

拟交易资产并实现资产境外上市，有利于创新药业务开展

投资要点

- **事件:** 2020年4月21日，公司公告：1) 通过全资子公司 Hepalink USA Inc. (美国海普瑞) 持有的境外参股子公司 OncoQuest Inc. (OncoQuest)，拟向韩国上市公司 Dual Industrial Co., Ltd (Dual) 出售其拥有的与免疫治疗在研药品相关的全部权益 (但不限于药品的专利权、临床试验申办者权益及重大合同等)。2) 公司拟于香港交易所公开发行人 H 股获得中国证监会核准批复。
- **完成在研项目资产交易，研发费用得以补充。**截至 2019 年末，美国海普瑞持有 OncoQuest 全面摊薄后 35.18% 股权；同时持有 OncoQuest 第一大股东 Quest PharmaTech Inc. 14.94% 的股份，Quest PharmaTech Inc. 持有 OncoQuest 全面摊薄后 41.47% 股权。此次转让价格为 3 亿美元，其中 4000 万美元用于回购向 Dual 发行的 250 万股普通股，2.6 亿美元由 Dual 向 OncoQuest 新发行等值于 17500 万美元普通股和等值于 8500 万美元的可转债支付。因此，根据截至 2019 年 4 月 20 日 Dual 已发行及已承诺发行的普通股和可转债计算，交易完成后，OncoQuest 占 Dual 全面摊薄后总股本的 50.7%，为其第一大股东。美国海普瑞预计将直接持有 Dual 全面摊薄后总股本的 17.84% (未实施回购权时)，同时将继续持有 OncoQuest 全面摊薄后 35.18% 股权。此外，Dual 将累计额外支付 7500 万美元现金用以承担 Oregovomab III 期临床试验费用。
- **产品大中华区权益依然保留，交易增强持有资产流动性。**本次拟出售资产为免疫治疗在研药品 Oregovomab 相关全部权益，但不包括公司及 OncoQuest 通过持有深圳昂瑞生物医药技术有限公司共 94% 的股权而拥有的大中华区域独家产品开发及商业化权益。本次交易完成有助于美国海普瑞收回前期投资成本，转让资产定价高于账面价值将对公司 2020 年业绩产生正面贡献。此外，通过美国海普瑞直接持有上市公司 Dual 的股票和可转债，公司将继续享有相关品种的权益，同时有利于增强持有资产流动性。
- **拟发行 H 股获批，将助力公司再上新台阶。**公司拟发行不超过 47809.35 万股 H 股，所募资金将用于改善公司资本结构、拓展在欧盟等国际市场营销网络、提升开发生产能力、扩张赛湾生物业务规模及投资创新药等。预期 H 股上市将推动公司制剂、CDMO 及创新药业务快速发展，进一步深化全球业务布局。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.88 元、0.81 元、1.04 元。公司肝素原料药和制剂一体化，大分子 CDMO+创新药打开成长空间，给予公司 2020 年 40 倍 PE，对应目标价 32.4 元，上调为“买入”评级。
- **风险提示:** 研发失败风险，肝素原料药价格下降风险，依诺肝素销售不及预期。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (亿元)	4814.97	4624.35	6217.77	7563.60
增长率	80.32%	-3.96%	34.46%	21.64%
归属母公司净利润 (亿元)	616.19	1103.59	1005.33	1296.24
增长率	369.19%	79.10%	-8.90%	28.94%
每股收益 EPS (元)	0.49	0.88	0.81	1.04
净资产收益率 ROE	9.48%	14.99%	12.36%	14.06%
PE	44	25	27	21
PB	4.51	3.95	3.54	3.10

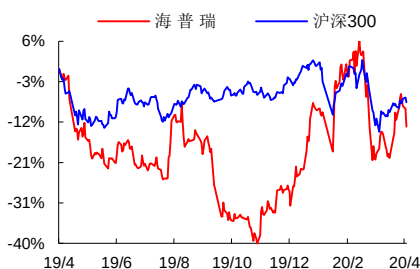
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513110001
 电话: 021-58351962
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 杜向阳
 执业证号: S1250520030002
 电话: 021-68416017
 邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.47
流通 A 股(亿股)	12.47
52 周内股价区间(元)	15.2-26.9
总市值(亿元)	273.76
总资产(亿元)	148.07
每股净资产(元)	5.48

相关研究

1. 海普瑞 (002399): Q4 有望显著改善, 创新药布局依然值得期待 (2019-10-30)
2. 海普瑞 (002399): 原料价格波动影响利润, 期待新业务布局 (2019-08-29)
3. 海普瑞 (002399): 传统业务快速增长, CDMO+创新药值得期待 (2019-05-05)

1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 由于肝素粗品价格上涨, 2019 年公司调整定价模式导致肝素原料药收入与毛利下降, 随着定价模式进一步调整, 肝素原料药销量与毛利有望回升; 预计 2019-2021 公司肝素原料药业务板块的收入增速分别为 -16%、40%、15%, 毛利率分别为 32%、35%、37%;

假设 2: 公司在欧洲市场的销售网络逐步成熟, 预计欧洲市场份额将进一步扩大; 依诺肝素已提交国内一致性评价及美国 ANDA 审批, 通过后将打开两国市场, 预计 2019-2021 肝素制剂销量增速分别为 15%、25%、33%。随着欧洲肝素制剂订单医院端向利润更高的药店端溢出, 制剂业务毛利率有望提升, 预计 2019-2021 年肝素制剂毛利率分别为 51%、53%、55%;

假设 3: 公司 CDMO 业务主营特色 DNA 载体制备及大分子药物提取, 市场需求较大, 公司订单量充足, 发展态势良好。预计 2019-2021 公司 CDMO 业务收入增速分别为 38%、35%、30%, 毛利率分别为 23.5%、27.5%、27.5%。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
原料药 (肝素+胰酶)	收入	3030.80	2545.87	3564.22	4098.85
	增速	57.60%	-16.00%	40.00%	15.00%
	毛利率	40.50%	32.00%	35.00%	37.00%
肝素制剂	收入	1030.00	1184.50	1480.63	1969.23
	增速	192.20%	15.00%	25.00%	33.00%
	毛利率	55.80%	51.00%	53.00%	55.00%
CDMO 业务	收入	524.80	724.22	977.70	1271.01
	增速	61.20%	38.00%	35.00%	30.00%
	毛利率	17.70%	23.50%	27.50%	27.50%
其他	收入	229.40	169.76	195.22	224.50
	增速	20.80%	-26.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
合计	收入	4814.97	4624.35	6217.77	7563.60
	增速	80.32%	-3.96%	34.46%	21.64%
	毛利率	40.09%	34.95%	37.51%	39.47%

数据来源: Wind, 西南证券

我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 46.2 亿元、62.2 亿元和 75.6 亿元, 归母净利润分别为 11 亿元、10 亿元和 13 亿元, 估算 2019-2021 年 EPS 分别为 0.88 元、0.81 元和 1.04 元。2020 年公司表现业绩同比下降主要受高基数影响; 2019 年公司已预计非经常性损益金额 6.3 亿元左右, 主要由于对子公司持股比例下降且不再并表而确认一次性收益、金融资产公允价值变动损益和政府补助。扣除非经常性损益的影响, 2020 年公司营业与净利润增速均实现正增长。

2 相对估值

参考国内可比公司，2020-2022 年可比公司 PE 均值分别为 39 倍、26 倍和 20 倍。考虑到公司肝素原料药和制剂一体化，大分子 CDMO+创新药打开成长空间，我们给予公司 2020 年 40 倍 PE，对应目标价 32.4 元，上调为“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	公司名称	股价（元）	EPS（元）			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
000739.SZ	普洛药业	18.18	0.63	0.83	1.07	28.88	21.87	17.05
300630.SZ	普利制药	71.45	1.78	2.64	3.70	40.17	27.06	19.31
603456.SH	九洲药业	21.50	0.45	0.72	0.90	47.37	29.98	24.00
平均值						38.81	26.30	20.12

数据来源：Wind（预测时间为 2020 年 4 月 21 日），西南证券整理

3 风险提示

研发失败的风险；肝素原料药价格下降的风险；依诺肝素销售不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4814.97	4624.35	6217.77	7563.60	净利润	592.18	1060.59	966.16	1245.73
营业成本	2884.72	3008.22	3885.46	4578.50	折旧与摊销	227.43	224.09	224.09	224.09
营业税金及附加	21.21	27.74	34.04	41.38	财务费用	88.09	167.90	198.79	211.54
销售费用	290.27	325.03	499.20	682.88	资产减值损失	118.29	80.57	87.42	90.28
管理费用	380.88	515.64	649.18	763.51	经营营运资本变动	901.90	-180.91	-524.15	-430.01
财务费用	88.09	167.90	198.79	211.54	其他	-1260.03	-823.30	-344.28	-347.15
资产减值损失	118.29	80.57	87.42	90.28	经营活动现金流净额	667.87	528.94	608.02	994.49
投资收益	-237.35	682.65	200.00	200.00	资本支出	-828.13	-935.10	-274.75	-290.59
公允价值变动损益	79.22	50.48	60.06	56.87	其他	283.83	733.13	260.06	256.87
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-544.30	-201.97	-14.69	-33.73
营业利润	721.15	1232.38	1123.75	1452.37	短期借款	620.44	-176.28	304.20	-144.40
其他非经营损益	9.70	15.37	12.90	13.19	长期借款	628.26	0.00	0.00	0.00
利润总额	730.85	1247.75	1136.65	1465.57	股权融资	-1962.39	0.00	0.00	0.00
所得税	138.66	187.16	170.50	219.83	支付股利	-56.12	-123.24	-220.72	-201.07
净利润	592.18	1060.59	966.16	1245.73	其他	-846.29	-761.89	-198.79	-211.54
少数股东损益	-24.01	-43.00	-39.17	-50.51	筹资活动现金流净额	-1616.11	-1061.41	-115.31	-557.01
归属母公司股东净利润	616.19	1103.59	1005.33	1296.24	现金流量净额	-1473.11	-734.44	478.02	403.75
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2121.75	1387.31	1865.33	2269.08	成长能力				
应收和预付款项	1433.27	1525.63	2030.47	2435.08	销售收入增长率	80.32%	-3.96%	34.46%	21.64%
存货	1529.98	1609.19	2100.47	2491.12	营业利润增长率	9843.16%	70.89%	-8.81%	29.24%
其他流动资产	515.03	497.77	642.00	763.81	净利润增长率	401.05%	79.10%	-8.90%	28.94%
长期股权投资	467.29	467.29	467.29	467.29	EBITDA 增长率	311.85%	56.69%	-4.79%	22.07%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2351.28	2952.64	2887.98	2833.31	毛利率	40.09%	34.95%	37.51%	39.47%
无形资产和开发支出	3061.98	3192.92	3329.53	3471.98	三费率	15.77%	21.81%	21.67%	21.92%
其他非流动资产	2174.51	2153.22	2131.94	2110.65	净利率	12.30%	22.93%	15.54%	16.47%
资产总计	13655.08	13785.97	15455.00	16842.33	ROE	9.48%	14.99%	12.36%	14.06%
短期借款	1981.49	1805.21	2109.41	1965.00	ROA	4.34%	7.69%	6.25%	7.40%
应付和预收款项	643.10	547.20	742.41	894.37	ROIC	8.58%	14.16%	11.99%	13.64%
长期借款	1454.83	1454.83	1454.83	1454.83	EBITDA/销售收入	21.53%	35.13%	24.87%	24.96%
其他负债	3330.91	2905.62	3329.79	3664.90	营运能力				
负债合计	7410.33	6712.86	7636.45	7979.11	总资产周转率	0.36	0.34	0.43	0.47
股本	1247.20	1247.20	1247.20	1247.20	固定资产周转率	3.94	3.01	4.47	6.07
资本公积	2254.18	2254.18	2254.18	2254.18	应收账款周转率	5.22	4.19	4.71	4.54
留存收益	2457.66	3438.01	4222.62	5317.79	存货周转率	2.25	1.81	2.00	1.92
归属母公司股东权益	6068.03	6939.39	7724.00	8819.18	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.76%	—	—	—
少数股东权益	176.72	133.72	94.55	44.04	资本结构				
股东权益合计	6244.75	7073.11	7818.55	8863.22	资产负债率	54.27%	48.69%	49.41%	47.38%
负债和股东权益合计	13655.08	13785.97	15455.00	16842.33	带息债务/总负债	59.79%	63.38%	59.70%	55.33%
					流动比率	1.24	1.32	1.40	1.57
					速动比率	0.90	0.90	0.96	1.08
					股利支付率	9.11%	11.17%	21.95%	15.51%
					每股指标				
					每股收益	0.49	0.88	0.81	1.04
					每股净资产	4.87	5.56	6.19	7.07
					每股经营现金	0.54	0.42	0.49	0.80
					每股股利	0.05	0.10	0.18	0.16
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1036.67	1624.37	1546.63	1888.01					
PE	44.43	24.81	27.23	21.12					
PB	4.51	3.95	3.54	3.10					
PS	5.69	5.92	4.40	3.62					
EV/EBITDA	27.13	17.36	18.12	14.56					
股息率	0.21%	0.45%	0.81%	0.73%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn