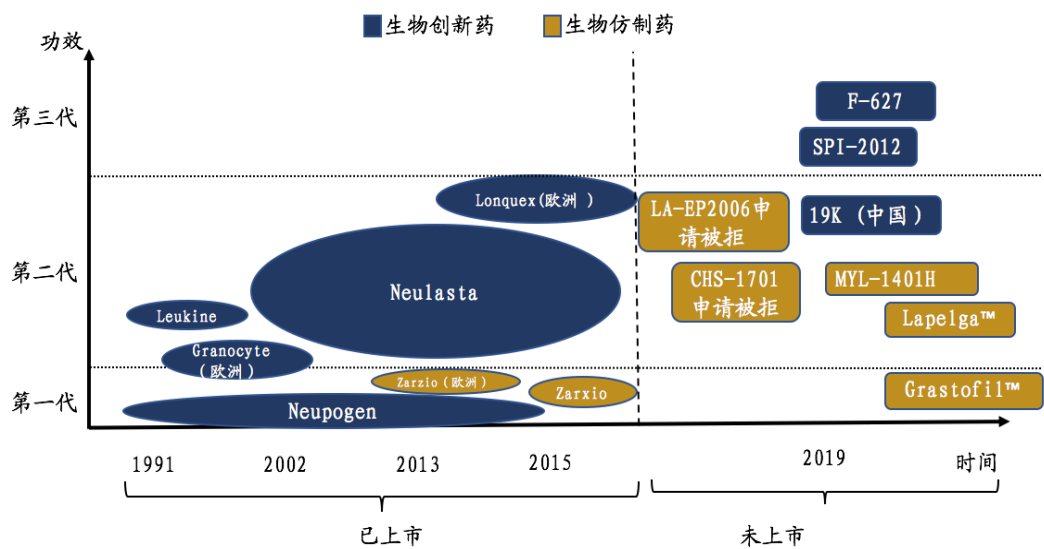
2. F-627 国际 III 期临床 SPA 获批，推动公司转型进程

公司控股子公司健能隆近日收到 FDA 批复，其 F-627 获批“特殊方案评估”(SPA)

程序，健能隆可以通过 FDA 同意的 GC-627-05 方案开展 III 期临床试验并直接使用 III 期临床试验数据申报上市。对于处在临床 II 期的 F-627 而言，其上市申请的成功率将有望大幅度提升。

目前市场上有很多试图进入该市场的竞争者，由于 Neupogen 和 Neulasta 的专利保护分别于 2009 年和 2015 年相继到期，仿制药领域竞争者有 Sandoz 的 LA-EP2006（2016 年试验申请被 FDA 拒绝，拟重新提交申请）、Coherus 的 CHS-1701（2017 年 6 月份试验申请被 FDA 拒绝，拟重新提交申请）、Mylan 的 MYL-1401H（临床 III 期试验）、Apotex 的 Grastofil 和 Lapelga 等，竞争非常激烈。

图表 5: G-CSF 类升白药市场格局



数据来源: 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。美国生物仿制药（Biosimilar）的申请从 2015 年 Zarzio 才开始放开，至今不到 3 年的时间，相关的标准和可以借鉴的经验相对困难，不少企业因各种原因被拒，例如 2016 年 Sandoz 的 LA-EP2006 被要求重新进行额外的对比研究，2017 年 Coherus 的 CHS-1701 被要求修订的免疫原性测定法重新分析受试者样本的子集，导致两者上市进度大大延后。而亿帆医药 F-627 走的生物创新药的 BLA 路径，比较规范稳妥，出现差错的可能性比较小。从目前的临床试验进度来看，略微落后于 SPPI 公司的 SPI-2012，大概率成为第三代 G-CSF 药物中前两个进入美国市场的竞争者。

以 F-627 为代表的一系列生物药进展顺利将进一步加快公司转型。

三、盈利预测与投资评级:

我们预计 2017-2019 年营业收入达 42.36 亿元、51.34 亿元、60.96 亿元，增速为

20.9%、21.2%、18.7%，归属母公司净利润 12.93 亿元、13.96 亿元和 15.56 亿元，增速 83.43%、7.97%、11.50%，对应 EPS 分别为 1.07 元、1.16 元、1.29 元，对应 PE 为 21.20X、19.64X、17.61 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：

原料药价格波动低于预期、公司整合进度低于预期、行业限抗等政策导致抗生素类产品销售低于预期。

亿帆医药三大财务预测表 (百万元)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2410.5	2731.3	4709.1	6469.5	营业收入	3504.6	4235.6	5133.8	6096.0
现金	729.5	990.5	2331.2	4024.0	营业成本	1733.1	1836.1	2354.5	2839.3
应收票据&账款	691.0	721.0	990.4	1041.8	营业税金及附加	49.9	60.3	73.1	86.9
其它应收款	216.1	205.0	305.4	300.6	营业费用	428.0	317.7	462.0	670.6
预付账款	148.9	153.5	234.2	233.3	管理费用	325.5	296.5	436.4	518.2
存货	376.5	412.8	599.3	621.2	财务费用	19.1	12.1	-38.3	-72.4
其他	248.6	248.6	248.6	248.6	资产减值损失	50.1	50.1	50.1	50.1
非流动资产	4573.0	4230.0	3887.1	3565.9	公允价值变动收 益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	9.8	9.8	9.8	9.8	投资净收益	0.6	0.0	0.0	0.0
固定资产	781.8	629.2	438.3	247.4	营业利润	899.5	1662.7	1796.0	2003.5
无形资产	265.2	1085.6	959.2	832.8	营业外损益	(4.8)	8.7	8.7	8.7
其他	3516.1	2505.5	2479.8	2475.9	利润总额	894.6	1671.4	1804.7	2012.2
资产总计	6983.5	6961.3	8596.2	10035.4	所得税	211.3	417.9	451.2	503.1
流动负债	2568.4	1319.6	1630.0	1592.4	净利润	683.4	1253.6	1353.6	1509.2
短期借款	1221.1	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	(21.4)	(39.2)	(42.3)	(47.2)
应付账款	411.9	370.0	632.7	576.5	归属母公司净利 润	704.8	1292.8	1395.9	1556.4
其他	935.4	949.6	997.3	1016.0	EBITDA	1037.8	1987.7	2070.6	2222.2
非流动负债	514.5	514.5	514.5	514.5	EPS (元)	0.64	1.07	1.16	1.29
长期借款	180.0	180.0	180.0	180.0					
其他	334.5	334.5	334.5	334.5	主要财务比率				
负债合计	3082.9	1834.1	2144.5	2106.9	营业收入增速	43.9%	20.9%	21.2%	18.7%
发行在外股本	1100.8	1207.0	1207.0	1207.0	归母公司净利润 增速	95.5%	83.4%	8.0%	11.5%
少数股东权益	376.0	336.8	294.5	247.3	毛利率	50.5%	56.6%	54.1%	53.4%
归属母公司股东权益	3524.6	4790.4	6157.2	7681.2	净利率	19.5%	29.6%	26.4%	24.8%
负债和股东权益	6983.5	6961.3	8596.2	10035.4	ROE	20.0%	27.0%	22.7%	20.3%
现金流量表					ROIC	21.7%	27.4%	30.4%	33.5%
经营活动现金流	855.8	1525.9	1336.2	1657.5	资产负债率	44.1%	26.3%	24.9%	21.0%
折旧摊销	93.3	292.8	292.8	271.1	总资产周转率	0.50	0.61	0.60	0.61
营运资金变动	218.8	348.5	1667.4	1797.9	P/E	38.89	21.20	19.64	17.61
投资活动现金流	-1031.5	6.6	6.6	6.6	P/B	7.78	5.72	4.45	3.57
筹资活动现金流	664.3	-1271.5	-2.1	28.7	EV/EBITDA	21.20	13.57	12.37	10.74
现金净增加额	476.0	261.0	1340.7	1692.8	每股净资产(元)	3.20	3.97	5.10	6.36

数据来源: wind, 东吴证券研究所

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数据、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>