

医药 - 化学原料药

## 2014 年期待新产品

—福安药业 (300194.SZ) 2013 年业绩预告点评

2014 年 3 月 3 日

评级: 增持(调低)

市场数据	2014 年 2 月 28 日
当前价格(元)	26.59
52 周价格区间(元)	18.74-31.08
总市值(百万)	4611.24
流通市值(百万)	1275.68
总股本(百万股)	173.42
流通股(百万股)	47.98
日均成交额(百万)	15.88
近一月换手(%)	51.09%
Beta(2 年)	
第一大股东	汪天祥
公司网址	<a href="http://www.fapharm.com">http://www.fapharm.com</a>

预测指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	420.02	358	447	612
净利润(百万元)	88.51	38	50	65
每股收益(元)	0.66	0.22	0.29	0.37
净利润增长率%	-7.07%	-57%	32%	29%
每股净资产(元)	12.75	9.80	10.04	10.33
市盈率	40.29	125.40	94.79	73.62
市净率	2.09	2.81	2.74	2.66
EV/EBITDA	50.51	79	47	31

资料来源: 世纪证券研究所

### 一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
福安药业	29.88%	56.35%	57.53%
沪深 300	-1.84%	-10.68%	-18.49%

### 相关报告

《》，2013.11

邓聪

执业证书号: S1030512070001  
0755-83199599-8261

本公司具备证券投资咨询业务资格

### 分析师申明

本人, 邓聪, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 2014.2.28 福安药业发布 2013 年业绩快报, 实现收入 3.58 亿元, 同比下降 14.82%, 归属于上市公司股东的净利润为 3,748.38 万元, 同比下降 57.65%。
- 业绩受阻于抗生素限制, 但未来有向上趋势。主要是由于抗生素限制, 导致公司主要产品氨曲南业务受阻。2013 年中开始, 抗生素价格在成本线附近, 呈现平稳趋势; 公司氨曲南价格也趋近成本价, 跌无可跌; 另外公司新产品磺苄西林钠业务 2014 年开始招标, 有望成为新的增长点。
- 未来 3 年重磅化学专科药有望集中上市。未来 3 年, 每年都有 2-3 个重磅产品上市, 福安药业有望成功实现转型。2014 年伊马替尼、托伐普坦、奈必洛尔等重磅产品有很大可能上市。伊马替尼冲击二仿, 托伐普坦冲击首仿, 未来有快速达到年收入过亿的潜质。另外还有多个产品在报批生产, 公司将成功转型制剂公司。
- “增持”评级。预计公司 2013-2015 年收入分别增长-14.9%、25.2%、36.1%, 归属母公司净利润增长-57%、32.3%、28.8%, EPS0.22 元、0.29 元、0.37 元。对应现有股价 PE 分别为 125 倍、95 倍、74 倍。DCF 估值分析公司合理价值为 25.97 元/股, 现在价格 27.54 元/股, 短期估值基本合理, 但鉴于光明的发展前景, 给予“增持”评级。
- 风险提示: 新药研发风险、市场风险、宏观经济风险、政策风险。

### 1.业绩受阻于抗生素限制，但未来有向上趋势

报告期公司营业总收入为 35,777.96 万元，同比下降 14.82%；营业利润为 4,327.76 万元，同比下降 55.97%；利润总额为 4,421.73 万元，同比下降 57.97%；归属于上市公司股东的净利润为 3,748.38 万元，同比下降 57.65%。

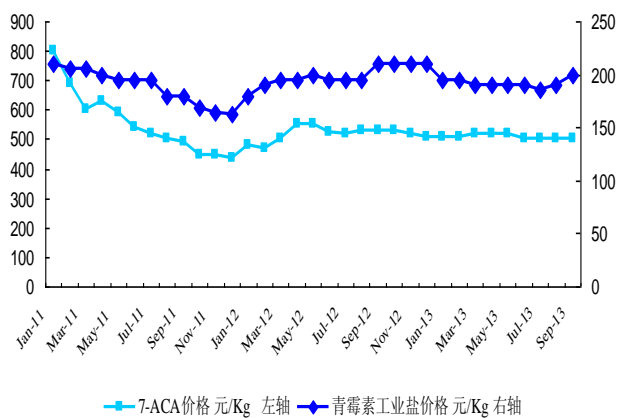
报告期，受抗生素政策影响主要品种氨曲南原料和制剂的售价和销量下降，对净利润的贡献较上年同期大幅度减少；同时，为积极拓展产业链、开发新产品市场、持续研发投入等，期间费用较上年同期增加；另外，随着募投项目的投入，募集资金余额减少，存款利息较上年同期减少。受上述因素影响，公司本报告期净利润较上年同期下降。

但在 2013 年中开始，抗生素价格保持稳定，已经处于成本线附近，推测整个抗生素行业已经企稳。

7-ACA 以及青霉素工业盐的价格自从 2011 年开始调整后，进入 2013 年已经平稳，反应终端的供需已经达到均衡，在没有更多政策出台的情况下，这个平衡有望维持，因为新的产能在弱市情况下会减缓进入市场。

虽然氨曲南进入限制性使用目录，但根据 400 多家样本医院的统计，2013 年 2 季度氨曲南销售金额相比 1 季度环比上升 6%。目前氨曲南价格也跌无可跌，厂家已经基本不挣钱。

Figure 1 7-ACA 以及青霉素工业盐的价格已经企稳



数据来源：WIND、世纪证券研究所

福安药业的抗生素业务品种储备丰富，包括头孢硫脒、头孢替唑钠、

硫酸头孢匹罗、替卡西林钠、磺苄西林钠等多个产品线。

除去氨曲南，头孢硫脒原料药加制剂在2013年上半年收入占比估计达到15%，是公司业务中非常重要的组成部分；另外磺苄西林钠原料药占到国内市场的第一位，占公司收入的10%。

**2014年磺苄西林钠有望形成新的增长点。**福安药业磺苄西林钠制剂(1g,2g)在2012年3月获得生产批件，现在已经可以上市销售，但由于招标的原因，暂时还没有形成实质性的销售。

**磺苄西林钠的竞争格局较好。**现在获得生产批文的企业一共有6家，分别是山东瑞阳(1g/2g)、湖南尔康湘药(1g/2g/4g)、哈药(1g)、辽宁科泰(1g)、海南海宁(1g/2g)、重庆福安(1g/2g)。由于国家对抗生素申请暂停审批，因此竞争格局料将维持。

**2014年预计是招标大年，福安有优势。**公司在氨曲南销售上的经验与优势有望延续到氨曲南的招标。

## 2. 未来3年重磅化学专科药有望集中上市

从2008年开始，公司就将资源向专科药上进行倾斜。多个重要产品有望在未来2-3年内上市进行销售，公司抗生素业务的标签有望逐渐得到扭转。

除了下表列示的主要产品外，6类的产品还包括阿加曲班、依折麦布、瑞巴派特、替诺福韦酯、羟氯喹片等。

未来2-3年，每年都有2-3个重磅产品上市，福安药业有望成功实现转型。

Figure 2 福安药业在研新产品

在研产品	适应症	申请分类	所处阶段	预计上市时间
伊马替尼片/胶囊	广谱抗癌药, 慢性髓性白血病疗效显著	3.1+6	报生产走绿色通道	2014
奈必洛尔片	降血压、心衰	3.1	申请生产批件	2014-2015
托伐普坦片	低钠血症、肝腹水等	3.1	申请生产批件	2014-2015
奥拉西坦胶囊/注射液	中轻度VD, 老年痴呆	6	临床验证做生物等效性	2015-2016
阿戈美拉汀	抗抑郁	6	临床验证做生物等效性	2015-2016
卡培他滨	广谱抗肿瘤, 化疗一线用药	6	临床验证做生物等效性	2015-2016
拉科酰胺片及胶囊	抗癫痫	3.1	临床验证做生物等效性	2016-
盐酸乐卡地平片	降压	6	申请生产批件	2015-
硫酸氯吡格雷	抗血小板	6	申请生产批件	2015-
瑞格列奈片	降糖药	6	申请生产批件	2015-
牛磺熊去氧胆酸胶囊	消化系统胆固醇结石	6	申请生产批件	2015-
莫沙必利	消化系统	6	申请生产批件	2015-
还原型谷胱甘肽	消化系统	6	申请生产批件	2015-

数据来源: WIND、世纪证券研究所

下面将重点分析 2014-2015 年上市的几个重要产品及其市场状况。

2014 年有望获批的产品包括伊马替尼、奈必洛尔、托伐普坦等, 2015 年获批的产品有奥拉西坦、阿戈美拉汀、卡培他滨等产品。

Figure 3 福安药业重点在研产品优劣势分析

通用名	适应症	靶点	注册类别	原研状况	相对优点	缺点
伊马替尼片/胶囊	广谱抗癌药, 慢性髓性白血病疗效显著	酪氨酸激酶抑制剂	3.1+6类(原料药3.1类, 片剂6类)	诺华, 2013年4月到期	疗效非常好, 紧缺产品	竞争产品已经开始市场培育, 尼洛替尼、达沙替尼
奥拉西坦胶囊/注射液	中轻度VD, 老年痴呆	吡拉西坦类似物, 促进释放ACh, 增加M受体密度	6+6(原料药6类, 片剂6类)	1987意大利上市, 诺华拥有销售权	成熟产品, 疗得到医患、市场认可, 诺华在国内没有销售	竞争激烈
阿戈美拉汀	抗抑郁	5-HT2c受体拮抗、MT1/MT2受体激动剂	6类首仿	法国施维雅, 美国市场推广卖给诺华; 2009年2月获得欧盟认可	疗效与主流产品类似但副作用更小, 同时具有改善睡眠、调节生理节律、撤药综合征不大等优势	疗效优势并不明显; 刚刚进入国内, 需要教育市场
奈必洛尔片	降血压、心衰	β-受体阻滞剂	3.1类	杨森公司(强生下属制药公司)原研, 2001年卖给Forest Lab及Mylan Lab, 美国专利2021年到期	相对于其他现有同样靶点的竞争对手, 疗效明确, 1.较现有β类制剂的大部分副作用都小; 2.对性功能无副作用; 3.可长期使用	国内没有上市, 需要花很长时间及精力来教育市场
托伐普坦片	低钠血症、肝腹水等	精氨酸加压素受体拮抗剂	3.1类	日本大冢, 2009年5月在美国上市, 2011年国内上市。在FDA是以低钠血症获批, 肝硬化腹水是在东亚开发的适应症, 已经在日本获批, 中国已经申请注册证。	效果明显, 是国内上市的第一个口服的普坦类药物。(1)低钠血症普坦类受推荐;(2)充血性心衰, 普利类是主要竞争产品;(3)肝硬化导致的肝腹水, 正在申请, 肝硬化不能逆转, 托伐普坦可以获得一定的市场份额;	刚刚进入国内, 需要教育市场; 大剂量下, 对肝脏有潜在的损伤
卡培他滨	广谱抗肿瘤, 化疗一线用药	抗代谢类, 氟尿嘧啶的前体	6类	罗氏, 2013年12月到期	成熟产品, 疗得到医患、市场认可	竞争激烈

数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 4 福安药业重点在研产品市场状况分析

通用名	全球市场状况	国内竞争格局及未来市场大小	福安注册阶段	预计福安产品获批上市时间	预计平均状态下未来可以达到的市场规模	评价
伊马替尼/胶囊	2012年全球销售额46.59亿美元, 中国年销售额13亿人民币	2013年6月豪森(片剂)及正大天晴(胶囊)已经获批, 福安在争取第三, 假如进医保, 市场规模有可能达到50亿	2013.5.2获得临床批件, 开始做生物等效性实验, 由于稀缺, 进入绿色通道。	走绿色通道, 预计2014年上半年	假如第三, 13-15%, 2-3亿	★★
奥拉西坦胶囊/注射液	已经过了专利期, 国内市场销售额超过40亿	无原研, 胶囊2家, 注射液3家, 2013年有望达到20亿	2013.4胶囊剂临床批件, 注射剂预计2013年底获得, 做生物等效性	2015-2016	3%, 1-1.5亿左右	★
阿戈美拉汀	2009年获得欧盟批文, 2012年销售额2.168亿美元, 2011年进入中国市场	氟西汀等SSRI/SNRI全球市场超过200亿美元, 国内市场2012年有望超过40亿	临床接近尾声, 预计2014年提交申请, 2016年上市	冲击前三, 豪森, 2015-2016	1.5-2亿	★★
奈必洛尔片	2010-2012年, 美国市场销售额为1.789亿、2.643亿、3.478亿美元, 2012年全球销售额达到9.6亿美元。	洛尔类占国内10%高血压市场份额, 最大直接竞争对手是美托洛尔。奈必洛尔在国内没有做推广; 全国降压药市场接近200亿美元。	2012年提交申请, 2013年6月底现场检查, 预计2014年-2015年获批上市	冲击首仿, 2014-2015	假如首仿, 3-6亿	★★★
托伐普坦片	大家公司预计2013年销售将突破2亿美元。同比增长91%, 从2013年一季度销售情况看, 同比增长达到了94.5%。	2011年大家在国内获批, 适用证领域竞争相对缓和, 基本没有特效药	2011.2获得临床批件, 2013.5.14完成临床。	冲击首仿, 有望在2014-2015年获批	假如首仿, 5亿-8亿	★★★★☆
卡培他滨	2012年国内销售额超过20亿, 占据抗代谢类肿瘤药第一位	恒瑞或齐鲁很可能获得首仿, 国内市场规模超过20亿	临床验证阶段, 做生物等效性。另配套做中间体	2015年后	3%, 0.6-1亿	★

数据来源: WIND、世纪证券研究所

### 3.盈利预测

#### 3.1 盈利预测

我们预计公司 2013-2015 年收入分别增长-14.9%、25.2%、36.1%，归属母公司净利润增长-57%、32.3%、28.8%，EPS0.22 元、0.29 元、0.37 元。对应现有股价 20.08 元 PE 分别为 125 倍、95 倍、74 倍。

Figure 5 福安药业业绩预测

百万元	2015E	2014E	2013E	2013H	2012A	2012H	2011A	2011H	2010A
营业收入	602.56	440.56	352.03	179.32	413.47	219.15	354.77	205.42	456.80
制剂	226.67	204.21	176.04	95.47	204.70	114.35	196.92	97.25	179.56
原料药	175.88	159.89	142.76	71.14	174.10	90.23	145.45	102.95	255.05
医药中间体	39.05	35.50	32.28	12.08	33.62	13.80	5.85		
药品经销及其他	0.95	0.95	0.95	0.63	1.06	0.77	6.55	5.21	22.18
专科药	100.00	10.00	0.00						
出口	60.00	30.00	0.00						
增长率%	36.77	25.15	(14.86)	(18.17)	16.55	6.68	(22.34)		44.67
制剂	11.00	16.00	(14.00)	(16.51)	3.95	17.58	9.67		45.56
原料药	10.00	12.00	(18.00)	(21.16)	19.70	(12.36)	(42.97)		39.13
医药中间体	10.00	10.00	(4.00)	(12.46)	474.70				
药品经销及其他	0.00	0.00	(10.00)	(18.18)	(83.82)	(85.22)	(70.47)		144.54
专科药									
出口									
毛利率%	37.33	33.23	32.19	32.52	36.10	38.15	40.03	46.29	46.31
制剂	35.00	36.00	37.00	36.82	39.37	43.20	43.27	48.64	52.73
原料药	27.00	29.00	28.00	28.21	34.30	34.74	37.40	45.50	44.50
医药中间体	20.00	22.00	25.00	25.59	26.19	20.62	20.37		
药品经销及其他	13.00	13.00	15.00	1.04	15.35	1.83	18.53	18.07	15.08
专科药	65.00	60.00	0.00						
出口	42.00	42.00	0.00						

数据来源: 世纪证券研究所

### 5.3 DCF 估值

根据我们 DCF 估值分析公司合理价值为 25.97 元/股，现在价格 27.54 元/股，短期估值基本合理，但我们认为公司长期发展可期，给予“增持”评级。

Figure 6 DCF 参数假设

DCF主要参数和主要假设			
预测项目	预测值	预测项目	预测值
无风险利率	4.10%	法定所得税	15.00%
BETA	0.99	债务成本	6.35%
市场预期收益率	8.00%	债务比例	4.76%
股权成本	7.94%	WACC	7.87%
永续增长率	2.00%		

数据来源：世纪证券研究所

Figure 7 DCF 敏感性分析

WACC(%)	永续增长率Gn(%)					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
2.87%	69.02	102.22	211.85	-1348.03	-150.32	-76.52
3.87%	48.95	63.65	94.08	194.57	-1235.24	-137.40
4.87%	37.35	45.29	58.78	86.69	178.88	-1132.80
5.87%	29.86	34.67	41.97	54.35	79.98	164.62
6.87%	24.69	27.82	32.24	38.94	50.32	73.87
7.87%	20.94	23.09	25.97	30.03	36.19	46.66
8.87%	18.12	19.65	21.63	24.28	28.02	33.69
9.87%	15.94	17.07	18.48	20.30	22.74	26.18
10.87%	14.22	15.07	16.11	17.41	19.08	21.33
11.87%	12.85	13.49	14.27	15.23	16.43	17.98
12.87%	11.73	12.23	12.83	13.55	14.43	15.54
13.87%	10.80	11.20	11.67	12.22	12.89	13.70

数据来源：世纪证券研究所

### 4.风险提示

风险提示：

1. 医疗事故风险
2. 市场开拓风险
3. 宏观经济风险
4. 政策风险



Figure 8 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	1265	1186	1100	1216	<b>营业收入</b>	420	358	447	611
现金	1018	985	853	894	营业成本	269	243	300	385
应收账款	54	35	46	64	营业税金及附加	3	2	3	4
其他应收款	1	4	3	4	营业费用	17	23	27	49
预付账款	4	22	26	33	管理费用	67	73	85	116
存货	96	90	112	142	财务费用	-36	-30	-27	-20
其他流动资产	91	50	61	79	资产减值损失	1	0	0	0
<b>非流动资产</b>	540	648	760	870	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	255	404	523	620	<b>营业利润</b>	98	45	60	77
无形资产	71	82	95	110	营业外收入	8	0	0	0
其他非流动资产	213	162	142	140	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	1805	1834	1860	2086	<b>利润总额</b>	105	45	60	77
<b>流动负债</b>	57	114	98	280	所得税	16	7	9	12
短期借款	0	5	6	168	<b>净利润</b>	90	38	51	65
应付账款	34	35	44	55	少数股东损益	1	0	0	1
其他流动负债	23	74	49	56	<b>归属母公司净利润</b>	89	38	50	65
<b>非流动负债</b>	27	0	0	-7	EBITDA	92	47	80	119
长期借款	0	0	0	-7	EPS (元)	0.66	0.22	0.29	0.37
其他非流动负债	27	0	0	0					
<b>负债合计</b>	84	115	98	273					
少数股东权益	20	20	20	21	<b>主要财务比率</b>				
股本	133	173	173	173	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
资本公积	1262	1222	1222	1222	<b>成长能力</b>				
留存收益	302	300	343	394	营业收入	17.1%	-14.8%	25.0%	36.7%
归属母公司股东	1701	1699	1741	1792	营业利润	-11.7%	-53.9%	32.3%	28.7%
<b>负债和股东权益</b>	1805	1834	1860	2086	归属于母公司净利润	-7.1%	-57.0%	32.3%	28.7%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	35.9%	32.0%	33.0%	37.0%
					净利率(%)	21.1%	10.6%	11.3%	10.6%
					ROE(%)	5.2%	2.2%	2.9%	3.6%
					ROIC(%)	8.3%	1.9%	3.2%	4.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	4.7%	6.3%	5.3%	13.1%
					净负债比率(%)	0.00%	4.47%	5.92%	59.11%
					流动比率	22.18	10.36	11.20	4.35
					速动比率	20.50	9.57	10.06	3.84
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.23	0.20	0.24	0.31
					应收账款周转率	9	8	10	10
					应付账款周转率	7.21	7.01	7.60	7.82
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.51	0.22	0.29	0.37
					每股经营现金流(最新)	0.36	0.58	0.10	0.28
					每股净资产(最新摊)	9.81	9.80	10.04	10.33
					<b>估值比率</b>				
					P/E	53.96	125.40	94.79	73.66
					P/B	2.81	2.81	2.74	2.66
					EV/EBITDA	41	79	47	31

数据来源: WIND、世纪证券研究所

---

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

**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。

---

**行业投资评级**

---

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

本报告中的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。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征价。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。我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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.