

需求增长叠加供给收缩，业绩迎来向上拐点

——富祥股份 (300497.SZ) 2019 年三季度报点评

公司简报

◆事件：

公司发布 19 年三季度报，19Q1-3 实现收入 9.67 亿、归母净利润 2.16 亿、扣非归母净利润 2.09 亿，分别同比增长 8.36%、25.09%、22.48%；实现基本 EPS 0.81 元，业绩符合预期。

◆点评：

产能改造陆续到位，业绩迎来显著向上拐点。19H1、Q3 收入分别同比增长-5%、38%，归母净利润分别同比增长-13%、150%。19Q3 业绩环比提速显著，原因在于 2018Q4 开始，公司主动对他唑巴坦、舒巴坦、哌拉西林，以及配套的回收车间进行升级改造，影响了 19H1 的业绩。随着改造逐步到位，以及行业多方面利好因素叠加影响，公司业绩迎来显著向上拐点。

下游需求持续增长叠加供给端收缩，主力品种正量利齐升。 β -内酰胺酶抑制剂类复方制剂市场稳定增长，18 年舒巴坦、他唑巴坦复方制剂 PDB 样本医院销售额分别为 28 亿和 26 亿，2012-2018 年 CAGR 分别为 10%和 7%。巴坦类产品均是以 6-APA 作为核心原料，6-APA 价格呈下降趋势，2019 年 10 月 14 日，6-APA 价格报 150 元/kg，同比下降近 40%。同时，随着主要竞争对手发生事故停产，公司巴坦类产品正量价齐升：舒巴坦从 18 年之前的 50 万元/吨以下，涨到目前的 75 万元/吨；他唑巴坦从 16 年之前的 500 万元/吨以下，涨到目前的近 800 万元/吨。培南产品 4-AA 自 18 年 7 月持续涨价，2018 年 6 月报价为 890 元/kg，2019 年 9 月达到 1800 元/kg。

深耕抗生素产业链，强化中间体、原料药、制剂一体化优势。公司正通过扩充产品线、产能改造等方式，强化抗生素原料药主业优势。AAI101、阿维巴坦等新型抑制剂未来有望放量。原料药-制剂一体化持续推进。大连注射剂车间于 17 年启动改造，有望于 19 年通过 GMP 认证。

◆盈利预测与投资评级：公司显著受益于需求稳定增长+行业供给收缩，业绩正迎来向上拐点。我们维持预测 19-21 年 EPS 为 1.20/1.52/1.86 元，同比增长 67%/27%/22%，现价对应 19-21 年 PE 为 15/12/10 倍，维持“买入”评级。

◆风险提示：产品降价风险；原材料涨价风险；环保及安全生产风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	958	1,163	1,483	1,789	2,150
营业收入增长率	25.46%	21.42%	27.47%	20.64%	20.16%
净利润 (百万元)	178	195	325	413	506
净利润增长率	2.09%	9.67%	66.97%	27.10%	22.36%
EPS (元)	0.65	0.72	1.20	1.52	1.86
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.95%	17.45%	22.94%	23.41%	23.11%
P/E	27	25	15	12	10
P/B	5.1	4.3	3.4	2.7	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 25 日

买入 (维持)

当前价：17.76 元

分析师

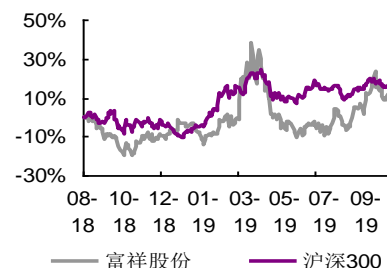
林小伟 (执业证书编号：S0930517110003)
021-52523871
linxiaowei@ebsecn.com

宋硕 (执业证书编号：S0930518060001)
021-52523872
songshuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：2.71
总市值(亿元)：48.18
一年最低/最高(元)：12.27/21.99
近 3 月换手率：98.00%

股价表现(一年)



收益表现

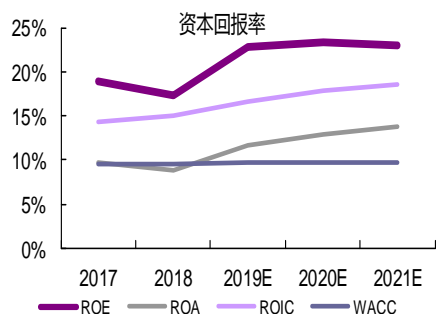
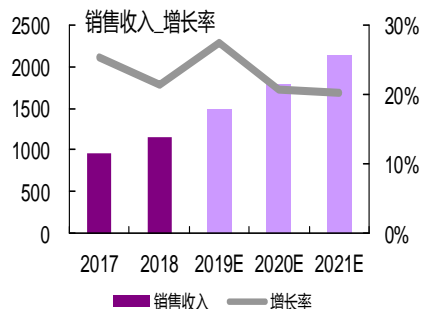
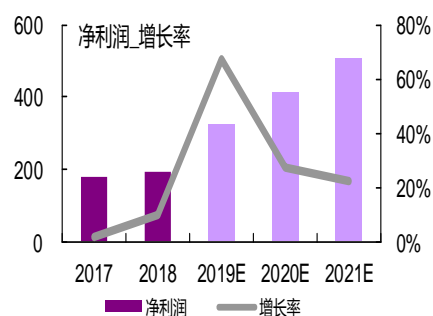
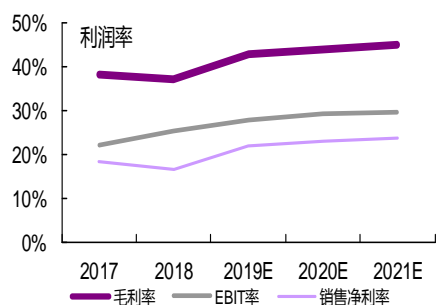
%	一个月	三个月	十二个月
相对	4.33	9.39	15.69
绝对	5.78	10.38	38.47

资料来源：Wind

相关研报

抗生素升级“卖水人”，量利齐升正当时——富祥股份 (300497.SZ) 投资价值分析报告

.....2019-10-16



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	958	1,163	1,483	1,789	2,150
营业成本	592	730	847	1,002	1,183
折旧和摊销	46	54	72	85	95
营业税费	9	12	16	19	23
销售费用	18	25	31	36	43
管理费用	129	90	180	216	259
财务费用	22	10	38	45	46
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	8	-3	0	0	0
营业利润	198	231	374	478	587
利润总额	201	227	384	488	597
少数股东损益	-3	-2	0	0	0
归属母公司净利润	178	195	325	413	506

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	1,789	2,196	2,763	3,194	3,672
流动资产	1,006	1,249	1,577	1,885	2,248
货币资金	613	781	964	1,163	1,397
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	120	150	191	231	278
应收票据	61	74	95	114	137
其他应收款	4	10	20	35	37
存货	186	212	280	312	368
可供出售投资	64	64	36	36	36
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	80	74	74	74	74
固定资产	373	513	735	866	984
无形资产	106	97	95	85	77
总负债	823	1,050	1,315	1,398	1,453
无息负债	390	373	543	592	666
有息负债	433	677	772	806	787
股东权益	967	1,147	1,448	1,796	2,219
股本	112	225	271	271	271
公积金	485	399	385	413	413
未分配利润	408	528	776	1,097	1,520
少数股东权益	30	30	30	30	30

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	211	176	461	481	592
净利润	178	195	325	413	506
折旧摊销	46	54	72	85	95
净营运资金增加	-47	223	177	258	289
其他	34	-296	-113	-276	-297
投资活动产生现金流	-60	-161	-312	-205	-210
净资本支出	-99	-164	-314	-210	-210
长期投资变化	80	74	0	0	0
其他资产变化	-42	-71	2	5	0
融资活动现金流	87	170	33	-77	-148
股本变化	0	112	47	0	0
债务净变化	216	244	95	34	-19
无息负债变化	-7	-17	170	50	74
净现金流	234	189	183	199	234

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	25.46%	21.42%	27.47%	20.64%	20.16%
净利润增长率	2.09%	9.67%	66.97%	27.10%	22.36%
EBITDA 增长率	17.07%	36.31%	38.67%	25.70%	19.70%
EBIT 增长率	14.13%	40.27%	39.53%	27.10%	21.05%
估值指标					
PE	27	25	15	12	10
PB	5	4	3	3	2
EV/EBITDA	9	13	11	9	8
EV/EBIT	11	15	13	11	9
EV/NOPLAT	13	18	16	13	10
EV/Sales	2	4	4	3	3
EV/IC	2	3	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	38.20%	37.25%	42.87%	44.01%	44.96%
EBITDA 率	26.73%	30.00%	32.64%	34.01%	33.88%
EBIT 率	21.95%	25.36%	27.76%	29.25%	29.46%
税前净利润率	20.98%	19.52%	25.88%	27.27%	27.77%
税后净利润率 (归属母公司)	18.53%	16.74%	21.92%	23.10%	23.52%
ROA	9.75%	8.76%	11.77%	12.94%	13.77%
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.95%	17.45%	22.94%	23.41%	23.11%
经营性 ROIC	14.42%	15.04%	16.61%	17.82%	18.56%
偿债能力					
流动比率	1.49	1.30	1.39	1.60	1.89
速动比率	1.21	1.08	1.15	1.34	1.58
归属母公司权益/有息债务	2.17	1.65	1.84	2.19	2.78
有形资产/有息债务	3.85	3.08	3.44	3.84	4.55
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.65	0.72	1.20	1.52	1.86
每股红利	0.21	0.17	0.24	0.30	0.37
每股经营现金流	0.78	0.65	1.70	1.77	2.18
每股自由现金流(FCFF)	0.65	-0.26	-0.26	0.20	0.52
每股净资产	3.45	4.11	5.22	6.50	8.06
每股销售收入	3.53	4.29	5.46	6.59	7.92

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