

审慎推荐-A (首次)

凯莱英 002821.SZ

目标估值: NA
 当前股价: 71.3 元
 2017 年 07 月 13 日

优质 CMO 企业，项目储备丰富，技术实力突出

基础数据

上证综指	3198
总股本(万股)	23011
已上市流通股(万股)	4573
总市值(亿元)	164
流通市值(亿元)	33
每股净资产(MRQ)	7.9
ROE(TTM)	14.9
资产负债率	22.7%
主要股东	ASYMCHEM
主要股东持股比例	42.64%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	19	369
相对表现	-8	9	357

资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

李勇剑

0755-83271617
 liyj10@cmschina.com.cn
 S1090515080002

公司是国内领先的 CMO 企业，凭借优秀的技术实力，不断获取优质客户资源，在手项目储备充足，尤其是处于商业化或即将商业化阶段的项目较多，足够支撑未来快速发展，业务不断沿 CMO 产业链向高端产品服务进行延伸。我们看好国内 CMO 行业的发展前景，公司作为优质 CMO 企业有望优先受益，预测 17 年净利增 39%，首次覆盖，审慎推荐。

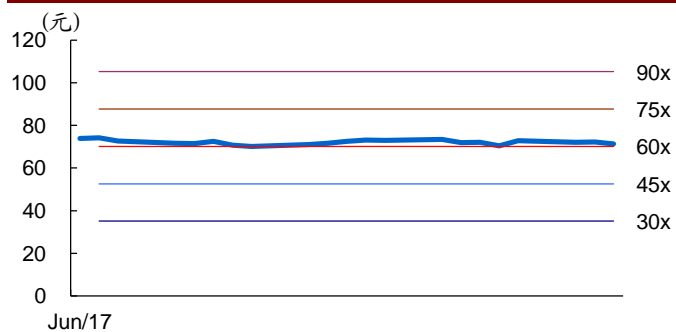
- **优质客户资源丰富。**公司与默沙东、辉瑞、罗氏、诺华、阿斯利康、百时美施贵宝、艾伯维、礼来等知名企业建立紧密合作关系，是其中 2 家客户长期战略合作伙伴，5 家客户首选供应商之一。
- **项目储备丰富，并逐步转为商业化生产。**2016 年上半年公司三期临床项目 60 个，带动公司商业化项目收入大幅增长，16 年商业化项目收入 6.2 亿，同比增长 93%。目前公司进行验证批次项目数较多，我们预计后续有望大概率转为商业化订单。公司前期公告与美国某大型制药公司签订《长期商业供货协议》，协议期限为 5 年，协议总金额约为 9977 万美元，平均计算每年也将带来约 2000 万美金收入。丰富项目储备并逐步商业化将支撑公司业绩持续增长。
- **技术竞争优势突出。**公司与多位重量级科学家 (Sharpless、Jin-quan Yu、Baran) 共建绿色制药技术国际联合实验室，是国内比较少见的能在《自然》期刊合作署名刊发科研成果的制药企业。公司在连续性反应、生物转化技术等绿色制药领域竞争优势突出。技术优势一方面有助于降低成本，提升毛利率，另一方面也有助于公司获取客户资源并与客户长期稳定合作。
- **积极延伸产业链。**公司在深耕 cGMP 高级中间体和原料药领域同时，将通过内生发展和外延并购进一步向制剂外包生产等下游业务领域布局。公司响应国家上市许可持有人 (MAH) 制度，为国内药企提供从临床前研究直至药品上市商业化生产、申报文件及现场核查等一站式服务，拓展新的利润增长点。
- **首次覆盖审慎推荐:**我们看好国内 CMO 行业的发展前景，公司作为优质 CMO 企业有望优先受益，预测 17 年净利增 39%，首次覆盖，给予审慎推荐评级。
风险提示: 药品研发失败，创新药上市销售不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	831	1103	1478	1966	2595
同比增长	16%	33%	34%	33%	32%
营业利润(百万元)	200	315	441	600	788
同比增长	65%	57%	40%	36%	31%
净利润(百万元)	154	253	351	474	621
同比增长	51%	65%	39%	35%	31%
每股收益(元)	0.67	1.10	1.53	2.06	2.70
PE	106.9	64.9	46.7	34.6	26.4
PB	18.6	9.4	7.8	6.4	5.1

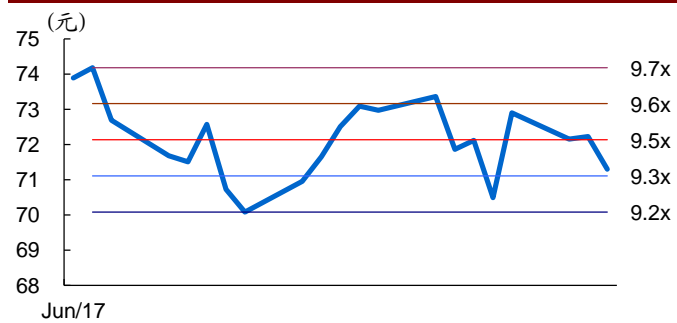
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 凯莱英历史 PE Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

图 2: 凯莱英历史 PB Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	666	1645	1951	2605	3445
现金	265	1084	1242	1662	2202
交易性投资	29	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	212	295	370	492	650
其它应收款	6	4	6	8	11
存货	129	219	275	365	482
其他	26	43	58	77	101
非流动资产	605	800	766	735	709
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	471	492	464	439	418
无形资产	65	64	58	52	47
其他	69	244	244	244	244
资产总计	1272	2445	2717	3340	4154
流动负债	237	504	392	499	636
短期借款	80	186	0	0	0
应付账款	109	139	181	240	317
预收账款	2	109	142	188	249
其他	46	70	70	70	70
长期负债	98	108	108	108	108
长期借款	0	0	0	0	0
其他	98	108	108	108	108
负债合计	334	612	501	607	745
股本	90	113	113	113	113
资本公积金	358	986	986	986	986
留存收益	433	655	1007	1481	2101
少数股东权益	56	79	110	153	209
归属于母公司所有者权益	881	1754	2105	2580	3200
负债及权益合计	1272	2445	2717	3340	4154

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	257	278	377	444	559
净利润	154	253	351	474	621
折旧摊销	53	63	68	64	61
财务费用	(7)	(10)	(4)	(12)	(15)
投资收益	(3)	2	2	2	2
营运资金变动	43	(51)	(79)	(139)	(179)
其它	17	22	38	54	70
投资活动现金流	(141)	(200)	(33)	(33)	(33)
资本支出	(123)	(236)	(33)	(33)	(33)
其他投资	(17)	37	0	0	0
筹资活动现金流	(13)	682	(185)	9	13
借款变动	(44)	1	(186)	0	0
普通股增加	0	23	0	0	0
资本公积增加	2	628	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	29	30	1	9	13
现金净增加额	103	761	159	420	539

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	831	1103	1478	1966	2595
营业成本	430	534	695	924	1220
营业税金及附加	12	16	21	28	37
营业费用	37	43	53	71	93
管理费用	172	213	266	350	467
财务费用	(17)	(23)	(4)	(12)	(15)
资产减值损失	(0)	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
投资收益	3	(2)	(2)	(2)	(2)
营业利润	200	315	441	600	788
营业外收入	10	11	11	11	11
营业外支出	11	0	0	0	0
利润总额	200	325	452	610	799
所得税	30	50	69	93	122
净利润	170	276	383	517	677
少数股东损益	16	23	32	43	56
归属于母公司净利润	154	253	351	474	621
EPS (元)	0.67	1.10	1.53	2.06	2.70

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	16%	33%	34%	33%	32%
营业利润	65%	57%	40%	36%	31%
净利润	51%	65%	39%	35%	31%
获利能力					
毛利率	48.2%	51.6%	53.0%	53.0%	53.0%
净利率	18.5%	22.9%	23.8%	24.1%	23.9%
ROE	17.4%	14.4%	16.7%	18.4%	19.4%
ROIC	15.3%	12.3%	16.8%	18.2%	19.2%
偿债能力					
资产负债率	26.3%	25.0%	18.4%	18.2%	17.9%
净负债比率	6.3%	7.6%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.8	3.3	5.0	5.2	5.4
速动比率	2.3	2.8	4.3	4.5	4.7
营运能力					
资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	3.5	3.1	2.8	2.9	2.9
应收帐款周转率	3.7	4.4	4.4	4.6	4.5
应付帐款周转率	5.0	4.3	4.3	4.4	4.4
每股资料 (元)					
每股收益	0.67	1.10	1.53	2.06	2.70
每股经营现金	1.12	1.21	1.64	1.93	2.43
每股净资产	3.83	7.62	9.15	11.21	13.91
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	106.9	64.9	46.7	34.6	26.4
PB	18.6	9.4	7.8	6.4	5.1
EV/EBITDA	82.4	54.7	38.1	29.6	23.2

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。

吴斌，中科院大学管理科学与工程硕士，武汉大学生物技术学士，8 年证券从业经验，2017 年加入招商证券，任医药行业联席首席分析师。

李珊珊 CPA，厦门大学工商管理硕士，10 年证券从业经验，注册会计师。2010 年加入招商证券，目前为招商证券医药行业联席首席分析师。

张同，天津大学制药工程系硕士，2 年医药行业经验，2011 年 3 月加入招商证券，任医药行业分析师。

李勇剑，北京大学医学部药物化学系硕士，1 年医药行业经验，2013 年 7 月加入招商证券，任医药行业分析师。

蒋一樊，法国波城大学硕士，1 年海外一级市场投资经验，3 年证券从业经验，2017 年 4 月加入招商证券，任医药行业分析师。

李点典，香港科技大学生化系硕士，2016 年加入招商证券，任医药行业分析师助理。

团队荣誉：2011 年新财富最佳分析师第 3 名，证券业金牛分析师第 2 名，卖方分析师水晶球奖第 3 名。2012 年新财富最佳分析师第 4 名，2014 年新财富最佳分析师第 2 名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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。