

传统业务景气度上升, 并表导致业绩高增长

投资要点

- **事件:** 公司2016年营业收入、扣非净利润分别约为13亿元、2.2亿元, 同比增长分别约为83%、275%; 2016Q4营业收入、扣非净利润分别约为4.2亿元、0.65亿元, 同比增长分别约为117%、515%。同时预告2017Q1净利润约为8400万元-9200万元, 同比增长约175-201%。
- **传统业务景气度上升, 并表因素导致业绩高增长。** 2016年营业收入约为13亿元, 同比增长约83%。期间内收入大幅增长原因如下: 1) 并表因素影响, 其中子公司宁波天衡于2015年5月并表, 子公司只楚药业于2016年6月开始并表, 我们估算并表因素导致全年新增收入约4.5亿元; 2) 若剔除天衡与只楚在2015-2016年对公司收入影响, 估算传统主业收入增速超过40%, 除原料药业务景气度回升外, 奥拉西坦原料药受竞争格局变化利好也导致其收入大幅增长。2016年扣非净利润约为2.2亿元, 同比增长约275%。期间内中子公司宁波天衡、只楚药业分别约贡献0.6亿元、0.5亿元, 估算传统主业净利润增速或超过300%, 主要原因为受到奥拉西坦原料药竞争格局变化影响。如从毛利率及费用角度看, 公司毛利率约为47%, 受到产品结构变化提升约3个百分点; 期间费用率约为26.2%, 总体控制较好下降约6个百分点。公司预告2017Q1净利润约为8400万元-9200万元, 同比增长约175-201%, 主要原因为期间内合并范围较同期增加。我们判断2017年公司奥拉西坦原料药竞争格局仍将维持, 天衡及只楚经营状况较好将维持较快增长, 预计2017年净利润增速或超过50%。
- **原料药业务稳步发展, 积极推进专科药布局。** 1) 抗感染药物医院终端占比超过20%仍为最大用药领域, 公司主要产品如头孢类、庆大霉素等领域具有质量和成本优势, 且行业生产工艺核查也将利好公司原料药业务发展, 如奥拉西坦生产工艺核查收回竞争者GMP证书对公司业绩影响明显, 预计该领域在未来仍具有可持续增长潜力; 2) 大力发展制剂业务, 积极推进专科药布局。公司目前具备托瑞米芬、昂丹司琼等制剂产品, 其中托瑞米芬为独家品种, 主要用于乳腺癌的治疗, 如顺利通过一致性评价有望享受“量价齐升”市场红利。在研发线中储备了盐酸奈必洛尔、托伐普坦片、拉科酰胺片等重磅品种, 如能顺利上市将大幅改善公司产品线。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计2017-2019年EPS分别为0.83元、0.96元、1.10元(原2017-2018年EPS分别为0.80元、1.07元, 调整主要原因是参考了子公司天衡与只楚收入增速变化), 对应PE为32倍、28倍、24倍。我们仍看好公司传统主营业务景气度回升, 多个原料药和制剂产品有望实现翻倍增长; 天衡与只楚并表也使公司业绩迅速增厚, 预计未来将进入发展快速轨道, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 限抗政策、药品招标降价、并购企业业绩实现或不及承诺等风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1297.02	1770.40	2066.41	2413.28
增长率	83.17%	36.50%	16.72%	16.79%
归属母公司净利润(百万元)	221.96	330.48	380.31	437.51
增长率	242.00%	48.89%	15.08%	15.04%
每股收益EPS(元)	0.56	0.83	0.96	1.10
净资产收益率ROE	5.60%	7.70%	8.14%	8.56%
PE	47	32	28	24
PB	2.65	2.45	2.25	2.06

数据来源: Wind, 西南证券

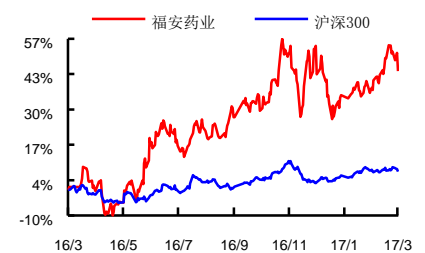
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力
执业证号: S1250515090002
电话: 023-67898264
邮箱: hzli@swsc.com.cn

联系人: 陈进
电话: 021-68416017
邮箱: cj@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)	3.97
流通A股(亿股)	1.59
52周内股价区间(元)	16.7-28.75
总市值(亿元)	105.17
总资产(亿元)	43.98
每股净资产(元)	9.99

