

证券研究报告—动态报告/公司快评

基础化工

农用化工

华邦健康 (002004)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2015年12月01日

收购瑞士倍儿、全力推进大健康战略
证券分析师： 邓周宇

0755-82133263

dengzy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514030001

证券分析师： 江维娜

021-60933157

jiangwn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515060001

事项：

华邦生命健康股份有限公司（以下简称“华邦健康”或“公司”）全资子公司与瑞士倍尔生命科技集团有限公司（以下简称“瑞士倍尔”）就转让 SWISS BIOLOGICAL MEDICINE GROUP LTD（瑞士生物医药集团有限公司，以下简称“瑞士生物”）股权事宜达成框架性协议，并签署了《合作协议书》。

国信观点：

瑞士倍尔持有瑞士生物99.72%的股权，瑞士生物下属一家全资医院瑞士巴拉塞尔医院（PARACELSUS SUISSE，以下简称“瑞士医院”）。瑞士巴拉塞尔医院欧洲第一家规模最大、历史最长、知名度最高、技术体系最成熟的综合性生物治疗机构，是美国权威科技类非营利性研究机构MARION INSTITUTE长期跟踪报道的医疗机构。本次对瑞士生物的收购是公司布局“大健康”产业，实施“大华邦医疗联盟”战略的又一重要举措，将有利于公司做大做强医疗健康产业、加快拓展中高端医疗市场，培育新的利润增长点。

公司积极推进大健康战略。今年公司与重庆医科大学附属第二医院合作设立的宽仁康复医院开业运营，主要科室包括骨科、内科、运动伤害、心脑血管疾病和静脉疾病等，床位数达到 330 张，床位利用率超过一半。同时公司在整形美容、数字口腔、眼视光中心等多个医疗服务领域有所布局，并建设筹备综合性医学中心。

公司以皮肤病用药见长，积累了大量的皮肤病医疗资源和患者群体，在此基础上公司将通过与大型的皮肤病医院进行合作，通过股权合作等形式进行全国性医疗服务的布局。在实体医疗服务布局的同时，公司还将建设皮肤病互联网医疗平台，将医生和患者连接起来进行健康咨询，在线诊疗和慢性病管理的工作，建立起线上线下的全国性皮肤病诊疗网络。医疗服务将打开公司长期发展空间。

预计15-17年净利润7.55亿/8.94亿/10.65亿，EPS0.40/0.47/0.57元，对应PE33X/28X/24X，公司制剂主业快速增长，农化业务挂新三板，持股比例下降是趋势，而医疗服务打开长期空间，维持“买入”评级。

评论：
■ 公告概述：标的物情况

2015年11月27日，公司全资子公司与瑞士倍尔就转让瑞士生物部分股权达成初步意向，签署了《合作协议书》。瑞士倍尔是一家根据中国香港法律合法成立并有限存续的有限责任公司，其拥有瑞士生物99.72%的股权。公司拟以不超过2.1亿元人民币的价格收购瑞士生物70%的股权，交易价格以双方签署的正式股权转让协议为准。本次收购完成后，公司全资子公司将拥有瑞士生物70%的股权，为其控股股东。

瑞士倍尔持有瑞士生物99.72%的股权，瑞士生物下属一家全资医院瑞士巴拉塞尔医院（PARACELSUS SUISSE，以下

简称“瑞士医院”)。瑞士巴拉塞尔医院成立于1958年,地处风景秀丽的著名旅游城市—瑞士圣加伦市,是欧洲第一家规模最大、历史最长、知名度最高、技术体系最成熟的综合性生物治疗机构,是美国权威科技类非营利性研究机构MARION INSTITUTE长期跟踪报道的医疗机构。瑞士巴拉塞尔医院在肿瘤治疗、慢性疾病和抗衰老等领域拥有极深的造诣。瑞士医院的托马斯先生(THOMAS RAU)被尊称为瑞士生物医学的学科带头人,在欧美享有极高的知名度。瑞士医院拥有先进的医疗设备、完善的管理体系和全球领先的生物医疗技术。

瑞士生物下属的瑞士医院涉及肿瘤治疗、抗衰老、各类慢性病治疗和康复、生物牙科、身体全面检查和诊断等领域。其中,最权威的治疗领域是乳腺癌和前列腺癌、恶性非霍奇金淋巴瘤(malignant non Hodgkin lymphoma)和白血病等领域。

■ 收购目的及影响

本次对瑞士生物的收购是公司布局“大健康”产业,实施“大华邦医疗联盟”战略的又一重要举措,将有利于公司做大做强医疗健康产业、加快拓展高中端医疗市场,为公司培育新的利润增长点,促进公司战略性发展,增强公司的整体实力和市场竞争优势,因此本次对瑞士生物的收购符合公司的整体长远发展战略和全体股东的利益。

公司将积极吸收引进瑞士医院先进的管理体系、领先的生物医疗技术体系,一方面满足国内客户前往海外高端医疗资源治疗需求,另一方面将瑞士医院肿瘤治疗技术、抗衰老、慢性病治疗和康复技术、生物牙科技术引进中国,以培训、合作研究、合资医院、独立投资医院等形式在中国推广,打造中国国内顶端医疗服务,为“健康中国”贡献华邦健康的力量。

■ 公司大健康战略持续推进

公司积极推进大健康战略。今年公司与重庆医科大学附属第二医院合作设立的宽仁康复医院开业运营,主要科室包括骨科、内科、运动伤害、心脑血管疾病和静脉疾病等,床位数达到330张,床位利用率超过一半。同时公司在整形美容、数字口腔、眼视光中心等多个医疗服务领域有所布局,并建设筹备综合性医学中心。

公司以皮肤病用药见长,积累了大量的皮肤病医疗资源和患者群体,在此基础上公司将通过与大型的皮肤病医院进行合作,通过股权合作等形式进行全国性医疗服务的布局。在实体医疗服务布局的同时,公司还将建设皮肤病互联网医疗平台,将医生和患者连接起来进行健康咨询,在线诊疗和慢性病管理的工作,建立起线上线下的全国性皮肤病诊疗网络。医疗服务将打开公司长期发展空间。

■ 主营业务增长较快,农化业务挂新三板,持股比例下降是趋势。

公司15年Q1-Q3收入47.41亿(+25.63%),净利润5.91亿(+60.12%)。公司预计2015年全年实现净利润6.22亿-7.51亿(+45%-75%),公司是为数不多业绩大幅增长的医药公司。业绩大幅增长原因在于:今年收购的百盛药业全部并表(同时我们估计百盛和原上市公司制剂业务内生增速在25%-35%之间)。百盛制药并购不仅带来产品线的极大丰富(皮肤药向心脑血管用药、呼吸类用药、儿科用药、眼底类用药等大类用药延伸),而且在销售渠道上也有协同和互补(尤其是华邦制药一直比较薄弱的北方市场)。产品储备上:公司在研莫西沙星、甲泼尼龙、倍他米松等产品有望在1-2年时间内上市,而百盛在评审项目超过20个,2-3年内有望有2个以上心脑血管产品上市。

公司农化业务的主体北京颖泰嘉和已经挂牌新三板。未来上市公司将逐步降低农化业务持股比例,强化上市公司医疗平台主体地位,估值体系逐步上移。

■ 主业有安全边际,继续维持“买入”评级。

预计15-17年净利润7.55亿/8.94亿/10.65亿, EPS0.40/0.47/0.57元,对应PE33X/28X/24X,公司制剂主业快速增长,医疗服务打开长期空间,维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	2771	770	770	770
应收款项	1264	1505	1670	1871
存货净额	942	1077	1155	1253
其他流动资产	468	557	618	692
流动资产合计	5448	3911	4216	4589
固定资产	2825	2968	3062	3131
无形资产及其他	562	543	524	506
投资性房地产	2254	2254	2254	2254
长期股权投资	2479	2479	2479	2479
资产总计	13568	12155	12536	12959
短期借款及交易性金融负债	2941	2971	3174	3376
应付款项	1261	1441	1546	1678
其他流动负债	392	450	486	531
流动负债合计	4595	4862	5206	5585
长期借款及应付债券	3026	916	916	916
其他长期负债	215	215	215	215
长期负债合计	3241	1131	1131	1131
负债合计	7836	5993	6337	6716
少数股东权益	156	157	158	158
股东权益	5576	6005	6041	6084
负债和股东权益总计	13568	12155	12536	12959

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.23	0.40	0.47	0.57
每股红利	0.10	0.38	0.46	0.54
每股净资产	2.96	3.19	3.21	3.23
ROIC	8%	10%	13%	16%
ROE	8%	13%	15%	18%
毛利率	30%	34%	36%	38%
EBIT Margin	12%	16%	18%	20%
EBITDA Margin	16%	19%	21%	23%
收入增长	9%	19%	11%	12%
净利润增长率	42%	76%	18%	19%
资产负债率	59%	51%	52%	53%
息率	2%	3%	3%	4%
P/E	58.8	33.4	28.2	23.7
P/B	4.5	4.2	4.2	4.1
EV/EBITDA	42.6	28.4	23.2	19.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	4867	5791	6428	7200
营业成本	3383	3811	4115	4473
营业税金及附加	21	25	28	31
销售费用	445	510	566	634
管理费用	452	528	584	652
财务费用	193	179	241	303
投资收益	204	100	100	80
资产减值及公允价值变动	(95)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	481	838	995	1187
营业外净收支	16	20	20	20
利润总额	497	858	1015	1207
所得税费用	51	88	104	124
少数股东损益	17	16	17	18
归属于母公司净利润	429	755	894	1065

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	429	755	894	1065
资产减值准备	9	(8)	0	0
折旧摊销	210	184	224	250
公允价值变动损失	95	0	0	0
财务费用	193	179	241	303
营运资本变动	(1690)	(235)	(164)	(196)
其它	(8)	9	1	1
经营活动现金流	(954)	705	955	1120
资本开支	(1318)	(300)	(300)	(300)
其它投资现金流	76	0	0	0
投资活动现金流	(2732)	(300)	(300)	(300)
权益性融资	399	399	0	0
负债净变化	2110	(2110)	0	0
支付股利、利息	(412)	(724)	(858)	(1022)
其它融资现金流	1496	29	203	202
融资活动现金流	5291	(2406)	(655)	(820)
现金净变动	1605	(2001)	0	0
货币资金的期初余额	1166	2771	770	770
货币资金的期末余额	2771	770	770	770
企业自由现金流	(2290)	473	779	1019
权益自由现金流	1316	(1768)	766	949

相关研究报告:

- 《华邦健康-002004-2015 年三季报点评: 内生+外延带来主业快速增长, 医疗服务是未来看点》 ——2015-11-02
- 《华邦颖泰-002004-2015 年中报点评: 制剂快速增长, 医疗服务打开长期空间》 ——2015-08-05
- 《华邦颖泰更新报告: 两药并举, 并购助力发展》 ——2014-03-24
- 《华邦制药-002004-深度报告: 步入发展新阶段》 ——2013-01-11
- 《华邦制药:收购汉江药业将加快公司原料药出口进程》 ——2006-01-16

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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, 我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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行

