

鑫富药业 (002019)

从品种耕耘到产业整合

	丁丹 (分析师)	胡博新 (分析师)	杨松 (研究助理)
	0755-23976735	0755-23976766	0755-23976734
	dingdan@gtjas.com	huboxin@gtjas.com	yangsong@gtjas.com
证书编号	S0880514030001	S0880514030007	S0880114080037

本报告导读:

公司现有产品梯队可支撑中期稳定发展, 而产业整合转型之路已在稳步推进, 维持公司增持评级, 维持目标价 42 元。

投资要点:

产业整合转型之路已在稳步推进。 公司通过在工艺质量、专利、价格等竞争要素上建立优势, 在现有招标政策体系下获得快速发展, 并积累形成覆盖全国 70% 以上二级医院的销售网络。未来公司将利用渠道优势, 引入更多国内和海外品种, 逐步从品种业务整合转向产业整合。维持 2014-2016EPS 为 1.00/1.31/1.69 元的预测 (其中 2014 年为备考 EPS, 制剂贡献约 0.40-0.50 元), 维持目标价 42 元, 维持增持评级。

医药政策变化不影响公司中期业绩。 近期国家发改委提出放开药品最高零售价格, 拟改由社保部制定医保支付价, 市场认为价格政策的变化可能会对公司业绩带来较大冲击, 我们认为药品价格改革方向还未明确, 未来具体推进还有待观察; 中短期来看, 公司核心品种随招标推进将覆盖绝大部分省份, 预计在一个标期内 (3-5 年) 可维持较为稳定的增长。长期看, 医保支付价有可能也将根据产品质量和临床效果分类制定, 公司在这两方面都有一定优势, 未来受到的冲击可能也会有限。

品种引入思路明确。 公司后期将重点侧重产业品种的整合, 品种的介绍思路明确, 包括: 1) 直接收购新品种, 筛选部分符合公司销售体系的新品种, 充分发挥公司渠道优势, 提升产品的价值; 2) 引入海外品种, 采取买断产品所有权、签署长期的独家代理权和分销权协议等形式引进品种, 目前已经布局的海外品种包括生长激素, 乳果糖, 罗西维林注射剂、吡啶美辛巴布膏 (冷贴、辣椒贴) 等; 3) 引入临床品种, 公司筛选引入部分已经做完临床前研究, 并且获批上市概率较大的品种。

风险提示: 品种引入进度低于预期, 医药政策发生重大不利变化

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	644	698	2,433	3,003	3,667
(+/-)%	30%	8%	248%	23%	22%
经营利润 (EBIT)	21	65	509	662	816
(+/-)%	-	189%	639%	30%	23%
净利润	14	26	439	577	743
(+/-)%	-106%	79%	1615%	31%	29%
每股净收益 (元)	0.03	0.06	1.00	1.31	1.69
每股股利 (元)	0.07	0.06	0.20	0.26	0.34
利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	3.7%	9.9%	21.0%	22.1%	22.3%
净资产收益率 (%)	3.0%	5.0%	51.1%	43.7%	38.8%
投入资本回报率 (%)	2.4%	7.0%	36.9%	34.4%	37.4%
EV/EBITDA	195.2	120.1	26.8	20.7	16.6
市盈率	993.9	555.7	32.4	24.7	19.1
股息率 (%)	0.2%	0.2%	0.6%	0.8%	1.0%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **42.00**

上次预测: 42.00

当前价格: 33.57

2014.11.07

交易数据

52 周内股价区间 (元)	14.66-37.98
总市值 (百万元)	14,782
总股本/流通 A 股 (百万股)	440/205
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	47%
日均成交量 (百万股)	4.05
日均成交值 (百万元)	132.13

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,419
每股净资产	5.49
市净率	6.1
净负债率	-0.55%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.01	0.17
Q2	0.01	0.21
Q3	0.01	0.35
Q4	0.02	0.27
全年	0.06	1.00

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-4%	19%	114%
相对指数	-5%	17%	115%

相关报告

《亿帆生物保持高速增长》2014.10.26

《借壳重组工作基本完成, 经营将加速》2014.09.29

《优势专科药的价值链整合者》2014.09.16

《新发相关诉讼案件点评》2009.01.09

模型更新时间: 2014.11.06

股票研究

必需消费
医药

鑫富药业 (002019)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 42.00

上次预测: 42.00

当前价格: 33.57

公司网址

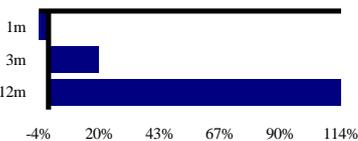
www.xinfupharm.com

公司简介

公司是一家高科技上市公司,是世界最大的维生素 B5 生产供应商,国内唯一的维生素原 B5 生产企业。

公司拥有雄厚的技术力量和精湛的研发队伍,相继被认定为国家级重点高新技术企业、省高新技术企业、省专利示范企业、省高新技术企业 100 强企业,2008 年又被国家人力资源和社会保障部批准为设立博士后科研工作站单位。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

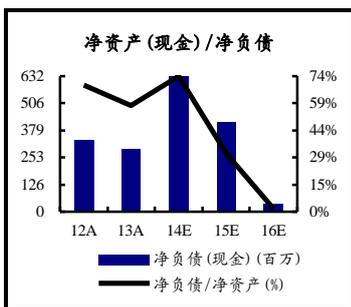
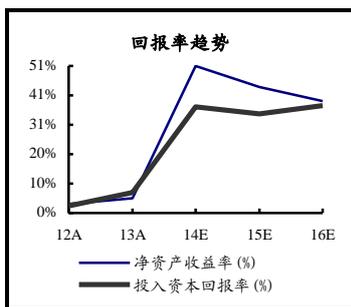
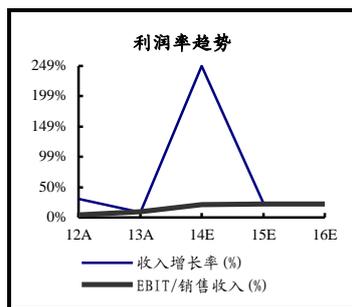
14.66-37.98

市值 (百万)

14,782

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	644	698	2,433	3,003	3,667
营业成本	497	502	1,423	1,706	2,068
税金及附加	4	5	17	21	25
销售费用	29	34	121	162	205
管理费用	93	92	362	453	552
EBIT	21	65	509	662	816
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	45	0	0	0	0
财务费用	-29	-31	-43	-51	-30
营业利润	-3	25	464	610	785
所得税	1	1	25	33	42
少数股东损益	-3	0	0	0	0
净利润	14	26	439	577	743
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	126	124	200	220	240
其他流动资产	383	370	1,309	1,658	2,004
长期投资	0	0	1	1	2
固定资产合计	487	505	508	484	448
无形及其他资产	65	62	60	58	55
资产合计	1,062	1,061	2,078	2,421	2,749
流动负债	578	536	1,202	1,083	816
非流动负债	3	17	17	17	17
股东权益	481	508	859	1,321	1,915
投入资本(IC)	936	924	1,691	1,957	2,188
现金流量表					
NOPLAT	23	65	482	628	774
折旧与摊销	51	53	51	56	58
流动资金增量	165	29	274	468	612
资本支出	-155	26	50	30	20
自由现金流	85	172	858	1,181	1,464
经营现金流	-94	82	-201	361	553
投资现金流	232	-26	-51	-31	-21
融资现金流	-158	-58	328	-310	-512
现金流净增加额	-19	-2	76	20	20
财务指标					
成长性					
收入增长率	29.9%	8.4%	248.5%	23.5%	22.1%
EBIT 增长率	-	189.3%	639.5%	29.8%	23.2%
净利润增长率	-106.2%	78.9%	1614.9%	31.4%	28.8%
利润率					
毛利率	22.2%	27.4%	40.8%	42.5%	42.9%
EBIT 率	3.7%	9.9%	21.0%	22.1%	22.3%
净利润率	2.2%	3.7%	18.1%	19.2%	20.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	3.0%	5.0%	51.1%	43.7%	38.8%
总资产收益率(ROA)	1.3%	2.4%	21.1%	23.8%	27.0%
投入资本回报率(ROIC)	2.4%	7.0%	36.9%	34.4%	37.4%
运营能力					
存货周转天数	111	106	136	136	137
应收账款周转天数	75	67	84	84	85
总资产周转天数	593	547	308	290	270
净利润现金含量	-5.41	3.19	-0.46	0.62	0.74
资本支出/收入	-24.0%	3.7%	2.1%	1.0%	0.5%
偿债能力					
资产负债率	54.7%	52.2%	58.7%	45.4%	30.3%
净负债率	68.6%	57.6%	73.6%	31.6%	1.8%
估值比率					
PE	993.9	555.7	32.4	24.7	19.1
PB	29.6	28.0	16.6	10.8	7.4
EV/EBITDA	195.2	120.1	26.8	20.7	16.6
P/S	22.1	20.4	5.9	4.7	3.9
股息率	0.2%	0.2%	0.6%	0.8%	1.0%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		