

仙琚制药 (002332.SZ) 化学制药行业
评级：买入 维持评级
公司点评

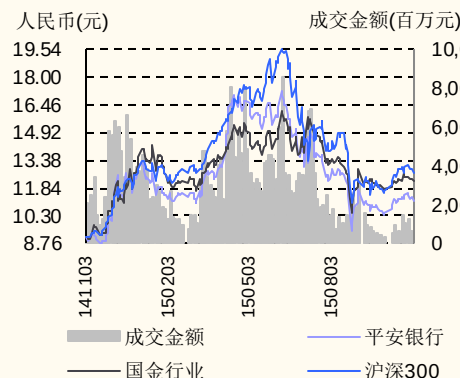
市场价格 (人民币): 9.57 元

Newchem 完成交割，建立纵向一体化产业优势

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	721.10
总市值(百万元)	8,768.15
年内股价最高最低(元)	14.07/7.35
沪深 300 指数	4099.35
深证成指	11582.93


公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.174	0.239	0.220	0.361	0.453
每股净资产(元)	3.50	3.64	4.33	4.88	5.55
每股经营性现金流(元)	0.32	0.25	0.42	0.28	0.76
市盈率(倍)	86.85	53.77	35.76	21.82	17.41
行业优化市盈率(倍)	25.38	25.38	25.38	25.38	25.38
净利润增长率(%)	87.93%	37.20%	38.12%	63.90%	25.29%
净资产收益率(%)	4.98%	6.57%	7.63%	11.11%	12.22%
总股本(百万股)	610.81	610.81	916.21	916.21	916.21

来源：公司年报、国金证券研究所

【事件】

- 仙琚制药 2017 年 11 月 13 日 (意大利时间) 完成对 Newchem 收购交割。

【点评】

- Newchem 公司成立于 1998 年，主要从事原料药，主要是甾体和激素类药物的研发，生产，销售，及其于农业，食品业，环保业，美容业，理疗业的应用研究。公司的客户多为欧洲、美国等规范市场的仿制药或者创新药企业，相对于非规范市场客户而言，综合壁垒高，毛利率高。2016 年收入 6325 万欧元，息税折旧摊销前利润 1576 万欧元。

相关报告

1. 《三季报符合预期，特色专科药加速崛起-仙琚制药公司点评》，2017.10.26
2. 《中报超预期，特色专科药加速崛起-仙琚制药公司点评》，2017.8.25
3. 《协议收购 Newchem，拓展产业链进军国际市场-仙琚制药公司...》，2017.6.20
4. 《参股 Occulo Holdings，进入生物制药领域-仙琚制...》，2017.5.24
5. 《业绩反转确立，特色专科药崛起-仙琚制药公司点评》，2017.4.27

收购意义

- 1) 加速公司原料药国际化进程，丰富公司甾体激素原料药的品类，获得新一代高毛利甾体激素原料药品种，优化公司甾体药物产业链；
- 2) 扩大公司原料药产品出口销售规模，通过 Newchem 现有的客户体系迅速切入规范市场，加速公司国际化进程，带来收入和毛利率双升。
- 3) 提升公司甾体激素中间体、原料药和制剂的协同性，提高原料药收入的稳定性和业务抗风险能力。

财务影响

- 如下表所示，扣除财务成本，考虑分期付款，增厚 18 年利润 5000-7000 万人民币。

王建礼 联系人
wjianli@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

图表 1：收购 Newchem 的财务影响
交易概述

收购方	仙琚制药
被收购方	Newchem/Effechem
企业估值	1.1 亿欧元
收购比例	100%
资金来源	内保外贷，9.3 亿人民币
预计财务费用	2790 万人民币（利率 3%）

Newchem 财务数据

万欧元	2016/12/31	2017/3/31
资产总额	4282	4729
负债总额	2180	2128
净资产	2102	2601
项目	2016A	2017Q1
营业收入	6325	1775
息税前利润（EBIT）	1441	494
息税折旧及摊销前利润（EBITDA）	1576	538
EBIT-净利润转化率	66%	66%
净利润	951	326
PE	11.6	/
EV/EBITDA	7.0	/

情景分析

假设 17 年净利润增长率	0%	10%	15%	20%
对应 17 年净利润	951	1046	1094	1141
对应 PE	11.6	10.5	10.1	9.6
对应净利润增厚（¥ 万）	4447	5170	5532	5894

来源：公司公告、国金证券研究所、国金证券研究所

重申我们仙琚制药推荐逻辑：

- **原料药+制剂一体化甾体激素龙头公司：**甾体激素制剂产品线齐全，在性激素、肌松药、呼吸科等领域处于领先的地位，核心品种属于治疗一线用药，产品空间大，竞争格局好，受益于新一轮招标；公司扩张销售队伍，加强学术推广，制剂业务继续保持高速增长。
- **甾体激素原料药：**甾体激素合成链长，产物多，天然具有高壁垒，全球处于转移阶段；目前国内新技术扩散进入尾声，原料药价格经过一轮下跌之后进入底部区域；仙琚制药采取新工艺，以保证市场为核心，丰富高端原料药品类，进入国际规范市场，有望获取国际 CMO 订单，成为全球重要的甾体激素 API 供应商。整体原料药业务进入底部区域，未来盈利有望改善。
- **OTC：**去库存，销售队伍扩张，优化考核方式，通过代理等模式丰富产品品类，加强品牌建设，预计恢复正常增长。
- **管理层激励到位：**公司高管持股比例高，新一轮非公开发行核心人员参与，激励到位，利益与公司一致。

投资建议

- 我们认为公司在甾体激素领域有巨大的领先优势，制剂业务维持高速增长，原料药业务进入底部，OTC 业务恢复增长，公司业绩出现拐点，考虑并购，预计公司 17-19 年净利润分别为 2.02/3.31/4.15 亿，考虑到公司在甾体激素领域的强势布局，给予买入评级。

风险

- 医保控费、二次议价、招标降价、原料药价格下跌、临床进展不确定性。

附表：三张表预测
损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,471	2,480	2,504	2,776	3,788	4,376
增长率		0.4%	0.9%	10.9%	36.5%	15.5%
主营业务成本	-1,515	-1,396	-1,229	-1,327	-1,716	-1,941
% 销售收入	61.3%	56.3%	49.1%	47.8%	45.3%	44.3%
毛利	955	1,084	1,275	1,449	2,072	2,435
% 销售收入	38.7%	43.7%	50.9%	52.2%	54.7%	55.7%
营业税金及附加	-18	-20	-27	-28	-38	-44
% 销售收入	0.7%	0.8%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-551	-620	-776	-869	-1,212	-1,385
% 销售收入	22.3%	25.0%	31.0%	31.3%	32.0%	31.7%
管理费用	-248	-263	-267	-294	-402	-484
% 销售收入	10.0%	10.6%	10.7%	10.6%	10.6%	11.1%
息税前利润（EBIT）	138	181	205	258	420	523
% 销售收入	5.6%	7.3%	8.2%	9.3%	11.1%	12.0%
财务费用	-65	-52	-30	-21	-24	-23
% 销售收入	2.6%	2.1%	1.2%	0.7%	0.6%	0.5%
资产减值损失	-14	-24	-14	-4	-2	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	11	17	16	16	16
% 税前利润	13.6%	8.3%	9.1%	6.3%	3.9%	3.1%
营业利润	69	116	178	249	411	515
营业利润率	2.8%	4.7%	7.1%	9.0%	10.8%	11.8%
营业外收支	4	12	5	3	3	3
税前利润	73	128	183	252	414	518
利润率	3.0%	5.2%	7.3%	9.1%	10.9%	11.8%
所得税	-24	-23	-37	-50	-83	-104
所得税率	33.3%	18.2%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	49	105	146	202	331	415
少数股东损益	-8	-2	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	57	107	146	202	331	415
净利率	2.3%	4.3%	5.8%	7.3%	8.7%	9.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	49	105	146	202	331	415
少数股东损益	-8	-2	0	0	0	0
非现金支出	98	115	106	94	104	117
非经营收益	53	35	14	12	15	14
营运资金变动	-60	-57	-115	-49	-279	-85
经营活动现金净流	141	198	152	259	172	462
资本开支	-108	-115	-97	-306	-316	-256
投资	-2	-34	-18	-1	0	0
其他	5	-330	78	16	16	16
投资活动现金净流	-104	-479	-36	-291	-300	-240
股权募资	0	862	4	0	0	0
债权募资	60	-263	-99	-145	162	-189
其他	-72	-111	-94	189	-34	-33
筹资活动现金净流	-12	488	-189	44	128	-222
现金净流量	25	207	-73	12	0	0

来源：公司公告、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	305	513	488	500	500	500
应收账款	726	781	865	947	1,292	1,493
存货	387	328	372	363	470	532
其他流动资产	44	402	378	149	163	171
流动资产	1,462	2,025	2,103	1,959	2,425	2,695
% 总资产	52.2%	58.9%	58.1%	53.0%	55.4%	56.3%
长期投资	151	199	185	185	185	185
固定资产	1,074	1,091	1,197	1,419	1,628	1,763
% 总资产	38.3%	31.7%	33.1%	38.4%	37.2%	36.8%
无形资产	107	104	112	118	125	133
非流动资产	1,341	1,414	1,518	1,737	1,953	2,095
% 总资产	47.8%	41.1%	41.9%	47.0%	44.6%	43.7%
资产总计	2,803	3,439	3,621	3,696	4,378	4,790
短期借款	769	556	541	438	600	411
应付账款	352	319	516	510	669	760
其他流动负债	282	286	285	89	119	215
流动负债	1,403	1,160	1,341	1,037	1,388	1,385
长期贷款	134	84	0	0	0	1
其他长期负债	38	42	42	0	0	0
负债	1,575	1,286	1,384	1,037	1,388	1,386
普通股股东权益	1,214	2,140	2,225	2,647	2,978	3,393
少数股东权益	14	12	12	12	12	12
负债股东权益合计	2,803	3,439	3,621	3,696	4,378	4,790

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.111	0.174	0.239	0.220	0.361	0.453
每股净资产	2.370	3.504	3.643	4.334	4.876	5.555
每股经营现金净流	0.275	0.324	0.248	0.424	0.281	0.756
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.67%	4.98%	6.57%	7.63%	11.11%	12.22%
总资产收益率	2.02%	3.10%	4.04%	5.46%	7.56%	8.66%
投入资本收益率	4.33%	5.31%	5.91%	6.67%	9.36%	10.97%
增长率						
主营业务收入增长率	6.72%	0.39%	0.95%	10.87%	36.46%	15.52%
EBIT增长率	9.87%	31.14%	13.16%	25.99%	62.57%	24.54%
净利润增长率	-6.43%	87.93%	37.20%	38.12%	63.90%	25.29%
总资产增长率	1.77%	22.71%	5.29%	2.08%	18.44%	9.42%
资产管理能力						
应收账款周转天数	49.4	56.0	58.8	58.0	58.0	58.0
存货周转天数	107.9	93.5	104.0	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	66.1	54.3	66.7	66.0	66.0	66.0
固定资产周转天数	149.4	141.7	131.3	126.6	97.5	87.3
偿债能力						
净负债/股东权益	48.65%	5.88%	2.36%	-2.32%	3.36%	-2.59%
EBIT利息保障倍数	2.1	3.5	6.9	12.6	17.7	22.8
资产负债率	56.18%	37.41%	38.22%	28.06%	31.70%	28.93%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	5	10	11
增持	0	0	1	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.17	1.09	1.08

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-02-08	买入	12.50	12.00~20.00
2	2017-03-09	买入	13.65	17.00~23.00
3	2017-03-30	买入	13.63	N/A
4	2017-04-27	买入	11.77	N/A
5	2017-05-24	买入	7.54	N/A
6	2017-06-20	买入	8.19	N/A
7	2017-08-25	买入	8.07	N/A
8	2017-10-26	买入	9.69	N/A

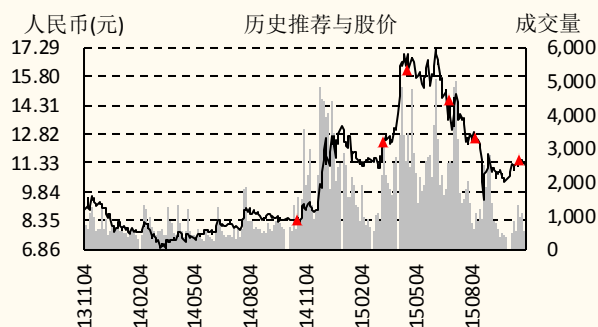
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH