

2020年06月28日

昌海制药股权转让，员工激励范式打开 买入（维持）

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈元君

执业证号：S0600520020001
021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,044	9,678	10,211	10,744
同比(%)	2.7%	37.4%	5.5%	5.2%
归母净利润(百万元)	343	1,502	1,567	1,678
同比(%)	-6.0%	338.2%	4.4%	7.1%
每股收益(元/股)	0.36	1.56	1.62	1.74
P/E(倍)	58.20	13.28	12.73	11.89

事件：2020年6月24日，公司发布公告，拟向绍兴益元生物医药合伙企业转让子公司昌海制药6.474025%的股权，转让价格为2050万元。根据相关规定，本次交易构成关联交易，但不构成重大资产重组。

投资要点

- **子公司股权转让打开员工激励新模式。**益元生物的合伙人主要是公司的高管以及技术骨干，昌海制药主要从事出口原料药业务，19年实际亏损1.08亿元，此次股权转让按照收益法评估，昌海制药评估价值3.03亿元，相较于净资产2.78亿元，略有增值。我们认为此次股权转让作为公司改革的一个重要尝试，有望解决经营骨干激励不足问题。
- **创新药业务持续推进，产品市场推广在即：**公司独家生产的1.1类创新药苹果酸奈诺沙星胶囊已经进入《国家医保目录（2019版）》，针剂业务正在推进。ADC大分子项目ARX788乳腺癌临床研究I期已基本完成。ARX788正在开展胃癌II期/III期临床研究的准备工作。子公司创新生物的万古无菌喷干项目正在准备相关缺陷答复完善和NDA资料再提交准备工作。此外，目前公司共有在研新药新产品项目37项，处于临床研究或BE阶段5项，申报生产8项。
- **维生素价格同比大增，公司业绩弹性大：**2020年3月以来，受疫情影响，行业库存减少、开工率低，维生素产品供需关系收紧，截至6月28日，博亚和讯国产VA、VE报价分别为420元/Kg和69元/Kg，上半年均价分别为424.36元/Kg和66.31元/Kg，上半年均价同比涨幅分别为13.75%和52.40%，维生素涨价有望大幅推动公司Q2业绩增长。
- **喷雾干燥技术有望带动公司制剂出口：**公司推出喷雾干燥技术代替传统的冷冻干燥技术，注射用盐酸万古霉素和注射用达托霉素已经获得FDA同意以505b2的方式提交NDA申请，并接受FDA的POV访问。喷雾干燥技术属于平台型技术，可拓展空间大，相关动向值得关注。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2020~2022年分别实现收入96.78亿元、102.11亿元、107.44亿元，实现归母净利润分别为15.02亿元、15.67亿元、16.78亿元，EPS分别为1.56元、1.62元、1.74元，当前股价对应PE分别为13X、13X、12X。维持“买入”评级。
- **风险提示：**维生素价格下行；创新药、创新制剂以及一致性评价进展慢于预期；新产品市场推广受阻；国际贸易环境恶化。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.67
一年最低/最高价	9.62/20.15
市净率(倍)	2.49
流通A股市值(百万元)	19949.11

基础数据

每股净资产(元)	8.30
资产负债率(%)	21.11
总股本(百万股)	965.13
流通A股(百万股)	965.12

相关研究

- 1、《浙江医药(600216)：反转趋势确认，期待医药业务破局》2020-04-24
- 2、《浙江医药(600216)：维生素高景气，医药拐点在即》2020-03-18
- 3、《浙江医药(600216)：维生素业务反转，医药业务破局在即》2020-03-04

浙江医药三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,039	6,861	6,196	7,467	营业收入	7,044	9,678	10,211	10,744
现金	1,278	1,936	2,042	2,149	减:营业成本	4,173	4,713	4,938	5,163
应收账款	1,413	2,259	1,615	2,461	营业税金及附加	70	97	102	107
存货	1,435	1,532	1,576	1,673	营业费用	1,587	2,032	2,196	2,364
其他流动资产	913	1,135	962	1,184	管理费用	840	1,065	1,171	1,207
非流动资产	5,323	6,664	6,434	6,155	财务费用	-3	76	91	47
长期股权投资	13	15	17	18	资产减值损失	-100	-26	-66	-56
固定资产	3,992	5,288	5,137	4,923	加:投资净收益	34	28	30	30
在建工程	467	508	434	375	其他收益	51	35	43	39
无形资产	407	407	397	384	营业利润	409	1,800	1,874	2,007
其他非流动资产	444	447	450	454	加:营业外净收支	-12	-17	-15	-15
资产总计	10,362	13,525	12,631	13,622	利润总额	397	1,783	1,859	1,991
流动负债	2,051	4,787	3,177	3,460	减:所得税费用	106	405	445	495
短期借款	650	3,123	1,681	1,704	少数股东损益	-51	-123	-154	-182
应付账款	757	975	840	1,057	归属母公司净利润	343	1,502	1,567	1,678
其他流动负债	643	689	656	699	EBIT	399	1,850	1,945	2,031
非流动负债	60	73	66	60	EBITDA	887	2,341	2,545	2,673
长期借款	0	13	7	0					
其他非流动负债	60	60	60	60	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	2,110	4,859	3,243	3,520	每股收益(元)	0.36	1.56	1.62	1.74
少数股东权益	391	268	114	-67	每股净资产(元)	8.14	8.70	9.61	10.54
					发行在外股份(百万 股)	965	965	965	965
归属母公司股东权益	7,861	8,398	9,273	10,169	ROIC(%)	3.4%	12.4%	13.4%	12.8%
负债和股东权益	10,362	13,525	12,631	13,622	ROE(%)	3.5%	15.9%	15.1%	14.8%
					毛利率(%)	40.8%	51.3%	51.6%	51.9%
					销售净利率(%)	4.9%	15.5%	15.3%	15.6%
					资产负债率(%)	20.4%	35.9%	25.7%	25.8%
					收入增长率(%)	2.7%	37.4%	5.5%	5.2%
					净利润增长率(%)	-6.0%	338.2%	4.4%	7.1%
					P/E	58.20	13.28	12.73	11.89
					P/B	2.54	2.38	2.15	1.96
					EV/EBITDA	21.89	9.02	7.63	7.16

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>