

**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09日

**收购生命原点、快速切入干细胞存储与应用、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公告公司与斯特龙、生命原点签署了《合作协议书》，公司拟通过收购及增资的方式取得生命原点不低于30%的股权。生命原点的初步估值为3亿元人民币。

**国信观点：**

公司对生命原点部分股权的收购暨增资是公司实施“大华邦医疗联盟”战略的又一关键性布局，公司将积极利用生命原点在干细胞制备与储存、抗肿瘤免疫细胞制备、细胞质量控制与检测等领域所拥有的优势完善公司“大健康”产业链，填补公司在国内生物医学领域的空白。**而干细胞存储和治疗又将对公司推进中高端医疗服务的战略形成战略协同作用。**

公司积极推进大健康战略。今年公司连续收购瑞士倍儿，获得瑞士生物的控股权，瑞士生物旗下医院涉及肿瘤治疗、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，公司加速拓展中高端医疗市场。在此之前，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PE36X/30X/25X，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**

生命原点公司的业务包括：面向新生儿提供干细胞制备与储存技术服务；与具备相应资质的医疗机构开展自体免疫细胞治疗的技术合作与研发，面向肿瘤患者提供抗肿瘤免疫细胞制备技术服务。生命原点于2014年3月21日获得河北省卫计委的批复，同意生命原点建设河北省干细胞库及进行胎盘采集工作，2015年2月11日经河北省药品检验研究所检验合格后，生命原点干细胞库开始运行，目前干细胞的存储能力为10万份。

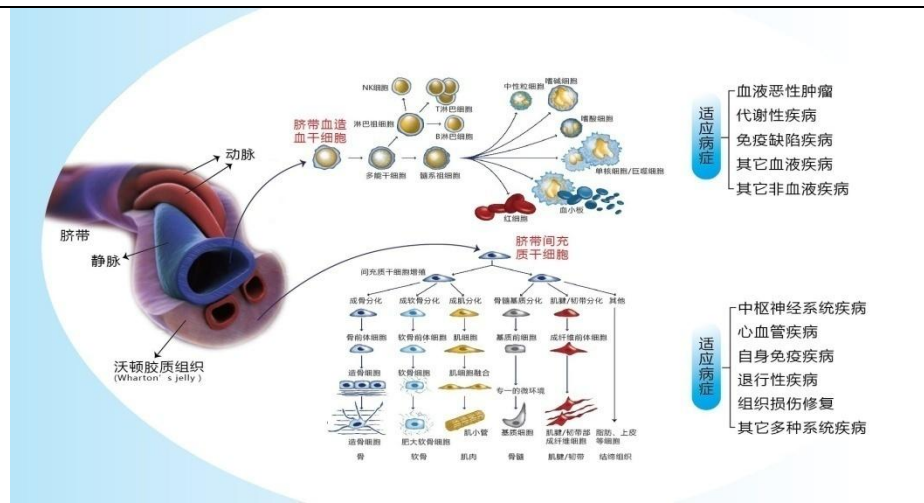
**■ 干细胞存储及应用行业简介**

干细胞是一类处于原始状态、尚不具备多样化功能的初始细胞，是组成机体各种组织的功能细胞的发育始祖细胞。正式通过干细胞向不同方向的有序分化才形成了结构和功能多样化的组织细胞并构成了一个完整的机体。

新生儿胎盘及其附属物（包括脐血、脐带）中含有丰富的干细胞资源，包括造血干细胞、间充质干细胞及多能干细胞，这些干细胞由于来源丰富，无伦理问题，临床实践经验丰富，应用历史较长，是目前干细胞临床应用中最理想、也最为活跃的种子细胞。

脐带血已有近 30 年的临床应用实践，目前适用于使用脐带血造血干细胞移植治疗的病种达到 70 多种，主要包括各类血液恶性肿瘤、代谢性疾病及免疫缺陷病等。而间充质干细胞近几年来在全球各地也已陆续获得批准应用于多种疾病的临床治疗。

图 1: 干细胞存储及应用领域



资料来源：生命原点官网、国信证券经济研究所整理

河北省干细胞库（生命原点运营）具备提供储存多种类型的干细胞储存技术服务的能力，其中前期已经启动脐带血、脐带及胎盘三大种类的干细胞制备储存技术，其他类型的细胞储存技术还处于中试验证阶段。

图 2: 河北省干细胞库现开展的储存技术服务的细胞种类及其应用进展

序号	组织来源	细胞类型	技术研发进展		
			前期研究	中试验证	生产应用
1	脐带血	造血干细胞	已完成	进行中	进行中
2	脐带	间充质干细胞	已完成	进行中	进行中
3	胎盘	间充质干细胞	已完成	进行中	进行中
4	脂肪	间充质干细胞	已完成	进行中	进行中
5	外周血	免疫细胞	已完成	进行中	进行中
6	宫内膜	间充质干细胞	已完成	进行中	进行中

资料来源：生命原点官网、国信证券经济研究所整理

从行业现状来看，中国仅有 7 个脐带血公共库（山东、北京、上海、天津、广州、浙江、四川）和不到 20 个自体库，而河北省长期以来既没有公共库也没有自体库。河北省干细胞库的建立，打破了河北省长期以来无卫生行政部门批准的干细胞库的窘境，为河北省民众就近储存个人干细胞资源、供应 HLA 配型合适的干细胞用于临床治疗提供了便利条件，市场前景广阔。

### ■ 公司大健康战略持续推进

公司对生命原点部分股权的收购暨增资是公司实施“大华邦医疗联盟”战略的又一关键性布局，公司将积极利用生命原点在干细胞制备与储存、抗肿瘤免疫细胞制备、细胞质量控制与检测等领域所拥有的优势完善公司“大健康”产业链，填补公司在国内生物医学领域的空白。而干细胞存储和治疗又将对公司推进中高端医疗服务的战略形成战略协同作用。

公司积极推进大健康战略。今年公司连续收购瑞士倍儿，获得瑞士生物的控股权，瑞士生物旗下医院涉及肿瘤治疗、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，公司加速拓展中高端医疗市场。在此之前，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，EPS 0.40/0.47/0.57 元，对应 PE 36X/30X/25X，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
<b>流动资产合计</b>	<b>5448</b>	<b>3911</b>	<b>4216</b>	<b>4589</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>13568</b>	<b>12155</b>	<b>12536</b>	<b>12959</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>4595</b>	<b>4862</b>	<b>5206</b>	<b>5585</b>
长期借款及应付债券	3026	916	916	916
其他长期负债	215	215	215	215
<b>长期负债合计</b>	<b>3241</b>	<b>1131</b>	<b>1131</b>	<b>1131</b>
<b>负债合计</b>	<b>7836</b>	<b>5993</b>	<b>6337</b>	<b>6716</b>
少数股东权益	156	157	158	158
股东权益	5576	6005	6041	6084
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13568</b>	<b>12155</b>	<b>12536</b>	<b>12959</b>

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	63.1	35.9	30.3	25.4
P/B	4.9	4.5	4.5	4.5
EV/EBITDA	45.0	30.0	24.6	20.4

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
<b>营业收入</b>	<b>4867</b>	<b>5791</b>	<b>6428</b>	<b>7200</b>
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
<b>营业利润</b>	<b>481</b>	<b>838</b>	<b>995</b>	<b>1187</b>
营业外净收支	16	20	20	20
<b>利润总额</b>	<b>497</b>	<b>858</b>	<b>1015</b>	<b>1207</b>
所得税费用	51	88	104	124
少数股东损益	17	16	17	18
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>429</b>	<b>755</b>	<b>894</b>	<b>1065</b>

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
<b>净利润</b>	<b>429</b>	<b>755</b>	<b>894</b>	<b>1065</b>
资产减值准备	9	(8)	0	0
折旧摊销	210	184	224	250
公允价值变动损益	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
<b>经营活动现金流</b>	<b>(954)</b>	<b>705</b>	<b>955</b>	<b>1120</b>
资本开支	(1318)	(300)	(300)	(300)
其它投资现金流	76	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2732)</b>	<b>(300)</b>	<b>(300)</b>	<b>(300)</b>
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
<b>融资活动现金流</b>	<b>5291</b>	<b>(2406)</b>	<b>(655)</b>	<b>(820)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>1605</b>	<b>(2001)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
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	买入	预计6个月内,股价表现优于市场指数20%以上
	增持	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±10%之间
	卖出	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	超配	预计6个月内,行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内,行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内,行业指数表现弱于市场指数10%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,并向客户发布的行为。