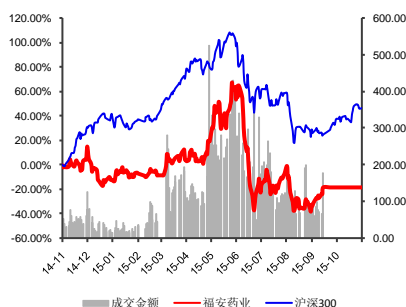


2015年11月19日

**——福安药业（300194.SZ）深度报告**
**评级：推荐**
**52周走势**

**报告作者**
**分析师：刘生平**
**执业证书编号：S0590513090002**
**联系人**
**方伟**
**电话：021-38991500**
**Email：fangw@glsc.com.cn**
**独立性申明**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

➤ **抗生素乍暖还寒，正处在业绩拐点。** 严厉的限抗政策下，抗感染药仍是用药市场龙头，销售回暖，公司的氨曲南占制剂收入比重已降到 30% 以下，尼麦角林等新品增速较快。随着年底招标落地，尼麦角林、磺苄西林钠、头孢美唑等潜力品种放量可期，公司正处在业绩拐点。

➤ **重磅专科药上市在即，公司成功转型。** 公司 2008 年开始布局特色专科仿制药，挖掘国外专利药到期带来的仿制药商机，已在肿瘤、心脑血管、神经精神疾病等大病领域储备多款重磅仿制药，盐酸奈必洛尔、托伐普坦、伊马替尼、阿戈美拉汀等重磅品种，从今年起将陆续获批生产。

➤ **并购整合经验丰富，宁波天衡增厚业绩。** 宁波天衡主打抗肿瘤及辅助类原料药与制剂，属单独定价和独家品种，今年 5 月开始并表，大幅增厚公司业绩，提升毛利率，通过营销管理团队的整合，有超预期的可能。

➤ **维持“推荐”评级。** 预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.28 元、0.38 元、0.46 元，对应 2015 年 11 月 18 日收盘价 18.95 元的市盈率分别为 68 倍、50 倍和 41 倍。公司由原料药和抗生素制剂向专科药转型，A 股中可比公司有莱美药业、京新药业、仟源医药，公司转型较晚，品种的数量和质量更具优势。考虑并表带来的业绩提升、重磅专科的估值提升以及后续并购预期，给予 16 年 70 倍，目标价 26.6 元，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 1、招标进度低于预期；2、新药审批存在风险；3、并购整合不达预期。

单位：百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	448.6	786.3	1,022.4	1,308.5
YOY	25.4%	75.3%	30.0%	28.0%
营业利润	53.8	92.8	126.4	152.7
归属母公司净利润	45.7	78.6	107.1	129.3
EPS(元)	0.16	0.28	0.38	0.46
ROA	1.9%	4.0%	5.3%	6.0%
ROE	2.7%	4.4%	5.7%	6.4%
P/E	116.9	68.0	49.9	41.3
P/B	3.1	3.0	2.8	2.6

数据来源：国联证券研究所

## 目 录

1 福安药业：业绩反转，转型专科制剂 .....	4
1.1 公司概况 .....	4
1.2 主营业务：原料药转型制剂，专科药“开花结果” .....	4
1.3 并购经验丰富，持续寻求外延发展 .....	5
2 抗生素乍暖还寒，氨曲南占比下降 .....	6
2.1 抗生素寒冬已过 .....	6
2.2 氨曲南收入占比下降 .....	8
3 抗生素制剂品种多点开花，受益于招标推进 .....	8
3.1 磺苄西林钠 .....	8
3.2 尼麦角林胶囊 .....	9
3.3 头孢美唑、头孢硫脒等其他品种 .....	10
4 厚积薄发，重磅专科药打造新福安 .....	10
4.1 抗肿瘤药物——伊马替尼&卡培他滨 .....	11
4.1.1 甲磺酸伊马替尼 .....	11
4.1.2 卡培他滨 .....	12
4.1.3 宁波天衡抗肿瘤产品线 .....	13
4.2 心血管药物——奈必洛尔&托伐普坦 .....	14
4.2.1 盐酸奈必洛尔 .....	15
4.2.2 托伐普坦 .....	16
4.2.3 盐酸乐卡地平 .....	17
4.3 精神科用药 .....	18
4.3.1 奥拉西坦——原料优势 .....	18
4.3.2 阿戈美拉汀——抗抑郁重磅品种 .....	19
4.3.3 左乙拉西坦 .....	20
5 研发、销售费用伴随业绩增长 .....	21
6 盈利预测 .....	22
6.1 关键假设 .....	22
6.2 盈利预测 .....	22
7 估值及投资建议 .....	23
8 风险提示 .....	24

## 图表目录

图表 1：福安药业公司股权结构 .....	4
图表 2：2010-2015Q1-Q3 福安药业营收及归属母公司股东的净利润 .....	4
图表 3：2008-2013 年福安药业收入组成 .....	5
图表 4：2008-2013 年福安药业分业务毛利率 .....	5

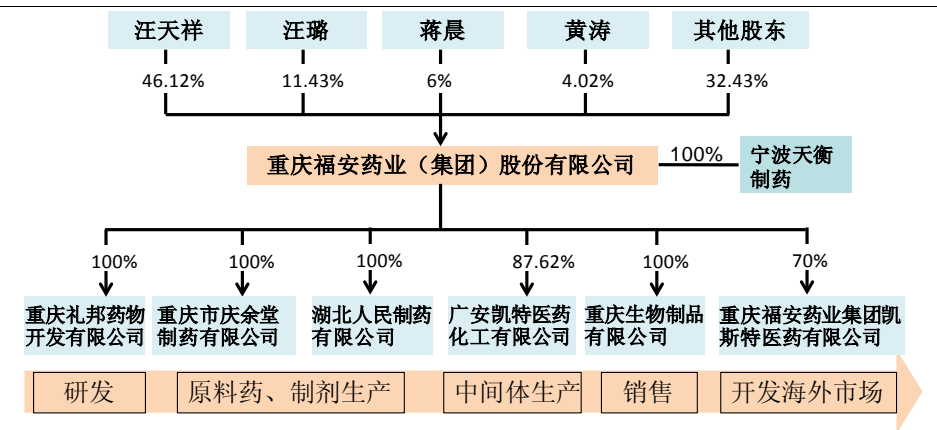
图表 5: 公司抗生素产品线 .....	5
图表 6: 2005-2014 年抗感染药市场同比增长率 .....	6
图表 7: 2005-2015 年上半年抗感染药市场占比 .....	6
图表 8: 公司主营抗生素产品 .....	6
图表 9: 抗感染用药基层占比仍然较大 .....	7
图表 10: 2005 年至今样本医院氨曲南注射液量价齐跌 .....	8
图表 11: 氨曲南占主营业务收入比重逐年降低 .....	8
图表 12: 磺苄西林钠样本医院销售额 .....	9
图表 13: 2006-2014 年样本医院尼麦角林销售情况 .....	9
图表 14: 2009-2015 上半年尼麦角林市场格局 .....	9
图表 15: 尼麦角林获批生产药企 .....	9
图表 16: 2006-2015H1 样本医院头孢美唑销售情况 .....	10
图表 17: 2006-2015H1 样本医院头孢硫脒销售情况 .....	10
图表 18: 公司在审评的重磅专科药 .....	11
图表 19: 抗肿瘤药物发展进程 .....	11
图表 20: 伊马替尼全球销售额 .....	12
图表 21: 国内样本医院格列卫销售情况 .....	12
图表 22: 卡培他滨全球销量额 .....	13
图表 23: 国内样本医院卡培他滨销售情况 .....	13
图表 24: 宁波天衡主要产品线 .....	14
图表 25: 宁波天衡 2014-2014H1 收入组成 .....	14
图表 26: 宁波天衡 2012-2014 年营收及净利润 .....	14
图表 27: 不同类别高血压用药占比 .....	15
图表 28: 国内 $\beta$ 受体阻滞剂销售情况 .....	15
图表 29: 盐酸奈必洛尔 Bystolic 全美销售额 .....	15
图表 30: 样本医院托伐普坦销售情况 .....	16
图表 31: 样本医院乐卡地平销售情况 .....	17
图表 32: 样本医院乐卡地平市场竞争格局 .....	17
图表 33: 2011 年精神神经类药物各类市场份额 .....	18
图表 34: 2013 年样本医院益智类药物市场份额 .....	19
图表 35: 样本医院奥拉西坦销售额 .....	19
图表 36: 我国抗抑郁药销售情况 .....	20
图表 37: 阿戈美拉汀样本医院销售额 .....	20
图表 38: 样本医院抗癫痫药物销售情况 .....	20
图表 39: 2013 年国内样本医院抗癫痫药市场格局 .....	20
图表 40: 样本医院左乙拉西坦销售情况 .....	21
图表 41: 2010-2015Q1-Q3 费用率水平 .....	21
图表 42: 分业务盈利预测表 .....	22
图表 43: 福安药业利润表预测 .....	23
图表 44: A股可比公司 .....	23

# 1 福安药业：业绩反转，转型专科制剂

## 1.1 公司概况

公司系由福安有限整体变更设立的股份有限公司,2011年3月登陆创业板。目前拥有7家全资及控股子公司,构成一条完整的研发、生产、销售产业链。公司董事长汪天祥持有45.42%的股份,是控股股东及实际控制人。

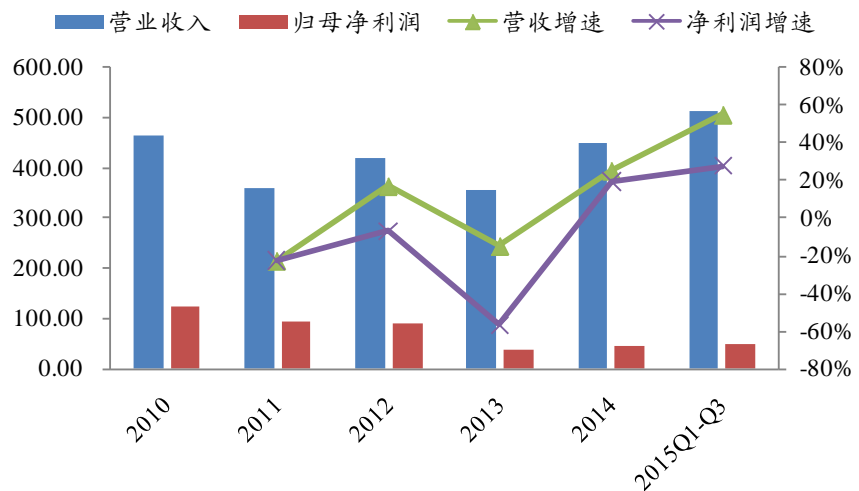
图表 1: 福安药业公司股权结构



资料来源: 公司公告 国联证券研究所

2011年,在限抗令出台与竞争加剧的双重影响下,公司主导产品氨曲南原料药和制剂量价齐跌,在经历了三年的业绩下滑之后,2014年开启反转,15年在招标进度不达预期的情况下,主业低迷,天衡并表因素致2015年前三季度营收同比大增55.26%,归母净利润同比增长27.50%,受到销售费用和并购重组费用同比增加牵制,随着整合推进、招标落地,公司在明年可实现利润大幅提升。

图表 2: 2010-2015Q1-Q3 福安药业营收及归属母公司股东的净利润 (百万元)



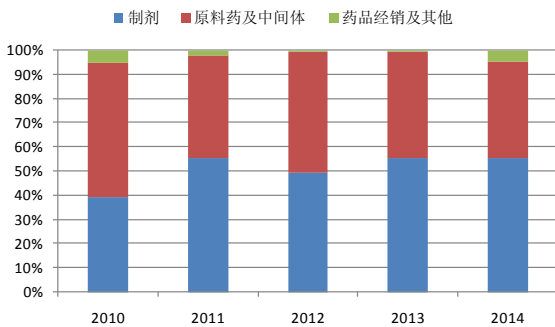
资料来源: Wind 国联证券研究所

## 1.2 主营业务：原料药转型制剂，专科药“开花结果”

公司主营抗生素原料药及制剂的研发、生产和销售。11年以后产品结构持

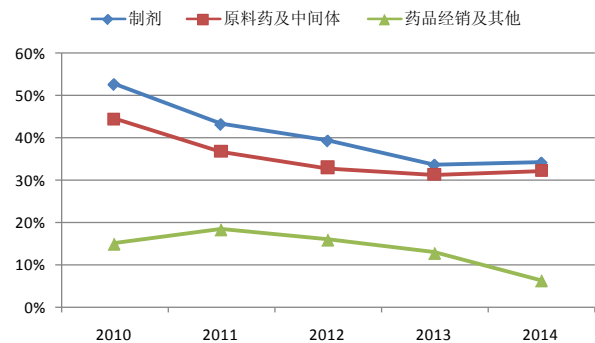
续调整，原料药的销售收入、毛利占主营业务收入和毛利的比重逐年下降，制剂的收入占比提升至 55%左右。15 年上半年原料药及中间体收入 1.05 亿，同比增长 18%；制剂收入 1.62 亿，同比增长 21%，制剂比例还将进一步提升，从而提升综合毛利率。

图表 3: 2008-2013 年福安药业收入组成



资料来源: Wind 国联证券研究所

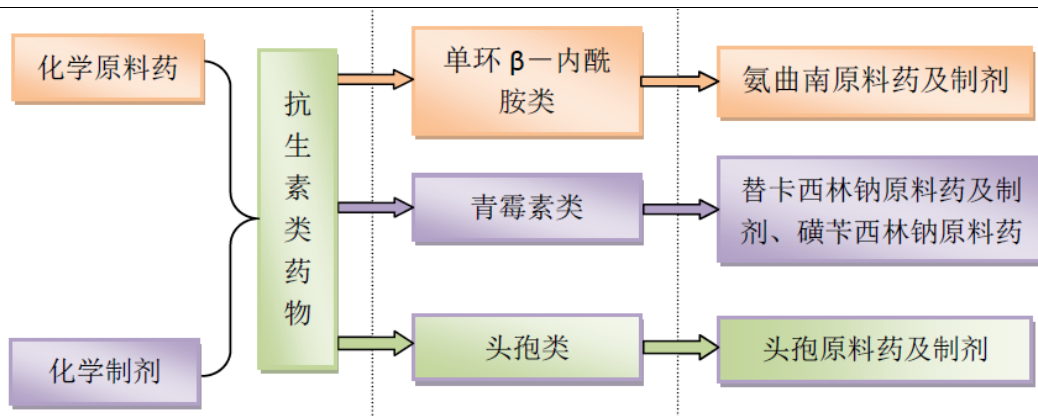
图表 4: 2008-2013 年福安药业分业务毛利率



资料来源: Wind 国联证券研究所

在制剂当中，氨曲南的收入占比已下降到 30%以下，尼麦角林、磺苄西林钠、头孢硫脒、头孢美唑等品种增速较快，呈现多点开花的发展格局。此外，公司从 2008 年起储备的一批特色专科制剂已进入密集收获期，伊马替尼、托伐普坦、奈必洛尔为代表的重磅品种，将在今明两年陆续获批。

图表 5: 公司抗生素产品线



资料来源: 公司网站 国联证券研究所

### 1.3 并购经验丰富，持续寻求外延发展

当前医药行业并购热潮涌动，加上新 GMP 认证的推动，公司借机实现外延式发展的预期强烈，同时还具有成功的并购经验和并购能力：在 2011 年先后收购广安凯特、人民制药，2014 年收购宁波天衡，打通上下游产业链的同时收获了一批成长性较好的专科品种；截至 2015 年 11 月，公司仍有超过 5 亿现金资产，目前仍在停牌推进收购山东只楚药业事宜，未来公司还将持续寻找品种具有稀缺性的优质资产，进一步丰富产品梯队和业务板块。

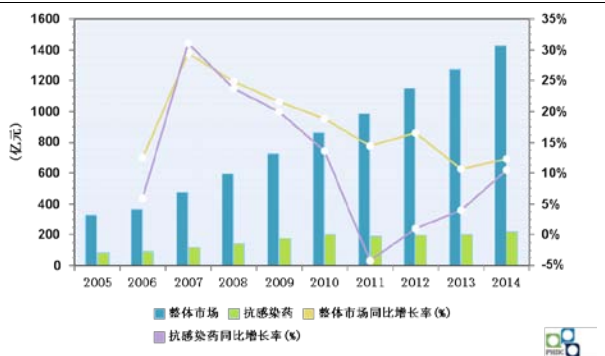
## 2 抗生素乍暖还寒，氨曲南占比下降

### 2.1 抗生素寒冬已过

由于历史原因造成的抗生素不规范使用，造成细菌对现有抗生素严重的抗药性，随之引起抗生素联用日趋增多，药物相互作用增加了不良反应的发生风险。根据 2013 年国家药品不良反应监测年度报告，由抗菌素引起的不良反应高居不良反应/事件报告的首位。

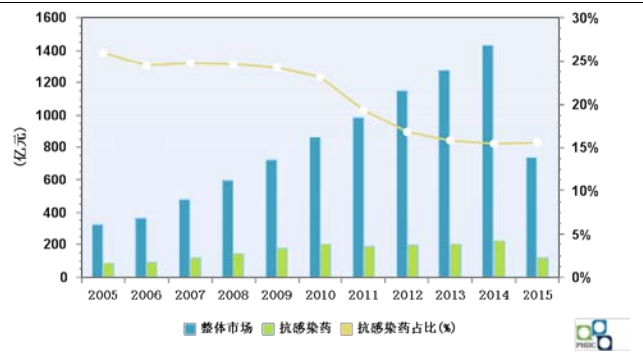
2011 年 4 月卫生部发布《抗菌药物临床应用管理办法（征求意见稿）》，并于 2012 年 8 月正式实施，对抗菌药物实行分级管理，严格限定用量。根据中国医药工业信息中心 PDB 数据显示，该“限抗令”实施以来，抗感染药的市场份额仍然保持着绝对领先地位，但份额由 2010 年的 23.24%，降低到 2013 年的 15.81%，之后企稳在 15% 以上。从销售金额来看，2014 年的抗感染药销售额实现同比增长 11%，预计 2015 年将趋近整体增速。

图表 6: 2005-2014 年抗感染药市场同比增长率



资料来源: PDB 国联证券研究所

图表 7: 2005-2015 年上半年抗感染药市场占比



资料来源: PDB 国联证券研究所

考虑到老龄化带来的人口红利，以及医保投入增加，对抗生素的需求仍在增长，FDA 在 2014 年 6 月前后批准了两个抗生素新药 Dalvance 和 Sivextro。我们认为抗生素的寒冬已经过去，行业回暖已是不争的事实，但品种分化格局将进一步加剧。“限用”政策对其中的特殊类和非医保类抗生素影响较大，而处于非限制级和限制级的抗生素品种用量也呈现出分化，性价比高的品种继续放量。

公司抗生素产品当中除了氨曲南，已陆续获得了磺苄西林钠、头孢硫脒、头孢美唑等品种的生产批件，摆脱了单一产品带来的经营风险。

图表 8: 公司主营抗生素产品

单环 β-内酰胺类	氨曲南
青霉素类	青霉素钠、青霉素钾、替卡西林、磺苄西林、阿莫西林、哌拉西林、青霉素 V 钾等
头孢类	一代: 头孢硫脒、头孢替唑钠; 二代: 头孢美唑钠; 三代: 头孢匹胺、头孢唑肟钠、头孢地嗪钠;

四代：硫酸头孢匹罗
-----------

资料来源：公司公告 国联证券研究所

**抗生素需求刚性。**尽管抗生素的整体市场增速下滑，但限制类及头孢类抗生素依然是临床应用的主力。特殊使用级别的抗菌药物 2011 年占比有所提高，说明临床需求相对刚性。2013 年，我国全国抗全身性感染用药总销售额已达 450 亿元人民币，可见国内对抗感染药物的需求量十分巨大。尽管抗生素总体市场和临床用药比重不断下滑已成为共识，但中国即将进入老龄化社会，并处于全国医保投入扩大的新医改攻坚的关键时期，因而抗生素在未来 3~5 年内还会有较大的需求总量。

图表 9：抗感染用药基层占比仍然较大

西药类别	三级	二级	一级（含未定级）	县级
全身用抗感染药物	19.63%	27.30%	24.39%	<b>29.81%</b>
抗肿瘤和免疫调节剂	16.52%	7.57%	6.49%	<b>6.97%</b>
消化系统及代谢药	14.33%	15.33%	16.13%	<b>15.73%</b>
血液和造血系统药物	13.88%	13.69%	12.40%	<b>15.66%</b>
心血管系统药物	11.15%	11.80%	15.87%	<b>9.26%</b>
神经系统药物	9.58%	8.94%	12.15%	<b>8.73%</b>
呼吸系统用药	3.27%	5.18%	3.47%	<b>4.13%</b>
肌肉-骨骼系统	3.17%	3.35%	3.09%	<b>3.18%</b>
全身用激素类制剂(不含性激素)	2.16%	1.40%	0.99%	<b>1.49%</b>
生殖泌尿系统和性激素类药物	1.32%	1.50%	1.33%	<b>1.08%</b>
感觉系统药物	0.62%	0.65%	0.54%	<b>0.58%</b>
皮肤病用药	0.60%	0.61%	0.63%	<b>0.47%</b>
抗寄生虫药、杀虫剂和驱虫剂	0.10%	0.06%	0.04%	<b>0.05%</b>

资料来源：南方所 国联证券研究所

2014 年《政府工作报告》明确提出，县级公立医院综合改革试点将扩大到 1000 个县，随着基药目录扩容和基药制度深入覆盖，抗菌药物的使用存在刚性需求，严格管理常态化只会导致用药结构出现变化，而该大类药物仍然存在合理的市场增长趋势。

**集中度提升。**限抗令实施使部分主营抗生素业务的中小医药企业元气大伤，但行业集中度的提高将使得拥有质量优异、临床疗效好的抗生素品种的大企业进一步扩大市场占有率，在基层市场，大品牌、性价比高的品种能够在竞争中获益。

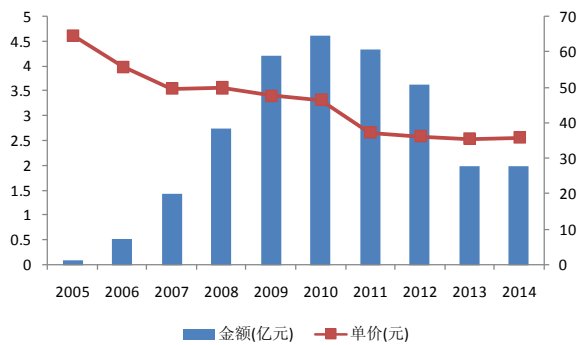
从品种来看，政策对特殊类和非医保类抗生素影响较大，而处于非限制级和限制级的抗生素品种用量呈现分化，性价比优的品种继续放量。我国抗菌素类药物中，至今仍以头孢菌素和半合成青霉素类药物及大环内酯类抗生素药物为主体。根据样本医院的单品种金额排名，美罗培南已经接替头孢替安排第一位；但在数量上，则是左氧氟沙星宝刀不老，接下来是头孢地尼、克洛等口服品种。

## 2.2 氨曲南收入占比下降

子公司庆余堂自 2006 年开始生产氨曲南制剂产品，凭借技术及产业链一体化优势很快占领国内市场。据统计，公司氨曲南原料药 2009 年市场占有率为 48.09%，占据市场主导地位。2009 年庆余堂氨曲南制剂市场占有率为 11.37%，市场排名居第二位。但自从限抗令实施以来，氨曲南在大部分省市被划为“特殊使用级”，医院终端销售受阻，加上氨曲南制剂生产厂家增多，市场竞争加剧，氨曲南原料和制剂量价齐跌，直接导致了公司整体的业绩下滑。

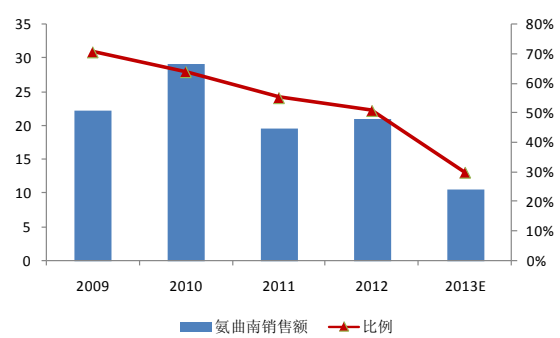
但从最近样本医院的氨曲南销售趋势来看，2005 年以来量价齐跌的趋势已呈现一定程度回升。此外公司正在逐渐调整产品结构，降低氨曲南品种的在公司产品中的占比，从 13 年数据估算氨曲南原料药和制剂的营收占比已低于 30%。预计氨曲南原料和制剂价格将继续企稳回升，我们判断氨曲南对公司的业绩影响已经消除，未来会随着医药市场规模的扩大而保持小幅上升。

图表 10: 2005 年至今样本医院氨曲南注射液量价齐跌



资料来源: PDB 国联证券研究所

图表 11: 氨曲南占主营业务收入比重逐年降低



资料来源: 公司公告 国联证券研究所

## 3 抗生素制剂品种多点开花，受益于招标推进

公司的制剂品种与原料药为对应关系，由庆余堂负责生产。借助公司的学术推广和未来四川、浙江、北京、重庆等大省的招标推进，**尼麦角林**和**磺苄西林钠**、**头孢美唑**、**头孢硫脒**等潜力品种正处于加速放量期。

14 年上半年业绩回升主要受益于重庆基药市场。而其他省市医保、基药标的推进都将给未来三年业绩带来弹性：吉林（尼麦角林、磺苄西林钠、氯化可的松琥珀酸钠高价中标）、广东（氯化可的松琥珀酸钠、头孢美唑、头孢唑肟等中标）、安徽（磺苄西林钠、尼麦角林首次中标，更昔洛韦注射液、盐酸克林霉素注射液、盐酸克林霉素注射液和注射用西咪替丁独家中标）。假设招标进度正常，预计 16 年抗生素制剂板块将实现大幅反转，实现净利润 6000-8000 万元。

### 3.1 磺苄西林钠

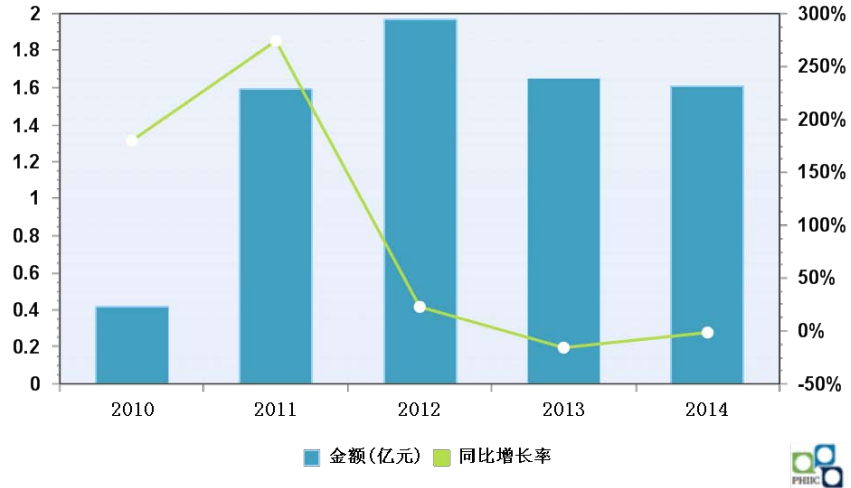
磺苄西林钠属于非限制级使用级，限抗令实施后需求旺盛，因此 12 年快速



增长，13-14 年销售额维持在 1.6 亿元以上。

公司作为国内唯一的原料供应商以及为数不多的制剂生产商，已有数年从生产到销售的经验，市场拓展优势明显，也具有很强的终端维护能力。并且该药 09 年进入医保，13 年入选 3 省基药增补目录，市场需求明显，有望取代氨曲南在公司业务中的地位，引领抗生素业绩的发展。

图表 12: 磺苄西林钠样本医院销售额

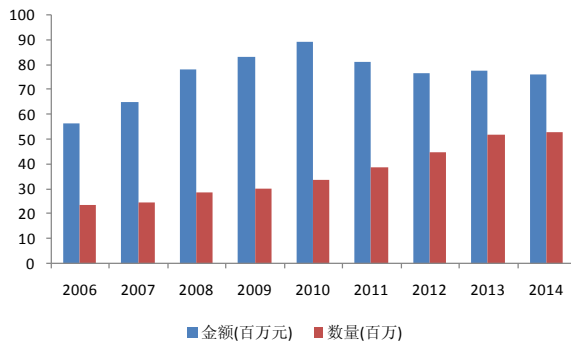


资料来源: PDB 国联证券研究所

### 3.2 尼麦角林胶囊

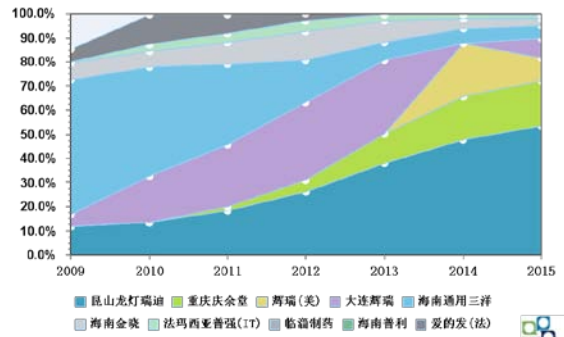
庆余堂生产的尼麦角林胶囊已经入选山西、重庆等地基药增补，上市后市场占有率快速上升，从 2010 年的 0.06%，持续提升至 2014 年的 18.86%。片剂、注射液、胶囊剂三种剂型中，昆山龙灯瑞迪的和辉瑞的片剂所占市场份额最大，注射液市场被挤压，胶囊剂除了庆余堂以外，只有海南通用三洋药业获批生产，从市场份额来看，公司正在快速抢占市场份额。尼麦角林 2013 年实现收入 1000 万，考虑到降价压力，我们预计未来三年销售金额将保持 15%-20% 增速。

图表 13: 2006-2014 年样本医院尼麦角林销售情况



资料来源: PDB 国联证券研究所

图表 14: 2009-2015 上半年尼麦角林市场格局



资料来源: PDB 国联证券研究所

图表 15: 尼麦角林获批生产药企

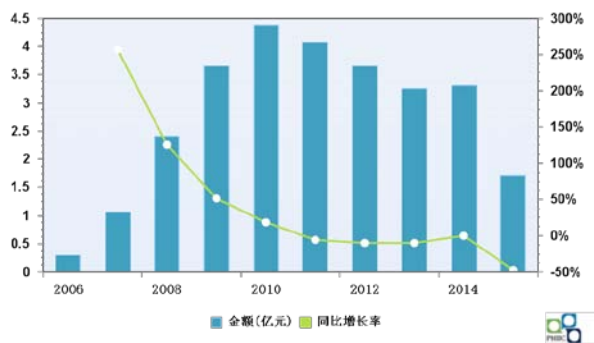
品规	获批生产药企
尼麦角林片	辉瑞制药有限公司
	山东方明药业集团股份有限公司
	昆山龙灯瑞迪制药有限公司
	台湾华兴化学制药厂股份有限公司
	海南赞邦制药有限公司
	山东齐都药业有限公司
尼麦角林注射液	海南灵康制药有限公司
	河北医科大学生物医学工程中心
	上海新先锋药业有限公司
	甘肃大得利制药有限公司
	亚宝药业集团股份有限公司
	重庆福安药业庆余堂制药
尼麦角林胶囊	海南通用三洋药业

资料来源：CFDA 国联证券研究所

### 3.3 头孢美唑、头孢硫脒等其他品种

2013 年公司氢化可的松琥珀酸钠，阿莫西林钠克拉维酸钾，注射用奥美拉唑入选新版国家基药目录。氢化可的松作为公司新品种，由于入选厂家少，竞争优势明显。磺苄西林钠等多个品种入选了 13 年 5 省市基药增补目录。因此，随着各省市进一步招标，这些政策受益品种将引领现有业务稳定增长。头孢美唑 2015 年上半年样本医院市场四川合信占有率达 67.90%，庆余堂销售额 188 万，占 1.10%；头孢硫脒 2015 年上半年样本医院市场白云山占有率超过 85%，庆余堂销售额 204 万，占 0.97%；氢化可的松琥珀酸钠 2014 年样本医院市场天津生化占有率超过 76%，人民制药销售额 41 万，占 6.37%。

图表 16: 2006-2015H1 样本医院头孢美唑销售情况



资料来源：PDB 国联证券研究所

图表 17: 2006-2015H1 样本医院头孢硫脒销售情况



资料来源：PDB 国联证券研究所

## 4 厚积薄发，重磅专科药打造新福安

公司自 2008 年起就积极谋求业务转型，定位特色专科制剂的研发、生产、销售及出口，2016 年将迎来多款重磅产品如伊马替尼、托伐普坦、奈必洛尔的上市潮。

图表 18: 公司在审评的重磅专科药

通用名	适应症	类别	上市时间 (国外/国内)	2014 年全球 销售额 (美元)	样本医院 (近三 年复合增速)	预计上市时间
伊马替尼	肿瘤	仿制 6 类	2001/2002	47 亿	5.3 亿元(28%)	2017 年, 前五
卡培他滨	肿瘤	仿制 6 类	1998/2001	16 亿	6.3 亿元(7%)	2017 年后, 前三
奈必洛尔	心脑血管	新药 3.1 类	2007/	6.8 亿	未上市	2016 年, 争首仿
托伐普坦	低钠血症	新药 3.1 类	2009/2012	2 亿	634 万元(200%)	2016 年, 争首仿
阿戈美拉汀	抑郁	仿制 6 类	2009/2012	约 2 亿	117 万元(86%)	2017 年, 前三
左乙拉西坦	癫痫	仿制 6 类	2000/2007	14 亿 (2011 年)	1.5 亿元(37%)	2017 年, 前三
奥拉西坦	益智	仿制 6 类	1987/2003	未查到	12 亿元(20%)	2017 年, 前五

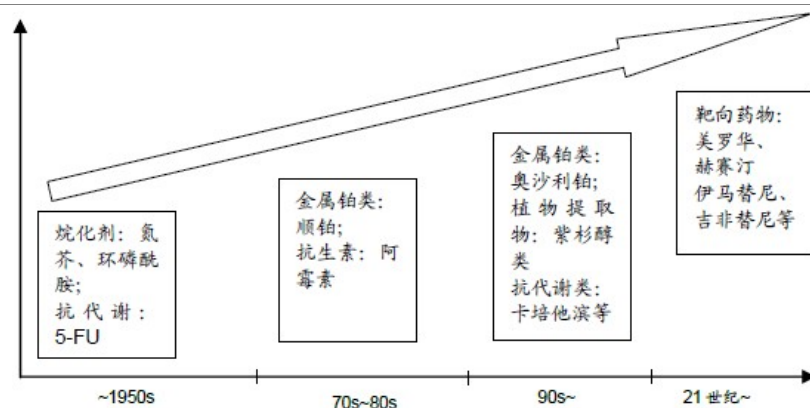
资料来源: 国联证券研究所

#### 4.1 抗肿瘤药物——伊马替尼&卡培他滨

据国内 22 个城市样本医院数据, 国内肿瘤药和免疫调节剂市场规模从 2005 年的 48.7 亿元增长到 2014 年的 248.4 亿元。2007~2012 年增长率均保持在 20% 以上, 连续五年保持较快增长速度, 2013~2014 年有所放缓。2005~2013 年, 肿瘤药和免疫调节剂购药金额复合增长率为 20.0%, 9 年整体市场增长 5.1 倍, 高于国内整体市场增长率。随着癌症发病率不断提高, 抗肿瘤药物和免疫调节剂已成为样本医院购药金额排名第一的药物。

迄今为止, 抗肿瘤药经历了四代的发展, 目前公司在研的肿瘤系统用药主要有卡培他滨、甲磺酸伊马替尼, 分别属于主流三、四代药物, 两者的化合物专利于 2013 年均已到期, 而国内仿制厂家少、竞争少、毛利高, 一旦进入市场将立即成为重磅产品。

图表 19: 抗肿瘤药物发展进程



数据来源: 网络资料 国联证券研究所

##### 4.1.1 甲磺酸伊马替尼

甲磺酸伊马替尼是诺华研发的酪氨酸激酶抑制剂类药物。2002 年 12 月 23 日, FDA 批准其作为慢性粒细胞白血病 (CML) 一线治疗用药, 现已在全球 80 多个国家核准销售。

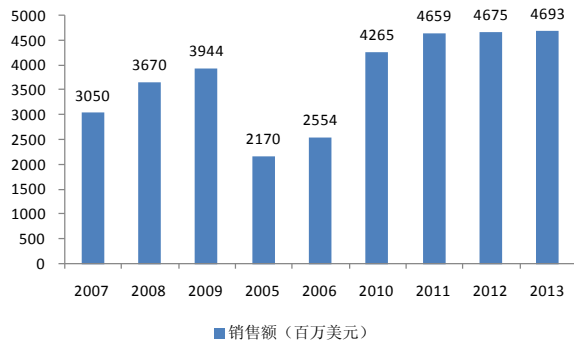
CML 在全球发病率约为 1/10 万，中国发病率约为 0.36/10 万。发病年龄分布较广，但发病率随年龄的增长有逐步上升的趋势，每年平均约增加 1.5 万患者。在伊马替尼之前，患者的平均存活期只有 3 至 6 年，而伊马替尼能使 CML 患者的 10 年生存率达 85%~90%，大大延长了患者的生命周期。此外，伊马替尼也是国内外胃肠道间质瘤（GIST）治疗指南唯一的一线推荐用药。GIST 占胃肠道恶性肿瘤的 1-3%，年均发病率约为 1-2/10 万，每年新增患者 1-2 万。

2014 年伊马替尼全球性销售额为 47.46 亿美元。2014 年，国内 22 个重点城市样本医院格列卫的销售额为 5.23 亿元，同比增长 15%，保持了高增长态势。

根据诺华实施的伊马替尼全球患者援助项目（GIPAP）于 2003 年在中国启动，对患者实行“买三送九”的资助。按样本医院销售额估算，2014 年全国伊马替尼实际总需求已达到了 20 亿元。

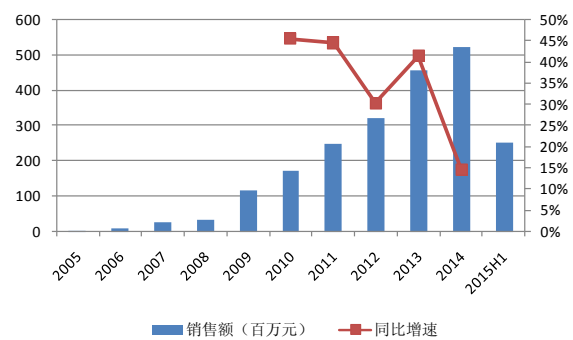
格列卫的年用药费用在 6 万-7 万元（如不能享受到买三送九的促销活动，则需要乘以 4 计算），而仿制药的年费用在 5 万元左右，价格优势明显。2013 年 4 月国内专利到期，同年 7 月江苏豪森药业和正大天晴获药品生产批件，分别生产片剂和胶囊剂，国内仿制药市场暂时由两家瓜分。公司同时申报了片剂和胶囊剂两个规格，未来在销售上可发挥协同效应。原料方面，公司与诺华一样从欧洲进口，国内原料药生产厂家主要是：连云港润众制药有限公司、江苏豪森医药集团连云港宏创医药有限公司。

图表 20: 伊马替尼全球销售额



资料来源: PDB 国联证券研究所

图表 21: 国内样本医院格列卫销售情况



资料来源: PDB 国联证券研究所

公司的伊马替尼尚在申请生产批件，不出意外公司将成为国内前五家生产企业。考虑到该品种仍处在快速增长期，潜在市场空间巨大，而且公司拥有片剂和胶囊两种剂型以及原材料生产相应优势，我们预计 2016-2017 年将分别贡献收入 2600 万和 5200 万。未来培育成 5-6 亿品种将是大概率事件。

#### 4.1.2 卡培他滨

卡培他滨是罗氏研发的第一个口服氟代嘧啶氨基甲酸酯类广谱抗肿瘤药物。1998 年 4 月在美国获 FDA 批准上市，随后陆续在瑞士等国上市。于 2001 年在我国获准上市用于治疗结直肠癌和转移性乳腺癌，商品名为“希罗达”。

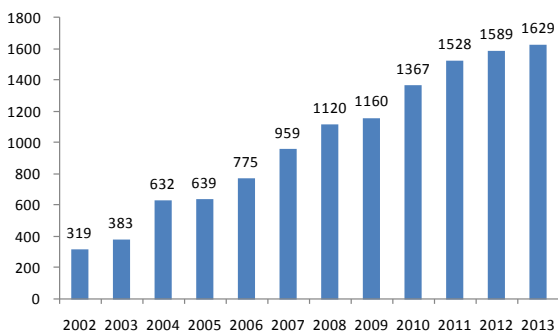
(Xeloda)”。2007 年，卡培他滨获得欧洲药物评价署 (EMEA) 批准用于胃癌的治疗。2008 年，卡培他滨获得我国食品药品监督管理局 (SFDA) 批准，用于进展期胃癌的一线治疗。

在乳腺癌治疗方面，卡培他滨可与多西紫杉醇联合用于治疗含蒽环类药物方案化疗失败的转移性乳腺癌，亦可单独用于治疗对紫杉醇及含蒽环类药物化疗方案均耐药或对紫杉醇耐药和不能再使用蒽环类药物治疗的转移性乳腺癌患者。在治疗晚期和转移性乳腺癌方面，卡培他滨疗效显著。

传统 5-氟尿嘧啶需要静脉注射，而卡培他滨作为口服化疗药物，使用方便，避免和减少静脉穿刺注射或置管的风险和并发症，可以门诊用药，减少患者住院治疗的时间，成本效益比高。2012 年，卡培他滨全球销售收入接近 17 亿美元。

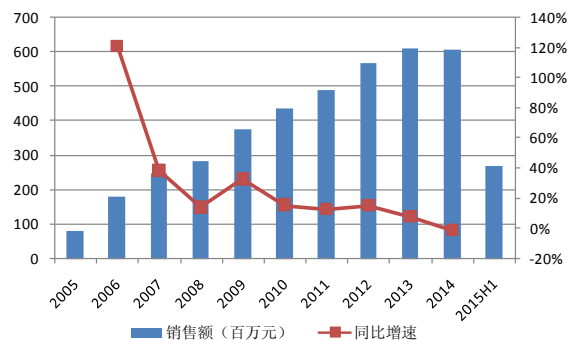
而近年在中国的销售也保持稳定增长，中商情报网数据显示，2012 年中国卡培他滨市场规模接近 25 亿元，占医院抗肿瘤药物市场份额的 3.62%，已位列所有抗肿瘤代谢药物首位。2014 年样本医院的销售额达到 6.22 亿元，与 13 年基本持平。

图表 22: 卡培他滨全球销量额 (百万美元)



资料来源: PDB, 罗氏公司年报, 国联证券研究所

图表 23: 国内样本医院卡培他滨销售情况



资料来源: PDB 国联证券研究所

原研药希罗达的专利在 2013 年 12 月 17 日到期。目前齐鲁、恒瑞、正大天晴已抢先获批上市，14 年合计销售额仅占国内市场的 3%，罗氏依然占据绝对优势。福安申请的卡培他滨正在申请生产批件，卡培他滨片在申请临床批件。

公司还参与卡培他滨的原材料及其关键中间体合成业务，由于该中间体合成难度较大，这方面的优势可帮助福安占据一定市场。预计 14 年卡培他滨国内销售额超过 30 亿元，公司未来将抢占 5 亿左右的市场份额。估算 2016-2017 年卡培他滨及其中间体贡献 2000-4000 万收入。

### 4.1.3 宁波天衡抗肿瘤产品线

宁波天衡主要从事抗肿瘤及辅助类、呼吸系统类等药品原料药与制剂的研发、生产和销售，主要产品包括枢瑞 (枸橼酸托瑞米芬片)、枢星 (盐酸格拉司琼片/注射液)、枢丹 (盐酸昂丹司琼片/注射液)、盐酸吉西他滨 (原料药)、

枢维新（多索茶碱片/注射液）等。大部分为医保品种，枢瑞为独家品种，枢星注射液和枢丹注射液为单独定价产品，三者抗肿瘤及辅助用药领域享有较高声誉。

图表 24: 宁波天衡主要产品线

类别	商品名	药品通用名	剂型	用途
抗肿瘤类	枢瑞	枸橼酸托瑞米芬片	片剂	抗肿瘤药物，用于治疗乳腺癌
		盐酸吉西他滨	原料药	抗肿瘤药物
		盐酸昂丹司琼片	片剂	
抗肿瘤辅助类	枢丹	盐酸昂丹司琼注射液	小容量注射剂	抗肿瘤辅助用药。用于放射、化疗引起的恶心和呕吐
		盐酸格拉司琼片	片剂	
		枢星	盐酸格拉司琼注射液	小容量注射剂
呼吸系统类	枢维新	多索茶碱片	片剂	呼吸系统用药，用于支气管哮喘、支气管炎引起的呼吸困难等
		多索茶碱注射液	小容量注射剂	
		多索茶碱	原料药	

数据来源：公司公告 国联证券研究所

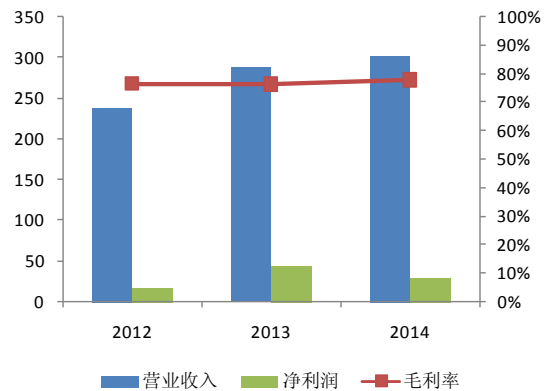
宁波天衡 2014 年实现营业收入 3.02 亿元，净利润 2871 万元，毛利率 78%，净利润率 9.5%。产品结构中，制剂收入占比 82%，枢瑞、枢星、枢丹三大制剂品种是核心产品，分别贡献总收入的 20% 左右。近三年增速趋缓，品种销售遇到瓶颈，通过与福安营销管理团队的整合，天衡的抗肿瘤药物仍有放量潜力。

图表 25: 宁波天衡 2012-2014H1 收入组成 (百万元)

	2012	2013	2014H1
合计	191.04	235.04	110.62
制剂	枢瑞	48.58	53.28
	枢星片/注射液	37.72	48.25
	枢丹片/注射液	54.15	67.93
	枢维新片/注射液	12.48	20.22
	其他制剂	38.11	45.37
	合计	56.25	51.98
原料药	吉西他滨	15.35	18.55
	多索茶碱	20.37	14.00
	其他原料药	20.52	19.43
	合计	56.25	51.98
营业总收入	247.29	287.02	137.35

资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表 26: 宁波天衡 2012-2014 年营收及净利润 (百万元)



资料来源：公司公告，国联证券研究所

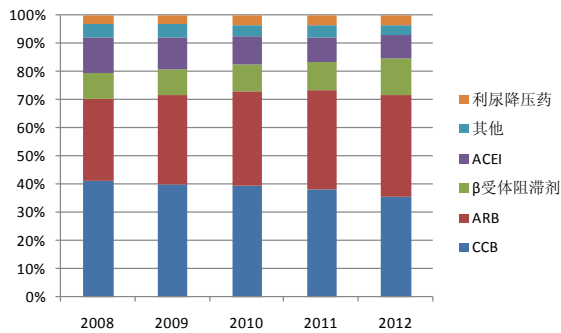
## 4.2 心血管药物——奈必洛尔&托伐普坦

国家卫计委疾控局和中国高血压联盟统计报告，中国 18 岁以上成年人中，高血压患者超过 3.3 亿人，预计全球抗高血压药销售超过 500 亿美金，国内抗高血压药销售约 169 亿。

目前临床用于高血压治疗的药物主要有利尿降压药、β-受体阻滞剂、血管

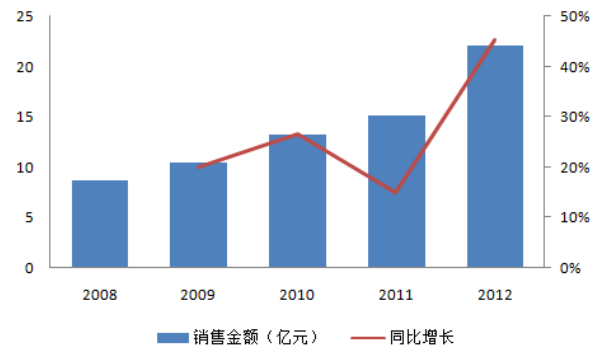
紧张素转化酶抑制剂(ACEI)、血管紧张素 II 受体拮抗剂(ARB)、长效钙拮抗剂(CCB)及  $\alpha$ -受体阻滞剂。  $\beta$  受体阻滞剂不仅能够降低静息血压, 而且能够抑制应激和运动状态下的血压急剧升高, 因其在冠心病, 慢性心律衰竭等治疗有着其他品种无可比拟的优势, 逐渐成为心衰、心律失常方面的一线用药。因此, 2012 年  $\beta$  受体阻滞剂销售额约为 22 亿, 同比增长达 45.2%, 占高血压药物销售的比例迅速提升至 13.4%。考虑到国内人口老龄化所导致的庞大的高血压兼心衰人群, 该类药未来前景十分广阔。

图表 27: 不同类别高血压用药占比



资料来源: PDB 国联证券研究所

图表 28: 国内  $\beta$  受体阻滞剂销售情况



资料来源: PDB 国联证券研究所

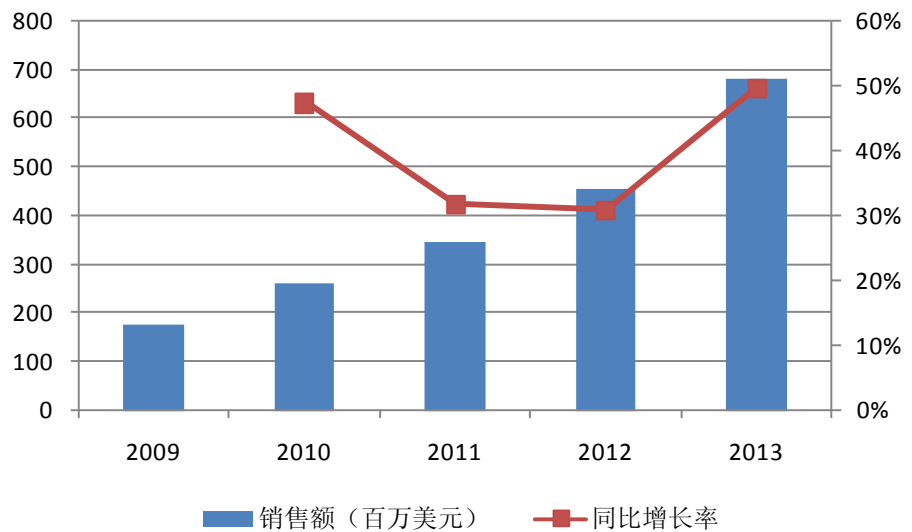
公司该领域重磅专科药为盐酸奈必洛尔和托伐普坦, 相比各领域其他优势明显。由于国外上市不久, 国内尚未上市或市场未打开, 而公司预计 16 年初上市成为首仿, 有望率先占领市场。

#### 4.2.1 盐酸奈必洛尔

盐酸奈必洛尔属于第三代  $\beta$  受体阻滞剂, 应用于高血压、心绞痛和充血性心力衰竭的治疗。比目前已知的选择性  $\beta_1$  受体阻滞剂阿替洛尔、美托洛尔、比索洛尔等的特异性更强。其对  $\beta_1$  受体阻滞剂作用强度为  $\beta_2$  受体的 290 倍, 而比索洛尔为 26 倍, 阿替洛尔为 15 倍, 普奈洛尔为 1.9 倍。因此, 相较于其他  $\beta$ -受体阻滞剂具有更高的选择性, 降压效果更好更持久, 副作用亦低于其他品种。

盐酸奈必洛尔在 07 年末被 FDA 批准上市, 在美国医药市场增长迅速。2013 年美国奈必洛尔销售约 7 亿美金, 同比增长 50%。

图表 29: 盐酸奈必洛尔 Bystolic 全美销售额



数据来源: PDB IMS 国联证券研究所

目前奈必洛尔尚未进入中国市场。根据国家药监局审核状态显示,公司和江西青峰制药、步长制药正在争首仿,根据申请进度,预计在16年初获批上市。鉴于其在抗压、心脏保护、耐受性、不良反应等方面优于同类产品,一旦上市有望迅速抢占该类药物市场份额。目前国内β阻滞剂销售前三位分别是美托洛尔、比索洛尔、普萘洛尔,根据12年β阻滞剂22亿收入、25%的年平均增长率,以及在IMS Health最新统计的2013年4月至2014年3月全美畅销药TOP100中,Bystolic的销售额达到7.2亿美元,保持了高增长。保守预计仿制药上市后能够带来8亿元市场,公司至少分得4亿,有望在短期内成长为10亿品种。我们预计2016-2017年分别贡献5000万和7500万收入。

#### 4.2.2 托伐普坦

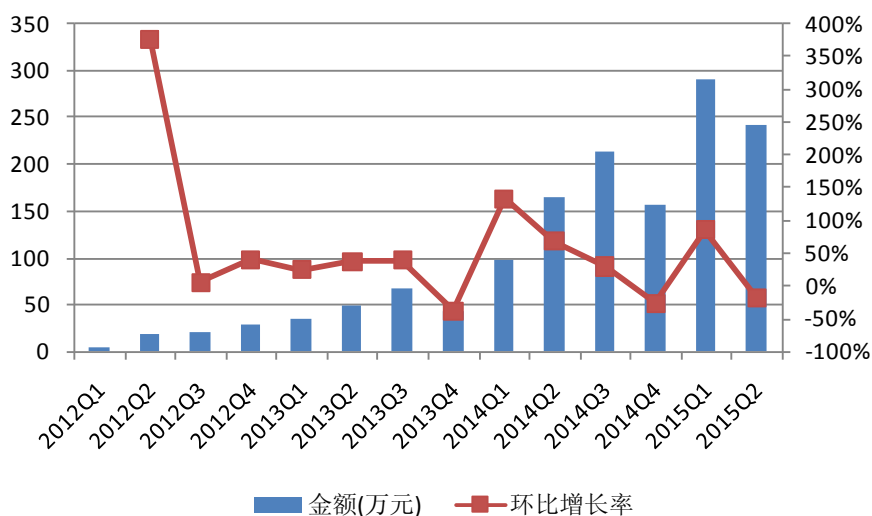
托伐普坦(Tolvaptan)由日本大冢制药公司研发,商品名苏麦卡(Samsca),于2009年5月19日在美国获批,为首个口服普坦类药物,也是FDA批准的首个血管加压素V2受体拮抗药,在超过14个国家和地区获批用于治疗由充血性心衰、肝硬化以及抗利尿激素分泌不足综合征导致的低钠血症。

低钠血症发生率占住院病人的3%-4%,而且随年龄的增长而增加,老年病人低钠血症的患病率可达到11.3%-22.5%,而且老年人对低钠血症比青年人敏感,更易出现神经精神症状。

2014年3月,苏麦卡在日本获批成为全球首个用于延缓ADPKD(常染色体显性多囊肾病)进展的治疗药物。ADPKD患者在日本为30,000例、欧洲为200,000例、美国为120,000例。适应症的增加再次打开成长空间。

图表 30: 样本医院托伐普坦销售情况





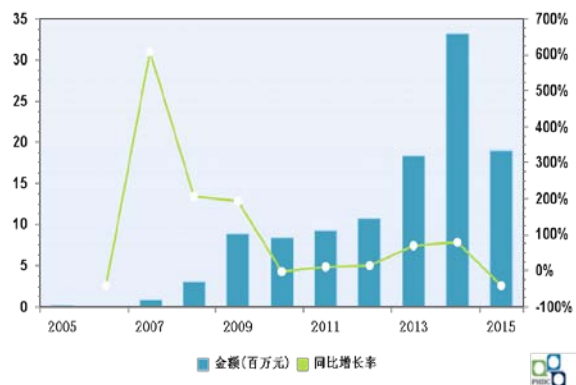
资料来源: PDB 国联证券研究所

上市短短三年, 2012-2013 年全球销售额分别为 1.46 亿、2.16 亿美元, 2012 年进入中国市场, 当年样本医院销售额达 71 万元, 而 2015 年上半年样本医院销售额已达到 535 万元, 在国内具有成长为 20 亿大品种的潜力。目前国内仅福安、恒瑞、四川百利在争夺首仿, 目前尚在生产批件审批阶段, 预计 16 年能够首批上市。公司获批后将利用省代的医院资源, 与肝病产品一起卖, 共享销售渠道。估算 2016-2017 年分别贡献 3500 万和 5000 万的营业收入。

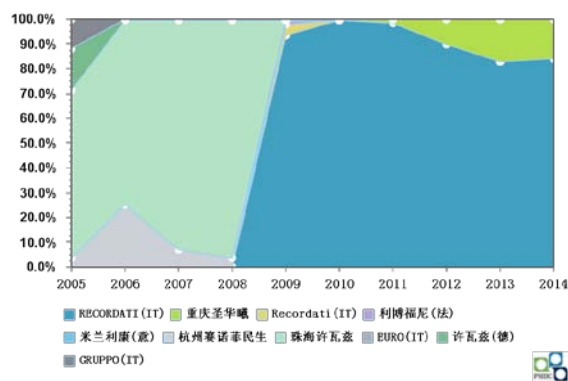
### 4.2.3 盐酸乐卡地平

盐酸乐卡地平是由意大利 Recordati 公司研发的第三代二氢吡啶类钙通道拮抗剂, 1997 年在荷兰上市, 随后分别在法国、澳大利亚、德国等十八个国家上市。2013 年全球销售额 1.44 亿美元。与同类药相比, 具有较强的血管选择性, 其独特的亲脂性使之降压作用缓慢而持久。安全性高, 无强心作用, 不影响心率, 同时还有良好的抗动脉粥样硬化作用, 尤其适合于伴有动脉粥样硬化的高血压病人, 具有较高的临床应用价值, 市场前景广阔。14 年样本医院销售额 3311 万元, 同比大增 81%。

图表 31: 样本医院乐卡地平销售情况



图表 32: 样本医院乐卡地平市场竞争格局



资料来源：PDB 国联证券研究所

资料来源：PDB 国联证券研究所

目前国内只有重庆圣华曦拥有生产批文。市场主要为 Recordati 占据，重庆圣华曦份额不大。公司目前已拿到做生物等效性实验的批件，考虑到六类新药的审批进度慢于三类新药，预计将在 16 年以后上市。

### 4.3 精神科用药

根据 Frost&Sullivan 数据，2008 年全球神经精神系统药物销售额为 1048 亿美元，约占当年国际医药市场总销售额的七分之一。2012 年我国神经精神系统药物市场规模约 230 亿元，增速约 30%，占有药品的比重大约 3%。人口老龄化以及生活工作节奏的加快加速了该类疾病的发生，因此该类用药具有很大的成长潜力。

精神神经类药物按传统分类法分为 9 类。2011 年，与公司布局的重点专科药相关领域抗抑郁类、抗癫痫类药物的市场份额分别为 26.10 亿、9.13 亿，对应市场份额的 8.26%、2.89%。

图表 33：2011 年精神神经类药物各类市场份额

分类	2011 年销售总额 (亿元)	2011 年份额占比
<b>精神刺激和益智药</b>	77.45	24.51%
<b>抗抑郁药</b>	26.10	8.26%
解热镇痛药	25.56	8.09%
止痛药	19.18	6.07%
精神安定药	17.00	5.38%
催眠镇静药	9.92	3.14%
<b>抗癫痫药</b>	9.13	2.89%
抗帕金森病	8.28	2.62%
抗痛风病	1.64	0.52%
其他	121.72	38.52%
总计	315.98	100.00%

数据来源：南方所 国联证券研究所

目前公司在研的精神神经类重磅产品有 3 个：抗抑郁药阿戈美拉汀已获临床批件正在申请生产批件中，抗癫痫药左乙拉西坦、精神刺激和益智药奥拉西坦还在申请临床批件。

#### 4.3.1 奥拉西坦——原料优势

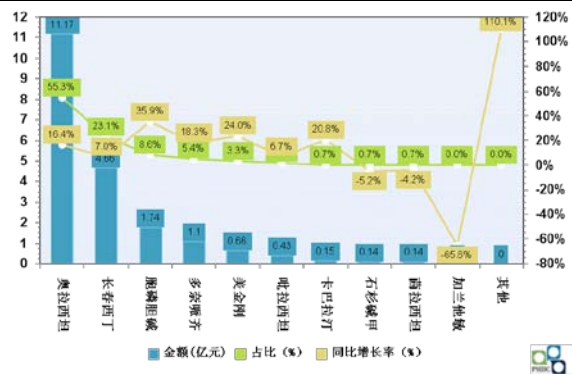
奥拉西坦是新一代脑代谢改善药，可促进磷酸胆碱和磷酸乙醇胺合成，促进脑代谢，透过血脑屏障对特异性中枢神经道路有刺激作用，改善智力和记忆。适用于轻中度血管性痴呆、老年性痴呆以及脑外伤等症引起的记忆与智能障碍。为国家三类新药，片剂属国家医保乙类。在所属的益智类药物中，奥拉西坦多年稳居榜首位置，2013 年样本医院销售额占比超过 55%。虽然近几年益智类药

物不断有新品出现，但都不足以与奥拉西坦抗衡。

奥拉西坦首次由意大利史克比切姆公司于 1974 年合成，1987 年上市。国内市场被湖南健朗药业、石家庄制药集团欧意药业、广东世信药业和三联药业四大厂家瓜分。前两家为胶囊剂，后两家为注射剂。健朗药业、欧意药产品上市较早，所以早期胶囊剂垄断市场。2005 以后，世信药业和三联药业借助注射剂夺下半壁江山，2013 年，世信和三联分别占有 35%、30% 的市场份额。预计未来几年新剂型的出现以及竞争企业的增加将令市场趋于多元化。

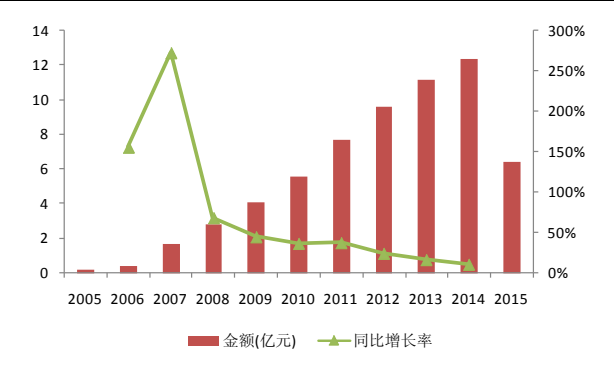
福安的奥拉西坦胶囊剂预计今年获得生物等效实验批件，14 年样本医院销售额超 12 亿，估算国内市场超 30 亿，目前仅有四家企业，公司享有奥拉西坦原料药的产业链优势。估算获批上市后将贡献 2000 万左右的年收入。

图表 34: 2013 年样本医院益智类药物市场份额



资料来源: PDB 国联证券研究所

图表 35: 样本医院奥拉西坦销售额(亿元)



资料来源: PDB 国联证券研究所

### 4.3.2 阿戈美拉汀——抗抑郁重磅品种

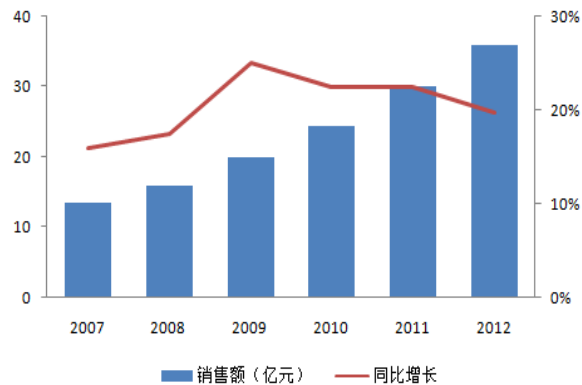
抑郁症是一种常见的衰退性疾病，具有高发病、高复发和高致残的特点，给患者个体及社会造成沉重负担。WHO 2004 年的调查显示，全球抑郁症的终生患病率达到 14%。目前已位居世界十大疾病之第四，预计到 2020 年，抑郁症将跃至第二，紧随于心肌梗死之后，排在癌症之前。2011 年，抗抑郁药全球销售额超过 203 亿美元。尽管我国国民的抑郁症发病率并不比世界各国低，但我国抗抑郁药 12 年仅为 32 亿，年复合增长率 22.29%，总额只有全球销售零头。可见我国抗抑郁药市场尚未充分开发，最近卫生部门已将抑郁症列为今后的防治工作重点，未来中国抗抑郁药市场将呈爆发式增长。

阿戈美拉汀片(维度新)是由法国施维雅研发的首个褪黑素能抗抑郁药物，是褪黑素 MT1 / MT2 受体激动剂和 5-HT2C 受体拮抗剂，通过两者的协同作用，使抑郁症患者紊乱的生物节律恢复正常，产生抗抑郁疗效，开辟了一条治疗抑郁症的创新途径。2009 年在欧洲上市，在美国由默克公司推广。全球销售额迅速从 2010 年的 1.46 亿美金增长到 7 亿美金，年复合增长率高达 119%。2012 年国内上市，2013 年样本医院销售额同比增长 4 倍，达到 167.5 万元。预计国

内市场将达 10 亿。

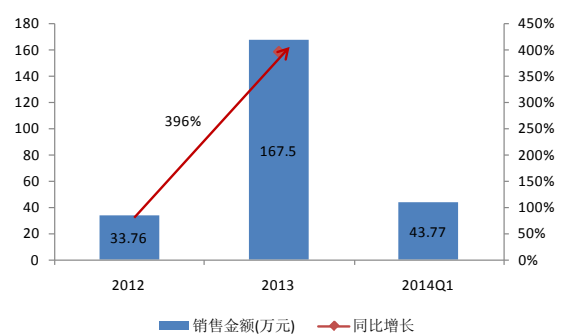
鉴于阿戈美拉汀在改善睡眠、重症抑郁及副作用优于帕拉西汀和氟西汀，参考两者 35% 的市场份额，阿戈美拉汀上市保守预计获得 15% 的市场份额，约 5 亿市场。目前国内尚无仿制药，公司将其列为第一梯队产品，正在申请生产批件，有望成为首批仿制药厂商。

图表 36: 我国抗抑郁药销售情况



资料来源: 南方所 国联证券研究所

图表 37: 阿戈美拉汀样本医院销售额

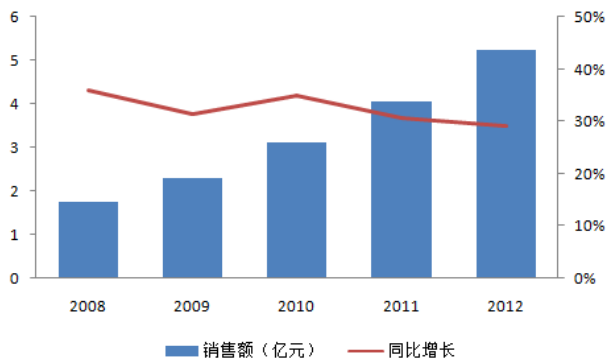


资料来源: PDB 国联证券研究所

### 4.3.3 左乙拉西坦

据中国最新流行病学资料显示，全国约有 900 万癫痫患者，癫痫成为神经科仅次于头痛的第二大常见病。2012 年全国样本医院抗癫痫药销售额超 5 亿元，同比增长 28%。

图表 38: 样本医院抗癫痫药物销售情况



资料来源: 南方所 国联证券研究所

图表 39: 2013 年国内样本医院抗癫痫药市场格局



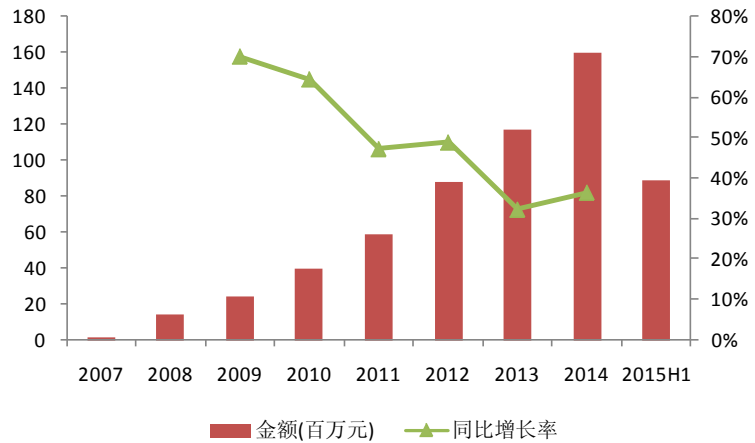
资料来源: PDB 国联证券研究所

左乙拉西坦由比利时 UCB (优比时) 公司研发，2000 年 4 月获 FDA 批准上市，主治局限性及继发性全身性癫痫。目前在全球超过 66 个国家和地区销售，全球有超过 100 万人的治疗记录，是目前美国癫痫治疗中应用最多的新型抗癫痫药物。

2007 年进入国内市场以后，样本医院销售金额从 2008 年的 1443 万元，增

长至 2013 年的 1.17 亿元，复合增长率高达 52%。在抗癫痫药物市场的收入占比逐年提升，2013 年达到 19.3%，仅次于丙戊酸钠，同比增速 32.2%，远高于竞争品种，成长性优异，未来预计可达 10 亿规模。

图表 40: 样本医院左乙拉西坦销售情况



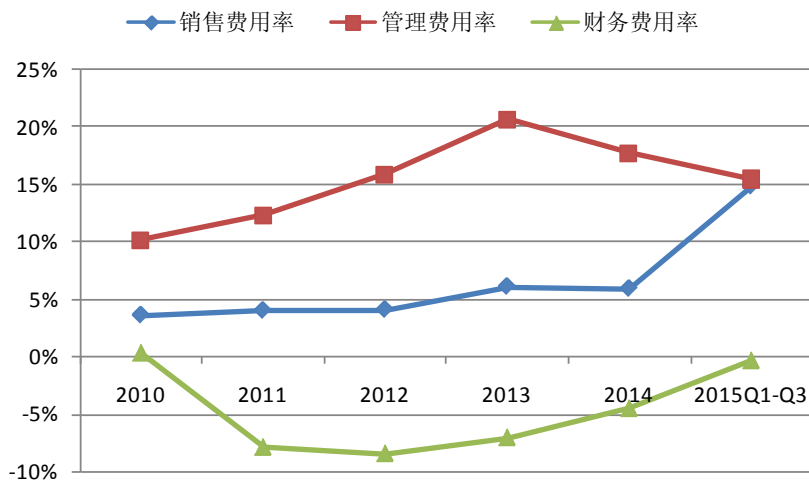
资料来源: PDB 国联证券研究所

目前，国内仅有原研药左乙拉西坦片和口服溶液在售，尚无其他国内企业生产该产品。信立泰、京新和重庆圣华曦申报的左乙拉西坦片 14 年同时获批，福安已获批准生物等效性试验的临床批件，仍有望跻身前五，分享约 3 亿市场。

## 5 研发、销售费用伴随业绩增长

2011 年以后公司在手现金带来利息收入增长，随着并购项目的加快兑现，未来财务费用率也会随之降低；专科药获批上市后，预计管理费用率将随储备品种推出稳步下降，而销售费用率呈现增长趋势。

图表 41: 2010-2015Q1-Q3 费用率水平



资料来源: Wind 国联证券研究所

随着公司在研品种的增加、自主知识产权保护和药品注册批件的投入力度的加大，研发投入逐年增加，2015 年上半年公司研发投入 2459 万元，占营收

的 8.3%，同比增长 127.73%。目前，公司在研品种涵盖抗感染、抗肿瘤、心脑血管、神经系统等多个领域，在审品种 104 个，其中，其中 1 个 1.1 类新药左黄皮酰胺，29 个 3.1 类新药，重磅品种，如盐酸奈必洛尔、托伐普坦、甲磺酸伊马替尼、阿戈美拉汀、拉科酰胺已进入生产批件审评阶段，前两者最快有望在年底前获批。除了上述重磅品种，还有依折麦布、盐酸西那卡塞、拉科酰胺、帕拉米韦三水合物、头孢拉宗等，也值得期待。

## 6 盈利预测

### 6.1 关键假设

1. 原料药及中间体业务：抗生素业务回暖，原料药销量和盈利有所提升，预计 2015-2017 年收入增长-10%、5%、5%，毛利率稳定在 31%。
2. 现有制剂业务：考虑到抗生素业务触底，氨曲南业务保持稳定，受益国家医保以及基药增补目录，磺苄西林钠、尼麦角林、氢化可的松等招标放量。预计 2015-2017 年收入增长-10%、20%、20%，毛利率略降至 32%。
3. 专科药业务：考虑到未来 3 年内专科药将逐步上市，根据审批进度，乐观预计盐酸奈必洛尔、托伐普坦、甲磺酸伊马替尼、阿戈美拉汀、奥拉西坦 2016-2017 年能够分别贡献 1 亿和 2.26 亿收入，毛利率按照 35% 估算。上文中已对几个即将上市的重磅品种做了分拆预测。
4. 天衡 15 年 5 月开始并表，按照业绩承诺，估算 15-17 年贡献 4 亿、5 亿、6 亿收入，由于天衡原毛利率较高，使得综合毛利率有所提升。
4. 销售费用：考虑到未来两年专科药持续推广，且天衡销售费用率较高，预计 15-17 年销售费用率增至 18%。

### 6.2 盈利预测

图表 42：分业务盈利预测表

单位：百万元

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
原料药及中间体	157.39	171.98	154.78	162.52	170.65
增速	-25.27%	9.27%	-10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	31.36%	32.32%	31.00%	31.00%	31.00%
制剂	196.97	240.61	216.55	259.86	311.83
增速	-3.77%	22.16%	-10.00%	20.00%	20.00%
毛利率	33.66%	34.16%	32.00%	32.00%	32.00%
其他及专科药	3.42	35.98	15.00	100.00	226
增速		952.05%	-58.31%	566.67%	126.00%
毛利率	5.00%	15.00%	5.00%	35.00%	35.00%
天衡收入	-	-	400	500	600
增速	-	-		25.00%	20.00%
毛利率	-	-	65.00%	65.00%	65.00%

合计收入	357.78	448.57	786.33	1022.38	1308.48
<b>增速</b>	-8.48%	25.38%	75.30%	30.02%	27.98%
<b>综合毛利率</b>	32.55%	31.92%	48.07%	48.27%	47.52%

数据来源：国联证券研究所

我们预计公司 2015-2017 年的营业收入分别为 7.86、10.22、13.08 亿元，同比增长 75.30%、30.02%、27.98%；归属母公司净利润分别为 0.79、1.07、1.29 亿元，同比增长 72.0%、36.2%、20.8%。

**图表 43：福安药业利润表预测**

利润表 (单位: 百万)	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>448.6</b>	<b>786.3</b>	<b>1,022.4</b>	<b>1,308.5</b>
营业成本	305.8	408.3	528.9	686.7
营业税金及附加	1.8	3.2	4.2	5.4
销售费用	26.6	141.5	184.0	235.5
管理费用	79.5	139.4	181.3	232.0
<b>EBIT</b>	<b>33.6</b>	<b>75.8</b>	<b>108.0</b>	<b>132.9</b>
财务费用	-20.3	-1.0	-2.4	-3.8
资产减值损失	4.0	2.0	0.0	0.0
投资净收益	2.6	0.0	0.0	0.0
<b>营业利润</b>	<b>53.8</b>	<b>92.8</b>	<b>126.4</b>	<b>152.7</b>
营业外净收入	0.2	0.0	0.0	0.0
<b>利润总额</b>	<b>54.0</b>	<b>92.8</b>	<b>126.4</b>	<b>152.7</b>
所得税	8.1	13.9	19.0	22.9
<b>净利润</b>	<b>45.9</b>	<b>78.9</b>	<b>107.4</b>	<b>129.8</b>
少数股东损益	0.2	0.3	0.4	0.5
<b>归属母公司净利润</b>	<b>45.7</b>	<b>78.6</b>	<b>107.1</b>	<b>129.3</b>
<b>每股收益</b>	<b>0.16</b>	<b>0.28</b>	<b>0.38</b>	<b>0.46</b>

资料来源：Wind 国联证券研究所

## 7 估值及投资建议

公司控股股东汪天祥先生及高管共计增持6,461,157股，增持金额1亿元，均价16.14元，大股东增持，彰显对公司未来的信心。A股中可比公司有莱美药业、京新药业、仟源医药，主营业务由原料药和抗生素制剂向专科药转型。相对来说，公司转型较晚，专科药占比仍较小，储备品种的数量和质量更具优势。

**图表 44：A 股可比公司**

	总市值 (亿)	流通市值 (亿)	EPS 2015E	PE TTM	PE 2015E	PE 2016E	PB	PS	专科收 入占比	(即将)获批重磅产品
福安药业	53	53	0.28	94	68	50	2.5	8.5	<10%	伊马替尼、奈必洛尔、托伐普坦、阿戈美拉汀
仟源医药	59	59	--	148	--	--	7.4	8.8	40%	
莱美药业	67	67	0.25	167	130	56	6.8	6.7	18%	埃索美拉唑、乌体林斯
京新药业	86	86	0.62	54	49	35	5.7	6.3	50%	瑞舒伐他汀

数据来源：国联证券研究所

预计公司2015-2017年EPS为0.28元、0.38元、0.46元，对应2015年11月18日收盘价18.95元的市盈率分别为68倍，50倍和41倍。考虑到并表带来的业绩提升、重磅专科的估值提升以及后续并购预期，给予16年70倍，目标价26.6元，维持“推荐”评级。

## 8 风险提示

(1) 招标进度低于预期；(2) 新药审批存在风险；(3) 并购整合不达预期。



# 盈利预测

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

更新日期: 15/11/18

利润表	2014A	2015E	2016E	2017E	资产负债表	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	448.6	786.3	1,022.4	1,308.5	现金	731.1	782.5	851.9	906.4
YOY(%)	25.4%	75.3%	30.0%	28.0%	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0
营业成本	305.8	408.3	528.9	686.7	应收款项净额	163.4	280.5	296.4	443.0
营业税金及附加	1.8	3.2	4.2	5.4	存货	180.3	192.6	290.3	336.7
销售费用	26.6	141.5	184.0	235.5	其他流动资产	1.3	1.3	1.3	1.3
占营业收入比(%)	5.9%	18.0%	18.0%	18.0%	<b>流动资产总额</b>	<b>1,076.0</b>	<b>1,256.9</b>	<b>1,440.0</b>	<b>1,687.4</b>
管理费用	79.5	139.4	181.3	232.0	固定资产净值	510.6	463.7	413.3	360.9
占营业收入比(%)	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%	减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBIT</b>	<b>33.6</b>	<b>75.8</b>	<b>108.0</b>	<b>132.9</b>	固定资产净额	510.6	463.7	413.3	360.9
财务费用	-20.3	-1.0	-2.4	-3.8	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	-4.5%	-0.1%	-0.2%	-0.3%	在建工程	23.4	20.0	20.0	20.0
资产减值损失	4.0	2.0	0.0	0.0	固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	2.6	0.0	0.0	0.0	<b>固定资产总额</b>	<b>534.0</b>	<b>483.7</b>	<b>433.3</b>	<b>380.9</b>
<b>营业利润</b>	<b>53.8</b>	<b>92.8</b>	<b>126.4</b>	<b>152.7</b>	无形资产	153.8	145.2	136.7	128.1
营业外净收入	0.2	0.0	0.0	0.0	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>利润总额</b>	<b>54.0</b>	<b>92.8</b>	<b>126.4</b>	<b>152.7</b>	其他长期资产	23.5	21.1	18.8	18.8
所得税	8.1	13.9	19.0	22.9	<b>资产总额</b>	<b>1,789.5</b>	<b>1,909.1</b>	<b>2,030.9</b>	<b>2,217.4</b>
所得税率(%)	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>净利润</b>	<b>45.9</b>	<b>78.9</b>	<b>107.4</b>	<b>129.8</b>	应付款项	82.0	122.7	137.1	193.8
占营业收入比(%)	10.2%	10.0%	10.5%	9.9%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	0.2	0.3	0.4	0.5	其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>45.7</b>	<b>78.6</b>	<b>107.1</b>	<b>129.3</b>	<b>流动负债</b>	<b>82.0</b>	<b>122.7</b>	<b>137.1</b>	<b>193.8</b>
YOY(%)	19.1%	72.0%	36.2%	20.8%	长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EPS (元)</b>	<b>0.16</b>	<b>0.28</b>	<b>0.38</b>	<b>0.46</b>	应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0
					其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>主要财务比率</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>负债总额</b>	<b>82.0</b>	<b>122.7</b>	<b>137.1</b>	<b>193.8</b>
<b>成长能力</b>					少数股东权益	0.6	0.9	1.3	1.7
营业收入	25.4%	75.3%	30.0%	28.0%	股东权益	1,707.5	1,786.4	1,893.8	2,023.6
营业利润	-61.6%	72.5%	36.2%	20.8%	<b>负债和股东权益</b>	<b>1,789.5</b>	<b>1,909.1</b>	<b>2,030.9</b>	<b>2,217.4</b>
净利润	19.1%	72.0%	36.2%	20.8%					
<b>获利能力</b>					<b>现金流量表</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
毛利率(%)	31.8%	48.1%	48.3%	47.5%	税后利润	45.9	78.9	107.4	129.8
净利率(%)	10.2%	10.0%	10.5%	9.9%	加: 少数股东损益	0.2	0.3	0.4	0.5
ROE(%)	2.7%	4.4%	5.7%	6.4%	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	1.9%	4.0%	5.3%	6.0%	折旧和摊销	47.6	79.3	81.3	80.9
<b>偿债能力</b>					营运资金的变动	(124.6)	(103.8)	(117.6)	(156.0)
流动比率	13.12	10.24	10.50	8.71	<b>经营活动现金流</b>	<b>(31.2)</b>	<b>54.4</b>	<b>71.1</b>	<b>54.7</b>
速动比率	10.91	8.66	8.38	6.96	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	4.6%	6.4%	6.8%	8.7%	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>营运能力</b>					固定资产投资	23.7	(20.0)	(20.0)	(20.0)
总资产周转率	25.1%	41.2%	50.4%	59.1%	<b>投资活动现金流</b>	<b>23.7</b>	<b>(20.0)</b>	<b>(20.0)</b>	<b>(20.0)</b>
应收账款周转天数	108.3	109.2	87.0	103.0	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	215.2	172.2	200.4	179.0	长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标 (元)</b>					公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0
每股收益	0.16	0.28	0.38	0.46	股利分配	34.7	0.0	0.0	0.0
每股净资产	6.05	6.33	6.71	7.17	计入循环贷款前融资活动	(14.3)	17.0	18.4	19.8
<b>估值比率</b>					循环贷款的增加(减少)	(21.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
P/E	116.9	68.0	49.9	41.3	<b>融资活动现金流</b>	<b>(35.3)</b>	<b>17.0</b>	<b>18.4</b>	<b>19.8</b>
P/B	3.1	3.0	2.8	2.6	<b>现金净变动额</b>	<b>(42.8)</b>	<b>51.4</b>	<b>69.5</b>	<b>54.4</b>

数据来源: 国联证券研究所

**无锡**

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

**上海**

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

**北京**

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

**深圳**

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福田区福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

**国联证券投资评级:**

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

**免责声明:**

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。