东兴证券 DONGXING SECURITIES

富祥股份（300497）：四季度延续高增长，多个项目今年迎来收获期

——2019 年前三季度业绩预告点评

2020 年 02 月 23 日

推荐/维持

富祥股份 | 公司报告

事件：2020 年 2 月 21 日晚，公司发布 2019 年业绩快报，2019 全年收入 13.57 亿，同比增长 16.62%；归母净利润 3.04 亿元，同比增长 56.02%；

（1）全年利润突破 3 亿，Q4 延续高增长态势，符合我们此前预期

公司 2019 全年归母净利润突破 3 亿元，其中 2019Q4 收入 3.9 亿元，归母净利润 0.88 亿元，同比增长 300%，符合我们此前在 2019 前三季度业绩预告点评中描述的预期，主要是由于（1）主要品种舒巴坦、他唑巴坦原料 6-APA 成本大幅降低，同时受上半年相关事件影响产品价格坚挺，毛利率提升；（2）MAP（美罗培南）车间于 2019 下半年重新投产以及子公司潍坊奥通及江西如益自 2019 年开始持续贡献较多利润。

（2）原材料价格仍在低位，舒巴坦、他唑巴坦需求旺盛价格坚挺，公司产能持续扩张有望贡献更多利润

6-APA 是合成舒巴坦和他唑巴坦的主要原料，受威奇达等主要厂家复产影响，6-APA 价格自 2018 年年中开始回落，当前市场报价 145 元/kg，仍在历史低位，公司成本优势将继续保持。

舒巴坦供需缺口仍然存在，公司产能扩大有望贡献更多利润。目前国内供应方主要有富祥（500 吨)和江西华邦医药(200 吨)，去年上半年受响水爆炸影响舒巴坦龙头江苏华旭停产，当前市场总需求约 800 吨，预计仍存在 100 吨供给缺口，公司除去本部 500 吨产能外，山东子公司 800 吨的 DP3 产线可以部分切换生产舒巴坦，预计今年下半年投产，将带来更多利润。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	958.15	1,163.43	1,357.49	1,764.74	2,152.99
增长率（%）	25.46%	21.42%	16.68%	30.00%	22.00%
净利润（百万元）	177.55	194.72	303.83	402.16	490.52
增长率（%）	1.13%	10.25%	58.73%	32.37%	21.86%
净资产收益率（%）	18.95%	17.45%	21.33%	23.30%	23.43%
每股收益(元)	1.63	0.88	1.13	1.50	1.83
PE	14.54	26.93	20.94	15.82	12.97
PB	2.84	4.77	4.47	3.69	3.04

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

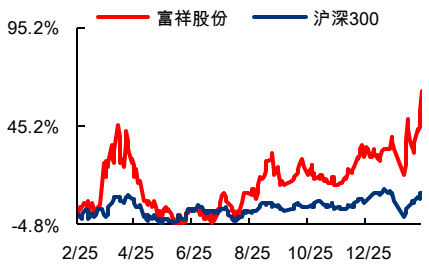
公司简介：

公司是目前全球最大的内酰胺酶抑制剂原料药生产基地，也是碳青霉烯类药物及其中间体的主要供应商之一，公司主要产品有培南类抗生素中间体和巴坦类抗生素中间体。公司在国内外客户中享有良好的声誉及合作，产品销往全球十多个国家和地区。

交易数据

52 周股价区间（元）	23.7-17.11
总市值（亿元）	64.77
流通市值（亿元）	45.9
总股本/流通 A 股（万股）	27328/19366
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	3.45

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：胡博新

010-66554032 Huboxin@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519050003

研究助理：许睿

010-66554049 Xurui@dxzq.net.cn

他唑巴坦下游需求提升带动市场增长。从 2012 年到 2018 年下游含有他唑巴坦钠复方制剂销量额增长 46.58%，预计销量增长 60%，制剂增长将继续拉动他唑巴坦原料药需求增长，预计未来他唑巴坦全球需求将超过 500 吨，今年子公司江西祥太有望借助新扩产的 DP3 新增 200 吨他唑巴坦产能，进一步贡献更多利润。

（3）多个项目今年迎来收获期，公司业绩持续高增长可期

公司后续储备项目众多，哌拉西林他唑巴坦 8:1 混粉项目第一个车间已经建成，目前在做验证批，今年下半年有望试产，预计明年贡献收益；注射液阿加曲班已经递交审评，预计今年年中有望投产；AAI101（以他唑巴坦为原料的新型酶抑制剂）已经给欧洲供货，目前在做 3 期临床，预计 2021 年上半年在欧美获批。未来仍有一系列原料药及中间体品种逐步投产，将有力保障公司业绩高增长。

盈利预测与投资评级：受益于主要产品利润贡献提升及新项目的逐步兑现，我们上调盈利预测，预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 3 亿元、4 亿元和 4.9 亿元；EPS 分别为 1.13 元/股、1.50 元/股和 1.83 元/股，维持“推荐”评级。

风险提示：原料药销售不及预期，产能扩建不及预期，其他系统性风险

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	1006	1249	1306	1685	2005	**营业收入**	958	1163	1357	1765	2153
货币资金	613	781	814	971	1076	**营业成本**	592	730	791	1024	1249
应收账款	120	150	170	221	269	营业税金及附加	9	12	13	18	22
其他应收款	4	10	11	15	18	营业费用	18	25	23	26	32
预付款项	12	8	13	18	25	管理费用	129	90	111	141	172
存货	186	212	205	205	205	财务费用	22	10	20	26	32
其他流动资产	10	14	92	255	410	资产减值损失	-0.50	10.74	3.00	3.00	3.00
非流动资产合计	783	947	853	812	770	公允价值变动收益	0.11	-0.11	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	80	74	74	74	74	投资净收益	7.88	-2.62	3.00	3.00	3.00
固定资产	373	513	472	431	390	**营业利润**	198	231	345	460	561
无形资产	106	97	91	85	80	营业外收入	8.30	2.10	20.00	20.00	20.00
其他非流动资产	10	34	0	0	0	营业外支出	4.83	6.19	10.00	10.00	8.00
资产总计	1789	2196	2159	2497	2775	**利润总额**	201	227	355	470	573
流动负债合计	676	962	759	793	702	所得税	27	35	50	66	80
短期借款	340	586	428	459	330	**净利润**	174	192	305	404	493
应付账款	121	162	160	160	160	少数股东损益	-3	-2	2	2	2
预收款项	12	3	23	55	90	归属母公司净利润	178	195	304	402	491
一年内到期的非流动	0	54	54	54	54	EBITDA	265	294	412	533	639
非流动负债合计	147	88	82	82	82	**EPS（元）**	1.63	0.88	1.13	1.50	1.83
长期借款	93	37	37	37	37	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	823	1050	841	875	783	**成长能力**					
少数股东权益	30	30	32	34	36	营业收入增长	25.46%	21.42%	16.68%	30.00%	22.00%
实收资本（或股本）	112	225	268	268	268	营业利润增长	4.80%	16.99%	49.26%	33.30%	21.90%
资本公积	428	324	324	324	324	归属于母公司净利	2.09%	9.67%	56.03%	32.36%	21.97%
未分配利润	408	528	711	952	1246	**获利能力**					
归属母公司股东权益	937	1116	1424	1726	2094	毛利率(%)	38.20%	37.25%	33.14%	33.11%	33.20%
负债和所有者权益	1789	2196	2298	2635	2914	净利率(%)	18.21%	16.53%	22.49%	22.90%	22.88%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	9.92%	9.92%	9.92%	8.87%	14.07%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	18.95%	17.45%	21.33%	23.30%	23.43%
经营活动现金流	211	176	300	259	396	**偿债能力**					
净利润	174	192	305	404	493	资产负债率(%)	46%	48%	37%	30%	27%
折旧摊销	45.73	54.01	47.36	47.98	48.47	流动比率	1.49	1.30	1.72	2.12	2.86
财务费用	22	10	20	26	32	速动比率	1.21	1.08	1.45	1.87	2.57
应付帐款的变化	-2	-31	-19	-51	-49	**营运能力**					
预收帐款的变化	0	-9	20	31	35	总资产周转率	0.60	0.58	0.65	0.73	0.80
投资活动现金流	-60	-161	113	-7	-7	应收账款周转率	8	9	9	9	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.83	8.23	8.97	10.82	12.77
长期股权投资减少	0	0	64	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	8	-3	3	3	3	每股收益(最新摊	1.63	0.88	1.13	1.50	1.83
筹资活动现金流	87	170	-379	-96	-283	每股净现金流(最新	2.12	0.82	0.13	0.58	0.39
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	8.34	4.97	5.31	6.43	7.80
长期借款增加	93	-56	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	112	44	0	0	P/E	14.54	26.93	20.94	15.82	12.97
资本公积增加	25	-104	0	0	0	P/B	2.84	4.77	4.47	3.69	3.04
现金净增加额	238	184	34	156	106	EV/EBITDA	9.36	17.73	14.72	11.15	8.93

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：胡博新

药学专业，10 年证券从业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

研究助理简介

研究助理：许睿

医药生物行业分析师，复旦大学药学硕士，曾就职于凯盛产业研究院，2019 年加盟东兴证券研究所，主要覆盖原料药、化学药、制剂出口等领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。