

2017年10月18日

健友股份 (603707.SH)

受益肝素提价 Q3 净利润环比大幅改善，三季度扣非净利润增速 147%-159%超预期

■健友股份是我们持续强烈推荐的个股，我们于9月8日发布了29页《健友股份深度报告：公司标准肝素原料药量价齐升，制剂开启中美双报》，对公司给予强烈推荐。

■事件：公司发布2017年第三季度业绩预告，2017年前三季度公司预计实现归属上市公司股东净利润2.2-2.3亿元（去年同期归属上市公司股东净利润2.04亿元），与去年同期相比增长7.8%-12.7%。扣除非经常性损益后净利润预计为2.15-2.25亿元（去年同期扣非净利润0.87亿元），与去年同期相比增长147%-159%，公司业绩超预期。

单季度看，今年Q1和Q2单季度净利润分别为0.56亿元和0.67亿元，在肝素产业链涨价背景下，公司尽享低价库存升值带来的利润增厚，Q2单季度净利润环比Q1有所增长，而Q3单季度净利润在0.97~1.07亿元，环比Q1和Q2进一步大幅提升，显示出公司业绩正随着肝素产业链涨价周期，处于持续改善过程。

■肝素原料药价格处于上涨周期，公司业绩符合预期：公司去年同期收购健进形成非经常性收益，扣非后，2017年前三季度与去年同期相比公司净利润大幅增长147%-159%，主要受益于肝素原料药价格处于上涨通道，而公司前瞻有效的进行库存管理，在低位采购肝素粗品，肝素原料药毛利率同比增加。同时公司强化市场营销效率，加大海外销售的开拓，肝素原料药在销量上也同比增加。整体肝素原料药量价齐升带来公司业绩超预期。

■低分子肝素制剂业务加强营销，销量大幅增长：公司依诺肝素钠、那屈肝素钙、达肝素钠三大低分子肝素制剂，公司通过学术推广精准营销，产品增长显著。低分子肝素制剂产品预计国内市场规模50亿左右，未分类低分子肝素制剂占据大约一半市场，未来伴随药政审批严格，公司分类产品有望逐渐完成市场取代。

■依诺肝素钠注射剂美国申报开启国际化，未来针剂制剂出口潜在龙头：2014年5月，公司向FDA提交了依诺肝素钠注射剂的申报申请，该产品目前在审核阶段，若顺利有望2018年底获批，该产品市场潜力巨大，目前原研和仿制药大约各占一半市场，整体市场规模30-40亿美金，未来该产品一旦上市，权益共享将给公司带来巨大收益，同时公司后续还有大批制剂处于中美双报研发阶段。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价31.50元。我们看好公司短中长期逻辑，中短期受益于原料药量价齐升，长期受益于国内外制剂出口。预计公司2017年-2019年的收入分别为10.28、14.66、18.40亿，净利润分别为3.08、4.45、5.68亿元，EPS分别为0.73、

公司快报

证券研究报告

化学原料药

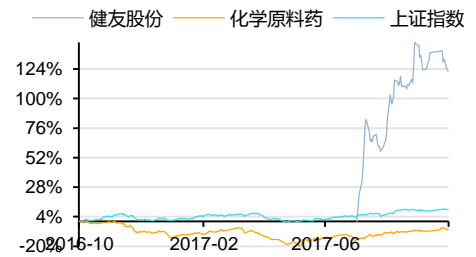
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**31.5元**
股价(2017-10-17) **23.03元**

交易数据

总市值(百万元)	9,753.21
流通市值(百万元)	1,462.41
总股本(百万股)	423.50
流通股本(百万股)	63.50
12个月价格区间	10.38/25.46元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.59	-6.16	-10.88
绝对收益	-9.04		

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006

cuiwl@essence.com.cn

010-83321412

梁静静

报告联系人

liangjj@essence.com.cn

相关报告

健友股份：原料迎来量价

齐升，制剂开启中美双报/ 2017-09-08

崔文亮

1.05、1.34 元，对应 PE 分别为 32、22、17 倍。成长性突出；继续给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 31.50 元，相当于 2018 年 30.00 倍的动态市盈率。

■风险提示：标准肝素钠原料药价格下跌；下游客户 Sanofi 合作开展不顺利

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	468.7	581.9	1,028.4	1,465.8	1,840.3
净利润	87.6	257.2	308.4	444.5	567.5
每股收益(元)	0.21	0.61	0.73	1.05	1.34
每股净资产(元)	2.58	3.10	3.98	5.03	6.37
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	111.4	37.9	31.6	21.9	17.2
市净率(倍)	8.9	7.4	5.8	4.6	3.6
净利润率	18.7%	44.2%	30.0%	30.3%	30.8%
净资产收益率	8.0%	19.6%	18.3%	20.9%	21.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	10.2%	20.2%	26.8%	29.7%	31.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	468.7	581.9	1,028.4	1,465.8	1,840.3	成长性					
减:营业成本	340.1	337.0	570.8	807.5	998.6	营业收入增长率	12.6%	24.1%	76.7%	42.5%	25.6%
营业税费	3.7	5.4	3.3	5.9	9.4	营业利润增长率	66.3%	63.4%	99.5%	44.4%	28.0%
销售费用	5.0	10.0	15.7	22.1	28.0	净利润增长率	73.4%	193.8%	19.9%	44.1%	27.7%
管理费用	50.0	84.8	118.6	168.9	213.1	EBITDA 增长率	46.2%	76.7%	78.5%	40.0%	26.2%
财务费用	-3.7	0.4	0.7	-0.1	-0.3	EBIT 增长率	49.8%	70.1%	99.4%	44.1%	28.0%
资产减值损失	-0.3	0.5	2.0	1.5	1.5	NOPLAT 增长率	56.1%	85.5%	102.1%	44.0%	27.8%
加:公允价值变动收益	-3.7	2.0	-	-	-	投资资本增长率	-5.9%	52.4%	29.8%	22.2%	9.7%
投资和汇兑收益	28.4	15.3	4.0	4.0	4.0	净资产增长率	5.9%	20.3%	28.2%	26.4%	26.6%
营业利润	98.6	161.1	321.3	464.1	594.1	利润率					
加:营业外净收支	2.9	112.5	2.3	2.6	2.4	毛利率	27.4%	42.1%	44.5%	44.9%	45.7%
利润总额	101.5	273.6	323.7	466.7	596.5	营业利润率	21.0%	27.7%	31.2%	31.7%	32.3%
减:所得税	14.0	16.4	15.3	22.2	29.0	净利润率	18.7%	44.2%	30.0%	30.3%	30.8%
净利润	87.6	257.2	308.4	444.5	567.5	EBITDA/营业收入	24.0%	34.1%	34.5%	33.9%	34.0%
						EBIT/营业收入	20.3%	27.8%	31.3%	31.7%	32.3%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	148	165	101	63	44
货币资金	432.4	265.7	177.9	296.1	684.0	流动营业资本周转天数	377	367	321	315	307
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	839	625	432	407	435
应收账款	61.7	77.9	196.6	195.9	297.0	应收账款周转天数	45	43	48	48	48
应收票据	1.9	4.1	6.5	8.5	10.2	存货周转天数	234	295	288	279	271
预付账款	5.4	11.9	17.4	23.5	27.1	总资产周转天数	1,090	872	590	510	510
存货	281.7	672.1	976.1	1,298.4	1,475.3	投资资本周转天数	596	587	461	406	373
其他流动资产	182.6	21.7	40.0	81.4	47.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	8.0%	19.6%	18.3%	20.9%	21.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.7%	16.9%	16.7%	19.3%	19.5%
长期股权投资	2.8	2.6	2.6	2.6	2.6	ROIC	10.2%	20.2%	26.8%	29.7%	31.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	231.2	303.7	272.2	240.6	209.1	销售费用率	1.1%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%
在建工程	71.5	95.2	95.2	95.2	95.2	管理费用率	10.7%	14.6%	11.5%	11.5%	11.6%
无形资产	17.1	45.5	44.4	43.4	42.3	财务费用率	-0.8%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	9.0	22.4	20.2	16.7	19.2	三费/营业收入	11.0%	16.4%	13.1%	13.0%	13.1%
资产总额	1,297.4	1,522.7	1,849.0	2,302.4	2,909.7	偿债能力					
短期债务	101.1	120.0	-	-	-	资产负债率	15.8%	13.7%	8.8%	7.5%	7.3%
应付账款	37.2	21.5	51.4	57.7	74.0	负债权益比	18.7%	15.8%	9.7%	8.1%	7.9%
应付票据	-	-	6.3	16.4	6.5	流动比率	5.27	6.10	10.33	13.19	13.95
其他流动负债	44.8	31.1	79.2	70.2	101.6	速动比率	3.74	2.21	3.20	4.20	5.85
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-25.84	392.55	466.87	-3,707.6	-2,295.07
其他非流动负债	21.6	35.5	26.4	27.8	29.9	分红指标					
负债总额	204.7	208.1	163.3	172.2	212.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	360.0	360.0	423.5	423.5	423.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	732.6	953.8	1,262.2	1,706.7	2,274.2						
股东权益	1,092.7	1,314.6	1,685.7	2,130.2	2,697.7						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.21	0.61	0.73	1.05	1.34
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	BVPS(元)	2.58	3.10	3.98	5.03	6.37
净利润	87.6	257.2	308.4	444.5	567.5	PE(X)	111.4	37.9	31.6	21.9	17.2
加:折旧和摊销	17.7	37.5	32.6	32.6	32.6	PB(X)	8.9	7.4	5.8	4.6	3.6
资产减值准备	-0.3	0.5	-	-	-	P/FCF	-62.2	-82.7	-63.9	85.1	25.0
公允价值变动损失	3.7	-2.0	-	-	-	P/S	20.8	16.8	9.5	6.7	5.3
财务费用	1.3	0.2	0.7	-0.1	-0.3	EV/EBITDA	-	-	26.9	19.0	14.4
投资损失	-28.4	-15.3	-4.0	-4.0	-4.0	CAGR(%)	71.9%	30.2%	82.8%	71.9%	30.2%
少数股东损益	-	-	-	-	-	PEG	1.5	1.3	0.4	0.3	0.6
营运资金的变动	124.2	-298.2	-371.4	-358.9	-212.1	ROIC/WACC					
经营活动产生现金流量	137.3	-286.8	-33.8	114.0	383.7	REP					
投资活动产生现金流量	53.2	139.5	4.0	4.0	4.0						
融资活动产生现金流量	-8.6	-19.0	-58.0	0.1	0.3						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

崔文亮声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034