

高技术壁垒的优质化学制药企业，建议积极关注

博瑞转债投资价值分析

相关研究报告：

- 《2022年债券年度策略》
--2021/12/16
- 《赛伍转债投资价值分析》
--2021/11/06
- 《宏发转债投资价值分析》
--2021/11/06

证券分析师：张河生

电话：021-58502206

E-MAIL: zhanghs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518030001

报告摘要

博瑞转债条款设置中规中矩，债底保护较好，预计首日上市价格 107.62 元~118.24 元

转债项目募集 4.65 亿资金拟投资于制剂生产基地和研发中心，对股份稀释率 3.18%。评级略低而利率略高，各项条款设置中规中矩。纯债价值为 83.01 元，债底保护较好。预计首日上市价格 107.62 元~118.24 元。

研发驱动的优质化学制药企业，布局原料药制剂一体化前景可期

高技术壁垒的优质化学制药企业，医药产业政策驱动下，原料药制剂一体化发展企业前景可期。整体来看，公司经营状况良好，盈利能力较强，成本优势明显，重研发，提升竞争优势。转债募投项目拟在提高研发水平和产能，丰富产品结构，满足市场需求，提升公司综合竞争力。

正股技术壁垒高，建议积极关注

博瑞转债发行规模较小，流动性不强，评级略微偏低，但是符合大多数机构入库标准。各项转债附加条款中规中矩，债底保护较好。博瑞医药是仿制药和原料药领域的优质企业，公司重视研发，技术壁垒高，盈利能力较强，在政策驱动和仿制药市场稳步扩张背景下，博瑞医药未来成长性较好，我们建议积极关注该转债。

风险提示：

新产品研发进度不及预期的风险；医药产业政策变化风险；药品生产资质获取风险。

目录

一、博瑞转债预计首日上市价格 107.62 元~118.24 元.....	4
二、研发驱动的优质化学制药企业，布局原料药制剂一体化.....	5
三、投资建议：正股技术壁垒高，建议积极关注.....	10
四、风险提示	10

图表目录

图表 1: 博瑞转债条款	4
图表 2: 博瑞转债首日上市价格预测	5
图表 3: 公司主要技术平台及相应产品	6
图表 4: 公司业务结构	7
图表 5: 公司营业收入及同比增长	7
图表 6: 公司归母净利润及同比增长	7
图表 7: ROE 和 ROA	8
图表 8: 销售毛利率和净利率	8
图表 9: 产品毛利率	8
图表 10: 研发费用	9

一、博瑞转债预计首日上市价格 107.62 元~118.24 元

募集4.65亿资金拟投资于制剂生产基地和研发中心新建项目。

博瑞医药公开发行A股可转换公司债券，拟募集资金总额不超过4.65亿元，扣除发行费用后的全部资金将用于投资吸入剂及其他化学药品制剂生产基地和生物医药研发中心新建项目（一期）。项目建成后，将丰富产品品种，增加公司制剂产能并提升研发实力。

转债的股份稀释率3.18%。

博瑞转债初始转股价为35.68元/股，按照初始转股价计算，总共可转换1303.25万份博瑞医药的A股股票。若转债全部转股，对A股总股本的稀释率为3.18%，转股稀释压力较小。本次发行的可转债转股期自2022年7月11日至2028年1月3日止。

利率条款略高于市场平均水平。

本期可转债发行期限为6年，票面利率分别为：0.40%、0.60%、1.00%、1.50%、2.50%、3.00%，略高于近期市场的正常设置。到期赎回价为115元（含最后一期年度利息），略高于市场平均水平。

转债的附加条款设置中规中矩。

博瑞转债的各项条款设置均与现存转债基本一致，其中下修条款为“15/30,85%”，有条件赎回条款为“15/30,130%”或“可转债未转股余额不足3,000万元”，有条件回售条款为“30,70%”。

图表 1：博瑞转债条款

转债名称/代码	博瑞转债/118004.SH
发行规模	4.65 亿元
发行方式	原股东优先配售，余额部分（含原股东放弃优先配售部分）采用网上通过上交所交易系统向社会公众投资者发售的方式进行，余额由保荐机构（主承销商）包销。
存续期	自发行之日起 6 年，即自 2022 年 1 月 4 日至 2028 年 1 月 3 日。
票面利率	第一年 0.40%、第二年 0.60%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 2.50%、第六年 3.00%。
到期赎回价格	债券面值的 115%（含最后一期利息）
初始转股价格	35.68 元/股
转股期	自发行结束之日（2022 年 1 月 10 日）起满六个月后的第一个交易日（2022 年 7 月 11 日）起至可转债到期日（2028 年 1 月 3 日）止。
信用评级	主体:AA-; 债项:AA-; 股份质押和保证; 东方金诚国际信用评估有限公司
募集资金用途	吸入剂及其他化学药品制剂生产基地和生物医药研发中心新建项目（一期）
下修条款	15/30,85%
有条件赎回条款	15/30,130%; 或未转股余额不足人民币 3000 万元

有条件回售条款 最后两个计息年度，30，70%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

纯债价值为83.01元。

本期可转债债项信用等级为AA-（东方金诚国际信用评估有限公司），发行期限为6年，1月10日6年期AA-级中债企业债到期收益率为6.6388%，中证公司债到期收益率为6.5890%，综合取贴现率为6.61%，计算得到纯债价值为83.01元。

预计首日上市价格107.62元~118.24元。

该券初始转股价为35.68元/股，按照1月10日博瑞医药收盘价（34.29）测算得到初始转换价值为96.10元。申万医药生物一级行业中具有股性的标的共有18只，平均转股溢价率为17.45%。我们判断博瑞转债上市初日溢价率位于13%至21%区间，对应的上市价格较现在波动-10%至10%之间，依据情景分析做出博瑞转债上市当日可能的价格范围。

图表 2：博瑞转债首日上市价格预测

股价波动	转股溢价率	13%	15%	17%	19%	21%
	股价					
-10%	30.86	98.13	99.86	101.59	103.32	105.05
-6%	32.23	102.49	104.30	106.10	107.91	109.72
-3%	33.26	105.76	107.62	109.49	111.35	113.22
0%	34.29	109.03	110.95	112.87	114.80	116.72
3%	35.32	112.30	114.28	116.26	118.24	120.22
6%	36.35	115.57	117.61	119.65	121.68	123.72
10%	37.72	119.93	122.05	124.16	126.28	128.39

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

二、研发驱动的优质化学制药企业，布局原料药制剂一体化

高技术壁垒的优质化学制药企业。

公司是一家致力于研发和生产高端仿制药和原创性新药的化学制药企业。公司主营医药中间体、原料药和制剂产品的研发、生产和销售。目前，公司产品涉及抗真菌、抗病毒、免疫抑制、抗肿瘤、心脑血管、呼吸等多领域，主要产品包括米卡芬净、卡泊芬净和阿尼芬净等，已覆盖从原料药起始物、cGMP 高难度中间体、特色原料药到制剂产品的全产业链。

公司多年坚持自主研发，发展形成了多手性药物合成技术、发酵半合成技术、靶

向高分子偶联技术、非生物大分子技术以及吸入制剂技术等多项具有全球先进水平的自主知识产权技术平台。公司逐步建立起原料药与制剂一体，仿制药与创新药结合，国际市场与国内并重业务体系。

图表 3：公司主要技术平台及相应产品

技术平台	产品	用途
发酵半合成技术平台	卡泊芬净	主要用于经验性治疗中性粒细胞减少、伴发热病人的可疑真菌感染以及治疗对其它治疗无效或不能耐受的侵袭性曲霉菌。
	米卡芬净	适用于治疗食道念珠菌感染、骨髓移植及 AIDS 患者中性粒细胞减少症的预防治疗。
	阿尼芬净	适用于治疗念珠菌血症及其他类型念珠菌的感染和食管念珠菌病。
	子囊霉素	系吡美莫司的医药中间体。吡美莫司是亲脂性抗炎性的子囊霉素巨内酰胺的衍生物，可细胞选择性地抑制前炎症细胞因子的产生和释放，阻断 T 细胞内的炎症细胞因子的合成，适用于无免疫受损的轻度至中度异位性皮炎（湿疹）。
多手性原料药技术平台	恩替卡韦	可选择性抑制乙肝病毒，主要用于治疗伴有病毒复制活跃、血清转氨酶持续增高的慢性乙型肝炎感染。
	磺达肝癸钠	为全合成抗凝血药物，用于进行下肢重大骨科手术如髋关节骨折、重大膝关节手术或者髋关节置换术等患者，预防静脉血栓栓塞事件的发生。
靶向高分子偶联平台	BGC0222 等	抗肿瘤。
非生物大分子药物技术平台	羧基麦芽糖铁等 (在研)	-
吸入制剂技术平台	吸入用布地奈德混悬液等 (在研)	通过吸入途径将药物递送至呼吸道和/或肺部以发挥局部或全身作用的制剂，主要用于呼吸系统疾病以及其他疾病的治疗。

资料来源：募集说明书，太平洋研究院整理

医药产业政策驱动下，原料药制剂一体化发展企业前景可期。

博瑞医药自成立以来一直专注于创新药、高端仿制药的生产研发。随着全球人口老龄化以及居民保健意识增强，未来医药市场规模将进一步扩大。近年来，一系列推动原创新药发展的政策不断出台，对药企产品质量和成本管控提出更高要求。在一致性评价和带量采购政策等医药产业政策驱动下，药品质量稳定性高，研发实力强，成本和产能稳定性强的企业更具竞争优势。

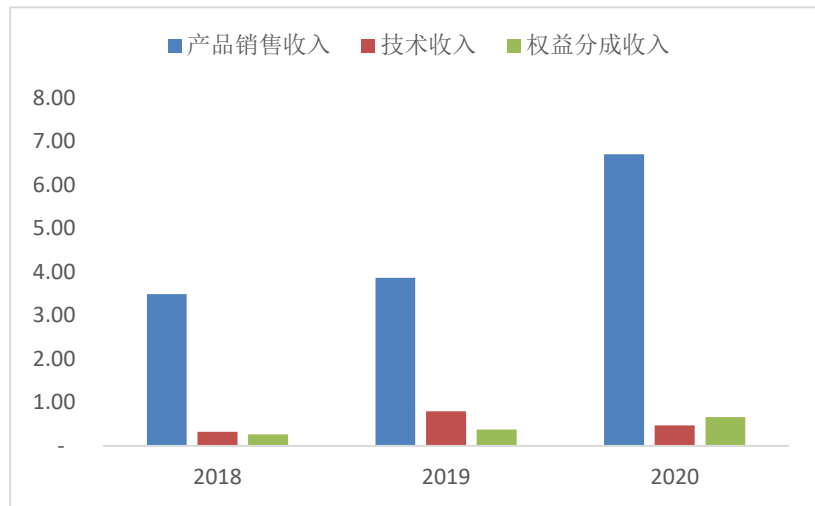
公司经过多年发展，积累了多种高端化学药物的生产核心技能，构建了较高的市场竞争壁垒；药品生产体系通过了中美欧日韩的官方 GMP 认证，药品有效性和安全性有所保障。作为原料药制剂一体化企业，产业链成本优势明显，博瑞医药的前景可期。

整体来看，公司经营状况良好。

公司营业收入主要来源于原料药制剂产品销售业务，占营收比重达75%以上。2018-2020年间，公司的营业收入呈稳步增长态势，近三年增速均保持在20%以上。2020年公司营业收入7.85亿元，同比增长56.09%，主要原因是恩替卡韦等抗病毒类产品销售收入大幅增长所致。分地区来看，国外业务实现营业收入4.08亿元，同比增长76.35%。同时，公司归母净利润保持快速增长，近三年增速保持在45%以上。

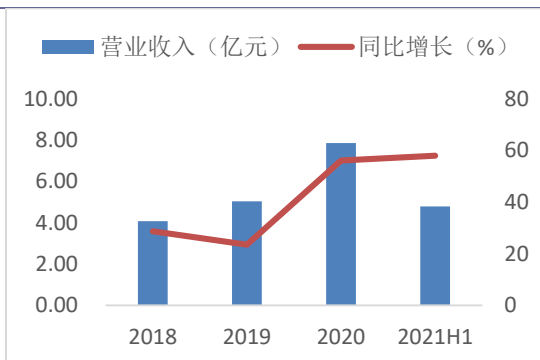
公司2021年上半年营业收入4.79亿元，增长比例达57.97%，其中产品销售业务同比增长73.99%，海外权益分成收入同比增长9.92%。归母净利润为1.07亿元，同比增长44.96%，继续保持稳定增长。

图表 4：公司业务结构

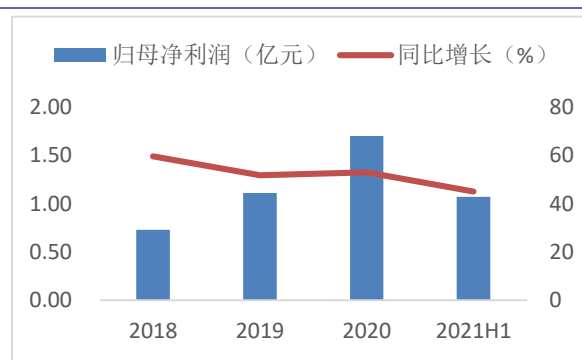


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：公司营业收入及同比增长



图表 6：公司归母净利润及同比增长



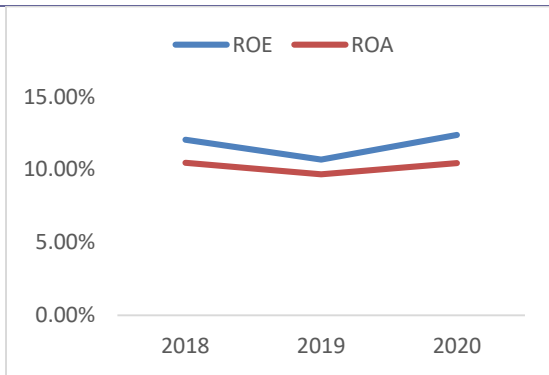
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

盈利能力较强, 成本优势明显。

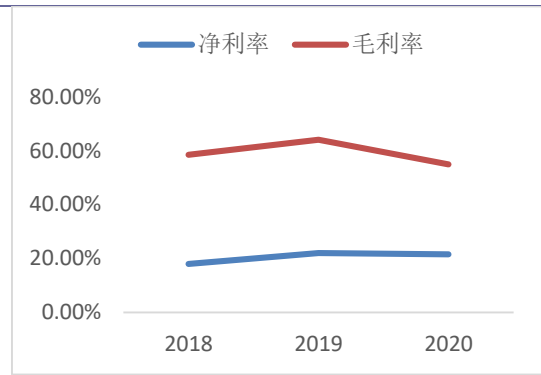
公司近三年来ROE和ROA波动上涨, 与同行业可比公司相比, 公司的ROE排名中等靠前。公司的销售净利率小幅上涨, 销售毛利率呈波动下滑态势, 但整体维持在55%左右, 主要是2020年受中标集采影响, 恩替卡韦制剂的终端价格降低影响公司恩替卡韦原料药的销售单价所致。公司销售毛利率高于同业平均水平, 产品技术附加值高, 自从拓展原创药全产业链后, 凭借自身研发技术优势和行业话语权, 与下游客户合作获得产品销售分成, 权益分成部分收入贡献纯毛利, 具有成本优势。

图表 7: ROE 和 ROA



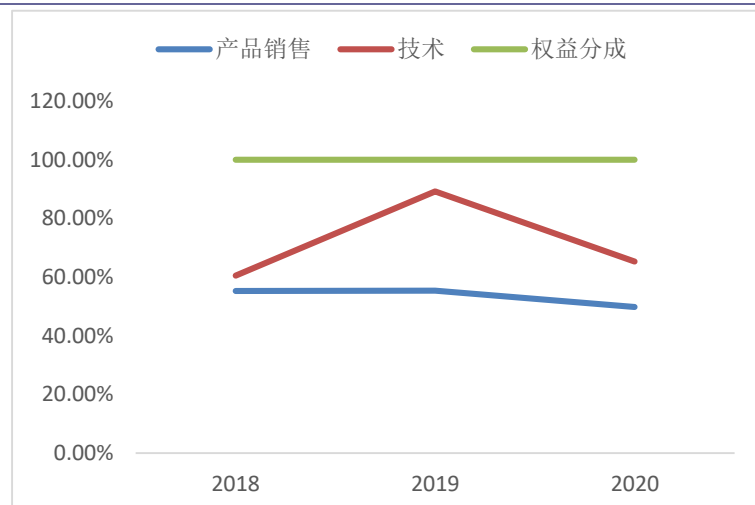
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 8: 销售毛利率和净利率



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 9: 产品毛利率

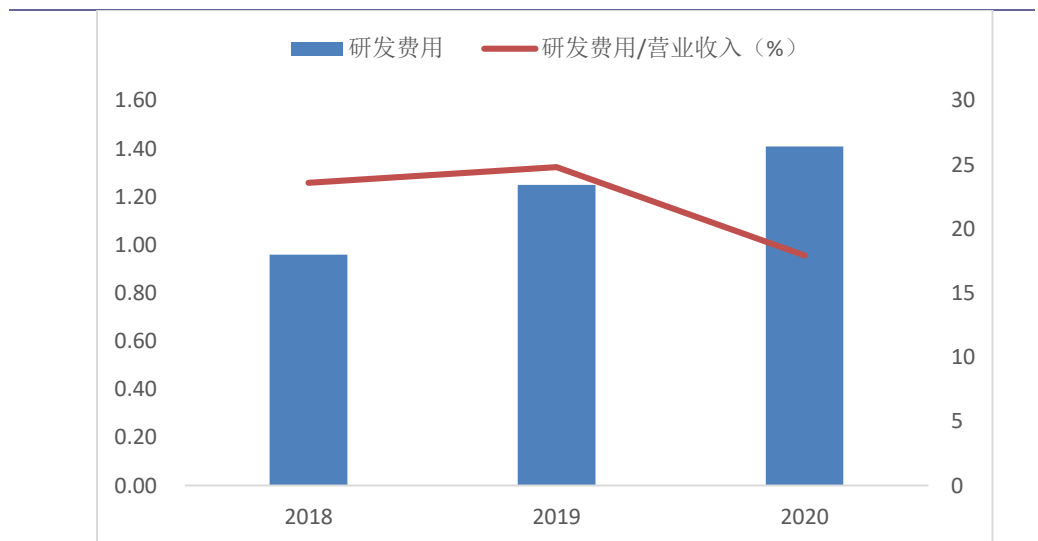


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

重研发，提升竞争优势。

公司重视自主研发水平，研发投入逐年稳定上升，2021年上半年研发投入0.79亿元，同比增加25.69%。近三年研发费用占营收比例保持在17%以上，2020年研发费用率降低主要系当年营业收入增长较快所致。公司坚持“研发驱动”战略，不断加大研发投入，丰富研发管线提升自身竞争优势。

图表 10: 研发费用



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

转债募投项目拟在提高研发水平和产能，丰富产品结构，满足市场需求，提升公司综合竞争力。

本次募投资金将用于吸入剂及其他化学药品制剂生产基地和生物医药研发中心新建项目（一期）。本次募集资金投资项目的实施，有助于提高公司的制剂生产综合能力，布局呼吸系统用药产品，丰富公司产品结构，以满足市场需求。同时有利于提高公司研发水平，有力推动公司相关核心技术实现产业化进程。项目建设实施后，公司核心化药产品在行业内的市场份额有望得到提升，有利于公司的可持续发展。

图表 3: 博瑞医药盈利预测

盈利预测	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
单位:百万元						
营业收入	407.50	503.16	785.38	1,120.55	1,563.37	2,173.56

增长率(%)	28.64%	23.47%	56.09%	42.68%	39.52%	39.03%
归属母公司股东净利润	73.20	111.08	169.88	251.20	370.30	538.07
增长率(%)	59.56%	51.75%	52.93%	47.87%	47.41%	45.31%
每股收益(EPS)	1.51	0.27	0.41	0.61	0.90	1.31
市盈率(P/E)	-	117.26	110.54	55.98	37.98	26.14

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

三、投资建议：正股技术壁垒高，建议积极关注

博瑞转债发行规模较小，流动性不强，评级略微偏低，但是符合大多数机构入库标准。各项转债附加条款中规中矩，债底保护较好。博瑞医药是仿制药和原料药领域的优质企业，公司重视研发，技术壁垒高，盈利能力较强，在政策驱动和仿制药市场稳步扩张背景下，博瑞医药未来成长性较好，我们建议积极关注该转债。

四、风险提示

新产品研发进度不及预期的风险；

医药产业政策变化风险；

药品生产资质获取风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。