

2017 年 01 月 13 日

证券研究报告·动态跟踪报告

富祥股份 (300497) 医药生物

买入 (上调)

当前价: 62.20 元

目标价: ——元 (6 个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 业绩延续高增长趋势，他唑巴坦有望量价齐升

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年业绩预告, 预计 2016 年实现净利润 1.64-1.91 亿元, 同比增长 75%-105%。
- **核心产品高增长, 业绩持续高增长。**单季度来看, 2016Q4 实现净利润 0.32-0.59 亿元, 同比增速为 10%-84%。单季度增速略有下滑, 主要是因为 2015Q4 公司产品销量和价格已经有所提升, 基数相对较高。从全年来看, 公司业绩增长的主要动力来自于核心产品他唑巴坦系列和培南系列受益于下游制剂需求扩大, 销量和价格均明显提升。1) 下游需求旺盛, 销量明显提升, 且公司加大对价格更高的欧美等规范市场的拓展力度, 产品平均售价有所提升, 尤其是他唑巴坦的主要供应商之一齐鲁制药在 2016 年 10 月因发生爆炸而停产, 导致下游客户对公司产品的需求扩大; 2) 公司加强工艺优化, 大幅度提高反应收率, 且原材料价格下降也增厚业绩。
- **竞争对手停产, 他唑巴坦有望迎来量价齐升。**他唑巴坦主要的供应商包括公司、齐鲁制药天和惠世、浙江华邦医药, 公司在他唑巴坦市场的占有率不低于 50%。齐鲁制药天和惠世和浙江华邦医药分别于 2016 年 10 月 10 日和 2017 年 1 月 3 日停产。随着两家主要的竞争企业停产, 公司成为市场上主要的他唑巴坦供应商, 有望推动他唑巴坦量价齐升。我们估计 2016 年他唑巴坦占公司收入和毛利的比例分别为 37%和 54%, 是公司销售规模最大的产品, 随着销量增加和价格提升, 将给公司带来巨大的业绩弹性。
- **抗菌药市场逐步回暖, 海外市场持续拓展。**由于市场刚需及新产品上市, 限抗政策影响逐步消除, 抗菌药物市场逐步恢复, 2015 年我国抗生素市场规模达到 1861 亿元, 同比增长 8.4%。公司是国际上主流的抗菌药物中间体和原料药供应商, 能够充分享受下游市场带来的业务增长。核心产品舒巴坦系列和他唑巴坦系列是主要的  $\beta$ -内酰胺类酶抑制剂, 制成复方制剂具有更好的抗菌效果且价格也更高。自 2011 年行业最低点以来, 舒巴坦类复方制剂和他唑巴坦类复方制剂的增速都逐年提升, 量价齐升趋势十分明显。公司持续开拓海外市场, 部分产品已通过美国、欧盟和日本药监部门的认证, 未来放量值得期待。
- **盈利预测与投资建议。**考虑到他唑巴坦有望迎来量价齐升, 我们上调公司盈利预测, 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 1.56 元、2.73 元、3.80 元, 对应 PE 分别为 40 倍、23 倍、16 倍, 上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 他唑巴坦放量和提价或低于预期的风险; 股东或继续减持的风险。

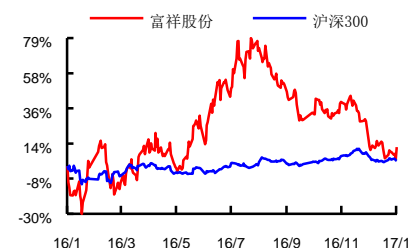
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	579.74	789.91	1144.65	1442.70
增长率	13.51%	36.25%	44.91%	26.04%
归属母公司净利润 (百万元)	93.60	174.75	305.55	425.30
增长率	75.15%	86.70%	74.85%	39.19%
每股收益 EPS (元)	0.84	1.56	2.73	3.80
净资产收益率 ROE	15.70%	23.24%	30.07%	31.17%
PE	74	40	23	16
PB	11.69	9.27	6.86	5.11

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: 021-68413530  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn  
联系人: 周平  
电话: 023-67791327  
邮箱: zp@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	1.12
流通 A 股(亿股)	0.57
52 周内股价区间(元)	58.12-149.69
总市值(亿元)	69.69
总资产(亿元)	12.09
每股净资产(元)	7.23

### 相关研究

1. 富祥股份 (300497): 业绩持续高增长, 员工激励力度大 (2016-08-25)

### 关键假设：

假设 1：他唑巴坦系列受益于下游需求扩大和竞争对手停产，毛利率有望逐步提升，预计 2016-2018 年毛利率分别为 63%、69%、72%；

假设 2：其他产品市场竞争格局稳定，毛利率维持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入预测如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
合计	收入	579.7	789.9	1144.6	1442.7
	增速	14%	36%	45%	26%
	毛利率	35%	43%	48%	50%
他唑巴坦系列	收入	200.6	290.8	523.4	680.5
	增速	35%	45%	80%	30%
	毛利率	48%	63%	69%	72%
培南系列	收入	179.2	258.1	335.5	419.4
	增速	18%	44%	30%	25%
	毛利率	26%	32%	32%	32%
舒巴坦系列	收入	160.6	205.6	246.7	296.1
	增速	-13%	28%	20%	20%
	毛利率	32%	30%	30%	30%
其他	收入	39.3	35.4	38.9	46.7
	增速	51%	-10%	10%	20%
	毛利率	30%	30%	30%	30%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	579.74	789.91	1144.65	1442.70	净利润	93.60	174.75	305.55	425.30
营业成本	374.08	451.81	590.40	715.70	折旧与摊销	28.68	43.39	49.40	57.15
营业税金及附加	2.18	2.57	3.78	4.85	财务费用	6.63	6.46	3.74	-0.28
销售费用	15.49	23.70	34.34	43.28	资产减值损失	5.26	5.00	5.00	5.00
管理费用	66.52	102.69	148.80	173.12	经营营运资本变动	-25.11	-36.60	-80.41	-67.89
财务费用	6.63	6.46	3.74	-0.28	其他	-35.05	-1.82	-5.05	-3.56
资产减值损失	5.26	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	74.01	191.18	278.22	415.71
投资收益	0.33	0.00	0.00	0.00	资本支出	-115.20	-70.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	43.25	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	-71.94	-70.00	-100.00	-100.00
<b>营业利润</b>	<b>109.90</b>	<b>197.69</b>	<b>358.59</b>	<b>501.02</b>	短期借款	0.00	-53.00	-20.00	-10.00
其他非经营损益	1.68	10.00	5.00	5.00	长期借款	39.36	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>111.58</b>	<b>207.69</b>	<b>363.59</b>	<b>506.02</b>	股权融资	240.86	0.00	0.00	0.00
所得税	17.98	32.93	58.04	80.73	支付股利	-21.60	-18.92	-41.20	-77.19
净利润	93.60	174.75	305.55	425.30	其他	32.30	-36.53	-3.74	0.28
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	290.93	-108.44	-64.94	-86.90
归属母公司股东净利润	93.60	174.75	305.55	425.30	现金流量净额	292.96	12.73	113.28	228.81
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	359.78	372.52	485.80	714.61	成长能力				
应收和预付款项	157.02	201.43	295.75	372.43	销售收入增长率	13.51%	36.25%	44.91%	26.04%
存货	110.72	136.55	177.34	215.46	营业利润增长率	80.66%	79.87%	81.39%	39.72%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	75.15%	86.70%	74.85%	39.19%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	55.01%	70.46%	66.33%	35.50%
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	298.82	332.24	389.64	439.29	毛利率	35.47%	42.80%	48.42%	50.39%
无形资产和开发支出	61.99	55.24	48.49	41.74	三费率	15.29%	16.82%	16.33%	14.98%
其他非流动资产	21.32	21.27	21.22	21.17	净利率	16.15%	22.12%	26.69%	29.48%
<b>资产总计</b>	<b>1009.66</b>	<b>1119.25</b>	<b>1418.24</b>	<b>1804.70</b>	ROE	15.70%	23.24%	30.07%	31.17%
短期借款	133.00	80.00	60.00	50.00	ROA	9.27%	15.61%	21.54%	23.57%
应付和预收款项	137.74	173.06	226.99	274.88	ROIC	21.29%	31.67%	45.71%	51.38%
长期借款	65.36	65.36	65.36	65.36	EBITDA/销售收入	25.05%	31.34%	35.97%	38.67%
其他负债	77.34	49.01	49.71	50.18	营运能力				
<b>负债合计</b>	<b>413.44</b>	<b>367.43</b>	<b>402.07</b>	<b>440.42</b>	总资产周转率	0.71	0.74	0.90	0.90
股本	72.00	112.04	112.04	112.04	固定资产周转率	2.25	2.88	3.85	4.33
资本公积	318.23	278.19	278.19	278.19	应收账款周转率	5.72	6.01	6.26	5.88
留存收益	205.75	361.59	625.94	974.05	存货周转率	3.29	3.65	3.76	3.64
归属母公司股东权益	596.21	751.82	1016.17	1364.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	55.85%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
<b>股东权益合计</b>	<b>596.21</b>	<b>751.82</b>	<b>1016.17</b>	<b>1364.28</b>	资产负债率	40.95%	32.83%	28.35%	24.40%
负债和股东权益合计	1009.66	1119.25	1418.24	1804.70	带息债务/总负债	47.98%	39.56%	31.18%	26.19%
					流动比率	2.08	2.78	3.30	3.96
					速动比率	1.71	2.24	2.69	3.31
					股利支付率	23.08%	10.82%	13.48%	18.15%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	145.21	247.53	411.72	557.89	每股收益	0.84	1.56	2.73	3.80
PE	74.45	39.88	22.81	16.39	每股净资产	5.32	6.71	9.07	12.18
PB	11.69	9.27	6.86	5.11	每股经营现金	0.66	1.71	2.48	3.71
PS	12.02	8.82	6.09	4.83	每股股利	0.19	0.17	0.37	0.69
EV/EBITDA	29.79	27.15	16.00	11.38					
股息率	0.31%	0.27%	0.59%	1.11%					

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 15 楼

邮编：200120

### 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 楼

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

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416922	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任晓	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn