

福安药业 (300194)

外延并购又下一城，并购只楚增厚业绩 利润 增持（维持）

2015年12月22日

证券分析师 洪阳
执业资格证书号码：
S0600513060001
0512-62938572
Hongyang614@gmail.com

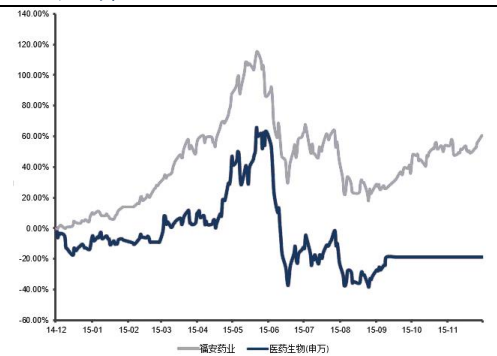
盈利预测与估值

	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	771	1294.1	1979.6	2385.7
同比(%)	71.9%	67.9%	53.0%	20.5%
归母净利润(百万元)	70.5	139.8	249.6	290.6
同比(%)	54.3%	98.3%	78.5%	16.4%
毛利率(%)	33.20%	39.22%	45.77%	44.22%
每股收益(元)	0.25	0.47	0.63	0.73

投资要点

- 定增收购只楚药业，增强公司盈利能力：**2015年12月福安药业拟以14.65元/股向只楚集团等只楚药业股东发行6554.69万股，同时支付现金5.4亿元，合计作价15亿元购买只楚药业100%股权。另外福安药业控制人及高管以同样价格参与定增募集配套资金项目，募集7.4亿元将用于支付现金对价、投建标的公司新产品研发项目等。发行股份购买资产的定增对象包括只楚集团、GP、楚林投资等只楚药业股东，其中除面向GP发行的2618.9万股为锁期1年外，其余参与者股票锁期为3年。只楚药业承诺2015-2017年经审计扣除非经常性损益后的税后净利润分别不低于8000万元、1亿元、1.2亿元。只楚药业是福安药业今年收购天衡药业后又一个重大外延并购举措，和福安药业并表后，福安药业的业绩利润将有望翻倍。
- 拓展公司产品结构，弥补公司发酵产品短板：**福安药业原有业务主要为抗生素业务，通过收购或兼并等方式公司将逐步形成抗生素与专科用药协同发展业务结构。2015年公司收购天衡药业获得抗肿瘤及抗肿瘤辅助用药专科品种。只楚药业主营产品涵盖抗感染、血脂调节及糖尿病等领域，主要产品为硫酸庆大霉素原料药及注射用硫辛酸。核心产品庆大霉素原料药已通过美国DMF登记，2014年销售额达4.89亿元。只楚药业在生物发酵领域技术积累丰富，可降低公司谷胱甘肽、麦角林等可发酵产品生产成本，提高产品质量。只楚药业拥有多个潜力潜力制剂品种，公司将拓展蚕蛹补肾胶囊、颈痛灵胶囊等竞争环境良好的潜力品种。
- 盈利预测与投资评级：**2015年5月公司和宁波天衡并表，预计福安药业2015年归属母公司净利润为7052万元，预计只楚药业在2016年6月和公司并表，预计2016年公司归属母公司净利润为1.86亿元，并表后2015-2016年EPS分别是0.25和0.47。考虑到公司未来只楚药业并表预期及公司外延并购的预期，我们维持公司“增持”评级。
- 风险提示：**抗生素业务持续低迷；外延进展低于预期的风险；新产品注册及产业化过程达不到预期速度。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.95
一年最低价/最高价	15.20/38.20
市净率(倍)	2.52
流通A股市值(百万元)	2843.0

基础数据

每股净资产(元)	7.41
资产负债率(%)	13.80
总股本(万元股)	282.00
流通A股(百万股)	150.00

相关研究

- 福安药业：抗生素业务企稳，并购宁波天衡转型专科药物企业

1. 定增收购只楚药业，增强公司盈利能力

2015 年 12 月 21 日，福安药业拟以 14.65 元每股向只楚集团等只楚药业股东发行 6554.69 万股，同时支付现金 5.4 亿元，合计作价 15 亿元购买只楚药业 100% 股权。同时，福安药业以同样发行价向何志、申万宏源、德诺和太、慧金投资等四名认购对象定增募集配套资金 7.4 亿元，用于支付现金对价、投建标的公司新产品研发项目等。本次非公开发行预计发行 1.16 亿股，预计筹集资金 17 亿元。只楚药业承诺 2015-2017 年经审计扣除非经常性损益后的税后净利润分别不低于 8000 万元、1 亿元、1.2 亿元。只楚药业是福安药业今年收购天衡药业后又一个重大外延并购举措，和福安药业并表后，福安药业的业绩利润将有望翻倍。

图表 1: 只楚药业收购计划关键数据

项目	内容
收购标的	烟台只楚药业
整体收购价格	15 亿元（6554.69 万股作价 9.6 亿元+5.4 亿元现金）
非公开发行价格	14.65 元/股
2015 年业绩承诺	经审计扣除非经常性损益后的税后净利润不少于 8000 万（预计归属母公司净利润超过 1 亿元）
收购 PE（2015）	15

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

本次非公开发行包括发行 6554.69 万股购买资产和发行 5051.2 万股股份募集配套资金。发行股份购买资产的定增对象包括只楚集团、GP、楚林投资等只楚药业股东，其中除面向 GP 发行的 2618.9 万股为锁期 1 年外，其余股东锁期为 3 年。福安药业实际控制人汪天祥、福安药业部分高管通过申万宏源两个不同定向资产管理计划认购参与了发行股份募集配套资金部分。募集配套资金部分所认购的股票锁期 3 年。

图表 2: 发行股份购买资产参与者一览

对象	发行股份数 (万股)	股份支付 对价/	占定增总 额比
GP	2618.9	3.84 亿元	22.6%
只楚集团	1098.4	1.61 亿元	9.5%
楚林投资	1065	1.56 亿元	9.2%
电缆厂	989.7	1.45 亿元	8.5%
楚锋投资	7826.6	1.15 亿元	6.8%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 3: 发行股份募集配套资金参与者一览

对象	实际参与者	认购金额	占比
领航号	200 36 位福安药业高管及员工	2.24 亿元	13.2%
汪天祥定向资管计划	汪天祥	2 亿元	11.8%
德诺和太	德诺和太	1 亿元	5.9%
慧金投资	黄焯、任兰英	4600 万元	2.7%
何志	何志	1.7 亿元	10%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.1. 拓展公司产品结构，弥补公司发酵产品短板

福安药业持续加强并购整合力度，落实内涵式发展和外延式发展并重的战略。福安药业原有业务主要为抗生素业务，通过收购或兼并等方式公司将逐步形成抗生素与专科用药协同发展业务结构。

2015 年，公司完成了天衡药业的重组工作，天衡药业主要有枸橼酸托瑞米芬片、盐酸格拉司琼注射液、多索茶碱、盐酸昂丹司琼注射液、盐酸吉西他滨等品种。

只楚药业主要从事硫酸庆大霉素、硫辛酸等药品的研发、生产和销售，与福安药业的主营业务能够产生良好的协调和互补作用。本次重组完成，福安药业将扩大公司在抗生素领域的产品地位并进入糖尿病辅助用药领域。只楚药业在生物发酵领域技术积累丰富，可降低公司谷胱甘肽、麦角林等可发酵产品生产成本，提高产品质量。

只楚药业成立于 1999 年，主营产品涵盖抗感染、血脂调节及糖尿病等领域。截至 2015 年 9 月，只楚药业取得了 82 个制剂、原料药生产批准文件，其中 48 个品种被列为甲类医保目录，30 个品种被列入国家基药目录，核心产品庆大霉素原料药已通过美国 DMF 登记。庆大霉素原料药，血糖调节药物注射用硫辛酸有市场竞争优势。只楚药业庆大霉素原料药 2014 年销售额达 4.89 亿元，是只楚药业主营品种。只楚药业制剂品种市场潜力大，有多个独家品种或竞争少的品种，例如愈美胶囊(2 家，医保甲类)、蚕蛹补肾胶囊(2 家)、颈痛灵胶囊(独家品种)。注射用硫辛酸目前粉针剂只有奥赛康药业的一个竞品，另外 7 家有注射液产品。

图表 4: 只楚药业收购计划关键数据

治疗领域	产品名	适应症	2014 销售额	2015Q1-Q3 销售额
原料药	硫酸庆大霉素	抗生素	4.89 亿元	3.47 亿元
	洛伐他汀	降血脂药物	1979 万元	1022 万元
抗感染类	硫酸庆大霉素片	抗生素	624 万元	838 万元
	硫酸庆大霉素注射液	抗生素	1467 万元	671 万元
辅助降糖类	注射用硫辛酸	降糖药	3738 万元	4102 万元
感冒	愈美胶囊	镇咳祛痰类 OTC	29 万元	9 万元
中成药	蚕蛹补肾胶囊	肾阳不足所致的腰膝酸软	151 万元	61 万元
	颈痛灵胶囊	滋补肝肾, 治疗颈部疼痛	533 万元	372 万元

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

只楚药业 2015 年前三季度营业收入及归属母公司净利润分别为 4.29 亿元、7752 万元，公司承诺 2015-2017 年经审计扣除非经常性损益后的税后净利润分别不低于 8,000 万元、1 亿元、1.2 亿元。而福安药业 2015 年前三季度营业收入及归属母公司净利润分别为 5.14 亿元、5037 万元，2016 年只楚药业并表后，公司净利润将直接翻倍，盈利能力大为提升。

2. 盈利预测与投资建议

关键假设：

1、天衡药业产品核心品种昂丹司琼、格拉司琼年销售增长 20%，抗肿瘤药物枸橼酸托瑞米芬销售实现 21% 的增长，天衡药业其他潜力品种药品销售额增速较快。

2、我们预计 2015 年福安药业公司原有业务实现营业收入 5.05 亿元，同比增长 12.6%，合并天衡药业后预计公司 2015 年实现营收 7.71 亿元。

3、公司费率上，目前公司并购天衡后潜力品种及公司未来可能新上市的品种的销售投入会增加，加上今年全国各省份的招标工作，预计公司的销售费用会有一定幅度增长，但由于公司整体收入增速较快，销售费率可能会有小幅度增长，预计 2015 年-2016 年销售费用分别为 3352 万元和 4306 万元，对应销售费率 6.05% 和 6.12%。公司管理费用，由于公司目前研发投入的增加，预计未来两年管理费率将有所上升。

5、2015 年 5 月公司和宁波天衡并表，预计福安药业 2015 年归属母公司净利润为 7052 万元，预计只楚药业在 2016 年 6 月和公司并表，预计 2016 年公司归属母公司净利润为 1.86 亿元，并表后 2015-2016 年 EPS 分别是 0.25 和 0.47。考虑到公司未来只楚药业并表预期及公司外延并购的预期，我们给予公司“增持”评级。

3. 风险提示

- (1) 抗生素业务持续低迷;
- (2) 外延进展低于预期的风险;
- (3) 新产品注册及产业化过程达不到预期速度。

福安药业 (300194) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表(百万元)	2015E	2016E	2017E	2018E	利润表(百万元)	2015E	2016E	2017E	2018E
流动资产	1116.4	1352.0	1654.8	1954.3	营业收入	771	1294.1	1979.6	2385.7
现金	761.5	922.2	1128.7	1333.0	营业成本	663.6	1440.0	3124.8	3765.8
应收款项	67.5	81.7	100.1	118.2	营业税金及附加	3.9	4.9	5.9	7.1
存货	180.3	218.3	267.3	315.6	营业费用	54.3	121.5	228.4	275.3
其他	1.3	1.6	1.9	2.3	管理费用	135.3	198.1	213.5	257.3
非流动资产	715.8	866.8	1061.0	1253.0	财务费用	0.2	0.4	0.5	0.6
长期股权投资	/	/	/	/	投资净收益	0.8	1.2	2.3	2.8
固定资产	510.6	618.3	756.8	893.8	其他	1.2	1.6	2.1	2.5
无形资产	67.8	82.1	100.5	118.7	营业利润	116.7	253.3	549.7	662.5
其他	18.8	22.8	27.9	32.9	营业外净收支	0.2	0.3	0.4	0.5
资产总计	1832.2	2218.8	2715.8	3207.4	利润总额	117.2	254.3	551.8	665.0
流动负债	98.4	119.2	144.3	174.8	所得税费用	17.6	38.1	82.8	99.7
短期借款	/	/	/	/	少数股东损益	0.2	0.3	0.3	0.4
应付账款	63.5	76.9	93.1	112.8	归属母公司净利润	99.5	124.0	150.0	180.8
其他	9.1	11.0	13.3	16.2	EBIT	69.8	118.6	137.3	165.5
非流动负债	26.3	31.8	38.6	46.7	EBITDA	118.9	166.9	187.4	225.8
长期借款	0	0	0	0					
其他	35.6	43.1	52.2	63.2	重要财务与估值指				
负债总计	124.7	151.0	182.9	221.5	标	2015E	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	0.6	0.7	0.9	1.1	每股收益(元)	0.25	0.47	0.63	0.73
归属母公司股东权益	1706.9	2067.1	2503.2	3031.4	每股净资产(元)	7.14	8.52	8.65	9.03
负债和股东权益总计	1832.2	2218.8	2687.0	3253.9	发行在外股份(百万股)	282	398	398	398
					ROIC(%)	21.20%	22.50%	26.40%	27.80%
					ROE(%)	4.21%	6.31%	8.43%	8.42%
					毛利率(%)	33.20%	39.22%	45.77%	44.22%
					EBIT Margin(%)	1.32%	2.48%	3.32%	3.85%
					销售净利率(%)	12.91%	9.58%	7.58%	7.58%
					资产负债率(%)	7.80%	8.22%	12.80%	14.90%
					收入增长率(%)	71.90%	67.90%	53.00%	20.50%
					净利润增长率(%)	54.30%	98.30%	78.50%	16.40%
					P/E	76	40	30	26
					P/B	2.7	2.2	2.2	2.1
					EV/EBITDA	57.3	42.9	36.8	36.5
现金流量表(百万元)	2015E	2016E	2017E	2018E					
经营活动现金流	-31.3	-2.9	12.3	40.1					
投资活动现金流	23.7	3.5	4.6	9.3					
筹资活动现金流	-35.3	-6.9	-32.2	-50.9					
现金净增加额	-42.9	-6.3	-15.3	-1.5					
折旧和摊销	47.6	49.1	48.3	50.1					
资本开支	-7.0	20.3	30.1	20					
营运资本变动	-40	-48.4	-58.7	-71.0					
企业自由现金流	-42.9	-6.3	-15.3	-1.5					

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资料、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 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

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>

