

# 健友股份 (603707)

## 原料药量价齐升弹性大，制剂内外发力前景广

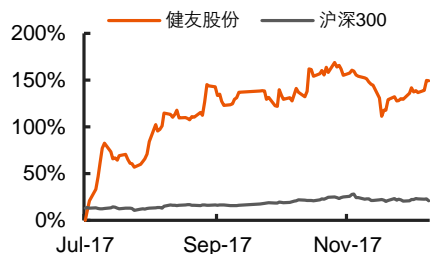
### 推荐 (首次)

现价: 25.89 元

#### 主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.nkf-pharma.com
大股东/持股	谢菊华/27.96%
实际控制人	谢菊华
总股本(百万股)	424
流通 A 股(百万股)	64
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	109.64
流通 A 股市值(亿元)	16.44
每股净资产(元)	4.63
资产负债率(%)	18.50

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**叶寅** 投资咨询资格编号  
S1060514100001  
021-22662299  
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**韩盟盟** 一般从业资格编号  
S1060117050129  
021-20600641  
HANMENG MENG005@PINGAN.CO  
M.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

#### 平安观点:

- **海外认证齐全，业绩持续向好：**公司自 2006 年开始陆续通过欧盟 CEP 认证、德国卫生局检查、巴西 ANVISA 审计、日本 PMDA 认证和 FDA 认证，成为国内海外认证最为齐全的肝素原料药企业之一；2014 年开始业绩呈现加速增长态势，2017 年前三季度实现营收 7.84 亿元，同比增长 73.75%，实现归母净利润 2.24 亿元，同比增长 9.16%，扣除非经常性损益后归母净利润增速为 149.36%。
- **肝素原料药量价齐升，公司业绩弹性大：**环保趋严淘汰部分产能，国际肝素需求量稳步增长以及下游厂商进入补库存周期等多因素促使肝素原料药进入上升周期。2017 年 10 月份我国肝素出口均价为 4497 美元/千克，同比增长 15.50%，环比增长 2.05%，较 2016 年 3 月份低点上涨了 32.73%；公司原料药收入占比 82.26%，在国内龙头中比例最高，业绩弹性最大；公司提前备货应对涨价，2016 年肝素粗品采购均价 1.08 万/亿单位，存货量较 2015 年提升 264.40%。截至 2017 年 7 月，来自 Sanofi 的订单就达 1920 万美元，未来加深合作可能性大。
- **向产业链下游延伸，积极布局制剂出口：**目前公司已获得依诺肝素、那曲肝素和达肝素的生产批件，销售额由 2014 年的 39 万元大幅提升到 2016 年的 3741 万元，毛利率由 2014 年的 -123.47% 提升到 40.65%，且有望随销售规模扩大持续改善；公司 2014 年向 FDA 提交依诺肝素上市申请，有望于 2018 年获批，2016 年美国依诺肝素销售额约 14.06 亿美元，一旦公司获批上市有望凭借 Sagent 的销售渠道抢占部分市场份额；公司收购健进制药获得 FDA 认证的注射剂生产线和研发中心，变更募投项目体现了布局制剂出口的决心。目前公司在研项目丰富，多数为中美双报，制剂出口前景广阔。
- **投资建议与盈利预测：**我们认为公司受益于肝素原料药的量价齐升，业绩弹性最大，有望成为最受益标的，积极的存货策略进一步提升盈利水平。2017 前三季度获得来自 Sanofi 的 1920 万美元的订单，未来加深合作的可能性大；同时积极延伸产业链，制剂销售规模稳步扩大，毛利率持续改善。收购健进制药获得高水平注射剂生产线，提升研发能力，积极布局制剂出口前景可期。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.74、1.04 和 1.32 元，对应 2017-2019 年 PE 分别为 35、24.9 和 19.6 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**肝素原料药降价；研发进度不及预期；海外申报进度不及预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	469	582	992	1,429	1,940
YoY(%)	12.6	24.1	70.5	44.0	35.8
净利润(百万元)	88	257	313	441	558
YoY(%)	73.4	193.8	21.7	40.8	26.7
毛利率(%)	27.4	42.1	46.1	46.1	46.3
净利率(%)	18.7	44.2	31.5	30.8	28.8
ROE(%)	8.0	19.6	15.0	17.6	18.4
EPS(摊薄/元)	0.21	0.61	0.74	1.04	1.32
P/E(倍)	125.2	42.6	35.0	24.9	19.6
P/B(倍)	10.0	8.3	5.3	4.4	3.6

# 正文目录

<b>一、海外认证齐全，业绩持续向好</b>	4
1.1 公司发展历程	4
1.2 业绩表现持续向好，仍以肝素原料药为主	5
<b>二、原料药量价齐飞，公司业绩弹性大</b>	6
2.1 多因素共同作用，肝素原料迎来上升周期	6
2.2 公司业绩弹性大，望成肝素涨价最受益标的	8
2.3 公司提前备货应对涨价，积极开拓下游大客户	9
<b>三、向产业链下游延伸，积极布局制剂出口</b>	11
3.1 低分子肝素制剂陆续获批，快速放量贡献业绩	11
3.2 依诺肝素海外申报望明年获批，收购健进提升注射剂生产能力	12
<b>四、投资建议</b>	14
<b>五、风险提示</b>	14

## 图表目录

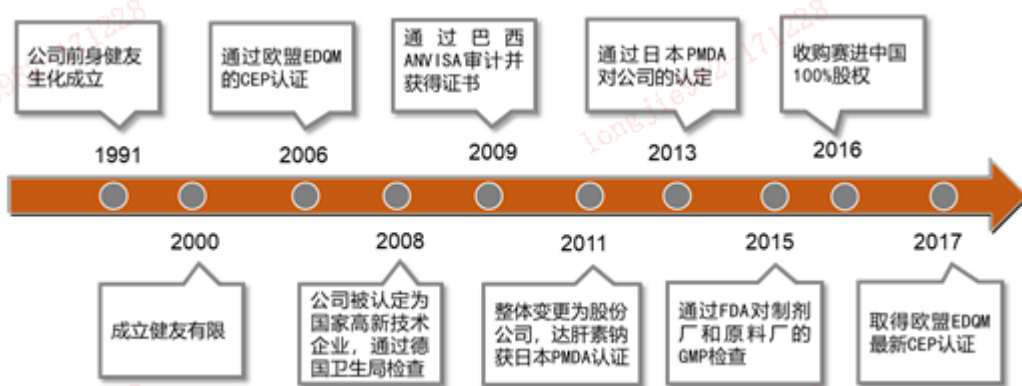
图表 1	公司发展历程 .....	4
图表 2	公司股权结构 .....	4
图表 3	公司主营业务发展经历三个发展阶段 .....	5
图表 4	公司 2013 年以来营业收入和归母净利润及增速情况 .....	5
图表 5	公司各业务收入占比及其变化情况 .....	6
图表 6	肝素原料药出口均价变化情况（美元/千克） .....	6
图表 7	肝素原料药出口量及其增速 .....	6
图表 8	肝素原料药处于产业链中游 .....	7
图表 9	公司肝素粗品采购均价（元/亿单位） .....	7
图表 10	全球肝素原料药需求量 .....	8
图表 11	2013-2016 年我国肝素原料药出口前 5 家企业 .....	8
图表 12	各企业肝素原料药收入占总收入的比例 .....	9
图表 13	肝素企业毛利率变化情况 .....	9
图表 14	肝素企业净利率变化情况 .....	9
图表 15	公司肝素粗品采购量和采购单价 .....	10
图表 16	公司肝素粗品存货及占总存货比例 .....	10
图表 17	公司前 5 大客户销售额及占比 .....	10
图表 18	Fragmin 和 Lovenox 历年销售额比较（亿美元） .....	11
图表 19	标准肝素制剂与低分子肝素制剂的区别 .....	11
图表 20	依诺肝素、那曲肝素和达肝素样本医院销售额及增速 .....	12
图表 21	公司制剂业务销售额、增速及毛利率 .....	12
图表 22	2017 年前三季度公司各肝素制剂占比 .....	12
图表 23	目前 FDA 批准的依诺肝素制剂 .....	13
图表 24	收购前后健进制药经营业绩情况（万元） .....	13
图表 25	目前公司在研项目 .....	13

## 一、海外认证齐全，业绩持续向好

### 1.1 公司发展历程

公司前身最早是成立于 1991 年的健友生化厂，后于 2000 年成立健友有限；2006 年公司通过欧盟 EDQM 的 CEP 认证；2008 年被认定为国家高新技术企业，并通过德国卫生局的检查；2009 年通过巴西 ANVISA 的审计并获得证书；2011 年健友有限整体变更为股份公司，公司的达肝素钠取得日本 PMDA 认证；2013 年通过日本 PMDA 对公司的认定；2015 年公司分别通过了 FDA 对制剂厂和原料厂的 GMP 检查，同时被评为江苏省示范车间；2016 年公司收购 Sagent 持有的赛进(中国)100% 股权，获得墨西哥官方授予的 GMP 证书；2017 年取得欧盟 EDQM 颁发的最新 CEP 证书。

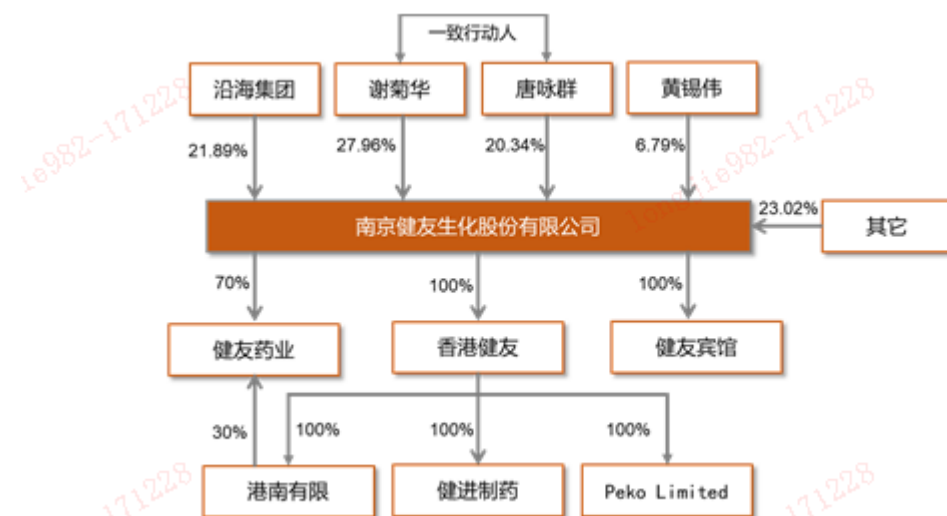
图表1 公司发展历程



资料来源：公司官网、平安证券研究所

公司实际控制人是一致行动人谢菊华和唐咏群母子，合计持有公司 48.3% 的股份。旗下共有 3 家子公司，其中健友药业主要从事生物医药技术和产品的研发及成果转让，相关技术咨询及服务；香港健友主要从事肠衣、原料药进出口业务，健友宾馆从事住宿、定型包装食品销售。

图表2 公司股权结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司从事药品原料、制剂的研发、生产和销售，目前主要产品包括标准肝素、低分子肝素原料药和依诺肝素钠、达肝素钠和那曲肝素钠制剂。公司主营业务的发展历经了三个阶段，分别是 1991-2004 年的创始阶段、2004-2011 年的积累阶段和 2011 年至今的拓展阶段。

图表3 公司主营业务发展经历三个阶段

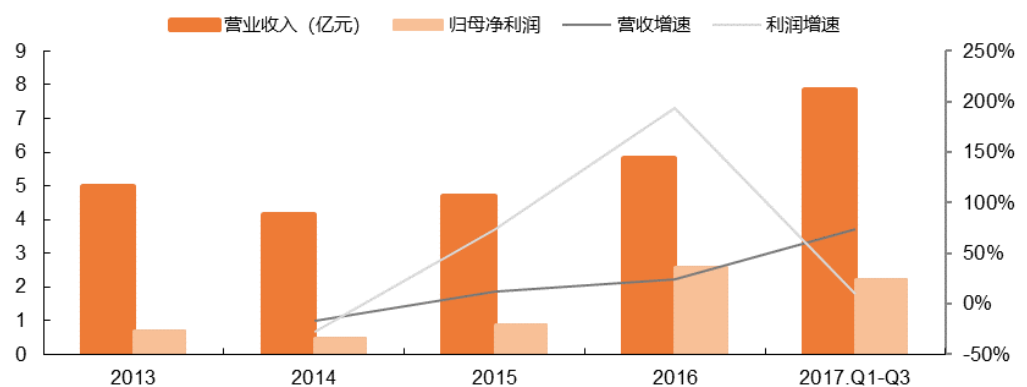


资料来源：公司官网、平安证券研究所

## 1.2 业绩表现持续向好，仍以肝素原料药为主

2014 年公司主要客户辉瑞库存策略调整，采购规模下降，致使公司业绩处于近年来低谷。2014 年以后业绩呈加速增长态势。2017 年前三季度公司实现营收 7.84 亿元，同比增长 73.75%；实现归母净利润 2.24 亿元，同比增长 9.16%，归母净利润增速较低的原因是 2016 年公司非同一控制下合并健进制药形成合并收益 1.07 亿元所致，扣除非经常性损益后前三季度归母净利润增速为 149.36%。

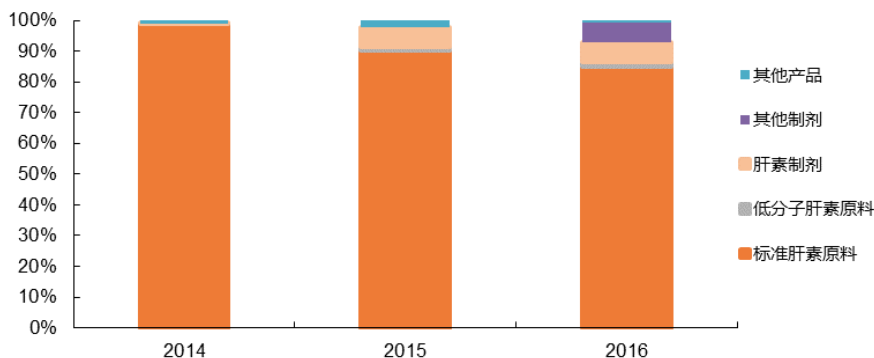
图表4 公司 2013 年以来营业收入和归母净利润及增速情况



资料来源：Wind、平安证券研究所

从公司收入构成看，标准肝素原料药仍是主要收入来源，2016 年实现营收 4.71 亿元，占比 84.68%，同比增长 13.21%；2015 年开始，公司除自用外开始向外销售低分子肝素原料药，但规模较小，2016 年实现营收 764.26 万元，占比 1.37%，同比增长 28.26%；2014 年开始，公司取得肝素制剂批件，开始销售制剂产品，2016 年实现收入 3741.46 万元，占比 6.73%，同比增长 27.17%；而其他制剂产品则主要是公司并购健进制药之后采用 CRO 等方式生产的制剂产品，2016 年实现收入 3631.28 万元，占比 6.53%。

图表5 公司各业务收入占比及其变化情况



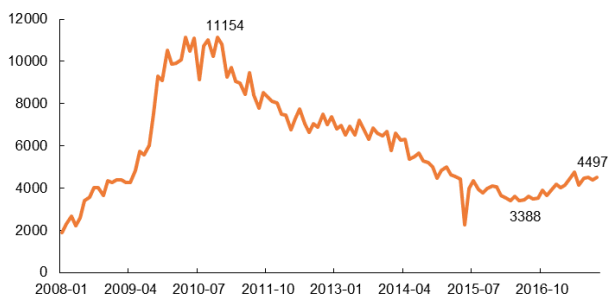
资料来源: Wind、平安证券研究所

## 二、原料药量价齐飞，公司业绩弹性大

### 2.1 多因素共同作用，肝素原料迎来上升周期

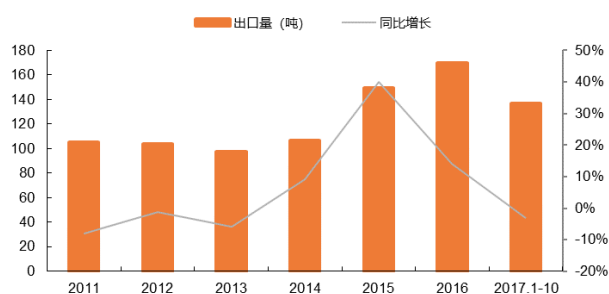
根据海关总署的数据，2017年10月份我国肝素出口均价为4497美元/千克，同比增长15.50%，环比增长2.05%，较2016年3月份低点上涨了32.73%。从出口量来看，从2015年开始我国肝素出口量开始显著提升，2016年出口量达170.15吨，同比增长13.96%。肝素原料药量价齐升。

图表6 肝素原料药出口均价变化情况(美元/千克)



资料来源: 海关总署、平安证券研究所

图表7 肝素原料药出口量及其增速

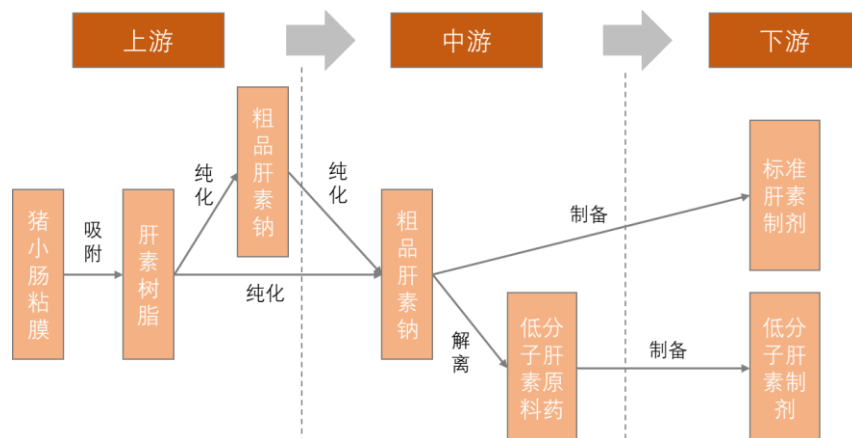


资料来源: 海关总署、平安证券研究所

肝素原料药进入上升周期主要受多个因素影响，包括环保趋严淘汰部分产能，国际肝素需求量稳步增长，下游制剂厂商进入补库存周期等。

从肝素产业链看，肝素原料药处于产业链中游。生产企业从健康生猪的小肠黏膜中提取并制成粗品肝素钠，由于含有杂蛋白等杂质，再经一步提纯后成为肝素原料药。因此，上游猪小肠和肝素粗品的价格直接影响了肝素原料药的成本。

图表8 肝素原料药处于产业链中游

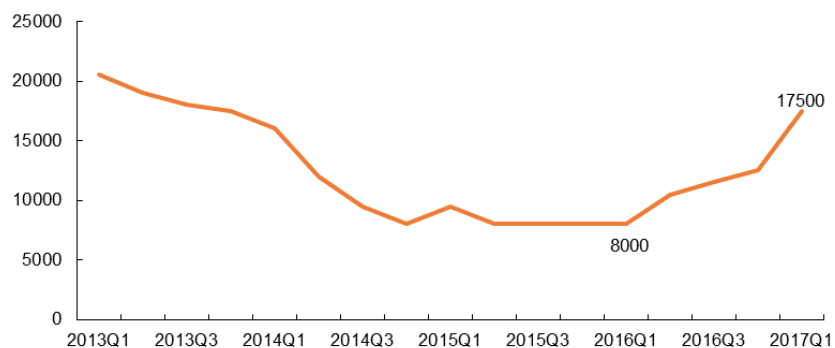


资料来源：招股说明书、平安证券研究所

### 环保趋严淘汰部分产能

肝素粗品和肝素原料药生产过程中会产生废水、固体废弃物和噪音污染。随着近几年环保力度趋严，肝素粗品厂商大量退出，导致肝素粗品供应量减少。原材料价格上涨叠加环保限产，公司肝素粗品采购均价由 2016 年一季度的 8000 元/亿单位左右上升到 2017 年一季度的 17500 元/亿单位，预计目前肝素粗品市场价维持在 25000 元/亿单位左右。我们预计严格的环保监督将成为常态，部分达不到环保要求的小产能将继续退出，肝素粗品价格望维持高位。

图表9 公司肝素粗品采购均价（元/亿单位）

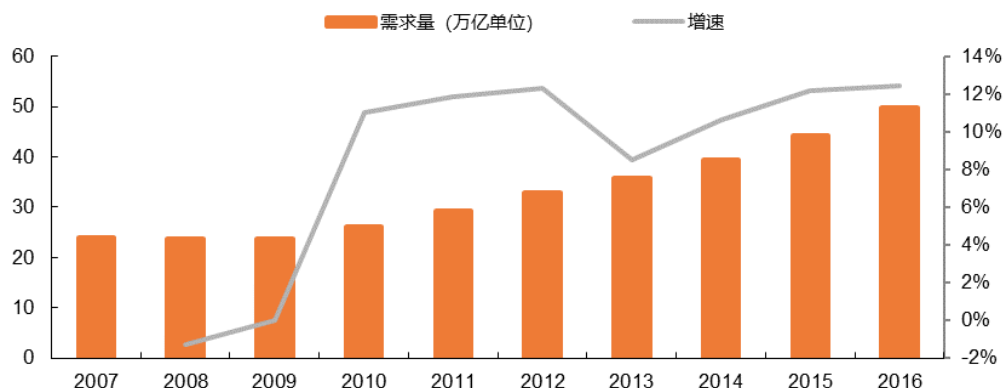


资料来源：招股说明书、平安证券研究所

### 国际肝素原料药需求稳步增长

受肝素类药物需求的迅速增加带动，近年来国际市场对肝素原料药的需求稳步增长，尤其是 2010 年以后。全球肝素原料药需求量由 2007 年 23.9 万亿单位增长到 2016 年的 49.8 万亿单位，CAGR 为 8.5%，2010 年以来 CAGR 更是达到 11.3%。预计未来全球肝素需求量保持 10% 左右增速，我国出口量占全球消耗量的 50% 左右，作为最大的肝素出口国将持续受益。

图表10 全球肝素原料药需求量



资料来源：慧聪制药工业网、平安证券研究所

### 下游制剂厂商进入补库存阶段

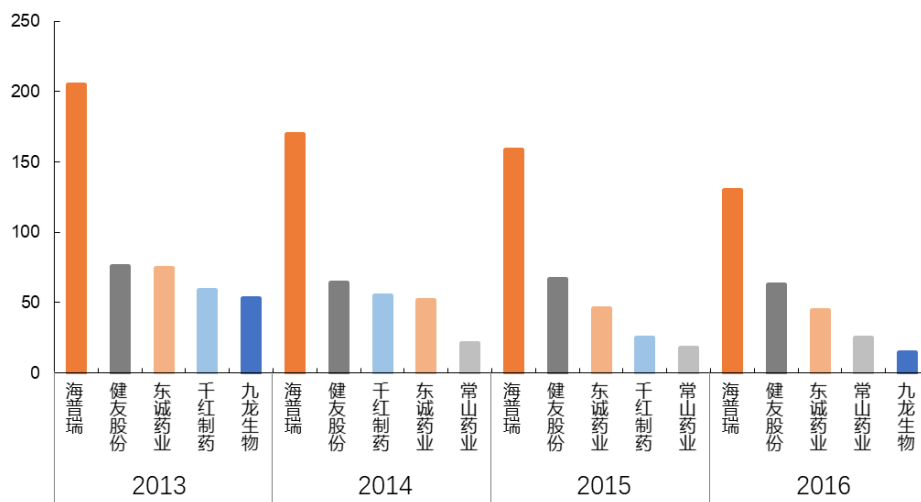
肝素原料药作为特色原料药同样具有周期性，2010到2016年肝素经历了长达6年的下跌过程，在此过程中下游制剂厂家基于对肝素价格走势的判断持续降低库存，至2016年已处于极低水平。目前下游制剂厂家又基于对肝素价格上涨的判断普遍处于补库存阶段，预计该过程将持续1-2年时间。

肝素作为一种原料药直接受供需关系影响。从需求端看，短期制剂厂商补库存需求旺盛，中长期制剂销售带动肝素原料药稳步增长；而从供给端看，原材料价格上涨和环保限产等导致供给紧张。综合来看，我们认为肝素原料药价格短期仍有上升空间，中长期维持高位震荡，2008年以前的低价时代将一去不返。

## 2.2 公司业绩弹性大，望成肝素涨价最受益标的

我国肝素类产品行业集中度高且以出口为主，目前除健友股份外，国内主要肝素原料药出口企业还包括海普瑞、东诚药业、千红制药、常山药业、九龙生物等，前5大企业合计出口额占比已超过40%。近几年公司出口额、出口量均位列行业第2位，仅次于海普瑞，并且两者的差距也在逐渐缩小。

图表11 2013-2016年我国肝素原料药出口前5家企业

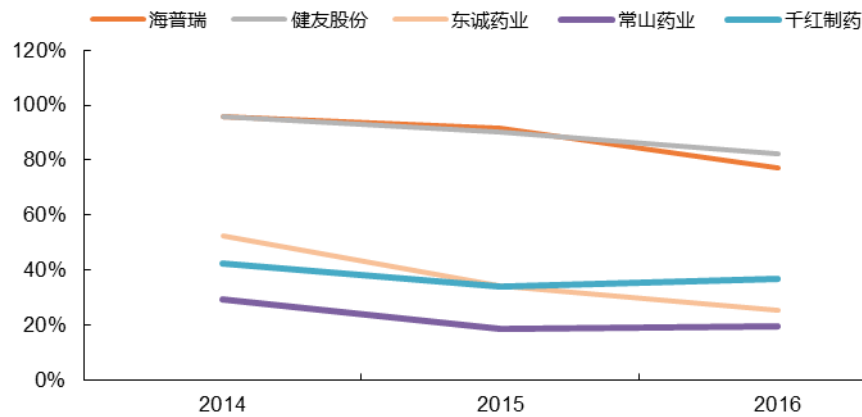


资料来源：中国海关、平安证券研究所



2016 年海普瑞、健友股份、东诚药业、千红制药、常山药业原料药收入占总收入的比例分别为 77.11%、82.26%、25.35%、19.64%和 36.82%。健友股份原料药收入占比最高，在原料药价格大幅上升的背景下，公司有望成为业绩弹性最大的肝素企业。

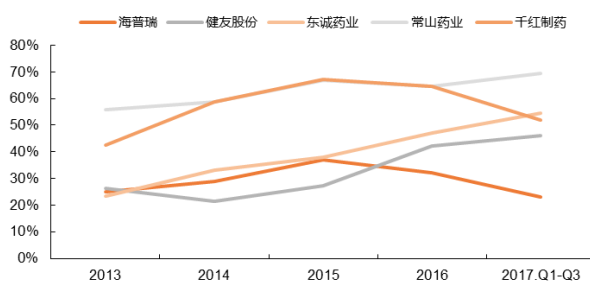
图表12 各企业肝素原料药收入占总收入的比例



资料来源：中国海关、平安证券研究所

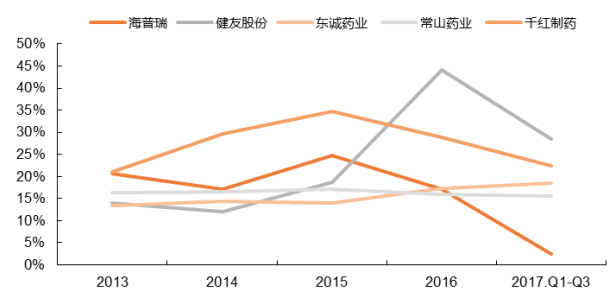
从毛利率来看，健友股份和东诚药业提升幅度最大，但东诚药业毛利率提升主要是由于高毛利的核医学药物占比不断提升所致，肝素原料药提价对健友股份毛利率的影响程度明显高于其他企业；从净利率来看，东诚药业和常山药业变化幅度不大，千红制药 2017 前三季度与 2013 年基本持平，2015 年达到高峰后回落，而海普瑞则是逐步走低，只有健友股份由 2013 年的 14.07% 大幅提升到 2017 年前三季度的 28.53%，提升幅度超过一倍。因此从盈利能力看，原料药涨价公司的业绩弹性最大。

图表13 肝素企业毛利率变化情况



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表14 肝素企业净利率变化情况

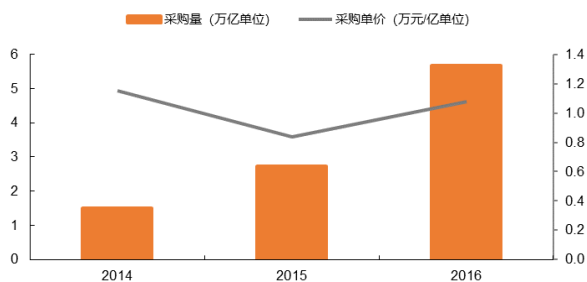


资料来源：Wind、平安证券研究所

### 2.3 公司提前备货应对涨价，积极开拓下游大客户

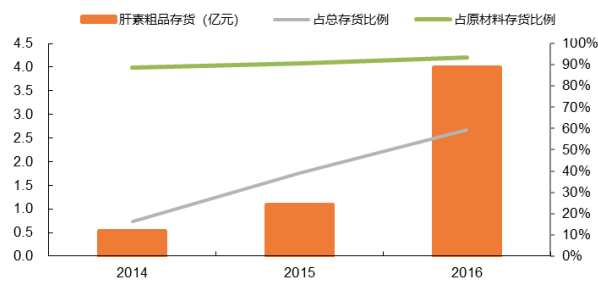
2016 年公司基于对良好的销售预计和原材料供应趋紧的预期，加大了对肝素粗品的采购。2016 年公司肝素粗品采购量为 5.68 万单位，较 2014、2015 年的 1.51、2.72 万单位大幅度提升。2016 年公司采购均价为 1.08 万元/亿单位，远低于现在市场价。2016 年公司肝素粗品存货金额为 3.99 亿元，较 2015 年提升 264.40%，占总存货金额的比例大幅提升到 59.41%，占原材料存货的比例略有提升至 93.31%。预计公司 2016 年的肝素粗品存货与 2017 年用量基本一致，公司积极的存货策略有效应对了原材料的涨价。

图表15 公司肝素粗品采购量和采购单价



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表16 公司肝素粗品存货及占总存货比例

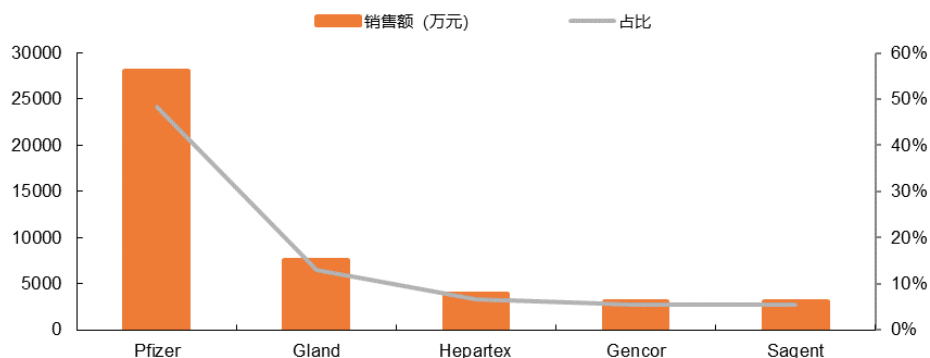


资料来源：招股说明书、平安证券研究所

2017 年前三季度公司存货 10.33 亿元，我们预计其中有 70%左右为肝素粗品存货，公司仍保持积极的备货策略，预计存货中肝素粗品的采购均价仍低于现在市场价，公司盈利能力望维持良好表现。

除了成本端的努力，公司也在销售端不断开拓大型客户。目前公司主要客户包括 Pfizer、Gland (Sagent 的合同生产商)、B. Braun、LDO、杭州九源等国内外知名肝素制剂生产企业，以及 Heparitex、Gencor 等国际知名药品经销商。2016 年公司前 5 大客户分别为 Pfizer、Gland、Heparitex、Gencor 和 Sagent，合计 4.58 亿元，占总收入的 78.72%，公司客户较为集中。其中，仅 Pfizer 就占比 48.31%，自 2015 年库存策略调整完毕以来采购量节节攀升，预计未来保持稳定增长。

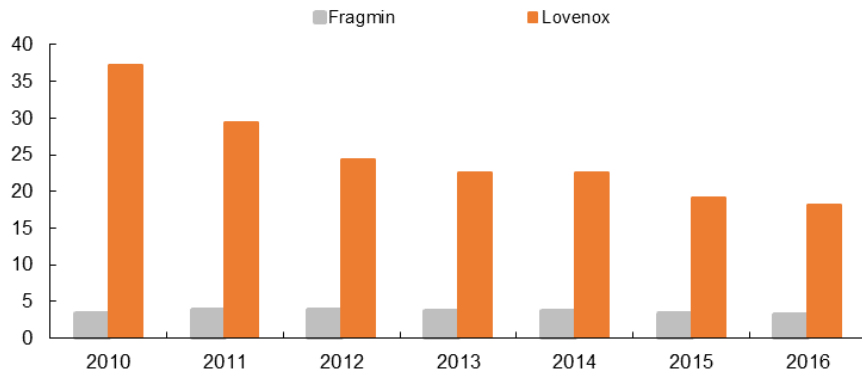
图表17 公司前 5 大客户销售额及占比



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

截至 2017 年 7 月，公司已成功获得来自 Sanofi 的 1920 万美元肝素原料药订单。本次合作之后 Sanofi 有望加大对公司肝素原料药的采购。2016 年 Sanofi 的 Lovenox 销售额是 18.11 亿美元，而 Pfizer 的 Fragmin 销售额为 3.18 亿美元，前者大概是后者的 6 倍左右。因此，一旦公司成功开拓 Sanofi 这个大客户，将极大提升公司订单量。

图表18 Fragmin 和 Lovenox 历年销售额比较 (亿美元)



资料来源: Bloomberg、平安证券研究所

### 三、向产业链下游延伸，积极布局制剂出口

#### 3.1 低分子肝素制剂陆续获批，快速放量贡献业绩

肝素制剂主要分为标准肝素制剂和低分子肝素制剂，低分子肝素制剂因用途更广且副作用较少，已占据肝素类药品市场的主导地位。目前常用的低分子肝素制剂主要有达肝素钠、依诺肝素钠、那曲肝素钠、帕肝素钠和汀肝素钠等。

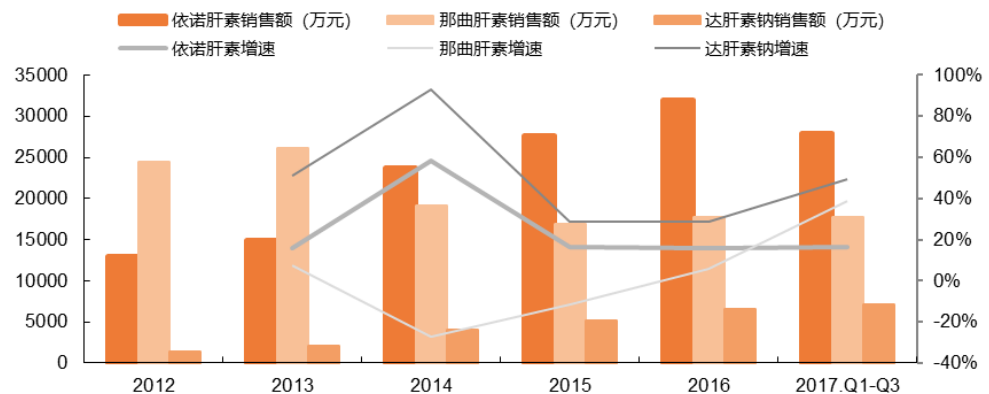
图表19 标准肝素制剂与低分子肝素制剂的区别

	标准肝素制剂	低分子肝素制剂
简介	临床上最早应用的肝素成为标准肝素 (Unfractionated Heparin,UFH),也叫普通肝素或未分级肝素,分子量分布在 5000-30000	为减少肝素的副作用,20世纪80年代末欧洲受限研制出低分子肝素(Low Molecular Weight Heparins,LMWH),分子量在8000以下,主要有达肝素钠、依诺肝素钠、那曲肝素钠、帕肝素钠、汀肝素钠
应用及功效	主要用于抗凝血和抗血栓,治疗各种原因引起的弥漫性血管内凝血和血栓,以及血液透析、体外循环、导管术、微血管手术等操作中的抗凝血处理等,标准肝素在临床应用中容易出现血小板减少或骨质疏松等副作用	临床研究证实,低分子肝素因分子量较小,不易被IV因子中和,抗凝效果和纤溶作用更强,具有更为广泛的医学用途,成为治疗急性静脉血栓和急性冠脉综合征等疾病的首选药物。

资料来源: 招股说明书、平安证券研究所

公司自2014年开始相继获得依诺肝素钠、那曲肝素钙和达肝素钠生产批件。从PDB样本医院数据来看,三种低分子肝素制剂均保持快速增长,2017年前三季度依诺肝素、那曲肝素和达肝素分别实现销售额2.79亿、1.77亿和0.72亿元,同比分别增长16.27%、38.94%和49.15%。

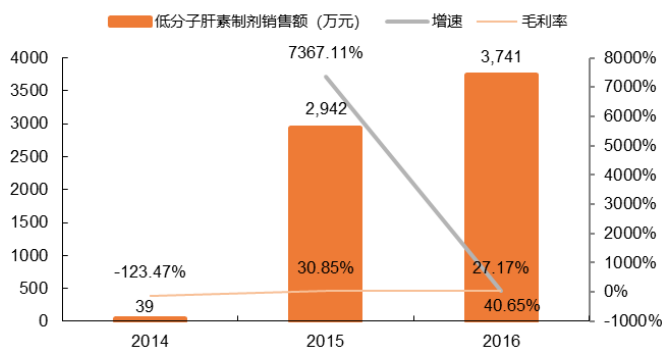
图表20 依诺肝素、那曲肝素和达肝素样本医院销售额及增速



资料来源: PDB、平安证券研究所

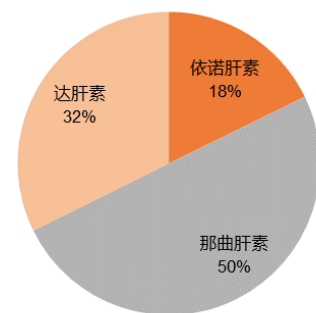
公司从 2014 年开始实现低分子肝素制剂销售, 快速放量, 由 2014 年的 39 万大幅提升到 2016 年的 3741 万元, 2016 年同比增长 27.17%。根据 PDB 数据, 公司制剂业务中依诺肝素、那曲肝素和达肝素钠分别占比 18%、50%和 32%。同时, 2014 年因销售量较小, 分摊的固定成本如折旧、人工等金额较大, 制剂产品成本较高, 肝素制剂业务毛利率为-123.47%。2015 年以后随着制剂产品在各省市陆续中标, 销售量快速增长, 毛利率也提升到 2016 年的 40.65%。我们认为随着公司制剂业务销售规模的持续扩大, 毛利率有望持续改善。

图表21 公司制剂业务销售额、增速及毛利率



资料来源: 招股说明书、平安证券研究所

图表22 2017 年前三季度公司各肝素制剂占比



资料来源: PDB、平安证券研究所

### 3.2 依诺肝素海外申报望明年获批, 收购健进提升注射剂生产能力

2014 年 5 月 30 日就向 FDA 提交了依诺肝素钠注射液的注册申请, 并与 2014 年 12 月 12 日获得受理, 根据进度有望在明年获批。依诺肝素是母代肝素通过苯甲酯 β 消除化学裂解制成的低分子肝素, 其活性作用位点为独特的 1,6-脱水环状 (二环) 结构, 使其具有区别于其他低分子肝素制剂药理学特性。2007 年 ACC/AHA/ESC UA/NSTEMI 治疗指南以及 2007ACC/AHA STEMI 治疗指南更新了对低分子肝素制剂的推荐, 应用建议更加具体, 明确推荐依诺肝素作为 ACS 抗凝治疗药物。同时, 依诺肝素还是唯一获得美、欧、中三大 UA/NSTEMI 指南推荐用于治疗 UA/NSTEMI 的低分子肝素。目前 FDA 批准的依诺肝素的仿制药共有 4 个, 首仿是 2010 年获批的 Sandoz。

图表23 目前 FDA 批准的依诺肝素制剂

通用名	分类及文号	生产厂家	获批时间
依诺肝素钠 (含无防腐剂剂型)	NDA ( 020164 )	Sanofi	1993.03.29
依诺肝素钠	NDA ( 022138 )	Sanofi	2007.05.16
依诺肝素钠 (不含防腐剂)	ANDA ( 077857 )	Sandoz	2010.07.23
依诺肝素钠 (不含防腐剂)	ANDA ( 076684 )	Amphastar Pharm	2011.09.19
依诺肝素钠	ANDA ( 078660 )	Sandoz INC	2011.11.28
依诺肝素钠 (不含防腐剂)	ANDA ( 076726 )	Teva	2014.06.23

资料来源: FDA、平安证券研究所

2016 年原研 Sanofi 的依诺肝素全球销售额 18.11 亿美元, 美国依诺肝素总规模约为 14.07 亿美元, 其中仿制药约为 6.15 亿美元, 占比 43.71%。一旦公司在美国获批上市, 有望借助 Sagent 的销售渠道获得部分市场份额, 为公司贡献业绩增量。

2016 年 2 月公司与 Sagent 签署股权转让协议, 香港健友以 50 万美元的价格向 Sagent 购买其拥有的赛进 (中国) (后改名为健进制药) 100% 股权。收购健进制药主要从如下几个方面考虑: ①具备通过 FDA 审核的高标准注射剂生产线; ②拥有通过 FDA 审核的实验室, 具备较强的研发能力; ③拥有冻干线并可以灌装有机溶剂, 可以补偿健友股份现有制剂生产线的不足; ④发挥协同效应, 一方面利用自身业务渠道为其开拓客户, 另一方面充分利用生产线将部分研发活动转移到健进制药, 增加其业务量, 实现盈亏平衡。健进制药 2016 年全年实现净利润 1590 万元, 其中收购后的 4-12 月份实现 3406 万元净利润。

图表24 收购前后健进制药经营业绩情况 (万元)

项目	2016 年 4-12 月	2016 年度
营业收入	8856	9365
营业利润	3355	1531
净利润	3406	1590

资料来源: 招股说明书、平安证券研究所

目前公司拥有了两条通过 FDA 认证的注射剂生产线。且 2017 年 10 月 31 日公司公告拟将原计划投入“肝素钠制剂产能扩大项目”中的 4246 万元募集资金和“低分子肝素钠产能扩大项目”中的 2254 万元募集资金用于投资健进制药“注射用药品生产线技改扩能项目”, 预计项目达产后将达到年产 1300 万支注射剂生产能力, 可实现年营收 2.23 亿元, 利润总额 4974 万元。公司本次变更募集资金投向主要是考虑到公司在研发方面投入不断加大, 研发能力不断增强, 目前获得 FDA 批准的产品 6 个、在研产品 10 余个, 而企业现有生产线已无法满足新产品生产需求。新项目将使公司更好地满足国际国内需求, 也体现了公司布局制剂出口业务的决心。

2016 年公司以 200 万美元从 Sagent 取得苯磺酸阿曲库铵、卡铂三个 ANDA 文号, 当年实现制剂出口收入 824.5 万元。目前在研项目中自主研发项目有 8 项, 合作研发项目有 6 项, 合作方均为 Sagent, 且在研产品中多数为中美双报, 看好公司制剂出口前景。

图表25 目前公司在研项目

研发项目	研发方式	主要治疗领域
托拉塞米注射液	自主研发	利尿剂
米力农注射液	自主研发	急、慢性顽固性充血性心力衰竭
鲑降钙素注射液	自主研发	骨质疏松症
瑞加德松注射液	自主研发	心血管影像剂

研发项目	研发方式	主要治疗领域
度骨化醇注射液	自主研发	降低进行性慢性肾透析的继发性甲状旁腺功能亢进患者的甲状旁腺激素水平
罗库溴铵注射液	自主研发	全身麻醉辅助用药，用于常规诱导麻醉期间气管插管，以及维持手术中骨骼肌松弛
苯磺酸阿曲库铵注射液	自主研发	气管内插管的肌肉松弛和胸腹手术所需的肌肉松弛
盐酸苯达莫司汀注射液	自主研发	治疗慢性淋巴细胞白血病、惰性 B 细胞非霍奇金淋巴瘤
左旋亚叶酸钙注射液	合作研发	胃癌和结直肠癌
注射用左旋亚叶酸钙	合作研发	胃癌和结肠癌
注射用阿扎胞苷	合作研发	骨髓增生异常综合征（MDS）的治疗
注射用卡莫司汀	合作研发	脑瘤、脑转移瘤和脑膜白血病
注射用吗替麦考酚酯	合作研发	适用于接受同种异体肾脏或者肝脏移植的患者中预防器官的排斥反应
顺苯磺酸阿曲库铵注射液	合作研发	用于手术和其他操作以及重症监护治疗的麻醉

资料来源：招股说明书、平安证券研究所

## 四、投资建议

我们认为公司受益于肝素原料药的量价齐升，业绩弹性最大，有望成为最受益标的。积极的存货策略进一步提升盈利水平。同时，公司积极开拓下游客户，2017 年前三季度获得来自 Sanofi 的 1920 万美元的订单，未来加深合作的可能性大；公司积极延伸产业链，制剂销售规模稳步扩大，毛利率持续改善。收购健进制药获得高水平注射剂生产线，提升研发能力，积极布局制剂出口前景可期。我们预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.74、1.04 和 1.32 元，对应 2017-2019 年 PE 分别为 35、24.9 和 19.6 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

## 五、风险提示

1. 肝素原料药降价；
2. 研发进度不及预期；
3. 海外申报进度不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1053	2299	3376	4412
现金	266	1252	1802	2447
应收账款	76	158	179	279
其他应收款	2	2	4	4
预付账款	12	18	25	33
存货	672	842	1336	1616
其他流动资产	26	28	30	33
<b>非流动资产</b>	469	450	635	843
长期投资	3	2	1	1
固定资产	304	296	425	587
无形资产	45	53	63	71
其他非流动资产	118	99	146	185
<b>资产总计</b>	1523	2749	4011	5255
<b>流动负债</b>	173	628	1478	2190
短期借款	120	490	1355	1970
应付账款	14	51	43	85
其他流动负债	38	87	80	136
<b>非流动负债</b>	36	36	36	36
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	36	36	36	36
<b>负债合计</b>	208	664	1514	2226
少数股东权益	0	0	0	0
股本	360	424	424	424
资本公积	257	651	651	651
留存收益	697	896	1192	1597
<b>归属母公司股东权益</b>	1315	2085	2497	3029
<b>负债和股东权益</b>	1523	2749	4011	5255

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	-287	146	-69	340
净利润	257	313	440	558
折旧摊销	37	28	37	53
财务费用	0	-3	15	41
投资损失	-15	-18	-20	-20
营运资金变动	-458	-174	-541	-293
其他经营现金流	-108	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	140	9	-202	-242
资本支出	73	-19	186	209
长期投资	180	1	1	1
其他投资现金流	392	-10	-15	-32
<b>筹资活动现金流</b>	-19	461	-44	-67
短期借款	19	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	64	0	0
资本公积增加	0	394	0	0
其他筹资现金流	-38	3	-44	-67
<b>现金净增加额</b>	-165	616	-315	31

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	582	992	1429	1940
营业成本	337	535	770	1043
营业税金及附加	5	8	12	17
营业费用	10	29	23	36
管理费用	85	109	163	231
财务费用	0	-3	15	41
资产减值损失	1	1	1	2
公允价值变动收益	2	0	0	0
投资净收益	15	18	20	20
<b>营业利润</b>	161	330	466	591
营业外收入	113	3	3	3
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	274	333	468	594
所得税	16	20	28	36
<b>净利润</b>	257	313	440	558
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	257	313	441	558
EBITDA	310	357	515	684
EPS (元)	0.61	0.74	1.04	1.32

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	24.1	70.5	44.0	35.8
营业利润(%)	63.4	105.0	41.1	26.8
归属于母公司净利润(%)	193.8	21.7	40.8	26.7
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	42.1	46.1	46.1	46.3
净利率(%)	44.2	31.5	30.8	28.8
ROE(%)	19.6	15.0	17.6	18.4
ROIC(%)	17.5	11.8	11.6	11.8
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	13.7	24.1	37.7	42.4
净负债比率(%)	-11.1	-36.5	-17.9	-15.8
流动比率	6.1	3.7	2.3	2.0
速动比率	2.2	2.3	1.4	1.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.5	0.4	0.4
应收账款周转率	8.5	8.5	8.5	8.5
应付账款周转率	16.3	16.3	16.3	16.3
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.74	1.04	1.32
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.01	0.35	-0.16	0.80
每股净资产(最新摊薄)	3.10	4.92	5.90	7.15
<b>估值比率</b>				
P/E	42.6	35.0	24.9	19.6
P/B	8.3	5.3	4.4	3.6
EV/EBITDA	35.0	28.7	20.5	15.4

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PINGAN SECURITIES

## 平安证券综合研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：(0755) 82449257

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033