

亿帆医药——泛酸钙业务更新

泛酸钙涨价刚开始，业绩/股价具弹性

证券分析师：杜佐远 证券投资咨询执业证书编码：S1190517110001

联系人：苑建 证券投资咨询执业证书编码：S1190117120042

2018年11月25日



投资要点：19年合理估值215~255亿，50%+空间

泛酸钙：全球寡头亿帆、新发主导泛酸钙大幅提价，天时地利人和，提价空间&持续时间有望超预期

亿帆和新发两家占泛酸钙行业外销近90%的份额，主导泛酸钙大幅提价。11月初新发率先提价至180元，21日亿帆主导提价至260元；亿帆之前主动压价变目前主动提价，亿帆、新发合作默契，预计其他厂家会跟随，预期后续亿帆至少会有第二波提价至300元及以上，春节前价格看涨，后续有望继续看涨，我们对泛酸钙的提价空间&持续时间乐观，有望超全市场目前偏谨慎的预期。

提价天时地利人和。前期泛酸钙价格低位，企业发货少，渠道库存低，当前进入需求旺季；山东大雨、雾霾致新发生产停产20多天，20-21年存在产能搬迁可能；华辰整个园区环保治理；兄弟科技前期价格低迷停产，目前产量每月只有100吨左右，只有亿帆正常生产，受益最大。

泛酸钙行业被低估，预计短中期均衡价格有望提升至200-300元/Kg。泛酸钙行业技术壁垒高、产能高度集中、寡头合作垄断，详见正文分析。随着两大龙头——亿帆（鑫富）和新发16年1月长达6年的专利诉讼结束，双方从“恶性竞争”到“合作共赢”，外加环保大趋势趋严，泛酸钙均衡价格将大幅提升。

制剂业务：未来三年保持25%+净利润增速

复方黄黛片、缩宫素鼻喷雾剂、除湿止痒软化乳膏等独家产品快速增长，妇阴康洗剂、小儿金翘颗粒、坤宁颗粒等均已完成药品批文异地转移。在医保和基药放量、核心品种快速增长和批文转移临近完成等多重推动下，加上novateck18年并表、未来可能的收购，制剂板块未来3年能保持25%+净利润增速。

生物创新药：研发稳步推进

预计F-627在19Q1/Q2可入组完成，2020年全球上市，按照中性预期，F-627峰值收入5亿美元；F-652临床2期a，有望获批孤儿药以2期临床数据直接申报上市，产品市场规模3亿美金以上。

19年合理估值215~255亿，50%+空间，维持“买入”评价

19年合理估值215~255亿元，对应股价17.9~21.2元：19年药品净利润5.3亿，增长25%，给予20倍PE，合理估值106亿；生物创新药一级市场（preipo估值）权益估值35亿，IPO上市后估值有望达50亿元；泛酸钙按200-300元价格6-10亿净利润，10倍PE，估值60-100亿。

股价催化剂：泛酸钙再次提价；创新药临床进展&获批；制剂业务高速增长；发展中国家国际化取得进展。

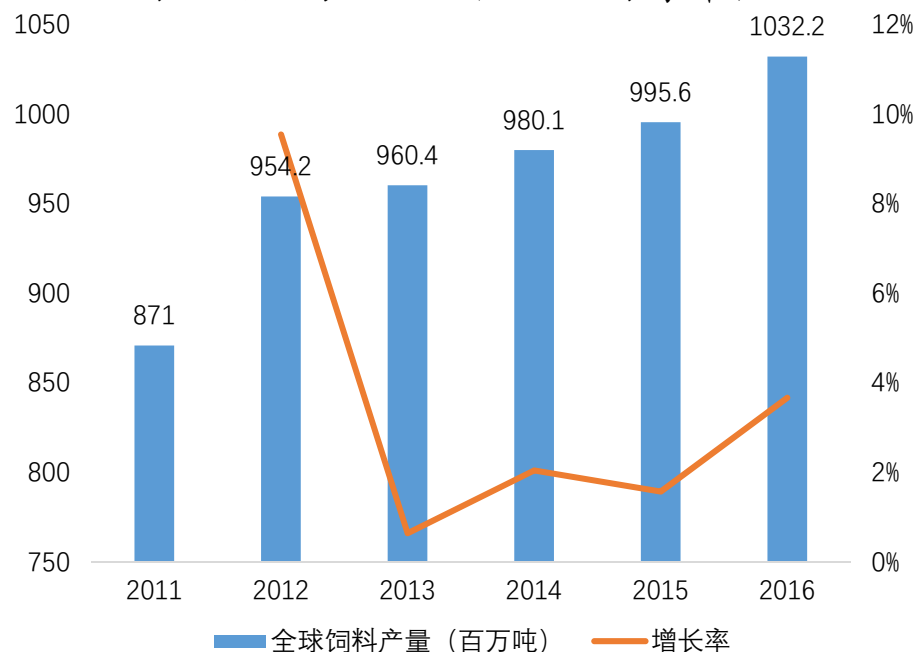
风险提示：创新药临床&上市的风险；泛酸钙提价不及预期。

需求：全球2万吨，每年略有增长，饲料对泛酸钙价格极不敏感

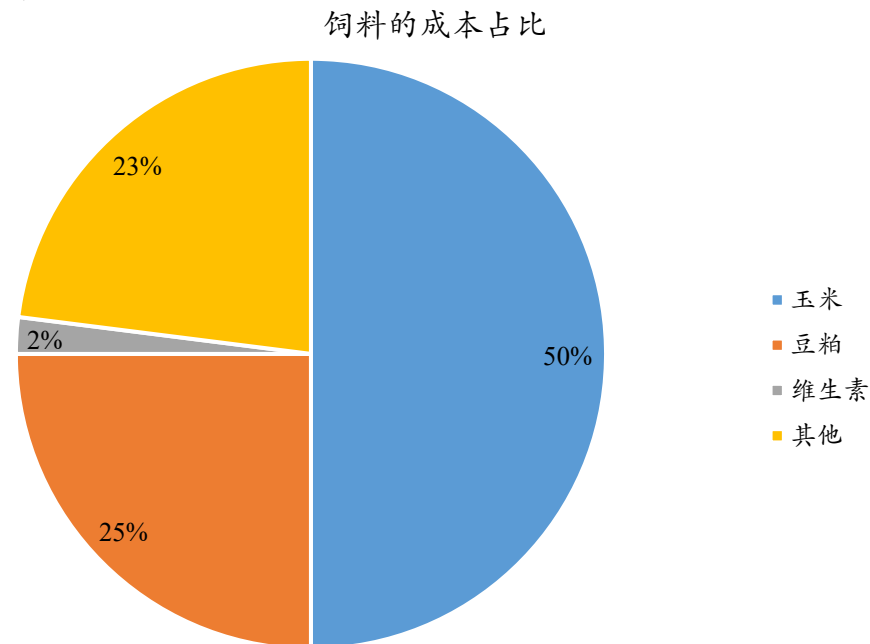
泛酸钙全球需求量2万吨，主要用作饲料添加剂，占比75%-80%，2016年全球饲料产量超10亿吨，同比增长3.7%；其中亚洲、欧洲和北美分别占比为36%、24%和19%，增速分别为5%、3.3%和-1.5%。

在饲料的成本构成中，玉米和豆粕为主要成本，而维生素仅占2%，其中泛酸钙仅占0.5%，因此饲料的成本对泛酸钙的价格变动非常不敏感。

泛酸钙以出口为主，亿帆泛酸钙海外占比达70%左右。



数据来源：奥特奇、太平洋证券研究院



数据来源：玉米信息网等、太平洋证券研究院

供给：产能集中在国内，亿帆和新发主导价格走势

- 全球泛酸钙产能2.7万吨（海外5千吨产能自用，剩余2.2万吨产能在中国），考虑技术工艺不成熟&环保等因素，实际产能2.1万吨：亿帆8000吨、新发6000吨、华辰3000吨（实际产能1000吨）、兄弟科技5000吨（实际产能1000吨）；国外巴斯夫和帝斯曼各自产能2500吨，两家外企基本自用，有时还外购。
- 实际外销比例看，亿帆和新发两家占泛酸钙行业近90%的量，两家企业供应量将主导全球泛酸钙价格走势。
- 新进入者：安徽泰格、宁夏金维、海南诺航、河北新金等5-6家企业，目前只有河北新金零星出货，大部分企业尚未开建。估计1-2年内很难有新进入企业大量发货，格局1-2年保持稳定，价格体系仍由亿帆和新发主导。

历史经验+环保压力，泛酸钙竞争格局已从“恶性竞争”到“合作共赢”，均衡价格有望大幅提升

影响价格的所有因素，如需求、产能、库存、政策、环保、竞争格局变化等，最终都体现在供需关系上，在需求端较为平稳增长的泛酸钙领域，供应端是主要考虑因素。而随着两大龙头——亿帆（鑫富）和新发16年1月长达6年的专利诉讼结束，双方从“恶性竞争”到“合作共赢”，外加环保大趋势趋严，泛酸钙均衡价格将大幅提升。其他厂家因技术&工艺原因，成本大幅高于亿帆和新发，在不合作的情况下，极易受两龙头价格打压而采取合作的态度，同时产能也因技术&工艺&客户原因无法有效释放，也将乐见其成涨价，分得一杯羹。

泛酸钙价格走势分析



数据来源：Wind、太平洋证券研究院

预计短中期均衡价格有望提升至200-300元/Kg

行业特点：技术壁垒高、产能高度集中、寡头合作垄断

技术壁垒高：1) 华辰多年来实际产能跟规划产能差异大，兄弟科技迟迟产能上不了量；2) 亿帆和新发技术同源，其中预估亿帆成本40-50元/kg，新发50元/kg，山东华辰&兄弟科技70-80元/kg，这也不难理解为何18年11月提价之前泛酸钙停留在70元左右的价格，因为这个价格只有亿帆、新发是盈利的。

产能高度集中：全球产能2.7万吨（海外5千吨产能自用，剩余2.2万吨产能在中国），考虑技术工艺不成熟&环保等因素，实际产能2.1万吨：亿帆8000吨、新发6000吨、华辰3000吨（实际产能1000吨）、兄弟科技5000吨（实际产能1000吨）；国外巴斯夫和帝斯曼各自产能2500吨，两家外企基本自用，有时还外购。暨：实际外销比例看，亿帆和新发两家占泛酸钙行业近90%的量，两家将主导全球泛酸钙价格走势。

寡头合作垄断：而随着两大龙头——亿帆（鑫富）和新发16年1月长达6年的专利诉讼结束，双方从“恶性竞争”到“合作共赢”，外加环保大趋势趋严，泛酸钙均衡价格将大幅提升。其他厂家因技术&工艺原因，成本大幅高于亿帆和新发，在不合作的情况下，极易受两龙头价格打压而采取合作的态度，同时产能也因技术&工艺&客户原因无法有效释放，也将乐见其成涨价，分得一杯羹。

本轮涨价：天时地利人和，提价空间&持续时间有望超预期

- 1) 前期价格低位，企业发货少，渠道库存低，当前进入需求旺季；
- 2) 山东大雨、雾霾致新发生产停产20多天，20-21年存在产能搬迁可能；华辰整个园区环保治理；
- 3) 兄弟科技前期价格低迷停产，目前产量每月只有100吨左右，只有亿帆正常生产；
- 4) 新发率先提价至180元，21日亿帆主导提价至260元；亿帆之前主动压价变主动提价，亿帆、新发合作默契，预计其他厂家会跟随，预期后续亿帆至少会有第二波提价至300元及以上，春节前价格看涨，后续有望继续看涨，我们对泛酸钙的提价空间&持续时间乐观，有望超全市场目前偏谨慎的预期。

核心判断：预计短中期均衡价格有望提升至200-300元/Kg

从亿帆医药泛酸钙业务历史数据来看，均价100元时，贡献净利润3亿元，200元时，贡献净利润6亿元，300元时，贡献净利润10亿元，且价格每波动20元/kg，年化净利润波动1亿元。

从中期角度看，泛酸钙均衡价格维持200-300元/kg是大概率事件，贡献6-10亿净利润，给予10倍PE，合理估值60-100亿元。

盈利预测

盈利拆分及预测 (百万元)	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
一、制剂										
收入	1460	1657	2180	2195	2640	3137	3841	4748	5810	7139
yoy	26%	13%	32%	1%	20%	19%	22%	24%	22%	23%
毛利率	39.2%	42.6%	40.4%	39.6%	40.8%	42.0%	43.2%	44.4%	45.6%	46.8%
净利率	13%	17%	12%	15%	16%	17%	18%	18%	18%	18%
净利润	194	274	263	338	423	535	672	844	1041	1276
贡献母公司净利润	194	274	263	338	423	535	672	844	1041	1276
yoy		41%	-4%	28%	25%	27%	26%	26%	23%	23%
拆分1:										
1、亿帆生物										
收入	1463	1657	2127	2137	2525	2970	3599	4409	5336	6499
营业利润	254	286	302	370						
营业外收支	-25	37	-25	-15						
利润总额	229	323	277	355						
所得税	34	48	41	53						
净利润	194	274	235	301	360	444	545	672	816	996
其中：头孢他啶										
收入	550	660	739	702	688	674	661	648	635	622
净利润	72	86	96	98	96	101	106	110	114	118
其他										
收入	913	997	1388	1435	1837	2296	2939	3761	4702	5877
净利润	122	188	139	203	264	343	439	562	702	878
2、其他药品（四川德峰+novateck等）										
收入	0	0	53	58	115	167	242	339	474	640
净利润	0	0	28	37	63	91	128	173	224	281
拆分2:										
代理产品：收入				1545	1697	1770	1928	2069	2194	2257
yoy					10%	4%	9%	7%	6%	3%
净利润				208	235	262	290	309	318	300
yoy					13%	12%	11%	7%	3%	-6%
自有产品：收入				650	943	1367	1913	2679	3616	4882
yoy					45%	45%	40%	40%	35%	35%
净利润				130	189	273	383	536	723	976
yoy					45%	45%	40%	40%	35%	35%
占比				38%	45%	51%	57%	63%	69%	76%

盈利预测

盈利拆分及预测 (百万元)

二、原料药、化工等

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
收入	225	778	1325	2178	1452	1452	1452	1452	1452	1452
yoy	100%	246%	70%	64%	-33%	0%	0%	0%	0%	0%
毛利率	44.7%	35.6%	67.2%	75.0%	69.1%	69.1%	69.1%	69.1%	69.1%	69.1%
净利率	20%	11%	35%	46%	41%	41%	41%	41%	41%	41%
泛酸钙均价 (元/kg)	55	60	194	300	200	200	200	200	200	200
净利润	44	88	469	1010	600	600	600	600	600	600
贡献母公司净利润	44	87	468	1011	600	600	600	600	600	600

三、健能隆 (生物创新药)

收入							340	1020	2040	3400
yoy								200%	100%	67%
毛利率							65.0%	70.0%	75.0%	80.0%
净利率							35%	40%	50%	55%
净利润			-49	-82	-100	-119	119	408	1020	1870
贡献母公司净利润			(26)	(44)	(60)	(75)	75	257	644	1180

合计:

收入	1685	2435	3505	4373	4092	4589	5633	7220	9302	11991
毛利率	39.9%	40.4%	50.5%	57.2%	50.8%	50.6%	51.2%	53.0%	55.7%	58.9%
净利润	238	362	683	1266	923	1017	1391	1852	2661	3746
归母公司净利润	238	361	705	1305	963	1060	1348	1702	2284	3056
yoy		52%	95%	85%	-26%	10%	27%	26%	34%	34%
EPS	0.20	0.30	0.58	1.08	0.80	0.88	1.12	1.41	1.89	2.53
少数股东损益	0	1	-21	-39	-40	-44	44	151	376	690
PE	65	43	22	12	16	15	12	9	7	5
合理估值/亿元					200	237	332	485	583	689
						19%	40%	46%	20%	18%

数据来源: Wind、太平洋证券研究院

投资评级说明

投资评级说明

■ 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

■ 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

重要声明



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话: (8610)88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。