

## 胰岛素业务快速增长

### ——联邦制药 (3933.HK) 2019 年报点评

海外公司简报

◆ **全年净利润 6.76 亿元，业绩略超预期。**公司发布 19 年业绩，全年实现营业收入 83.9 亿元，同比增加 11.7%；净利润 6.42 亿元，同比减少 6%；合 EPS 0.39 元。扣除可换股债券嵌入式衍生工具公允价值变动等非现金影响，全年核心净利润 6.76 亿，相较于 18 年核心净利润 5.99 亿元同比增加 13%，业绩略超预期，派发末期股息每股 7 分人民币。

◆ **改革成效显著，胰岛素业务快速增长。**制剂板块 19 年实现收入 35.2 亿元 (+21.9%)，分部利润 7.8 亿元 (+27.3%)，公司加强胰岛素业务学术推广，完成销售部门改革，胰岛素业务快速增长。1) 二代胰岛素收入 6.87 亿元，销量同比增长 12.7% 至 1680 万支，预计 2020 年销售额增速有望接近 10%。2) 甘精胰岛素收入 2.23 亿元，销量同比增加 158.5% 至 160 万支，已在全国 25 个省份中标，快速放量，预计 2020 年销售额增速有望超过 80%。3) 其他品种销售稳健，盐酸美金刚实现 0.8 亿元收入 (+77.0%)。口服抗生素、维生素 C 等产品受疫情影响，预计 2020 年有望实现增长。

◆ **中间体及原料药业务 20 年有望迎来快速增长。**中间体板块收入 12.8 亿元 (+3.8%)，原料药板块收入 35.9 亿元 (+6.0%)，分别实现分部利润 0.9 亿元 (-69.6%) 和 2.4 亿元 (+124.2%)，19 年初以来由于产能供给恢复，6-APA 价格逐步下跌至低位。20 年以来，6-APA 价格企稳回升，最新报价 (含税) 185 元/公斤。总体来看，中间体与原料药业务板块价格回暖，有望贡献稳定利润。此外，考虑到海外疫情蔓延，阿莫西林、头孢和克拉维酸钾等原料药出口销售有望迎来显著增长。

◆ **现金流大幅改善，研发稳步推进。**19 年 8 月，公司公告以 10.3 亿元出售四川成都商业地块；期后，公司 10.95 亿元公司债券于 20 年 2 月偿还，均将改善公司的现金流。研发方面，公司储备品种丰富，在研品种达 29 种：门冬胰岛素和门冬胰岛素 30 已报产，有望于 20Q3 获批；德谷胰岛素于 19 年 9 月获批临床；利拉鲁肽进入临床试验，目前各项进展顺利。此外公司还重点布局抗乙肝、类风湿、眼科等系列产品，并计划向新药领域拓展。

◆ **维持“买入”评级。**公司已于 2 月下旬逐步复产，考虑 COVID-19 疫情有望驱动部分出口原料药量价齐升，上调公司 20-21 年的核心 EPS 分别为 0.45/0.52 元 (原 0.40/0.47 元)，新增 22 年 EPS 预测为 0.60 元，同比增长 16.1%/14.1%/15.3%，公司业务经营稳健，维持“买入”评级。

◆ **风险提示：招标降价压力，原料药价格波动，新产品推广不及预期。**

#### 业绩预测和估值指标

| 指标 (人民币)    | 2018   | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)  | 7,511  | 8,393 | 9,209 | 9,530 | 9,834 |
| 营业收入增长率     | 10.0%  | 11.7% | 9.7%  | 3.5%  | 3.2%  |
| 核心净利润 (百万元) | 599    | 642   | 745   | 850   | 980   |
| 核心 EPS (元)  | 0.37   | 0.39  | 0.45  | 0.52  | 0.60  |
| 净利润增长率      | 101.5% | 7.2%  | 16.1% | 14.1% | 15.3% |
| P/E         | 16.8   | 15.7  | 13.6  | 11.9  | 10.3  |

资料来源：公司公告、光大证券研究所预测 (股价截止 20.4.6, 1HKD=0.908RMB)

## 买入 (维持)

当前价：4.65 港元

### 分析师

林小伟 (执业证书编号：S0930517110003)  
021-52523871  
[linxiaowei@ebsec.com](mailto:linxiaowei@ebsec.com)

吴佳青 (执业证书编号：S0930519120001)  
021-52523697  
[wujiqing@ebsec.com](mailto:wujiqing@ebsec.com)

### 市场数据

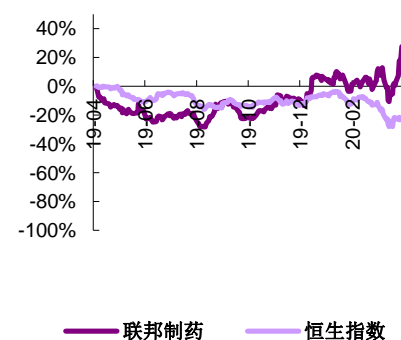
总股本(亿股)：16.45

总市值(亿港元)：111.53

一年最低/最高(港元)：3.68-6.9

近 3 月换手率：35.3%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

| %  | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|-----|-----|------|
| 相对 | 25  | 40  | 68   |
| 绝对 | 14  | 22  | 46   |

资料来源：Wind

### 相关研报

核心利润大幅增长，抗生素+胰岛素业务快速发展  
2018-8-29  
盈利改善明显，抗生素及胰岛素业务发展持续提速  
2018-4-1  
原料药及胰岛素业务迎来快速发展期  
2018-1-12  
中期扭亏，看好下半年原料药带来的业绩弹性  
2017-8-24  
“甘精”成功上市销售，抗生素同比有所改善  
2017-5-15

| 利润表(千元人民币) | 2018       | 2019       | 2020E      | 2021E      | 2022E      |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 收入         | 7,510,586  | 8,392,600  | 9,208,880  | 9,529,847  | 9,834,061  |
| 毛利         | 3,052,140  | 3,621,264  | 3,882,590  | 4,170,706  | 4,303,844  |
| 其他收入及亏损    | 118,925    | 123,059    | 110,753    | 99,678     | 89,710     |
| 销售费用       | -1,186,051 | -1,477,637 | -1,611,554 | -1,696,313 | -1,750,463 |
| 行政开支       | -646,830   | -740,653   | -812,690   | -841,016   | -786,725   |
| 其他开支       | -309,922   | -386,829   | -406,170   | -467,096   | -467,096   |
| 经营利润       | 1,028,262  | 1,139,204  | 1,162,928  | 1,265,959  | 1,389,270  |
| 融资成本       | -246,897   | -280,838   | -252,754   | -227,479   | -193,357   |
| 税前利润       | 793,879    | 841,652    | 908,419    | 1,036,742  | 1,195,044  |
| 所得税        | -110,951   | -199,888   | -163,515   | -186,614   | -215,108   |
| 税后利润       | 682,928    | 641,764    | 744,903    | 850,129    | 979,936    |
| 归属于所有者的净利润 | 682,928    | 641,764    | 744,902    | 850,127    | 979,933    |
| 折旧与摊销      | 741,039    | 562,136    | 545,188    | 550,196    | 564,540    |
| EBITDA     | 1,769,301  | 1,701,340  | 1,708,116  | 1,816,155  | 1,953,810  |
| 调整 EPS     | 0.42       | 0.39       | 0.45       | 0.52       | 0.60       |
| 资产负债表 (千元) | 2018       | 2019       | 2020E      | 2021E      | 2022E      |
| 现金及现金等价物   | 1,481,896  | 3,164,819  | 3,157,180  | 3,087,948  | 2,962,709  |
| 应收帐款       | 3,065,886  | 3,241,069  | 3,273,480  | 3,306,214  | 3,339,277  |
| 存货         | 1,464,661  | 1,575,235  | 1,590,987  | 1,606,897  | 1,622,966  |
| 已抵押银行存款    | 555,806    | 724,981    | 732,231    | 739,553    | 746,949    |
| 总流动资产      | 6,697,008  | 8,713,527  | 8,753,878  | 9,118,743  | 9,919,842  |
| 固定资产       | 6,494,202  | 6,197,479  | 6,176,194  | 6,251,515  | 6,434,693  |
| 无形资产       | 141,337    | 137,177    | 103,671    | 69,043     | 33,055     |
| 商誉         | 3,031      | 3,031      | 3,122      | 3,216      | 3,312      |
| 非流动资产      | 7,905,289  | 6,986,165  | 6,968,428  | 7,018,704  | 7,175,856  |
| 总资产        | 14,602,297 | 15,699,692 | 15,722,305 | 16,137,447 | 17,095,698 |
| 短期负债       | 1,625,638  | 2,573,398  | 2,624,866  | 2,677,363  | 2,730,911  |
| 应付帐款       | 3,700,672  | 3,656,456  | 3,693,021  | 3,729,951  | 3,767,250  |
| 其他流动负债     | 1,188,887  | 229,020    | 170,994    | 174,414    | 177,903    |
| 总流动负债      | 6,515,197  | 6,458,874  | 6,488,880  | 6,581,728  | 6,676,064  |
| 长期借款       | 1,583,316  | 1,414,708  | 1,273,237  | 1,145,913  | 1,031,322  |
| 递延税项       | 296,866    | 77,803     | 77,025     | 76,255     | 75,492     |
| 负债总额       | 8,480,255  | 9,027,903  | 8,305,613  | 7,870,626  | 7,848,941  |
| 股本         | 15,346     | 15,360     | 15,360     | 15,360     | 15,360     |
| 股东权益       | 6,122,042  | 6,671,789  | 7,416,692  | 8,266,821  | 9,246,758  |
| 现金流量表 (千元) | 2018       | 2019E      | 2020E      | 2021E      | 2022E      |
| 除税前溢利      | 793,879    | 841,652    | 908,419    | 1,036,742  | 1,195,044  |
| 无形资产摊销     | 12,284     | 8,215      | 8,128      | 6,586      | 5,002      |
| 物业、厂房及设备折旧 | 728,755    | 553,921    | 537,060    | 543,610    | 559,539    |
| 所得税        | -110,951   | -199,888   | -163,515   | -186,614   | -215,108   |
| 营运现金流      | 1,404,147  | 1,139,577  | 1,139,125  | 1,263,653  | 1,426,436  |
| 购买物业厂房设备   | -477,570   | -429,813   | -515,776   | -618,931   | -742,717   |
| 其他投资活动     | -77,542    | -65,550    | -75,125    | -93,935    | -116,316   |
| 投资活动现金流    | -555,112   | -495,363   | -590,901   | -712,866   | -859,033   |
| 已付股息       | -203,573   | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 银行借贷所得款    | 955,697    | 946,140    | 936,679    | 927,312    | 918,039    |
| 偿还借贷       | -1,204,913 | -1,265,159 | -1,012,127 | -1,012,127 | -1,012,127 |
| 融资活动现金流    | -770,761   | 1,238,597  | -392,348   | -433,404   | -477,535   |
| 现金变化       | -112,634   | 1,682,923  | -7,639     | -69,232    | -125,241   |
| 期末持有现金     | 1,481,896  | 3,164,819  | 3,157,180  | 3,087,948  | 2,962,709  |

资料来源: 公司公告, 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曾与, 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所载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见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版权所有。保留一切权利。

## 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<br>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 |