



2019-09-03

公司点评报告

买入/维持

亿帆医药(002019)

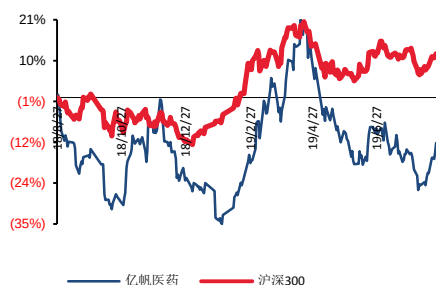
目标价: 19.05

昨收盘: 13.05

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

收购胰岛素生产企业，完善胰岛素产业链布局

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,207/814
总市值/流通(百万元)	14,399/9,709
12 个月最高/最低(元)	16.69/8.95

相关研究报告:

亿帆医药(002019)《业绩符合预期，二季度业绩拐点明确》

--2019/04/27

亿帆医药(002019)《业绩符合预期，股权激励激发中长期发展动力》

--2019/04/02

亿帆医药(002019)《原料药拖累业绩，市值底部具弹性》

--2019/02/28

证券分析师：杜佐远

电话：010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110001

证券分析师：苑建

电话：010-88695263

E-MAIL: yuanjian@tpyzq.com

事件：近日公司分别与宁波东人和 Kelipond 签署了资产购买协议，公司分别以现金 4.48 亿元和 2.68 亿元收购两家企业间接持有胰岛素企业佰通 19.79%和 11.86%股权，合计 31.65%(合计金额 7.16 亿元)，收购完成后亿帆将成为佰通第一大股东，收购 PB 1.7 倍。

点评：

佰通为全球第四家上市的重组人胰岛素制造商。佰通为波兰上市专注于糖尿病领域企业，为全球第四家上市的重组人胰岛素制造商。目前佰通原料药产能每年约 2 吨，制剂每年超 1 亿支，产能与国内胰岛素龙头通化东宝相近(18 年通化东宝原料药产能 3 吨，制剂 1.26 亿支)。佰通胰岛素产品覆盖所有剂型，9 个规格，市场包括欧洲、亚洲、南美洲以及非洲将近 30 多个国家或地区，波兰国内佰通市占率第一。同时，佰通具备符合欧盟 EMA 和美国 FDA 药品生产质量管理规范的全套质量体系以及成熟的大规模生产胰岛素及类似物的生产体系，从胰岛素及类似物的研发、产品放大到放量生产形成了完整的全覆盖成熟体系。

协同效应显著，完善胰岛素产业链布局。

本次收购我们认为公司战略性布局胰岛素的延续，对已有的胰岛素业务布局协同效应显著。1) 18 年亿帆成为佰通重组人胰岛素国际销售的唯一代理商，本次收购将使公司与佰通公司在糖尿病领域形成长期战略合作伙伴关系；2) 佰通在波兰拥有较强的胰岛素直销团队，对于未来亿帆全球胰岛素销售网络的中东欧布局有非常好的补充；3) 18 年亿帆收购三代胰岛素技术平台，获得是 3 个三代胰岛素(门冬、甘精、赖脯)的技术平台，开启胰岛素领域的战略布局。考虑到生物制品对于生产场地在筹建时间、投资成本、质量标准及 GMP 认证等的高要求，公司决定以委托第三方提供 CMO(代工厂)服务形式，满足公司三代胰岛素在研产品在放大试生产阶段、临床试验阶段以及未来商业化阶段的生产需求。经过全面考察和对比，佰通最为吻合亿帆三代胰岛素代工厂的条件，并在今年 7 月签订协议。若本次交易顺利完成，公司将与佰通公司从业务合作及股权合作多个纬度，形成战略合作关系，将有更加有助于保证公司三个三代胰岛素在研产品在研发及后续商业化阶段生产供应持续稳定，并同时借助佰通公司在重组人胰岛素领域拥有的研发、临床试验、注册法规、规模化生产及与胰岛素相关的人力资源经验与优势，与公司在胰岛素项目及战略部署上，形成协同效应，加速公司在研三

执业资格证书编码：S1190117120042

代胰岛素项目的研发进度，提升确定性。

19年合理估值220~240亿元，对应股价18.0~19.5元：19年药品净利润4.5亿+，增长35%，给予20倍PE，合理估值90亿+；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220-300元价格8-10亿净利润，10倍PE，估值80-100亿。预计19-21年净利润11.13/13.71/15.22亿元，同比增速51%/23%/11%，19年PE14倍，管理层积极进取，兼具成长股和价值股属性，公司19年制剂、创新药和原料药三大业务均向上拐点，存50%以上空间，维持“买入”评级。

风险提示：创新药临床&上市的风险；泛酸钙价格低预期等。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4632	6292	7705	8979
(+/-%)	5.9%	35.8%	22.5%	16.5%
净利润(百万元)	737	1113	1371	1522
(+/-%)	-43.5%	50.9%	23.2%	11.0%
摊薄每股收益(元)	0.61	0.90	1.11	1.24
市盈率(PE)	22	14	12	11

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

盈利拆分及预测 (百万元)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
一、制剂										
收入	1460	1657	2180	2195	3077	4153	5275	6541	7980	9576
yoy	26%	13%	32%	1%	40%	35%	27%	24%	22%	20%
净利润	194	274	263	310	340	459	583	723	882	1058
贡献母公司净利润	194	274	263	310	340	459	583	723	882	1058
yoy		41%	-4%	18%	10%	35%	27%	24%	22%	20%
二、原料药、化工等										
收入	225	778	1325	2178	1555	2138	2430	2138	1944	1750
yoy	100%	246%	70%	64%	-29%	38%	14%	-12%	-9%	-10%
泛酸钙均价 (元/kg)	55	60	194	300	160	220	250	220	200	180
净利润	44	88	469	1038	467	780	900	780	680	600
贡献母公司净利润	44	87	468	1039	469	780	900	780	680	600
三、健能隆 (生物创新药)										
收入								300	1000	1500
yoy									233%	50%
毛利率								70%	75%	80%
净利率								20%	40%	50%
净利润			-49	-82	-113	-130	-100	60	400	750
贡献母公司净利润			(26)	(44)	(71)	(82)	(63)	38	252	473
四、激励费用										
税前激励费用						52	57	22	6	
贡献母公司净利润						(44)	(48)	(19)	(5)	
五、合计:										
收入	1685	2435	3505	4373	4632	6292	7705	8979	10924	12825
增速		45%	44%	25%	6%	36%	22%	17%	22%	17%
净利润	238	362	683	1266	694	1065	1335	1544	1957	2408
归母公司净利润	238	361	705	1305	737	1113	1371	1522	1809	2131
yoy		52%	95%	85%	-43%	51%	23%	11%	19%	18%
EPS	0.87	0.82	0.64	1.15	0.61	0.90	1.11	1.24	1.47	1.73
少数股东损益	0	1	-21	-39	-44	-48	-37	22	148	277
PE	68	45	23	12	22	14	12	11	9	8
合理估值/亿元						222	244	319	375	434

资料来源: wind, 太平洋证券研究院预测

投资评级说明

1、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。

2、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；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

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

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。