相关研究

1. 福安药业(300194): 内生高速增长, 并表贡献突出 (2016-11-02)
2. 福安药业(300194): 传统主营触底反弹, 外延并购超预期 (2016-07-05)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1297.02	1770.40	2066.41	2413.28	净利润	222.13	330.58	380.41	437.61
营业成本	688.44	926.82	1098.02	1301.45	折旧与摊销	121.33	105.38	111.18	115.58
营业税金及附加	16.96	18.94	23.65	27.68	财务费用	10.30	0.49	-2.16	-3.51
销售费用	140.16	194.74	227.30	265.46	资产减值损失	2.57	0.00	0.00	0.00
管理费用	189.50	256.71	289.30	325.79	经营营运资本变动	214.65	-259.55	-129.07	-150.91
财务费用	10.30	0.49	-2.16	-3.51	其他	-196.81	-9.68	-10.00	-10.05
资产减值损失	2.57	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	374.16	167.22	350.36	388.71
投资收益	6.67	10.00	10.00	10.00	资本支出	-1515.37	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	624.51	10.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-890.87	-30.00	-30.00	-30.00
营业利润	255.76	382.69	440.29	506.41	短期借款	-81.40	-54.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.57	0.29	0.40	0.56	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	257.33	382.98	440.70	506.97	股权融资	1635.30	0.00	0.00	0.00
所得税	35.21	52.40	60.29	69.36	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	222.13	330.58	380.41	437.61	其他	-1007.29	-0.97	2.16	3.51
少数股东损益	0.17	0.10	0.10	0.10	筹资活动现金流净额	546.61	-54.97	2.16	3.51
归属母公司股东净利润	221.96	330.48	380.31	437.51	现金流量净额	30.27	82.25	322.52	362.22
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	276.75	359.00	681.52	1043.74	成长能力				
应收和预付款项	265.94	418.30	480.14	553.66	销售收入增长率	83.17%	36.50%	16.72%	16.79%
存货	384.70	517.59	613.25	726.98	营业利润增长率	228.07%	49.63%	15.05%	15.02%
其他流动资产	184.91	250.98	292.95	342.12	净利润增长率	238.83%	48.83%	15.07%	15.04%
长期股权投资	480.26	480.26	480.26	480.26	EBITDA 增长率	136.00%	26.12%	12.44%	12.59%
投资性房地产	1.84	1.84	1.84	1.84	获利能力				
固定资产和在建工程	1064.05	1004.33	938.81	868.89	毛利率	46.92%	47.65%	46.86%	46.07%
无形资产和开发支出	1676.12	1670.90	1665.67	1660.44	三费率	26.21%	25.53%	24.90%	24.35%
其他非流动资产	63.04	62.61	62.18	61.75	净利率	17.13%	18.67%	18.41%	18.13%
资产总计	4397.62	4765.82	5216.62	5739.69	ROE	5.60%	7.70%	8.14%	8.56%
短期借款	54.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.05%	6.94%	7.29%	7.62%
应付和预收款项	257.02	334.54	394.47	467.49	ROIC	8.54%	9.59%	10.46%	11.69%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	29.87%	27.60%	26.58%	25.63%
其他负债	122.98	137.56	148.02	160.46	营运能力				
负债合计	434.00	472.09	542.49	627.95	总资产周转率	0.38	0.39	0.41	0.44
股本	396.57	396.57	396.57	396.57	固定资产周转率	1.49	1.77	2.16	2.69
资本公积	3022.14	3022.14	3022.14	3022.14	应收账款周转率	7.91	7.45	6.60	6.68
留存收益	544.43	874.91	1255.21	1692.73	存货周转率	2.11	2.05	1.94	1.94
归属母公司股东权益	3963.62	4293.62	4673.93	5111.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.53%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.10	0.20	0.30	资本结构				
股东权益合计	3963.62	4293.72	4674.13	5111.74	资产负债率	9.87%	9.91%	10.40%	10.94%
负债和股东权益合计	4397.62	4765.82	5216.62	5739.69	带息债务/总负债	12.44%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.15	3.95	4.48	4.87
					速动比率	2.06	2.63	3.15	3.55
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.56	0.83	0.96	1.10
					每股净资产	9.99	10.83	11.79	12.89
					每股经营现金	0.94	0.42	0.88	0.98
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	387.39	488.56	549.31	618.48					
PE	47.38	31.82	27.65	24.04					
PB	2.65	2.45	2.25	2.06					
PS	8.11	5.94	5.09	4.36					
EV/EBITDA	26.41	20.66	17.79	15.21					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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 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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn