

## 富祥股份 (300497)

# 核心产品快速放量，长期成长看出口、新品储备

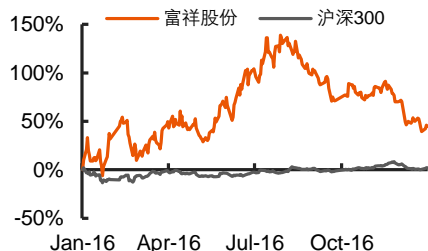
### 强烈推荐（首次）

现价：65.13 元

#### 主要数据

行业	
公司网址	www.fushine.cn
大股东/持股	包建华/33.87%
实际控制人/持股	包建华/%
总股本(百万股)	112
流通 A 股(百万股)	57
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	72.97
流通 A 股市值(亿元)	37.41
每股净资产(元)	7.23
资产负债率(%)	33

#### 行情走势图



#### 证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号  
S1060514100001  
021-22662299  
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

梁欢 一般从业资格编号  
S0350115080004  
021-20660556  
LIANGHUAN025@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

- 下游制剂需求旺盛，β-内酰胺类酶抑制剂原料龙头进入增长快车道。公司是全球最大 β-内酰胺类酶抑制剂原料药生产企业，产品包括他唑巴坦、舒巴坦及培南类三大系列。巴坦类制剂联合用药能有效解决部分抗生素耐药问题，近年在医院终端复合增速在 10% 以上。同时培南类抗生素由于抗菌谱广、抗菌性强，近年复合增速在 20% 以上。公司作为原料中间体生产商近两年收入利润增速明显加快，2016 年前三季度收入增长 28.79%，利润增长 105%。
- 他唑巴坦有望迎来量价齐升，其他系列保持 30% 增速。他唑巴坦竞争格局良好，主要生产厂商包括富祥、齐鲁、华邦三家，公司市占率第二约 30%。2016 年 10 月、2017 年 1 月齐鲁、华邦相继发生爆炸事故，预计产能需两年才能完全恢复，对供给造成较大缺口。公司首发募投项目 50 吨他唑巴坦新产能预计将在 2017 年下半年逐步开出，加上原有产能今年产量有望达到 80-100 吨，同比增长 50%。在供给不足的情况下预计 2017 年他唑巴坦的价格将仍然坚挺，有望达到 4000-4500 元/公斤。舒巴坦方面，由于公司的主要客户意大利费卡的相关制剂产品通过美国 FDA 认证，开始在北美市场销售，对原料的需求快速增加，公司 2016 年舒巴坦类原料药增速达到 50%，预计今年将保持 30% 以上增速。培南方面，公司突破了 4-AA 技术自供原料，同时不断优化工艺，使得公司培南系列的净利润率比其他竞争对手高 3% 左右。未来公司将利用成本优势不断扩大市场份额，预计今年增速在 30% 以上。
- 通过国际认证，打开高端市场利润丰厚。由于国内成本优势明显，越来越多的海外制剂企业选择从中国进口原料而非自产，他唑巴坦近年出口量复合增速达 37%，舒巴坦酸为 17%。培南方面，近几年仿制厂家技术上的突破、几个主要品种专利陆续到期，非专利药物市场的增长迅速，近年美罗培南母核出口数据呈现出爆发式增长，2010-2013 年复合增速达 127%。由于北美和欧洲市场企业原研产品多、价格高，相对来说对原料药成本敏感度低，原料产品出口均价更高。以他唑巴坦酸为例，北美和欧盟的价格分别是亚洲价格的 1.7 和 2.7 倍。2015 年他唑巴坦原料药和舒巴

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	580	766	1119	1558
YoY(%)	13.5	32.1	46.2	39.2
净利润(百万元)	94	172	314	480
YoY(%)	75.1	84.2	82.3	52.6
毛利率(%)	35.5	41.0	44.3	45.0
净利率(%)	16.1	22.5	28.1	30.8
ROE(%)	15.7	20.3	27.0	29.2
EPS(摊薄/元)	0.84	1.53	2.80	4.28
P/E(倍)	78.0	42.4	23.3	15.3
P/B(倍)	12.2	8.6	6.3	4.5

坦产品以“零缺陷”的结论通过了 FDA 认证现场检查，2016 年开始向默克、辉瑞小批量供货。2016 年 5 月，公司通过日本 PMDA 检查，未来将逐步进入日本市场。

- **技术储备丰富，并购奥通快速实现新产品落地。**除去公司的抗生素产品外，公司立足抗感染这一优势领域，在抗病毒方面有丰富的技术储备，同时涉及心血管、抗炎类产品，部分产品如恩曲他滨、依法韦仑、拉米夫定已进入小试阶段。同时公司通过并购奥通扩产同时将快速实现新产品落地，奥通于 2015 年 1 月投资 1.05 亿元用于建设新车间，包括年产 80 吨的联苯双酯、500 吨阿昔洛韦、500 吨沙坦联苯以及 200 吨五氟苯酚，预计将于 2017 年上半年竣工投产。公司可充分利用奥通现有的生产资质、场地设备、人力资源、销售渠道等，快速增加公司产品产能；并有助于公司及时把握市场需求，快速实现新产品的规划、落地和生产，为完善公司产业链布局节约时间。
- **首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。**在下游需求、出口拉动下，公司产能释放三大系列产品进入快速增长期：他唑巴坦竞争格局良好，事故造成供给短缺，预计今年销售量增加 50%；舒巴坦和培南类产品增速预计在 30% 左右。整体来看公司未来 2 年净利润增速有望达到 40% 以上。从增长持续性来看，公司在抗病毒领域储备丰富，通过收购奥通使新产品快速落地，不断丰富产品线。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.53 元、2.80 元和 4.28 元，对应市盈率估值为 42.4 倍、23.3 倍和 15.3 倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级，目标价 84 元。
- **风险提示。**产量不达预期，国际市场拓展不达预期。

# 正文目录

一、β-内酰胺类酶抑制剂原料龙头，增长进入快车道	5
二、下游制剂需求旺盛，终端保持快速增长	7
2.1 抗生素耐药性推动联合用药快速增长	7
2.1.1 β-内酰胺酶抑制剂能有效解决部分抗生素耐药问题	7
2.1.2 内酰胺酶抑制剂联合用药在医院终端保持较快增长	8
2.2 培南类抗菌谱广、抗菌力强，近年复合增速达 20%	9
三、三大产品系列有望保持高速增长	10
3.1 他唑巴坦酸有望迎来量价齐升	10
3.1.1 他唑巴坦酸是公司他唑巴坦系列的主要产品	10
3.1.2 竞争格局良好，爆炸事故造成较大缺口	11
3.1.3 新增产能释放，有望迎来量价齐升	11
3.2 舒巴坦系列价格平稳，客户制剂的市场拓展拉动销售 30%以上增长	12
3.3 培南系列产业链完善、成本优势明显，逐步抢占市场份额	13
四、通过国际认证，打开高端市场利润丰厚	13
4.1 三大系列出口量迎来快速增长	13
4.1.1 他唑巴坦酸近年出口量复合增速达 37%	13
4.1.2 舒巴坦酸出口量迅速反弹	14
4.1.3 制剂专利到期为美罗培南原料出口带来机会	15
4.2 规范市场价格更高、利润丰厚	15
4.3 通过美国 FDA、日本 PMDA 认证，打开规范市场	16
五、原材料降价、流程优化推升毛利率	17
5.1 他唑巴坦毛利上升明显，其他系列均有上升	17
5.2 重要原材料 6-APA 价格呈下降趋势	17
5.3 优化流程、提高设备利用率	18
六、技术储备丰富，并购奥通快速实现新产品落地	18
6.1 立足抗感染优势领域，在抗病毒等方向储备丰富	18
6.2 并购奥通扩产同时快速实现新产品落地	18
七、股权激励绑定员工利益，高度重视安全生产	19
7.1 股权激励范围广、力度大	19
7.2 携手杜邦共建安全体系	19
八、首次覆盖，给予“强烈推荐”评级	20
九、风险提示	20

## 图表目录

图表 1	历史沿革	5
图表 2	股权结构	5
图表 3	公司产品领域	6
图表 4	2016H1 公司营业收入构成	6
图表 5	2016H1 公司毛利构成	6
图表 6	近年公司收入增长情况（百万元）	6
图表 7	近年公司净利润增长情况（百万元）	6
图表 8	2016H1 各产品收入增速加快（百万元）	7
图表 9	2016H1 各产品毛利增速加快（百万元）	7
图表 10	细菌耐药机理	7
图表 11	近年样本医院他唑巴坦复方制剂增长情况	8
图表 12	近年样本医院舒巴坦复方制剂增长情况	9
图表 13	传统广谱抗生素的抗菌范围	9
图表 14	培南类抗生素的抗菌范围	9
图表 15	近年样本医院培南类制剂增长情况（万支）	10
图表 16	近年样本医院美罗培南增长情况（万支）	10
图表 17	公司他唑巴坦酸合成路径	11
图表 18	他唑巴坦主要生产厂商市场份额情况	11
图表 19	他唑巴坦酸价格走势（元/公斤）	12
图表 20	公司舒巴坦系列工艺路径	12
图表 21	舒巴坦酸价格走势（元/公斤）	13
图表 22	公司培南系列工艺路径	13
图表 23	近年我国他唑巴坦系列原料出口情况（吨）	14
图表 24	2013 年他唑巴坦酸出口企业份额	14
图表 25	近年舒巴坦酸增长情况	15
图表 26	2014 年各企业舒巴坦酸出口量占比	15
图表 27	近年我国 MAP 出口量情况	15
图表 28	2013 年 MAP 出口量占比情况	15
图表 29	2014 年他唑巴坦酸出口各国数量占比	16
图表 30	2013 年他唑巴坦酸出口量及出口金额分布	16
图表 31	公司主要产品国内外注册情况	16
图表 32	近年公司分产品毛利增长情况	17
图表 33	公司 2012-2014 年前十大原材料采购额（万元）	17
图表 34	6-APA 国内销售价格（元/kg）	18
图表 35	公司其他系列产品及技术储备	18
图表 36	奥通新建产能情况	19
图表 37	股权激励解锁情况	19

## 一、β-内酰胺类酶抑制剂原料龙头，增长进入快车道

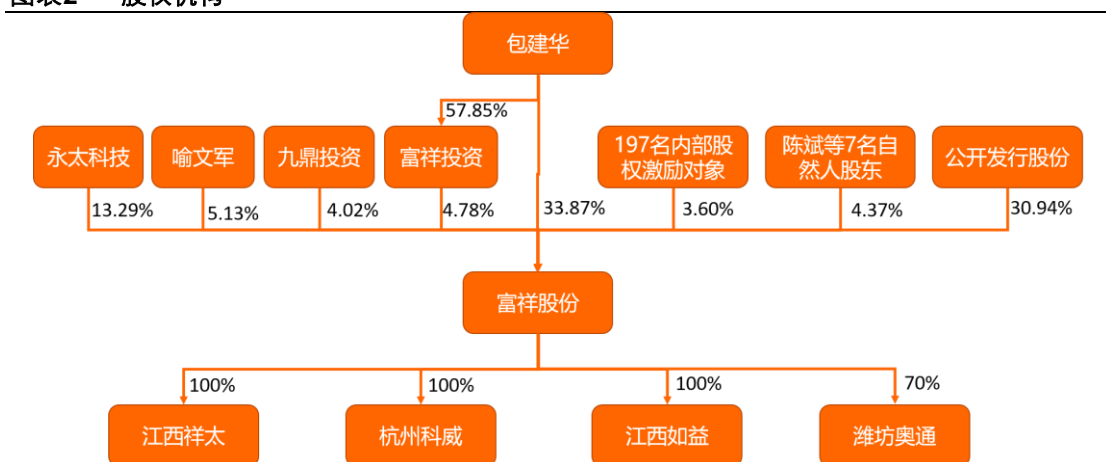
公司创建于 2002 年，业务由化工逐步向药品转型，目前是全球最大 β-内酰胺类酶抑制剂原料药生产基地，多项产品通过 FDA、欧盟认证，技术全球领先。控股股东包建华先生为公司创始人，持股比例 33.87%；第二大股东永太科技同为上市公司，持股比例 13.29%，主要生产氟精细化工产品；第三大股东喻文军经过减持后目前持股比例下降到 5.13%，根据承诺 1 年内将不再减持。

图表1 历史沿革

时间	事项
2002 年 3 月	公司前身“景德镇市富祥医药化工有限公司”成立
2002 年 12 月	公司更名“景德镇市富祥药业有限公司”
2009 年 2 月	新厂区建成投产
2009 年 5 月	取得《药品生产许可证》
2011 年 9 月	公司成为高新技术企业
2012 年 5 月	公司原料药通过新版 GMP 认证
2012 年 8 月	公司更名“江西富祥药业股份有限公司”
2012 年 11 月	公司一项产品通过欧盟 CEP 认证
2014 年 7 月	公司两项产品零缺陷通过美国 FDA 认证
2015 年 12 月	公司成功登陆深交所创业板
2016 年 6 月	公司两项产品收到日本 PMDA 确认复函
2016 年 8 月	收购潍坊奥通 70%股权

资料来源：公司官网、平安证券研究所

图表2 股权结构



资料来源：wind、平安证券研究所

公司产品包括他唑巴坦、舒巴坦及培南类三大系列，其中他唑巴坦和托西酸舒他西林为原料药，其他为医药中间体，原料药占公司三分之一的营业收入。舒巴坦系列主要产品为舒巴坦酸，他唑巴坦系列主要产品为他唑巴坦酸，培南系列主要产品为美罗培南母核。

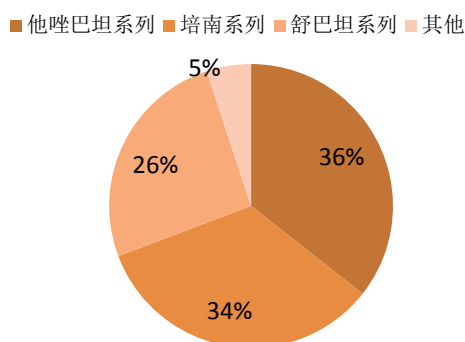
图表3 公司产品领域

类别	产品系列	主要产品名称
β-内酰胺酶抑制剂及相关产品	舒巴坦系列	舒巴坦（舒巴坦酸）、舒巴坦匹酯、碘甲基舒巴坦、舒他西林、托西酸舒他西林（原料药）
	他唑巴坦系列	他唑巴坦（原料药）、他唑巴坦二苯甲酯、青霉烷亚砷二苯甲酯、二苯甲酮脲
碳青霉烯类产品	培南系列	美罗培南粗品、培南母核、培南侧链、美罗培南中间体 F9、溴丙酰螺苯噁嗪环己烷、保护基美罗培南、4-乙酰氧基氮杂环丁酮（4-AA）
其他		叠氮化钠、乙酰化物、哌拉西林、甲酯胺盐酸盐、S-2-氨基丁酰胺盐酸盐、N-乙基双氧哌嗪氨苯乙酸等

资料来源：公司公告、平安证券研究所

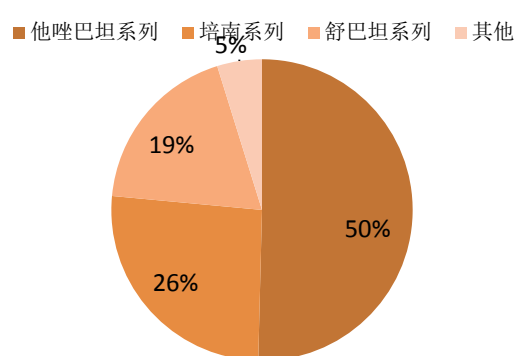
公司三大系列产品贡献了 95% 营业收入。2016 年上半年，他唑巴坦系列贡献收入 1.29 亿，占比 36%；培南系列产品贡献收入 1.22 亿，占比 34%；舒巴坦系列贡献收入 9336 万，占比 26%。毛利方面，他唑巴坦系列产品贡献毛利最高，占比达 50%，其次为培南系列占比为 26%，舒巴坦系列毛利占比 19%。

图表4 2016H1 公司营业收入构成



资料来源：公司公告，平安证券研究所

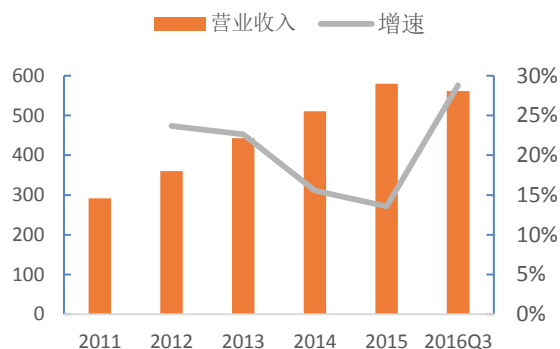
图表5 2016H1 公司毛利构成



资料来源：公司公告，平安证券研究所

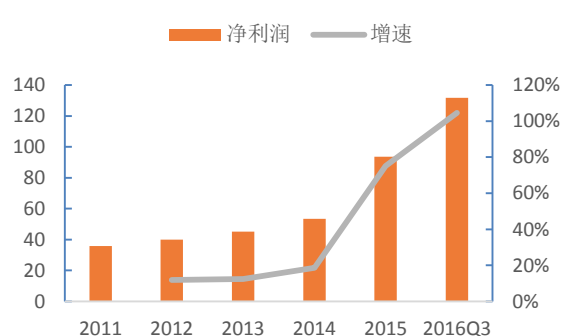
公司 2011-2015 年营收 CAGR15.06%，归母净利润 CAGR27.11%，近两年增速明显加快。2016 年前三季度营业收入为 5.61 亿，同比增长 28.79%；归母净利润为 1.32 亿元，同比增长 105%。净利润大幅增长，一方面由于他唑巴坦价格上涨，另一方面主要原材料 6-APA 价格下降，使得毛利率提升 9.71pp 达到 42.88%。

图表6 近年公司收入增长情况（百万元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

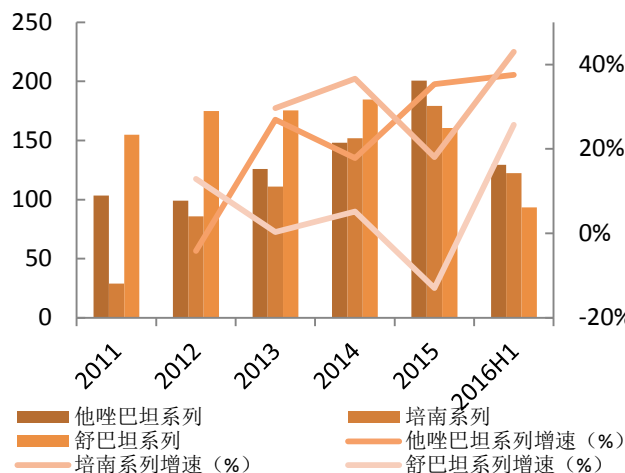
图表7 近年公司净利润增长情况（百万元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

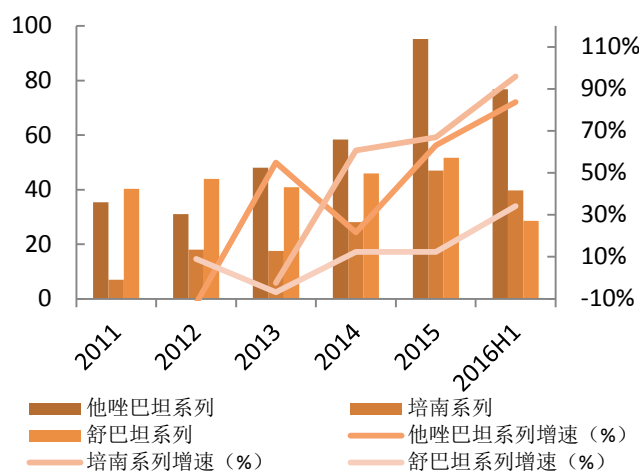


图表8 2016H1 各产品收入增速加快（百万元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 2016H1 各产品毛利增速加快（百万元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

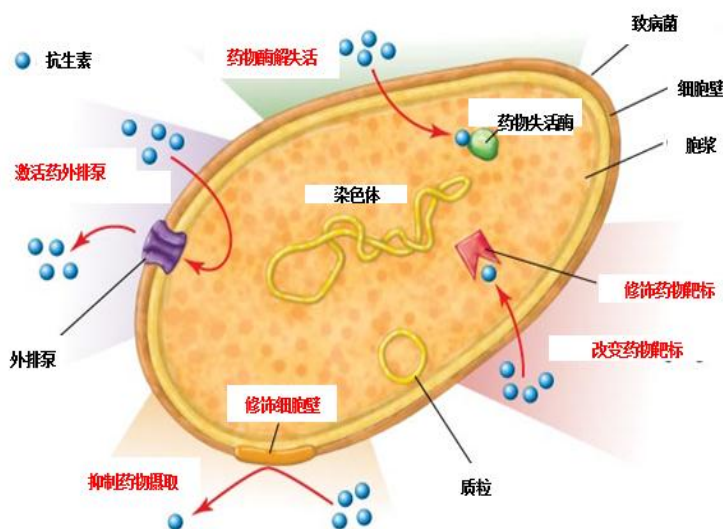
## 二、下游制剂需求旺盛，终端保持快速增长

### 2.1 抗生素耐药性推动联合用药快速增长

#### 2.1.1 $\beta$ -内酰胺酶抑制剂能有效解决部分抗生素耐药问题

细菌快速的变异进化使其容易产生耐药性，机理包括（1）细菌产生抗菌药物水解酶和灭活酶，导致抗生素失效，如 $\beta$ -内酰胺酶；（2）抗菌药物与细菌结合靶位结构改变，导致抗菌药物与细菌亲和力下降，抗生素与细菌结合失败，如青霉素结合蛋白数量或结构改变；（3）细菌细胞壁障碍或细胞膜通透性改变，导致抗生素无法进入细胞内。（4）细菌通过各种途径阻碍抗菌药物渗透。

图表10 细菌耐药机理



资料来源：知网、平安证券研究所

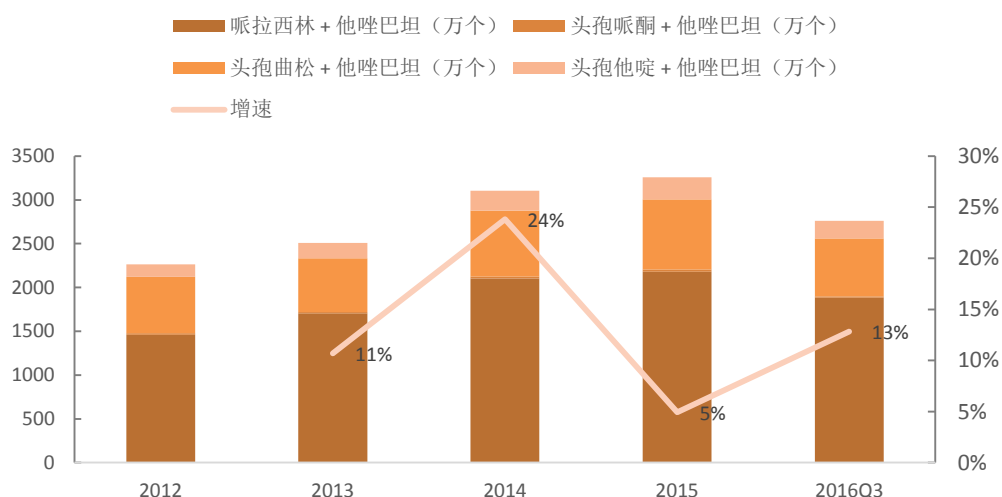
$\beta$ -内酰胺酶抑制剂是一类  $\beta$ -内酰胺类药物，可与  $\beta$ -内酰胺酶发生牢固的结合而使酶失活，主要针对耐药产生的机理（1），与相应抗生素联用可避免其被细菌产生的  $\beta$ -内酰胺酶水解，从而增强其抗菌活性、减少用量。目前临床上主要应用的  $\beta$ -内酰胺酶抑制剂包括克拉维酸、舒巴坦和他唑巴坦三种，舒巴坦与克拉维酸的抑酶谱相似（均能有效抑制细菌产生的 II、III、IV 和 V 型酶），但稳定性较克拉维酸好，抗菌活性略强。他唑巴坦对染色体介导的 I 型酶也有效，抑酶谱比克拉维酸和舒巴坦都要广。他唑巴坦的抑酶强度、抑酶谱、对酶的稳定性都强于克拉维酸和舒巴坦，是目前最好的  $\beta$ -内酰胺酶抑制剂。

- 抑酶强度：他唑巴坦 > 克拉维酸 > 舒巴坦
- 抑酶谱：他唑巴坦 > 克拉维酸 = 舒巴坦
- 诱导细菌产生酶的作用：他唑巴坦 < 舒巴坦 < 克拉维酸

### 2.1.2 内酰胺酶抑制剂联合用药在医院终端保持较快增长

内酰胺酶抑制剂联合用药目前有以巴坦类与哌拉西林、三代头孢复方为主。2012 年-2015 年他唑巴坦系列制剂年复合增速达 12.88%，舒巴坦系列复合增速为 11.73%。由于上市时间更早、并且有一定的替代作用，舒巴坦系列医院终端增速有所放缓。

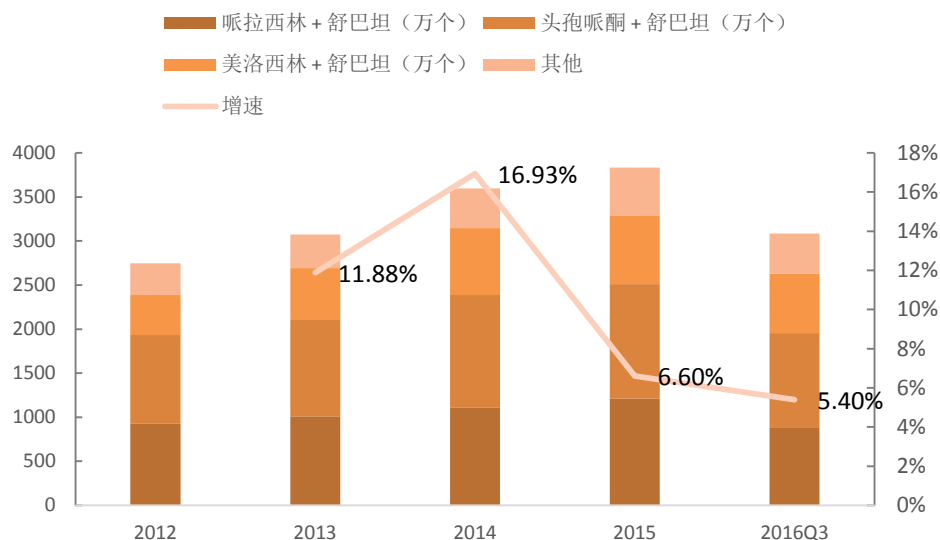
图表11 近年样本医院他唑巴坦复方制剂增长情况



资料来源：PDB、平安证券研究所



图表12 近年样本医院舒巴坦复方制剂增长情况

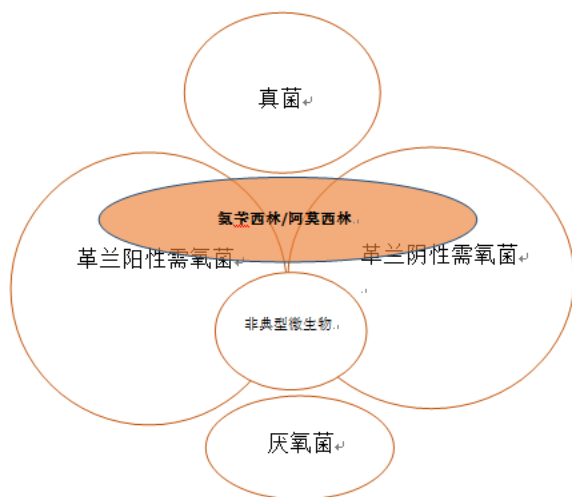


资料来源: PDB、平安证券研究所

## 2.2 培南类抗菌谱广、抗菌力强，近年复合增速达 20%

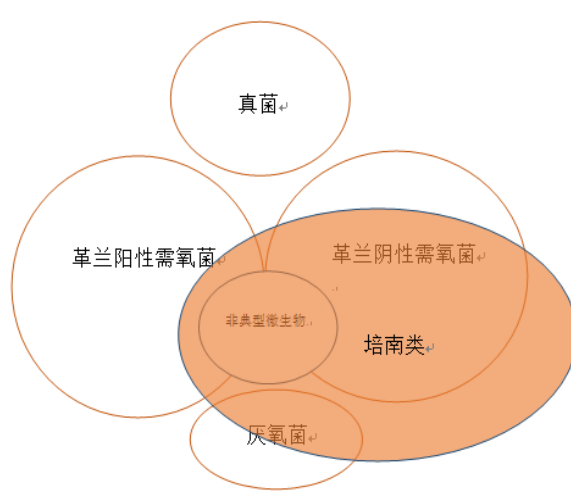
碳青霉烯类药物（俗称“培南类”）是一类含碳青霉烯环的新型光谱的β-内酰胺类抗生素，是目前抗菌谱最广、抗菌活性较强的一类抗生素，对临床上大多数致病革兰阳性与阴性菌、需氧菌与厌氧菌均具有良好的抗菌作用，主要用于临床重症感染。

图表13 传统广谱抗生素的抗菌范围



资料来源: 丁香园, 平安证券研究所

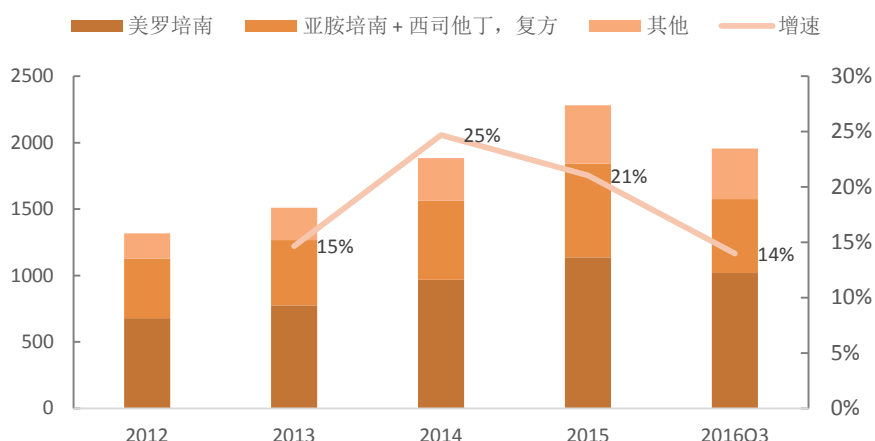
图表14 培南类抗生素的抗菌范围



资料来源: 丁香园, 平安证券研究所

近年由于耐药问题使得部分抗生素失效，培南类药物使用量迅速增长。其中亚胺培南由于上市时间早，2002 年以前占据我国培南类药物绝大部分市场份额，随后美罗培南迅速增长，市占率目前已达到 52%。2012-2015 年培南类整体复合增速达到 20.06%，远高于抗生素行业平均水平。

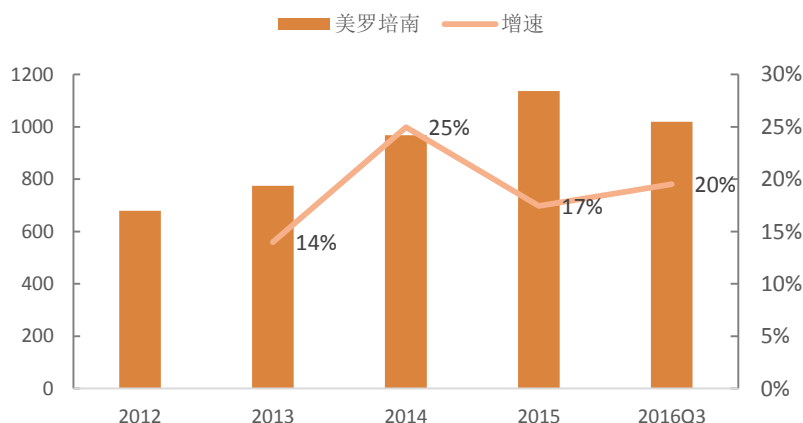
图表15 近年样本医院培南类制剂增长情况（万支）



资料来源：PDB、平安证券研究所

美罗培南是日本住友株式会社开发品种，国内仿制较早，1998 年浙江海正获得生产批号，后深圳海滨、石药集团等陆续获得生产资格。近几年美罗培南增长迅速，2012-2015 年复合增速 18.69%。

图表16 近年样本医院美罗培南增长情况（万支）



资料来源：PDB、平安证券研究所

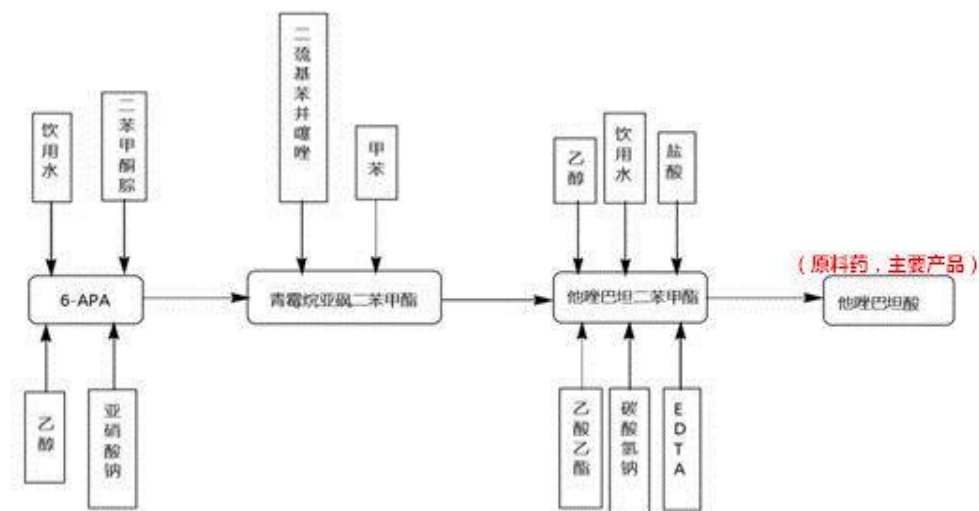
## 三、三大产品系列有望保持高速增长

### 3.1 他唑巴坦酸有望迎来量价齐升

#### 3.1.1 他唑巴坦酸是公司他唑巴坦系列的主要产品

他唑巴坦合成工艺有两条，一是以舒巴坦为起始物，另一条是以 6-APA 为原料。前者收率较低，工业化难度较大，故大部分企业采用 6-APA 路径，经重氮化、溴化、过氧乙酸氧化、酯化后，在锌的作用下脱去溴，然后和三甲基硅基三唑化合物反应，引入三唑化合物，高锰酸钾氧化，最后水解得到他唑巴坦钠。重要中间体有他唑巴坦二苯甲酯和他唑巴坦酸。之后可由原料药厂家采购进一步生产他唑巴坦钠以及其它复方制剂用原料。公司采用的以 6-APA 为原料的路径，主要产品为他唑巴坦酸，同时也有部分他唑巴坦二苯甲酯、青霉烷亚砷二苯甲酯等中间体出售。

图表17 公司他唑巴坦酸合成路径

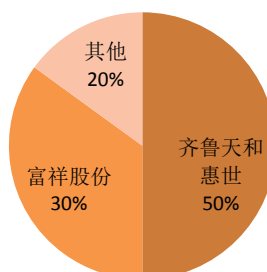


资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 3.1.2 竞争格局良好，爆炸事故造成较大缺口

估计 2016 年国内他唑巴坦总产量为 200 吨左右，国内消耗和出口各占一半。目前国内他唑巴坦系列原料药主要生产厂商包括富祥药业、齐鲁天和惠世、华邦医药三家，其中齐鲁天和惠世市占率第一，约 50%；公司市占率第二，约 30%。2016 年 10 月、2017 年 1 月齐鲁、华邦相继发生爆炸事故，预计产能需两年才能完全恢复，对供给造成较大缺口。

图表18 他唑巴坦主要生产厂商市场份额情况

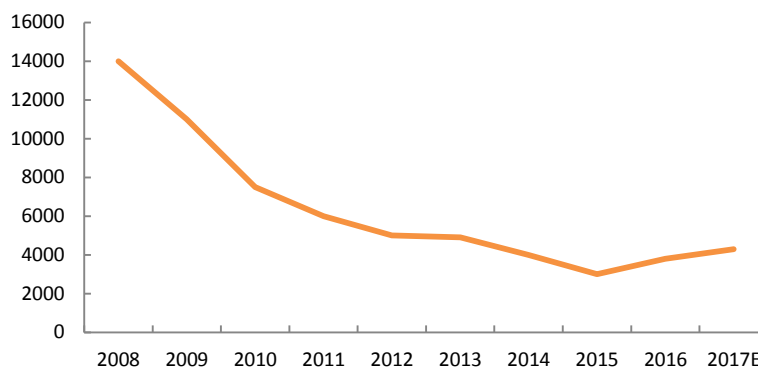


资料来源：健康网、平安证券研究所

### 3.1.3 新增产能释放，有望迎来量价齐升

公司首发募投项目 50 吨他唑巴坦新产能预计将在 2017 年下半年逐步开出，加上原有产能今年产量有望达到 80-100 吨，同比增长 50%。价格方面，随着工艺的改善和产能扩张，他唑巴坦酸自 2008 年的 14000 元/公斤逐步下降至 2015 年的 3000 元/公斤。但随着下游需求增加、供应逐步紧张、2016 年价格触底反弹，价格回到 3500-4000 元/公斤之间，在供给不足的情况下预计 2017 年他唑巴坦酸的价格将仍然坚挺，有望达到 4000-4500 元/公斤。

图表19 他唑巴坦酸价格走势（元/公斤）

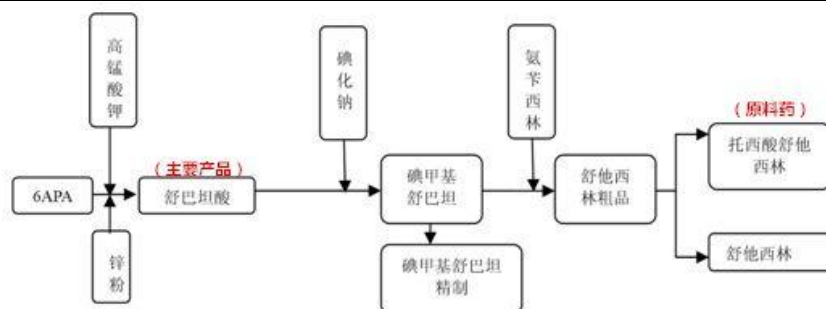


资料来源：健康网、平安证券研究所

### 3.2 舒巴坦系列价格平稳，客户制剂的市场拓展拉动销售 30%以上增长

舒巴坦酸（C<sub>8</sub>H<sub>11</sub>NO<sub>5</sub>S）主要合成路径为以 6-APA 为原料经重氮化、溴化、氧化、还原制成，是公司的主要产品。同时公司还生产销售下游的舒巴坦匹酯、舒他西林、托西酸舒他西林（原料药）等产品。

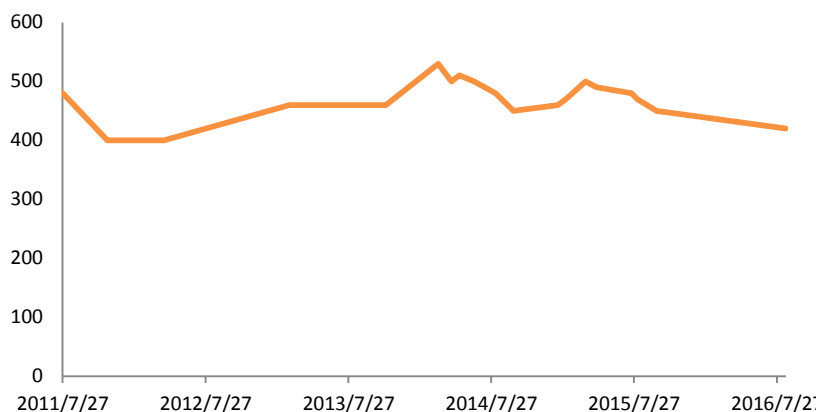
图表20 公司舒巴坦系列工艺路径



资料来源：公司公告、平安证券研究所

国内舒巴坦酸产量在 1000 吨左右，主要生产厂商包括富祥和华旭，公司市场份额超过 50%。华邦、台州信友产能在 200-300 吨之间，但近年几乎没有产量。行业的需求与供给基本匹配，价格较为稳定，近几年一直在 300-400 元/公斤间波动，预计未来价格仍将保持平稳态势。销量方面，由于公司的主要客户意大利费卡的相关制剂产品通过美国 FDA 认证，开始在北美市场销售，对原料的需求快速增加，公司 2016 年舒巴坦类原料药增速达到 50%，预计今年将保持 30%以上增速。

图表21 舒巴坦酸价格走势（元/公斤）

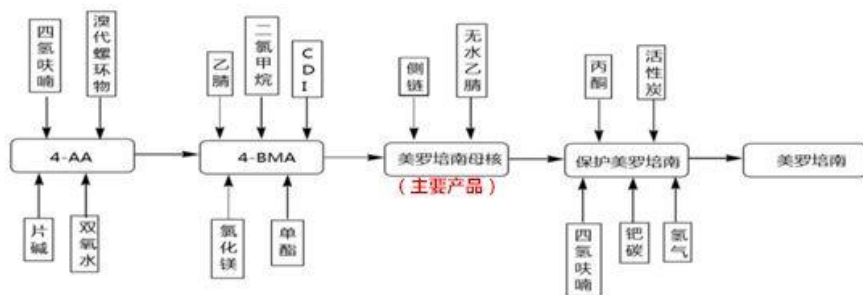


资料来源：健康网、平安证券研究所

### 3.3 培南系列产业链完善、成本优势明显，逐步抢占市场份额

目前美罗培南主要的合成工艺路线是由 4-AA 作为起始物，经过氧化、溴化、酯化等反应生成美罗培南母核，再经过增加侧链等步骤最终得到美罗培南原料药。美罗培南母核是其中的重要中间体，也是公司培南系列的主要产品。

图表22 公司培南系列工艺路径



资料来源：公司公告、平安证券研究所

国内美罗培南原料药的生产厂家主要有海翔药业、海滨制药、富祥药业、华邦药业等，公司的优势在于产业链更完整，产品涉及 4AA、中间体、原料药粗品，同时募投项目将引入无菌技术，产业链直接延伸到无菌原料药。由于公司突破了 4-AA 技术，由以前向其他厂商采购变为自供，同时不断优化工艺，使得公司培南系列的净利润率比其他竞争对手高 3% 左右。未来公司将利用成本优势不断扩大市场份额，预计今年增速在 30% 以上。

## 四、通过国际认证，打开高端市场利润丰厚

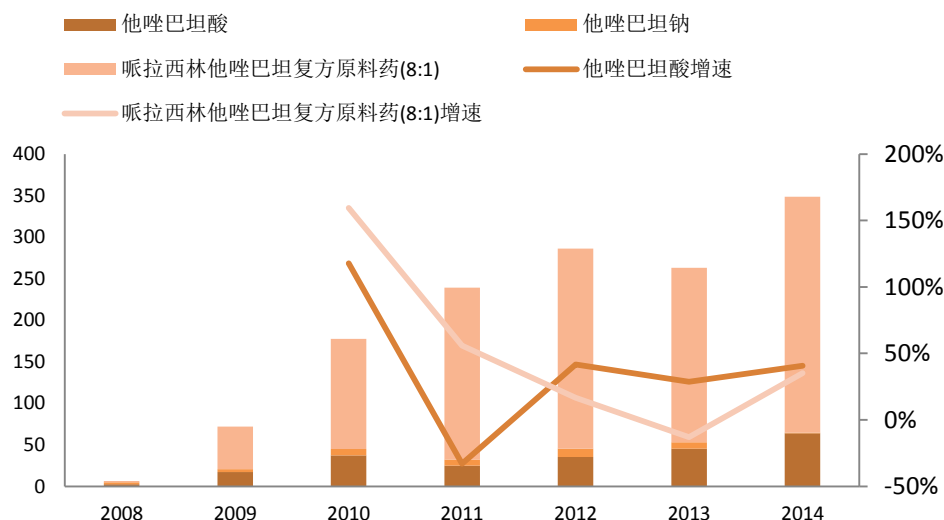
### 4.1 三大系列出口量迎来快速增长

#### 4.1.1 他唑巴坦酸近年出口量复合增速达 37%

2014 年他唑巴坦系列出口总额接近 300 吨。其中齐鲁天和惠世以出口哌拉西林他唑巴坦复方原料药为主，公司以出口酸为主。从增长趋势来看，越来越多的下游企业选择直接采购酸进行生产，2011-2014 年他唑巴坦酸出口复合增速达到 36.9%，远高于复方原料药的 11.1% 复合增速。从海关统计数据来

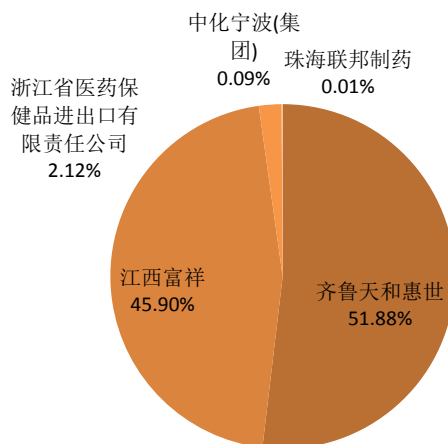
看，齐鲁天和惠世市占率第一，约为 52%；公司市占率第二，约为 46%，两者合计占了他唑巴坦酸出口额的 97.8%。

图表23 近年我国他唑巴坦系列原料出口情况（吨）



资料来源：海关统计数据、平安证券研究所

图表24 2013 年他唑巴坦酸出口企业份额



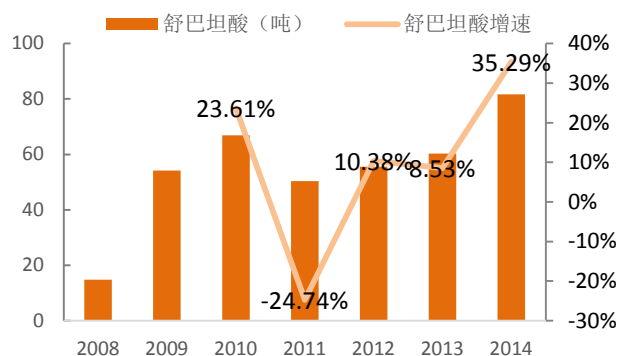
资料来源：海关统计数据、平安证券研究所

#### 4.1.2 舒巴坦酸出口量迅速反弹

近年我国舒巴坦类原料出口以印度、日本、韩国、土耳其、阿根廷和意大利等为主，主要出口企业包括江西富祥药业和江苏华旭药业，中利实业为贸易型公司。2014 年舒巴坦酸出口量超过 80 吨，2011-2014 年复合增速达 17.46%。

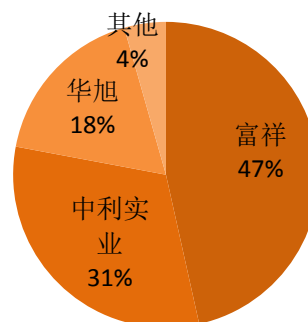


图表25 近年舒巴坦酸增长情况



资料来源：海关统计数据，平安证券研究所

图表26 2014 年各企业舒巴坦酸出口量占比

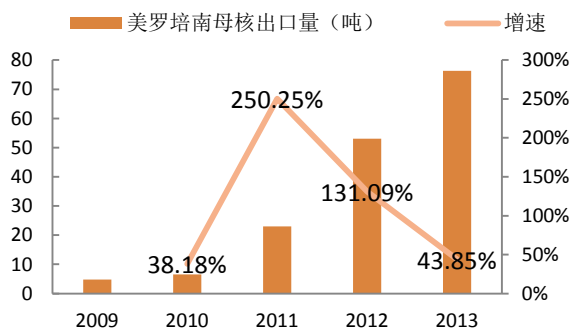


资料来源：海关统计数据，平安证券研究所

#### 4.1.3 制剂专利到期为美罗培南原料出口带来机会

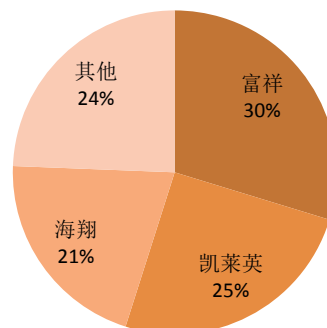
2006 年以前，国际上培南类制剂市场主要掌握在日本原研厂家手上，而随着近几年仿制厂家技术上的突破、几个主要品种专利的陆续到期，非专利药物市场的增长迅速，由此给我国企业原料及中间体的出口带来了很好的机遇。近年美罗培南母核出口数据呈现出爆发式增长，2010-2013 年复合增速达 126.65%，2013 年出口总量约 76 吨。公司出口 22.7 吨，占出口总量的 30%，其次为凯莱英，占比 25%，海翔药业占比 21%。

图表27 近年我国 MAP 出口量情况



资料来源：海关统计数据，平安证券研究所

图表28 2013 年 MAP 出口量占比情况

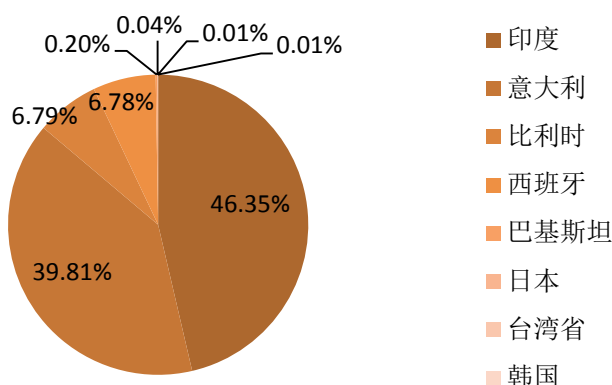


资料来源：海关统计数据，平安证券研究所

#### 4.2 规范市场价格更高、利润丰厚

由于北美和欧洲市场企业原研产品多、价格高，相对来说对原料药成本敏感度低，原料产品出口均价更高。据海关统计数据，2014 年他唑巴坦酸主要出口国包括印度、欧洲国家，亚洲国家数量占比最高，达到 54.85%，但由于价格较低，出口金额占比为 41.26%，低于欧盟的 55.68%。从出口价格来看，北美平均价格达到 1,175.62 美元/公斤，其次为欧盟 747.74 美元/公斤，亚洲价格为 440.70 美元/公斤，北美和欧盟的价格分别是亚洲价格的 2.7 和 1.7 倍。

图表29 2014 年他唑巴坦酸出口各国数量占比



资料来源：海关统计数据、平安证券研究所

图表30 2013 年他唑巴坦酸出口量及出口金额分布

出口区域	出口量(kg)	数量 份额	出口金额 (\$)	出口金额 占比	平均价格 (\$/kg)
亚洲	24,857	54.85%	10,954,484	41.26%	440.70
欧盟	19,773	43.63%	14,784,996	55.68%	747.74
北美	691	1.52%	812,356	3.06%	1,175.62
总计	45,321	100.00%	26,551,836	100%	585.86

资料来源：海关统计数据、平安证券研究所

### 4.3 通过美国 FDA、日本 PMDA 认证，打开规范市场

公司产品出口主要销往印度、意大利，与费卡、阿拉宾度等知名企业保持了长期稳定的合作关系。2015 年他唑巴坦原料药和舒巴坦产品以“零缺陷”的结论通过了 FDA 认证现场检查，2016 年开始向默克、辉瑞小批量供货。而辉瑞是舒巴坦复合制剂的龙头企业，占据国内舒巴坦复合制剂 35%以上的市场份额，对舒巴坦原料需求大，公司未来有望获得更多订单。

2016 年 5 月，公司收到日本 PMDA（日本医药品及医疗器械综合机构）的通知，公司的舒巴坦酸和舒巴坦钠生产现场通过日本 GMP 符合性检查，标志着公司已取得两项产品在日本市场销售的许可，为公司开拓日本市场打开了准入通道。同时，公司在 2016 上半年共计接受客户现场审计 17 次，均获得了客户极大的满意度，将有力推动公司销售工作的展开。

图表31 公司主要产品国内外注册情况

产品名称	注册机构
舒巴坦酸	US-FDA
	PMDA
他唑巴坦酸	US-FDA
	中国-CFDA
	PMDA
托西酸舒他西林	中国-CFDA
哌拉西林	EDQM
	PMDA
MAP	US-FDA

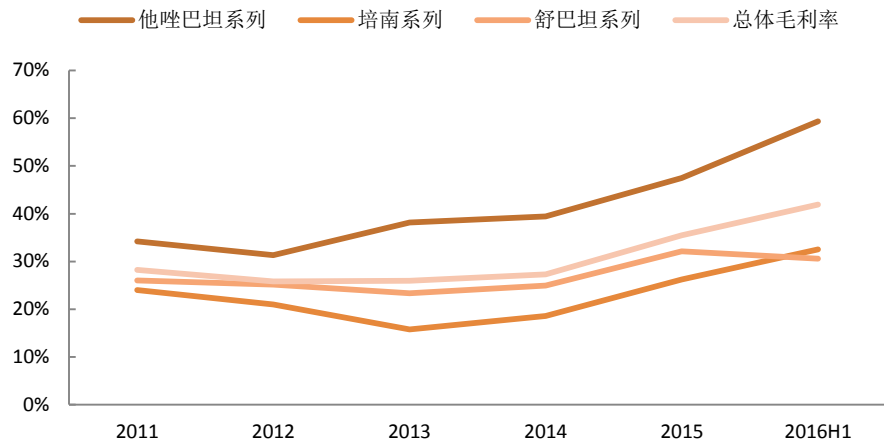
资料来源：健康网、平安证券研究所

## 五、原材料降价、流程优化提升毛利率

### 5.1 他唑巴坦毛利上升明显，其他系列均有上升

公司整体毛利率自 2013 年的 25.9% 快速提升至目前的 41.9%，主要受他唑巴坦毛利提升的拉动。公司他唑巴坦系列产品毛利率从 2011 年的 34.2% 上升至 2016 年上半年 59.3%，处于行业领先水平；培南系列产品毛利率自 2013 年出现小幅下跌，开始平稳回升，2016 年上半年毛利率为 32.5%；舒巴坦系列产品毛利率稳定上升，2016 年上半年为 30.6%。

图表32 近年公司分产品毛利增长情况

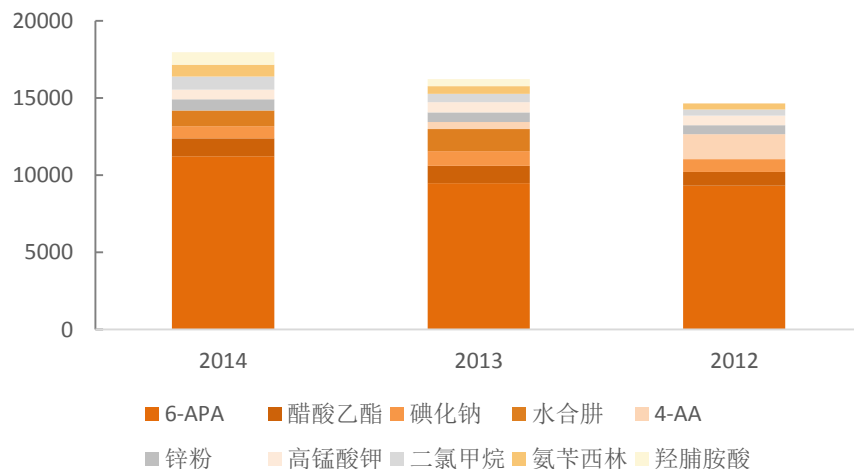


资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 5.2 重要原材料 6-APA 价格呈下降趋势

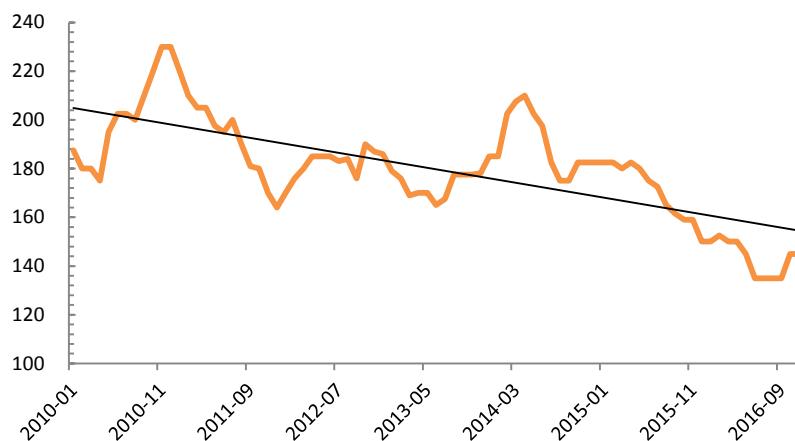
6-APA 即 6-氨基青霉烷酸，是公司制备舒巴坦和他唑巴坦系列产品的重要原料，其采购成本在总原材料成本的 60% 左右。从 6-APA 采购价格方面看，6-APA 价格处于下降趋势中，从 2010 年初的 200 元/kg 下降到 2017 年 1 月的 145 元/kg，原材料采购价格下降是公司毛利率上升的主要原因之一。由于 6-APA 产能过剩，预计未来涨价幅度不大。

图表33 公司 2012-2014 年前十大原材料采购额（万元）



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表34 6-APA 国内销售价格（元/kg）



资料来源：wind、平安证券研究所

### 5.3 优化流程、提高设备利用率

公司的产品系列都在百吨级别以下，不同于大宗原料药，其设备并非严格意义上的流水线生产，各反应设备间存在灵活调配的空间。通过不断优化流程，提高各设备的利用率，随着产量的增加，成本分摊后将进一步提升公司的毛利率。

## 六、 技术储备丰富，并购奥通快速实现新产品落地

### 6.1 立足抗感染优势领域，在抗病毒等方向储备丰富

公司是国家高新技术企业、省级企业技术中心，坚持“研发一代、上市一代、储备一代”的新产品开发策略，围绕现有产品生产工艺进行优化改进，同时结合公司未来发展战略对拟生产的新产品进行工艺储备。研发项目均主要依靠自身科研团队开展，2015 年研发人员数量为 149 人，占员工数的 15.8%，研发投入 1833 万元，占营业收入的 3.16%。除去公司的抗生素产品外，公司立足抗感染这一优势领域，在抗病毒方面有丰富的技术储备，同时涉及心血管、抗炎类产品，部分产品如恩曲他滨、依法韦仑、拉米夫定已进入小试阶段，公司将根据市场情况适时扩大生产、推向市场。

图表35 公司其他系列产品及技术储备

模式	种类			
大生产	青霉素类	抗病毒类	心血管类	抗炎类
	哌拉西林			
	托西酸舒他西林			
技术储备	舒他西林			
	阿扑西林	富马酸他诺福韦酯	阿托伐他汀钙	硫酸氨基葡萄糖
		恩曲他滨	瑞舒伐他汀钙	
		依法韦仑		
		拉米夫定		

资料来源：公司官网、平安证券研究所

### 6.2 并购奥通扩产同时快速实现新产品落地

公司 2016 年 8 月 18 日公告将以支付现金的方式购买潍坊奥通药业 70%的股权，交易对价为 476

万元。奥通前期完成了多个项目审批，并已通过有权部门的环境影响评价和安全评价，获得生产许可，具备完备的原料药和中间体的生产条件。公司可充分利用奥通现有的生产资质、场地设备、人力资源、销售渠道等，快速增加公司产品产能；并有助于公司及时把握市场需求，快速实现新产品的规划、落地和生产，为完善公司产业链布局节约时间。奥通于 2015 年 1 月投资 1.05 亿元用于建设新车间，包括年产 80 吨的联苯双酯、500 吨阿昔洛韦、500 吨沙坦联苯以及 200 吨五氟苯酚，预计将于 2017 年上半年竣工投产。

图表36 奥通新建产能情况

产品名称	产能（吨）	类型	作用
联苯双酯	80	联苯双酯成品药	抗病毒性肝炎
阿昔洛韦	500	阿昔洛韦成品药	抗病毒
沙坦联苯	500	沙坦类药品关键中间体	抗高血压
五氟苯酚	200	索非布韦关键中间体	抗病毒性肝炎

资料来源：平安证券研究所

## 七、股权激励绑定员工利益，高度重视安全生产

### 7.1 股权激励范围广、力度大

2016 年 5 月 16 日完成股权激励授予，实际授予数量为 269.15 万股，占授予前公司总股本 7200 万股的 3.74%，授予价 38.26 元/股，授予对象包括董事、中高层管理人员以及核心业务（技术）人员 197 人，占员工总数的 20.9%。本次激励范围广、数额较高，很好地将员工利益与公司发展紧密绑定在一起，为公司成长奠定了良好的人员基础。解锁条件为 2016-2018 年扣非净利润增速不低于 19%、11%、10%，解锁比例为 40%、30%、30%，第一个解锁日为 2017 年 5 月 16 日。

图表37 股权激励解锁情况

指标名称	2016	2017	2018	2019
解锁日期		2017/5/16	2018/5/16	2019/5/16
解锁比例		40%	30%	30%
解锁条件净利润增速不低于 (以 2013-2015 均值为基准)	80%	100%	120%	
扣非净利润(亿元)	1.09	1.21	1.34	
扣非净利润增速	19%	11%	10%	
成本摊销(万元)	1608.49	1422.89	556.78	123.73

资料来源：公司官网、平安证券研究所

### 7.2 携手杜邦共建安全体系

公司在原料中间体生产中涉及到易爆炸的危险反应，竞争对手也相继发生事故，所以公司高度重视安全生产。公司于 2016 年 3 月聘请杜邦提供安全咨询，三年支付 1100 万费用。杜邦成立于 1802 年，至今 200 多年历史，涉及炸药、化学品、生命科学等领域，是世界范围工业安全的标杆。通过与杜邦合作，让公司各项安全生产指标达到世界一流企业的水准，避免意外事故的发生。

## 八、首次覆盖，给予“强烈推荐”评级

在下游需求、出口拉动下，公司产能释放三大系列产品进入快速增长期：他唑巴坦竞争格局良好，事故造成供给短缺，预计今年销售量增加 50%；舒巴坦和培南类产品增速预计在 30%左右。整体来看公司未来 2 年净利润增速有望达到 40%以上。从增长持续性来看，公司在抗病毒领域储备丰富，通过收购奥通使新产品快速落地，不断丰富产品线。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.53 元、2.80 元和 4.28 元，对应市盈率估值为 42.4 倍、23.3 倍和 15.3 倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级，目标价 84 元。

## 九、风险提示

- (1) 产量不达预期；
- (2) 国际市场拓展不达预期。



资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	628	806	1201	1690
现金	360	459	672	1006
应收账款	116	164	246	325
其他应收款	36	37	69	78
预付账款	5	5	9	10
存货	111	140	206	270
其他流动资产	111	140	206	270
<b>非流动资产</b>	382	391	396	370
长期投资	0	0	0	0
固定资产	267	281	289	265
无形资产	61	59	58	57
其他非流动资产	54	51	49	49
<b>资产总计</b>	1010	1197	1598	2060
<b>流动负债</b>	302	286	356	370
短期借款	133	77	91	0
应付账款	69	114	139	209
其他流动负债	99	95	127	162
<b>非流动负债</b>	112	62	78	46
长期借款	65	16	32	0
其他非流动负债	46	46	46	46
<b>负债合计</b>	413	348	434	416
少数股东权益	0	0	0	0
股本	72	112	112	112
资本公积	318	359	359	359
留存收益	206	378	693	1172
<b>归属母公司股东权益</b>	596	849	1164	1643
<b>负债和股东权益</b>	1010	1197	1598	2060

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	74	191	223	461
净利润	94	172	314	480
折旧摊销	29	32	37	38
财务费用	12	5	1	-3
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-65	-18	-130	-54
其他经营现金流	5	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-72	-42	-42	-12
资本支出	1	-42	-42	-12
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-73	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	291	-49	31	-114
短期借款	0	-56	14	-91
长期借款	39	-49	16	-32
普通股增加	18	40	0	0
资本公积增加	223	40	0	0
其他筹资现金流	11	-24	2	8
<b>现金净增加额</b>	293	100	212	334

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	580	766	1119	1558
营业成本	374	452	623	857
营业税金及附加	2	3	4	6
营业费用	15	19	21	24
管理费用	67	80	92	101
财务费用	7	5	1	-3
资产减值损失	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	110	203	372	569
营业外收入	6	6	6	6
营业外支出	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	112	205	374	571
所得税	18	33	60	91
<b>净利润</b>	94	172	314	480
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	94	172	314	480
EBITDA	145	240	410	604
EPS (元)	0.84	1.53	2.80	4.28

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	13.5	32.1	46.2	39.2
营业利润(%)	80.7	85.0	83.1	52.9
归属于母公司净利润(%)	75.1	84.2	82.3	52.6
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	35.5	41.0	44.3	45.0
净利率(%)	16.1	22.5	28.1	30.8
ROE(%)	15.7	20.3	27.0	29.2
ROIC(%)	26.6	39.0	65.9	77.7
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	40.9	29.1	27.2	20.2
净负债比率(%)	21.5	-20.6	-18.5	-22.7
流动比率	2.1	2.8	3.4	4.6
速动比率	1.7	2.3	2.8	3.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	5.4	5.5	5.5	5.5
应付账款周转率	7.6	8.4	8.9	9.0
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.84	1.53	2.80	4.28
每股经营现金流(最新摊薄)	1.03	1.70	1.98	4.10
每股净资产(最新摊薄)	5.3	7.6	10.4	14.6
<b>估值比率</b>				
P/E	78.0	42.4	23.3	15.3
P/B	12.2	8.6	6.3	4.5
EV/EBITDA	20.3	28.9	16.5	10.5

# 平安证券综合研究所投资评级：

## 股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）  
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）  
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）  
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

## 行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）  
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）  
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

# 中国平安 PINGAN

## 平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：( 0755 ) 82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：( 021 ) 33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033