

2015年04月26日

证券研究报告·2015年一季报点评

福安药业(300194) 医药生物

买入(维持)

当前价: 25.08元

目标价: 28.80元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

重磅产品值得期待, 全年业绩持续看好

- **事件:** 2015年第一季度营业收入、归母净利润、扣非后净利润分别为1.2亿元、914万元、854万元, 分别为同比增长9.1%、-44.3%、-46.5%。
- **收入增速稳定, 净利润有所下滑。** 2015Q1营业收入同比增长约9%, 由于发货节奏原因导致收入增速放缓, 属于正常波动, 我们认为对全年收入增长不具有参考性; 2015Q1扣非净利润为854万元, 同比下降约47%, 净利润下滑的具体原因如下: 1) 整体毛利率约为28%, 同比下滑约5.5个百分点, 主要是因为低毛利产品收入占比上升所致; 2) 期间费用率上升约4个百分点, 随着募集资金余额减少导致利息收入下降。市场开发以及为提高公司管理水平适应公司发展需求, 管理咨询、顾问、研发投入等增加, 造成销售费用及管理费用增加。我们认为: 随着销售波动平稳后, 公司净利润在全年将保持相对稳定, 同时考虑到天衡药业并表也将增厚业绩, 预计2015年净利润将达到1亿元左右。
- **重磅专科产品即将获批, 外延式逐见成效。** 1) 公司产品结构已经得到很大改善, 由氨曲南原料药及制剂为主发展为抗生素、专科药多品种组成, 如头孢系列、尼麦角林等占比逐渐提升。且从目前新药审批情况来看, 托伐普坦及奈必诺尔已经开始现场检查, 预计在2015年陆续上市; 阿戈美拉汀原料药及制剂目前也报生产批件; 拉科酰胺、布洛芬临床试验顺利, 专科药陆续上市将持续优化产品结构; 2) 收购宁波天衡, 强化专科药产品线。核心产品有枸橼酸托瑞米芬片(独家)、盐酸吉西他滨原料药、盐酸昂丹司琼片/注射液(单独定价)、盐酸格拉司琼片/注射液(单独定价)等, 将与福安形成有效互补。同时公司计划整合天衡销售队伍, 此举措将与后续即将获批的专科药产品销售形成协同作用。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预测2015-2017年摊薄后EPS分别为0.38元、0.51元、0.65元, 对应的PE分别为66倍、49倍、39倍(原预测为2015-2016年0.48元、0.57元, 下调的主要原因为天衡并表时间晚于预期, 同时新产品获批进展低于预期)。我们认为: 公司的抗生素业务已经触底, 若奈必洛尔、托伐普坦新药顺利获批放量则公司在15年-17年业绩增长确定性较高。重要的是公司当前产品结构将逐渐得到优化, 摆脱对抗生素产品的依赖转型到高端专科药与抗生素双轮驱动格局, 盈利能力大幅上升。仍维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新产品获批进展或慢于预期、新产品市场推广或慢于预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	448.57	767.47	1081.31	1301.04
增长率	25.38%	71.09%	40.89%	20.32%
归属母公司净利润(百万元)	45.71	98.98	133.64	168.13
增长率	19.13%	116.56%	35.01%	25.81%
每股收益EPS(元)	0.18	0.38	0.51	0.65
净资产收益率ROE	2.69%	5.47%	7.16%	8.69%
PE	143	66	49	39
PB	3.82	3.61	3.49	3.37

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 021-50755297

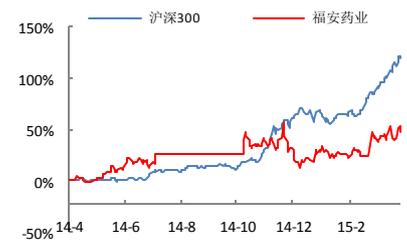
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 何治力

电话: 023-67898264

邮箱: hzl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	2.6
流通A股(亿股)	1.5
52周内股价区间(元)	16.41-27.16
总市值(亿元)	65.24
总资产(亿元)	18.29
每股净资产(元)	6.60

相关研究

1. 福安药业(300194): 14年业绩增长稳定, 产品收入结构改善 (2015-03-30)
2. 福安药业(300194): 拟收购宁波天衡, 强化肿瘤专科药产品线 (2014-11-05)
3. 福安药业(300194): 业绩增长持续, 全年或超预期 (2014-10-24)
4. 福安药业(300194): 产品结构逐渐改善, 业绩拐点确定 (2014-08-19)
5. 福安药业(300194): 业绩增速超预期, 期待新药招标进一步放量 (2014-06-13)
6. 福安药业(300194): 抗生素业务见底, 专科药销量逐渐释放 (2014-03-28)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	448.57	767.47	1081.31	1301.04	净利润	45.87	98.98	133.64	168.13
营业成本	305.79	503.39	709.81	851.59	折旧与摊销	47.59	48.36	48.36	48.36
营业税金及附加	1.84	3.20	4.30	5.29	财务费用	-20.34	0.14	0.20	0.24
销售费用	26.58	46.05	75.69	91.07	资产减值损失	3.96	0.04	0.00	-0.01
管理费用	79.51	99.77	135.16	156.12	经营营运资本变动	-5.45	-150.52	-174.61	-118.90
财务费用	-20.34	0.14	0.20	0.24	其他	-102.90	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	3.96	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-31.27	-2.99	7.58	97.83
投资收益	2.58	0.00	0.00	0.00	资本支出	-19.64	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	43.34	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	23.70	0.00	0.00	0.00
营业利润	53.80	114.91	156.13	196.71	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.19	1.54	1.09	1.09	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	53.99	116.45	157.22	197.80	股权融资	-6.99	39.98	0.00	0.00
所得税	8.13	17.47	23.58	29.67	支付股利	-40.02	-34.68	-75.11	-101.41
净利润	45.87	98.98	133.64	168.13	其他	11.72	-3.25	-0.20	-0.24
少数股东损益	0.16	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-35.29	2.05	-75.31	-101.65
归属母公司股东净利润	45.71	98.98	133.64	168.13	现金流量净额	-42.86	-0.95	-67.73	-3.82
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	761.45	760.50	692.76	688.94	成长能力				
应收和预付款项	163.39	268.68	380.03	459.92	销售收入增长率	25.38%	71.09%	40.89%	20.32%
存货	180.26	287.91	419.76	497.84	营业利润增长率	24.32%	113.56%	35.88%	25.99%
其他流动资产	11.26	15.54	21.89	26.34	净利润增长率	18.84%	115.80%	35.01%	25.81%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	51.48%	101.59%	25.26%	19.84%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	534.04	491.34	446.53	401.72	毛利率	31.83%	34.41%	34.36%	34.54%
无形资产和开发支出	153.78	151.40	149.03	146.65	三费率	19.12%	19.02%	19.52%	19.02%
其他非流动资产	28.01	26.84	25.67	24.50	净利率	10.23%	12.90%	12.36%	12.92%
资产总计	1832.19	2002.21	2135.68	2245.92	ROE	2.69%	5.47%	7.16%	8.69%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.07%	2.50%	5.75%	7.32%
应付和预收款项	89.08	151.95	220.57	259.75	ROIC	20.75%	120.75%	220.75%	320.75%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.07%	21.29%	18.93%	18.86%
其他负债	35.61	41.65	47.97	52.31	营运能力				
负债合计	124.69	193.60	268.54	312.06	总资产周转率	24.28%	40.03%	52.26%	59.39%
股本	260.13	281.88	281.88	281.88	固定资产周转率	87.85%	164.03%	255.58%	343.95%
资本公积	1131.82	1150.05	1150.05	1150.05	应收账款周转率	846.72%	839.21%	777.72%	726.17%
留存收益	311.78	376.08	434.60	501.33	存货周转率	180.95%	215.02%	200.58%	185.60%
归属母公司股东权益	1706.91	1808.01	1866.54	1933.26	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	61.76%	--	--	--
少数股东权益	0.60	0.60	0.60	0.60	资本结构				
股东权益合计	1707.51	1808.61	1867.14	1933.86	资产负债率	6.81%	9.67%	12.57%	13.89%
负债和股东权益合计	1832.19	2002.21	2135.68	2245.92	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	11.34	7.96	6.25	5.85
					速动比率	9.51	6.24	4.52	4.11
					股利支付率	75.88%	75.88%	75.88%	75.88%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	81.06	163.41	204.69	245.31	每股收益	0.18	0.38	0.51	0.65
PE	142.74	65.91	48.82	38.80	每股净资产	6.56	6.95	7.18	7.43
PB	3.82	3.61	3.49	3.37	每股经营现金	-0.12	-0.01	0.03	0.38
PS	14.54	8.50	6.03	5.01	每股股利	0.13	0.29	0.39	0.49
EV/EBITDA	70.80	38.47	31.04	25.91					
股息率	0.53%	1.15%	1.55%	1.96%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn