

医药

收盘价	目标价	潜在涨幅
港元 9.26	港元 10.80个	+17%

2018 年 5 月 8 日

联邦制药 (3933 HK)

6-APA 再提价，中间体板块业绩将大幅增厚

- ⑥ **6-APA 最新报价上涨 13%**：根据万得最新报价显示，国内 6-APA 价格由 4 月初的 230 元（人民币，下同）上升至 260 元，涨幅超过 13%。根据我们的敏感度分析，我们认为 6-APA 价格持续上涨将提升公司利润率。我们认为，公司在目前环保淘汰中胜出，产品议价能力增强，看好公司未来 6-APA 的价格维护能力。我们预计 2018/19/20 年公司 6-APA 对外销售价格同比上升 19%/9%/6%至 160/175/185 元/千克（不含税），2018/19/20 年中间体板块的分部利润为 3.1/5.2/6.8 亿元，与我们此前预测相比，分别上升 246%/379%/446%。
- ⑥ **中间体价值向下游转化，提升原料药产能利用率**。公司计划将更多 6-APA 用于生产阿莫西林原料药，提升阿莫西林产能利用率，降低单位成本。并筹建生产线，自主供应部分生产阿莫西林所必须的上游产品苯海因，缓解阿莫西林产能瓶颈。
- ⑥ **成药板块向好**：1) 我们认为 18 年胰岛素二代品种收入增速有望从 17 年的 11%回升至 20%，至 6.0 亿元。三代胰岛素加速放量，我们预计全年实现销售收入 8800 万元，同比提升 304%。我们预计胰岛素业务全年销售额可达 6.9 亿元，比我们此前预期提升 6.5%。2) 阿莫西林胶囊通过一致性评价，我们认为公司阿莫西林作为高质高价品种在基层医院仍有扩张空间。
- ⑥ **上调目标价至 10.80 港元，上调评级至买入**：根据我们的敏感度分析，我们认为公司此次提价将对显著提升 18 年公司中间体板块利润。我们预计公司 2018 年中间体/原料药/制剂板块的分部利润分别为 3.1/1.7/6.8 亿元，与之前预测相比分别提升 246%/11.6%/2.8%。我们预计公司 2018/19/20 年扣除土地及衍生工具公允价值变动后核心净利润分别为 4.9/7.1/8.0 亿元。我们将目标价由 8.67 港元上调至 10.80 港元，对应 2018/19/20 年市盈率分别为 28.8/19.8/17.5 倍，上调至**买入**。主要风险：大宗药品环保限产、成药品种大幅降价、研发进度不达预期。

财务数据一览

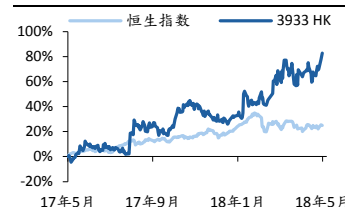
年结 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入(百万人民币)	6,078	6,827	7,855	8,635	9,144
同比增长(%)	-3	12	15	10	6
净利润(百万人民币)	-272	82	290	518	656
每股盈利(人民币)	-0.17	0.05	0.18	0.32	0.40
同比增长(%)	NA	NA	128	23	39
前 EPS 预测值(人民币)			0.11	0.14	0.20
调整幅度(%)			55	126	106
市盈率(倍)	NA	184	52	29	23
每股账面值(人民币)	3	3	3	4	4
市账率(倍)	3	3	3	2	2
股息率(%)	0	0.67	1.21	1.77	2.01

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入↑

1 年股价表现



资料来源：彭博

股份资料

52 周高位(港元)	9.40
52 周低位(港元)	4.50
市值(港元百万)	15,064.86
日均成交量(百万)	6.646
年初至今变化(%)	45.83
200 天平均价(港元)	6.68

资料来源：彭博

赵心怡

grace.zhao@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3611

万玲艳

lilian.wan@bocomgroup.com
(852) 3766 1849

赵利

li.zhao@bocomgroup.com
(852) 3766 1812

林北辰

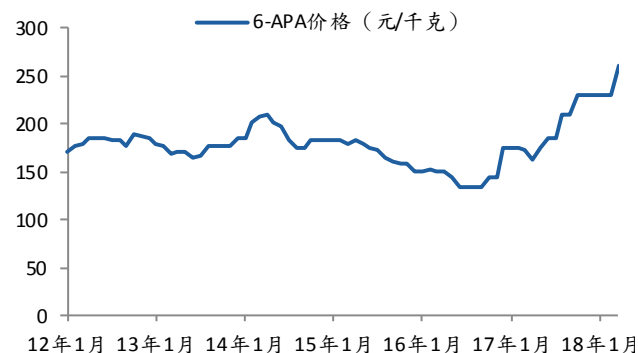
kent.lin@bocomgroup.com
(852) 3766 1847

交银国际荣幸地成为即将于香港举行的第 71 届 CFA 协会峰会的黄金赞助商。

6-APA 最新报价上涨 13%

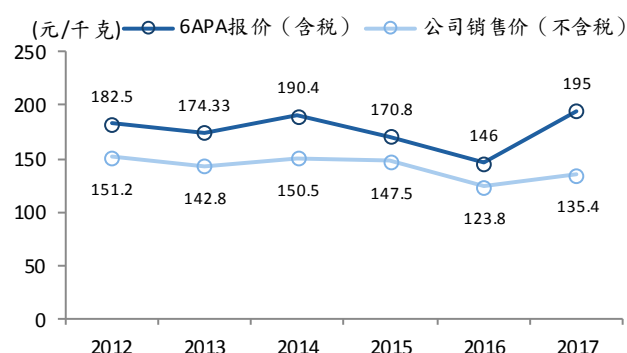
- ④ 根据万得最新报价显示，国内 6-APA 价格由 4 月初的 230 元上升至 260 元，涨幅超过 13%。

图表 1:6-APA 价格走势



资料来源：万得，交银国际

图表 2:6-APA 年度报价和公司销售均价



资料来源：万得，公司资料，交银国际

- ④ 从报价和公司年度均价变化的比较看出，公司销售价格的变化相对滞后，主要由于部分长单的价格锁定导致。2017 年 6-APA 报价提升 31%，公司 6-APA 中间体平均销售价格仅提升 9.4%，我们判断新的订单价格将在 18 年反映，目前的再提价有利于公司后续订单价格的继续提升。

高标准高投入迎来回报期

- ④ 公司自 07 年开始在内蒙古巴彦淖尔新建中间体生产线，2013 年中间体和原料药生产线全部转移至新厂区。新厂区投资近 80 亿元，生产设备先进，环保设施完善。随着环保趋严，部分竞争对手停产，行业落后产能基本出清。因此公司在目前严苛的环保淘汰中胜出，成为目前 6-APA 市场最主要的供应者，议价能力增强。
- ④ 长期以来，原料药的周期性是由价格下降后企业选择性停产和复产推动。然而，目前环保导致的行业去产能可能将打破原料药行业的价格周期，公司在前期巨额资金投入下成为竞争胜出者，进入投资回报期。

图表 3:6-APA 产能和市场供应情况 (2018E)

	产能 (吨)	对外销量 (吨)
联邦	18,000	7,000
威奇达	7,500	环保停产
科伦药业	5,000	5,000
内蒙古常盛	3,500	大部分为内销

资料来源：医药魔方数据库，交银国际

- ④ 由于前期固定资产投入成本巨大，公司目前每年在中间体板块的折旧金额高达 5-6 亿元。因此在目前的产品价格下公司中间体板块利润率较低。我们对公司中间体板块分部利润率进行敏感度分析，当 6-APA 销售价格从

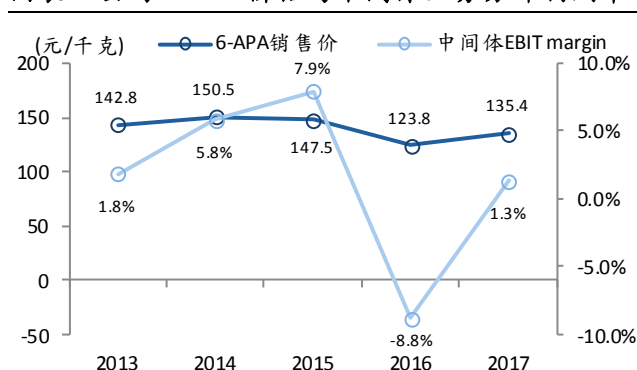
125 元/千克变动至 190 元/千克，中间体分部利润率从-11%增长到 23%。
可见价格超过盈亏平衡点后，6-APA 提价将大幅增厚公司中间体板块利润。
年报数据显示，公司 2013-16 年 6-APA 销售价格从 142.8 元降至 123.8 元，17 年回升至 135.4 元，分部利润率变化基本符合我们的测算水平。因此，我们判断 2018 年 6-APA 的销售价格上升将显著增厚公司中间体板块的利润。

图表 4:6-APA 价格与中间体分部利润率测算

6-APA 单价 (不含税, 元/千克)	125	130	150	170	190
成本(元/千克)	100	100	100	100	100
收入(百万元)	2228	2317	2673	3029	3386
毛利(百万元)	446	535	891	1247	1604
息税折旧摊销前利润 (EBITDA)	401	481	802	1123	1443
折旧	650	650	650	650	650
分部利润(EBIT)	-249	-169	152	473	793
分部利润率 (EBIT margin)	-11%	-7%	6%	16%	23%

资料来源：交银国际预测

图表 5:公司 6-APA 价格与中间体业务分部利润率



资料来源：公司资料，交银国际

- 我们预计 2018/19/20 年公司 6-APA 对外销售价格同比上升 19%/9%/6%至 160/175/185 元/千克(不含税)，按照成本 100 元/千克，产能利用率 99%的水平计算，2018/19/20 年中间体板块的分部利润为 3.1/5.2/6.8 亿元，与我们此前预测相比，分别上升 246%/379%/446%。

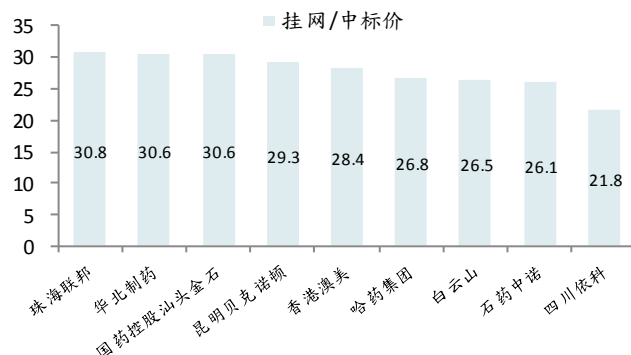
中间体价值向下游转化，原料药产能利用率提升

- 公司目前 6-APA 产能利用率 99.1%，已接近满产，而作为 6-APA 的下游产品，公司阿莫西林原料药产能利用率仅为 68%。管理层表示公司计划将更多 6-APA 用于生产阿莫西林原料药，提升阿莫西林产能利用率，降低单位成本。此外，公司计划苯海因部分自主供应，缓解阿莫西林产能瓶颈。作为生产阿莫西林原料药的必需品，苯海因 2017 年供应短缺影响公司原料药板块业绩。公司正筹建苯海因生产线，预计投产后将缓解此制约，提升原料药板块的盈利能力。因此，我们预计原料部板块 18/19/20 年分部利润将达到 1.7/1.8/1.9 亿元，与此前预期相比分别提升 11.3%/4.6%/1.8%。

阿莫西林通过一致性评价

- 公司 4 月 11 日公告，阿莫西林胶囊(0.25 克)已通过国家一致性评价。我们认为，尽管在样本医院中公司阿莫西林已占有超过 60%的市场份额，但是作为优质优价品种，公司产品是同类品种中价格最高者，在基层医院仍有扩张潜力。公司新配套生产线也即将投入使用。阿莫西林作为国内重复性最高的药物品种之一，通过一致性评价后将有大量品牌退出竞争，若招标采购政策对于通过品种的优先采购政策能得以执行，公司市场份额将可能显著提升。

图表 6:阿莫西林胶囊(0.5 毫克)最新中标价(调整转换比后)



资料来源：医药魔方数据库，交银国际

- 随着公司胰岛素业务销售推广力度加大，我们预期 18 年二代品种收入增速有望回升至 20%，三代胰岛素 18 年上半年销售量可达 3500 万支。我们预计胰岛素业务全年销售额可达 6.9 亿元，与我们此前预期相比提升 6.5%。我们预计成药板块 2018/19/20 年分部利润将达到 6.8/7.7/8.3 亿元，与此前预期相比分别提升 2.8%/3.2%/3.3%。

调整盈利预测，上调评级至买入

- 我们认为 6-APA 价格再次上涨有利于公司后续订单价格提升，显著提升公司中间体业务板块利润。我们预计公司 2018 年中间体/原料药/制剂板块的分部利润分别为 3.1/1.7/6.8 亿元，与之前预测相比分别提升 246%/11.6%/2.8%。我们预计公司 2018/19/20 年扣除土地及衍生工具公允价值变动后核心净利润分别为 4.9/7.1/8.0 亿元，与之前预测相比分别提升 24.5%/65.4%/56.6%。我们将公司目标价由 8.67 港元上调至 10.80 港元，对应 2018/19/20 年市盈率分别为 28.8/19.8/17.5 倍，距目前股价有 17%的上行空间，上调评级至**买入**。

图表 7: 盈利预测调整

(人民币百万元, 每股数据除外)		2018E	2019E	2020E
收入	调整后	7,855.3	8,635.3	9,144.4
	调整前	7,794.0	8,523.0	9,104.8
成本	调整后	-4,804.6	-5,092.8	-5,347.5
	调整前	-4,934.4	-5,477.2	-5,915.4
毛利	调整后	3,050.7	3,542.5	3,797.0
	调整前	2,859.5	3,045.8	3,189.5
销售费用	调整后	-1,228.1	-1,350.9	-1,432.0
	调整前	-1,174.7	-1,245.2	-1,282.6
行政费用	调整后	-664.1	-717.2	-738.7
	调整前	-664.1	-717.2	-724.4
其他费用	调整后	-290.8	-319.9	-351.9
	调整前	-290.8	-314.1	-306.3
经营利润	调整后	1,010.6	1,297.4	1,417.3
	调整前	872.8	912.2	1,019.1
其他收益	调整后	-348.5	-343.7	-300.0
	调整前	-348.5	-343.7	-339.3
财务成本	调整后	-269.9	-261.4	-257.3
	调整前	-269.7	-261.0	-257.0
税前利润	调整后	392.2	692.3	860.0
	调整前	254.6	307.6	422.8
税项支出	调整后	-102.7	-174.3	-204.3
	调整前	-68.2	-78.1	-104.8
净利润	调整后	289.5	517.9	655.7
	调整前	186.4	229.5	318.0
每股收益	调整后	0.18	0.32	0.40
	调整前	0.11	0.14	0.20
扣除一次性损益后核心利润	调整后	488.1	711.6	805.7
	调整前	392.1	430.3	514.5
每股收益(核心)	调整后	0.30	0.44	0.50
	调整前	0.24	0.26	0.32

资料来源：交银国际预测

财务数据-

损益表 (百万人民币)					
年结 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业额	6,078	6,827	7,855	8,635	9,144
销售成本	(3,915)	(4,328)	(4,805)	(5,093)	(5,347)
毛利	2,163	2,498	3,051	3,543	3,797
销售及分销费用	(1,064)	(1,068)	(1,228)	(1,351)	(1,432)
行政开支	(609)	(604)	(664)	(717)	(739)
其它费用	(158)	(253)	(291)	(320)	(352)
经营溢利	317	717	1,011	1,297	1,417
财务费用	(234)	(267)	(270)	(261)	(257)
除税前溢利	(155)	611	779	989	1,119
税项	(135)	13	(103)	(174)	(204)
年内溢利	(272)	82	290	518	656
- 归属股东	(272)	82	290	518	656

资产负债表 (百万人民币)					
截至 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
物业厂房设备	7,351	6,831	6,279	5,706	5,265
商誉	3	3	3	3	3
无形资产	144	151	146	142	139
其他非流动资产	1,711	1,362	1,411	1,407	1,403
非流动资产合计	9,209	8,347	7,840	7,257	6,809
货币资金	1,783	1,594	1,924	2,358	2,889
存货	964	1,173	1,178	1,295	1,372
应收账款	1,961	2,454	2,357	2,591	2,743
其他流动资产	1,050	544	536	528	521
流动资产合计	5,757	5,765	5,996	6,772	7,525
短期借款	-3,250	-1,138	-1,138	-1,038	-938
应付账款及票据	-2,928	-3,268	-3,123	-3,310	-3,476
其他	-548	-383	-398	-414	-431
流动负债合计	-6,726	-4,789	-4,659	-4,763	-4,845
长期借款	-994	-2,279	-2,179	-2,129	-2,079
递延税项负债	-577	-363	-290	-232	-186
其他	-1,322	-1,239	-1,122	-1,016	-921
非流动负债合计	-2,893	-3,881	-3,591	-3,378	-3,186
净资产	5,347	5,442	5,585	5,889	6,303

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量报表 (百万人民币)					
年结 12 月 31 日	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
净利润	(272)	82	290	518	656
折旧	734	775	752	773	640
摊销	9	14	9	9	9
运营资本变动	(248)	(22)	(30)	(140)	(39)
非现金项目	708	0	0	0	0
经营活动所得现金	931	849	1,021	1,161	1,265
投资活动					
固定及无形资产投资	(403)	(333)	(209)	(207)	(207)
处置固定生产资产	60	0	0	0	0
其他投资活动	(170)	140	(118)	(51)	(40)
投资活动所得现金净额	(513)	(194)	(327)	(258)	(247)
融资活动					
已付股利	0	(81)	(146)	(213)	(242)
借款(偿付)得到现金	366	(826)	(100)	(150)	(150)
其他融资活动	29	(84)	(117)	(106)	(95)
融资活动所用现金净额	395	(991)	(364)	(469)	(487)
年内现金及其等价物增加净额	743	(336)	331	433	531
年初现金及现金等价物	878	1,773	1,594	1,924	2,358
年终现金及现金等价物	1,773	1,594	1,924	2,358	2,889

财务比率					
年结 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率					
收入 (%)	-3.0	12.3	15.1	9.9	5.9
毛利 (%)	-10.4	15.5	22.1	16.1	7.2
纯利 (%)			254.2	78.9	26.6
毛利率 (%)	35.6	36.6	38.8	41.0	41.5
净利率 (%)	-4.5	1.2	3.7	6.0	7.2
流动比率 (%)	85.6	120.4	128.7	142.2	155.3
资产回报率 (%)	-1.8	0.6	2.1	3.7	4.6
权益回报率 (%)	-5.1	1.5	5.2	8.8	10.4

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来 12 个月的总回报**高于**相关行业。
中性：预期个股未来 12 个月的总回报与相关行业**一致**。
沽出：预期个股未来 12 个月的总回报**低于**相关行业。
无评级：对于个股未来 12 个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
同步：分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
落后：分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A 股市场的标杆指数为 **MSCI 中国 A 股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股 50(美元)指数**。

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及 ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、郑州银行股份有限公司、盈健医疗集团有限公司、中粮肉食控股有限公司、河北翼辰实业集团股份有限公司、中国飞机租赁集团控股有限公司、东方证券股份有限公司、无锡市建设发展投资有限公司、国银金融租赁股份有限公司、凤凰医疗集团有限公司、光大证券股份有限公司、中国首控集团有限公司、佳源国际控股有限公司、泸州市兴泸水务(集团)有限公司、中国邮政储蓄银行股份有限公司、招商证券股份有限公司、山东省国际信托股份有限公司、广东康华医疗股份有限公司、中信建投证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、HPC Holdings Limited、国泰君安证券股份有限公司、中原银行股份有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司及安乐工程集团有限公司有投资银行业务关系。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有东方证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有光大证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有国联证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有国泰君安证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Prosperity Investment Limited 目前持有中国宇华教育集团有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Prosperity Investment Limited 目前持有中国新华教育集团有限公司的股本证券逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。