

摘要

- 华森制药发行 3 亿元可转债，募集资金扣除发行费用后全部用于第五期新建 GMP 生产基地项目。
- 股权高度集中的民营企业。截至一季度公司前十大股东共持股 88.26%，其中实际控制人游谊竹、游洪涛（游谊竹之弟）、王瑛（游洪涛之妻）合计持有公司 76.49% 股权。游洪涛及成都地建共质押股份 6.97%，质押比例较低。
- 募投产能释放有望带动公司业绩增长。公司核心产品威地美（铝碳酸镁片/咀嚼片）、长松（聚乙二醇 4000 散）、甘桔冰梅片、都梁软胶囊、痛泻宁颗粒在细分领域市场份额较高，前两种化学药为国内首仿产品，后三种中成药为独家产品；营销网络遍布全国，盈利能力强、业绩增长稳定。同时公司各类产品产能严重不足，此次募投项目预计 2020 年达产、有望为公司核心产品带来产能的大幅增长，进而带动其业绩增长。
- 正股估值偏高，安全边际一般。公司目前股价虽处于相对低位，但 6 月 20 日收盘价对应 PE(TTM)为 52.47，估值与同行业可比公司相比处于偏高水平，安全边际一般。
- 利率条款前低后高，下修条款宽松，表示其较强的转股意愿。华森转债利率条款中票面利率前五年水平与市场平均水平无太大差异（第五年为 1.5%），而第六年升为 3%、且到期赎回价设为 115 元；结合附加条款中相对宽松的下修条款（10/20，85%），赋予公司灵活下修权的同时也表明公司较强的转股意愿。
- 债底、平价均较低，股、债性特征并不明显。以对应正股 6 月 20 日收盘价测算，转债平价为 100.77 元、对应转股溢价率-0.76%，平价一般；在本文假设下纯债价值为 79.63，债底保护也一般，整体吸引力相对低。
- 综合考虑本次转债条款、正股股价与基本面，谨慎申购本期转债
- 风险提示：募投项目不达预期；原料中药材价格上涨；医保目录调整

尹睿哲

86-21-68407902

yinruizhe@cmschina.com.cn

S1090518110001

李玲（研究助理）

86-21-68407902

liling7@cmschina.com.cn

2019年6月20日，重庆华森制药股份有限公司（以下简称“华森制药”）发布可转债发行公告，本次发行3亿元可转债，扣除发行费用后全部用于第五期新建GMP生产基地项目。

表 1：华森转债募资金额用途

项目名称	项目投资总额(万元)	拟使用本次募集资金额(万元)
第五期新建 GMP 生产基地项目	62,340.58	30,000.00
合计	62,340.58	30,000.00

资料来源：公司公告，招商证券

注：第五期新建 GMP 生产基地项目为公司 IPO 募投项目，原计划投资 35,125.94 万元，使用 IPO 募集资金投入金额 14,654.25 万元。2018 年公司对募投项目中的部分设备投入计划进行了升级，拟采购较为先进的生产设备，因此该募投项目的资金需求随之增加。到 2018 年末该项目已投入 29,342.22 万元，其中 IPO 募集资金已经全部投入，其余为公司自有资金。按照最新项目投资计划，公司尚需自筹资金投入金额 32,998.36 万元。

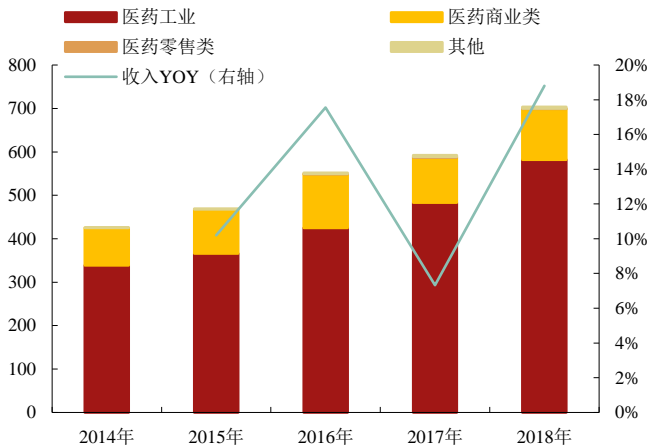
一、正股基本面

股权高度集中、质押比例较低的民营企业。华森制药成立于 1996 年，于 2017 年在深交所上市，为集中成药、化学药研发、生产和销售于一体的国家重点高新技术企业。截至一季度公司前十大股东共持股 88.26%，其中第一大股东成都地方建筑机械化工程有限公司（以下简称“成都地建”）持有公司 47.02% 的股份，成都地建实际控制人为游谊竹，公司股东、董事长游洪涛（持股 19.57%）系游谊竹之弟，公司股东、董事、副总经理王瑛（持股 9.9%）系游洪涛之妻，三人为公司实际控制人，合计持有公司 76.49% 股权。游洪涛及成都地建共质押公司股份 6.97%，质押比例较低。

公司主业为中成药、化学药的研发、生产与销售，产品丰富，**涵盖消化系统、精神神经系统、耳鼻喉科、心脑血管系统、免疫系统用药等领域**。目前公司拥有片剂、颗粒剂、胶囊剂、软胶囊剂、散剂、粉针剂、冻干粉针剂、原料药、中药提取、小容量注射剂等 **11 条生产线**，到 2018 年末公司共取得 **68 个药品注册批件**。公司拥有威地美（铝碳酸镁片/咀嚼片，消化系统药）、甘桔冰梅片（耳鼻喉科）、都梁软胶囊（精神神经系统）、长松（聚乙二醇 4000 散，消化系统药）、痛泻宁颗粒（消化系统药）等多个在细分市场领域具备竞争优势的产品

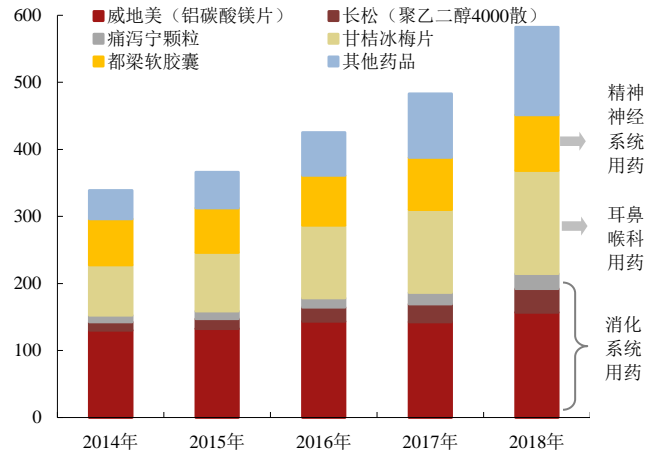
收入结构来看，医药工业（即各类药物产品）为公司的主要收入来源。**各类药品中，又以威地美、甘桔冰梅片、都梁软胶囊等核心产品占比较高**。2018 年公司总收入 7.03 亿元、同比增长 18.80%，其中医药工业收入 5.82 亿元、占比 82.75%；细分产品中，威地美收入 1.57 亿元、占比总收入 22.28%，甘桔冰梅片收入 1.54 亿元、占比总收入 21.90%，都梁软胶囊收入 0.83 亿元、占比总收入 11.76%。

图 1: 医药工业收入为主 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 招商证券

图 2: 医药工业分产品收入 (单位: 百万元)



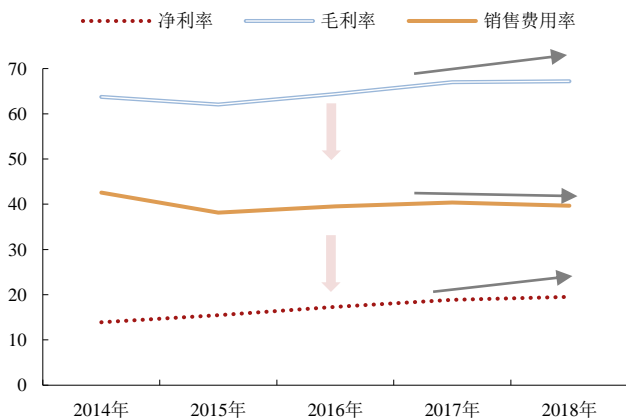
资料来源: Wind, 招商证券

注: 其他药品包含消化系统、精神神经系统、耳鼻喉科除以上药品外的药物以及其他领域用药。

公司毛利率稳步提升带动盈利能力提升。2018 年公司综合毛利率为 67.19%，同比提升 0.19pct，近年来公司毛利率小幅稳步提升，从 2014 年的 63.75% 提升至现在的 67.19%；而同时公司费率中销售费用率近年来都稳定在 40% 左右的水平，因此公司净利率稳步提升，2018 年公司销售净利率为 19.53%、同比增长 0.62pct，盈利能力逐步增强。

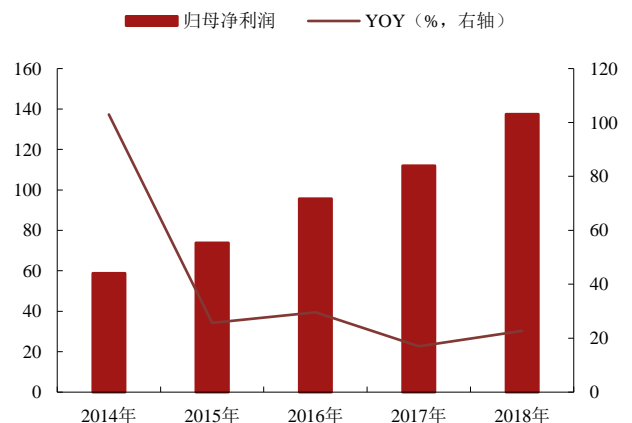
2019 年一季度公司实现营业收入 1.92 亿元、同比增长 16.24%，实现归母净利润 3123 万元、同比增长 6.05%，增幅有所放缓。**总体来看公司收入、利润都保持相对稳定的增长。**

图 3: 公司盈利能力稳定提升 (%)



资料来源: Wind, 招商证券

图 4: 公司归母净利润持续稳定增长 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 招商证券

市场地位来看，公司核心产品在细分领域都取得一席之地。公司收入占比较高的医药产品分别为威地美（铝碳酸镁片/咀嚼片，消化系统）、甘桔冰梅片（耳鼻喉科）、都梁软胶囊（精神神经系统）、长松（聚乙二醇 4000 散，消化系统）、痛泻宁颗粒（消化系统）。

药)。以上产品的市场集中度较高，而公司产品所占市场份额均排名前五，且市占率有逐年上升的趋势，保持较强的竞争力。

表 2: 华森制药主要产品市场份额

类别 (公司产品)	2014 年	2015 年	2016 年	市场排名	前五名市占率
铝碳酸镁 (威地美)	27.46%	28.88%	30.06%	第二	接近 100%，前两名 88%
咽喉类中成药 (甘桔冰梅片)	14.66%	17.10%	18.19%	第二	70%以上，前两名 44%
原发性头痛类中成药 (都梁软胶囊)	7.13%	7.61%	7.86%	第四	70%以上，前两名 47%
聚乙二醇 (长松(聚乙二醇 4000 散))	9.86%	10.93%	12.13%	第二	接近 100%，第一名 70%
腹泻型肠易激综合征类中成药 (痛泻宁颗粒)	6.05%	7.09%	8.02%	第四	接近 70%，前两名 40%

资料来源：公司公告，招商证券

就医药行业整体发展来看，行业收入方面，医药行业近年收入增速虽有所下滑，但随着我国经济增长、人口老龄化的到来以及社保体系的不断完善，医药行业仍将保持较稳定增长。行业利润方面，未来受医保控费政策以及药品价格管理趋严的影响，医药工业企业利润空间将受到挤压。行业发展趋势方面，目前国家鼓励药品创新，未来研发实力突出的企业有望保持持续竞争力。

公司营销网络完善，核心产品竞争优势明显，带来公司收入与利润的稳定性。公司主推的五大核心产品中，中成药产品甘桔冰梅片、都梁软胶囊、痛泻宁颗粒均为公司独有产品，化学药产品威地美、长松（聚乙二醇 4000 散）为国内首仿，五种产品国内市场份额均靠前，有较强的竞争力。营销方面，公司在全国各地布局完善的销售网络，销售体系成熟，各类产品产销率均可达到 90%以上。产能来看，公司目前产能严重不足，产能利用率超过 100%，部分产品委托生产。

募投项目或将带来业绩增长。公司募投项目预计 2020 年投产，达产后，将新增年产威地美（铝碳酸镁片）30,072.09 万片、长松（聚乙二醇 4000 散）2,051.55 万袋、痛泻宁颗粒 697.54 万袋、甘桔冰梅片 28,890.53 万片、都梁软胶囊 4,328.42 万粒产能，片剂、胶囊剂、颗粒剂产品产能增长均超过 1 倍，达产后可缓解公司产能不足的情况，带来一定增长。到 2018 年末，公司共有 20 余个药品在研项目，随着新药的注册、上市，未来也可能为公司带来收入增长。

表 3: 同行业可比公司主要指标

可比公司	PE(TTM)	毛利率	销售费用率	净利率	研发费用占比
康弘药业	43.28	92.24%	42.98%	29.43%	6.48%
东阿阿胶	13.73	66.98%	20.86%	30.19%	4.86%
恒瑞医药	67.24	86.38%	35.75%	24.03%	13.32%
安迪苏	32.79	36.57%	10.83%	12.60%	2.78%
白云山	16.43	24.98%	10.58%	8.11%	0.95%
云南白药	24.54	28.30%	11.90%	12.12%	0.41%

天士力	15.66	33.98%	12.98%	9.90%	2.78%
同仁堂	34.04	47.44%	20.31%	14.53%	0.49%
复星医药	23.43	59.12%	33.61%	12.64%	5.85%
均值	30.13	52.89%	22.20%	17.06%	4.21%
华森制药	52.47	66.00%	37.79%	16.29%	3.33%

资料来源：wind，招商证券

注：PE(TTM)以 2019 年 6 月 20 日收盘价为基准。各项指标以 2019 年一季度数据为基础计算。

二、可转债投资价值分析

公司本期可转债发行规模为 3 亿元，发行期限 6 年。初始转股价为 18.11 元，按初始转股价计算，共可转换为 1656.54 万股华森制药 A 股股票。转债全部转股对公司 A 股总股本的稀释率为 4.15%，对流通股（非限售）的稀释率为 28.10%，对流通股稀释率较高（考虑到公司限售股 2020 年 10 月 20 日）。转股期从 2019 年 12 月 30 日起至可转债到期日（2025 年 6 月 24 日）结束。

表 4：华森转债条款

基本条款	
发行起始日	2019 年 6 月 21 日
发行总额	3 亿元
期限	6 年
利率	第一年 0.5%、第二年 0.7%、第三年 1.0%、第四年 1.5%、第五年 1.8%、第六年 3.0%
到期赎回价格	票面面值的 115%（含最后一期年度利息）
主体评级	AA-
债项评级	AA-
担保	股份质押担保
转股期间	2019 年 12 月 30 日起至到期（2025 年 6 月 24 日）
初始转股价	18.11 元
发行方式	原股东优先配售+网上发行+网下配售
附加条款	
转股价修正条款	85%，10/20（转债存续期内）
赎回条款	130%，15/30（转股期内）
回售条款	70%，30（最后两个计息期）

资料来源：Wind，招商证券

利率条款来看，可转债 6 年票面利率分别为 0.5%、0.7%、1.0%、1.5%、1.8%、3.0%，略高于近期转债平均水平，与市场平均水平比前低后高特征明显；到期赎回价格为 115 元，也高于近期市场平均水平。综合看该利率条款相对优厚。

信用评级来看，中诚信证评对主体与债项分别给予 AA-、AA- 的评级，出质人成都地方建筑机械化工程有限公司及游洪涛将其合法拥有的部分公司股票作为质押资产进行质押担保。

就转债的附加条款来看，1) 转股价修正条款方面，在本次发行的可转换公司债券存续期内，当公司股票在任意连续 20 个交易日中至少有 10 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85% 时，公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。较当前市场平均水平相对宽松。

2) 有条件赎回条款方面，在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130% (含 130%)，或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。有条件赎回条款与现存转债基本一致。

3) 条件回售条款方面，在本次发行的可转换公司债券最后 2 个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。也属于常规设置。

综合来看，公司本次发行的可转债利率条款显著优于市场平均水平，附加条款中下修条款相对宽松。公司发行公告日（6 月 20 日）收盘价为 18.25 元，对应平价为 100.77 元。本次发新的华森转债评级为 AA-、期限为 6 年，6 月 19 日 6 年期 AA- 级中债企业债 YTM 为 7.2755%、中证公司债 YTM 为 7.3180%，综合以上本文取 YTM 为 7.30%，测算转债纯债价值为 79.63 元，债底保护较弱。

三、投资建议

正股业绩稳定增长，估值偏高。公司核心产品市场份额较高、均为独家或首仿产品，营销网络完善，盈利能力强、业绩稳定性较好。同时公司各类产品产能严重不足，此次募投项目与预计 2020 年达产、有望为公司核心产品带来产能的大幅增长，进而带动其业绩增长。而股价方面，公司目前股价虽处于相对低位，但 6 月 20 日收盘价对应 PE(TTM) 为 52.47，估值与同行业可比公司相比处于偏高水平。

利率条款前低后高，下修条款宽松，表示其较强的转股意愿。华森转债利率条款中票面利率前五年水平与市场平均水平无太大差异（第五年为 1.5%），而第六年升为 3%、且到期赎回价设为 115 元；结合附加条款中的下修条款（10/20，85%），赋予公司灵活下修权的同时也表明公司较强的转股意愿。

债底保护、平价均较低，股、债性特征并不明显。以对应正股 6 月 20 日收盘价测算，转债平价为 100.77 元、对应转股溢价率 -0.76%，平价一般；在本文假设下纯债价值为 79.63，债底保护也一般，整体吸引力相对低。

综合考虑本次转债条款、正股股价与基本面，谨慎申购本期转债。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

尹睿哲：中国人民大学金融学博士研究生，IMI 国际货币研究所研究员。2018 年加入招商证券，现任招商证券研发中心首席债券分析师。

李玲：复旦大学金融硕士。2018 年加入招商证券，现任招商证券研发中心债券分析师。

招商证券债券信用评级符号和定义

等级符号	定义
投资 档案	A3 偿债主体还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低
	A2 偿债主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低
	A1 偿债主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低
投 机 档	B3 偿债主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般
	B2 偿债主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险
	B1 偿债主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高
	C3 偿债主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高
	C2 偿债主体在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C1 偿债主体不能偿还债务

注：债项符号含义与主体符号含义一致

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。