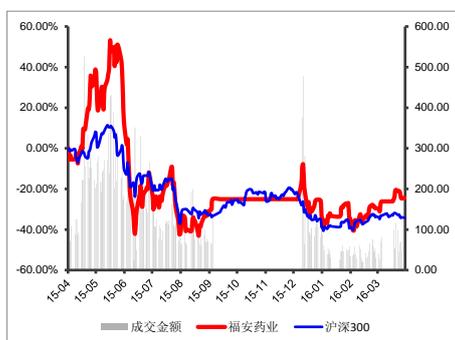


2016年4月25日

福安药业（300194）公告点评

评级：推荐

最近52周走势：

相关研究报告：

《福安药业（300194.SZ）深度报告——转型+外延并购，业绩估值双提升》2015-11

报告作者：

分析师：方伟

执业证书编号：S0590515120001

联系人：

方伟

电话：021-38991500

 Email: fangw@glsc.com.cn
独立性声明：

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。

事件：4月25日，福安药业发布公告，2015年实现营收7.08亿元，同比增长57.86%，归母净利润6489.94万元，同比增长41.99%，对应EPS 0.24元；2016年一季度实现营收2.12亿元，同比增长75.55%，归母净利润3,054.28万元，同比增长234%，EPS为0.11元，符合预期。

点评：

- **业绩增长来自宁波天衡并表。**宁波天衡15年实现营收3.32亿元，净利润4292万元，扣非后归母净利润4203万元，兑现业绩承诺。扣除天衡的业绩贡献，公司原抗生素原料药和制剂业务同比大幅下滑，受限抗政策趋严和招标滞后的行业环境下，氨曲南等抗生素品种，在经历了14年上半年短暂复苏后，难以维持增长。我们认为氨曲南、磺苄西林钠、尼麦角林、氢化可的松等品种的市场需求刚性，从目前的订单情况来看，有底部反转预期。
- **收入结构优化，制剂占比提升。**宁波天衡主营枸橼酸托瑞米芬片等抗肿瘤、呼吸系统药，大部分为医保品种、独家/单独定价品种，制剂收入占比较高，毛利率接近80%。在天衡并表后，15年公司收入结构优化，制剂收入比重提升到59%，毛利率大幅提升至52%，整体毛利率水平提升显著。
- **一季报大增有并表因素，只楚即将并表。**宁波天衡去年5月开始并表，并表因素使得16年一季度业绩高速增长。同时，收购只楚药业已获证监会批准，尚需等待正式批文，预计二季度开始并表，16年能给福安带来1-1.2亿的净利润，大幅增厚业绩。只楚药业15年硫酸庆大霉素原料药收入占比81%，注射用硫辛酸占比10%，但增长较快，预计三年内能提升到30%，是只楚业绩增长的主要驱动力。其生物发酵技术国内领先，可有效补充现有化学合成的技术短板，提升盈利水平。
- **多元化转型，参股设立民营银行。**近两年的并购围绕现有主业，

保障了未来三年的业绩增长，公司还在转型路上，新的外延布局值得期待。近日拟参与投资设立民营银行——重庆富民银行，注册资本 30 亿元，主发起人为瀚华金控股份有限公司，福安拟出资不超过 4.8 亿元，不超过 16%。涉足金融业务，有利于提高未来资本回报率，强化与金融机构的战略合作，拓展业务领域，提升综合竞争力。

- **维持“推荐”评级。**暂不考虑只楚药业并表，预计 2016-2018 年 EPS 为 0.33 元、0.41 元、0.46 元，对应当前股价 19.11 元的市盈率分别为 58 倍，47 倍和 41 倍。增发完成后，公司的总股本将由 2.82 亿股增至 3.98 亿股，摊薄后 16 年 EPS 为 0.48 元，对应市盈率 40 倍，考虑到并表带来的业绩提升和转型预期，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1、招标低于预期；2、新药审批风险；3、并购风险。

盈利预测表:

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

更新日期: 16/04/25

利润表	2015A	2016E	2017E	2018E	资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	708.1	881.6	1,147.7	1,314.9	现金	174.0	184.3	12.7	284.1
YOY(%)	57.9%	24.5%	30.2%	14.6%	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0
营业成本	395.1	478.6	621.9	711.5	应收款项净额	230.5	272.9	382.4	368.4
营业税金及附加	7.4	9.2	12.0	13.7	存货	267.5	256.8	424.4	354.9
销售费用	118.3	147.3	191.8	219.8	其他流动资产	378.6	378.6	378.6	378.6
占营业收入比(%)	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%	流动资产总额	1,050.7	1,092.6	1,198.1	1,386.0
管理费用	118.8	144.6	196.7	227.9	固定资产净值	510.6	725.2	742.2	740.3
占营业收入比(%)	16.8%	16.4%	17.1%	17.3%	减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	76.4	110.0	133.7	150.7	固定资产净额	510.6	725.2	742.2	740.3
财务费用	-0.7	-1.3	-3.3	-4.6	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.4%	在建工程	23.4	18.9	0.0	0.0
资产减值损失	1.3	0.0	0.0	0.0	固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	10.1	0.0	0.0	0.0	固定资产总额	534.0	744.1	742.2	740.3
营业利润	78.0	103.2	128.6	146.7	无形资产	559.6	559.6	559.6	559.6
营业外净收入	-1.6	7.3	7.3	7.3	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	76.4	110.5	135.9	154.0	其他长期资产	43.8	42.2	40.6	40.6
所得税	10.8	16.6	20.4	23.1	资产总额	2,399.2	2,437.6	2,539.6	2,725.6
所得税率(%)	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	135.4	0.0	0.0	0.0
净利润	65.6	93.9	115.5	130.9	应付款项	96.5	176.4	162.9	217.9
占营业收入比(%)	9.3%	10.7%	10.1%	10.0%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	0.7	0.6	0.7	0.8	其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	64.9	93.3	114.8	130.1	流动负债	231.9	176.4	162.9	217.9
YOY(%)	42.0%	43.8%	23.0%	13.3%	长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS (元)	0.23	0.33	0.41	0.46	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
					负债总额	263.0	207.5	194.0	249.1
					少数股东权益	1.3	1.9	2.6	3.5
					股东权益	2,136.2	2,230.1	2,345.6	2,476.5
					负债和股东权益	2,399.2	2,437.6	2,539.6	2,725.6
主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力					税后利润	65.6	93.9	115.5	130.9
营业收入	57.9%	24.5%	30.2%	14.6%	加: 少数股东损益	0.7	0.6	0.7	0.8
营业利润	-61.6%	32.3%	24.7%	14.1%	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	42.0%	43.8%	23.0%	13.3%	折旧和摊销	86.9	3.5	3.5	1.9
获利能力					营运资金的变动	7.9	41.6	(299.1)	129.1
毛利率(%)	44.2%	45.7%	45.8%	45.9%	经营活动现金流	160.3	139.0	(180.0)	261.9
净利率(%)	9.3%	10.7%	10.1%	10.0%	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	3.0%	4.2%	4.9%	5.3%	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	3.2%	4.5%	5.3%	5.5%	固定资产投资	(581.3)	6.2	6.2	6.2
偿债能力					投资活动现金流	(581.3)	6.2	6.2	6.2
流动比率	4.53	6.19	7.36	6.36	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0
速动比率	1.74	2.59	2.43	2.99	长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	11.0%	8.5%	7.6%	9.1%	公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0
营运能力					股利分配	34.7	0.0	0.0	0.0
总资产周转率	29.5%	36.2%	45.2%	48.3%	计入循环贷款前融资活动产	(14.3)	0.4	2.2	3.3
应收账款周转天数	108.8	92.4	108.8	84.8	循环贷款的增加(减少)	(86.0)	(135.4)	(0.0)	(0.0)
存货周转天数	247.1	195.8	249.1	182.1	融资活动现金流	(100.2)	(135.0)	2.2	3.3
每股指标 (元)					现金净变动额	(521.1)	10.3	(171.6)	271.4
每股收益	0.23	0.33	0.41	0.46					
每股净资产	6.05	7.57	7.90	8.31					
估值比率									
P/E	83.0	57.8	47.0	41.4					
P/B	2.5	2.4	2.3	2.2					

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%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	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。