

# 拟定增收购新生源，高业绩预期进入CRO行业

**增持 (首次)**

盈利预测与估值

	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	414.2	880.4	1,011.9	1,113.1
同比 (%)	10.3%	112.6%	14.9%	10.0%
归母净利润(百万元)	58.2	176.1	213.2	253.6
同比 (%)	43.52%	202.47%	21.03%	18.97%
毛利率 (%)	45.80%	43.20%	42.10%	40.10%
摊薄每股收益 (元)	0.29	0.66	0.80	0.95

## 投资要点

- 定增收购上海生源，转型进入CRO行业：**亚太药业公布13.25亿元的定增方案。公司计划以每股20.71元的价格非公开发行不超过6400万股，锁定期三年，所募集资金将用于收购上海新生源100%的股权及上海新生源的两个CRO相关业务的建设。陈尧根家族、上海新生源控制人任军夫妇分别计划认购8.8亿元、1.78亿元。2014年上海新生源营收2.53亿元，归属母公司所有者净利润为4960万元，任军承诺在2015年、2016年、2017年及2018年分别实现年度净利润不少于8500万元、1.06亿元、1.33亿元和1.66亿元，对应2015年对应净利润同比增速不低于82.8%。亚太药业进入CRO行业有良好发展预期。
- 国内CRO市场扩容，中国CRO企业极具发展前景：**受益国内成本优势及医药研发旺盛需求，国内CRO市场扩容迅速。预计2015年中国CRO市场将达到379亿美元规模，其中临床前CRO市场是整体CRO市场的43%左右，未来CRO市场规模增速将保持在约20%。药明康德、睿智化学、泰格医药、博济医药等CRO企业依托细分领域优势，拓展CRO综合业务能力。
- 政产学研结合，借助GRDP管理优势，依托产业园发展CRO服务业务：**临床前研究服务和临床研究阶段服务业务是上海新生源的两大主营业务，毛利率预计将稳定在42-44%之间。在2015年1-7月临床前研究服务业务收入为1.41亿元，占总收入的80.4%。新生源是平台型CRO公司，在获得CRO合同后，具体项目实施与产业园科研机构、学校等单位合作完成，通过核心的GRDP管理体系平台化发展CRO业务。新生源已在上海、武汉、泰州等地建立CRO服务平台，未来发展预期良好。
- 盈利预测与投资建议：**亚太药业成功收购上海新生源后，上海新生源未来三年承诺的高净利润将支撑公司利润增长。上海新生源作为CRO业务平台型公司，CRO行业质地良好、未来三年盈利能力可观。预计亚太药业公司2015-2017年EPS分别为0.29、0.66、0.80，对应PE为107.5倍、46.7倍、38.6倍，我们给予公司“增持”评级(首次)。
- 风险提示：**(1)定增重组未能通过的风险；(2)国家药品审批改革力度加大，不规范的CRO企业受审查整顿的风险。

2016年01月04日

证券分析师 **洪阳**

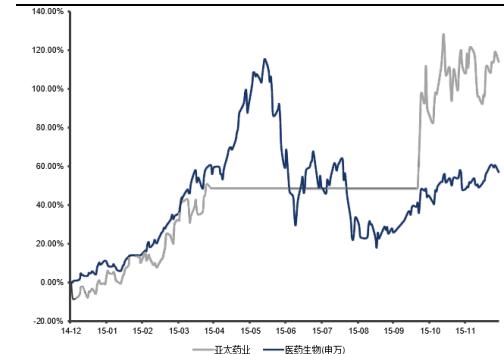
执业资格证书号码：

S0600513060001

0512-62938572

[Hongyang614@gmail.com](mailto:Hongyang614@gmail.com)

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	35.24
一年最低价/最高价	15.04/36.50
市净率(倍)	9.32
流通A股市值(百万元)	6128.0

## 基础数据

每股金资产(元)	3.78
资产负债率(%)	14.4
总股本(万元股)	204.00
流通A股(百万股)	174.00

## 1. 定增收购上海高新峰，转型进入 CRO 行业

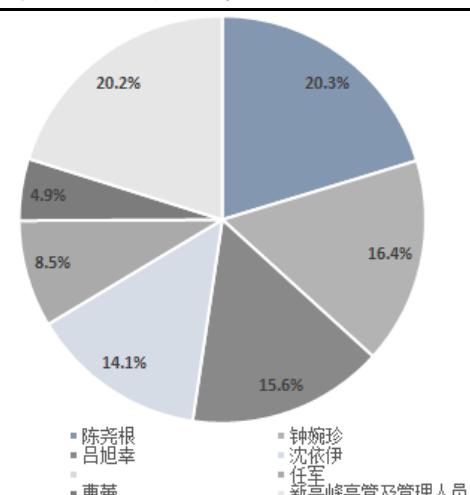
2015 年 10 月，亚太药业公布 13.25 亿元的定增方案。公司计划以每股 20.71 元的价格非公开发行不超过 6400 万股，所募集资金将用于收购上海新生源 100% 的股权及上海新生源的两个 CRO 相关业务的建设。亚太药业控制人和上海新生源高管是此次非公开发行的参与者，其中亚太药业董事长陈尧根先生家族拟认购此次定增 66.4% 的股份，预计累计出资 8.8 亿元，而上海新生源控制人任军先生及其配偶拟认购非公开发行的 13.4%，计划出资 1.78 亿元，剩余 2.67 亿资金由上海新生源的高管进行认购募集。本次定增计划金额由亚太药业和上海新生源高管参与，计划锁定期为三年。根据收购初步合约，上海新生源承诺在 2015 年、2016 年、2017 年及 2018 年分别实现年度净利润不少于 8500 万元、1.063 亿元、1.33 亿元和 1.66 亿元，承诺 2015 年对应净利润同比增速不低于 82.8%。

图表 1：非公开发行资金使用规划

募资项目	项目所需资金	拟以募集资金投资额
收购上海新生源 100% 股权项目	9 亿元	9 亿元
武汉光谷生物城医药园新药研发服务平台建设项目	4.06 亿元	2.73 亿元
CRO 商务网络项目	1.26 亿元	1.25 亿元
总计	14.31 亿元	12.98 亿元

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

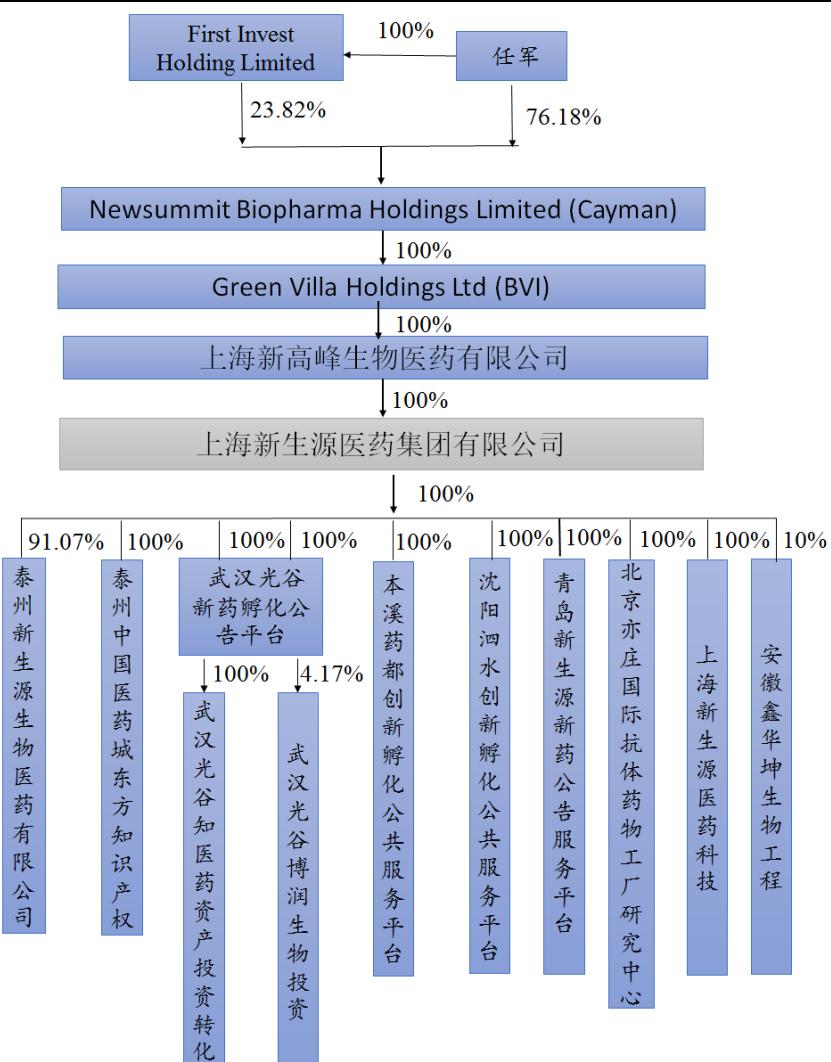
图表 2：非公开发行参与者一览



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

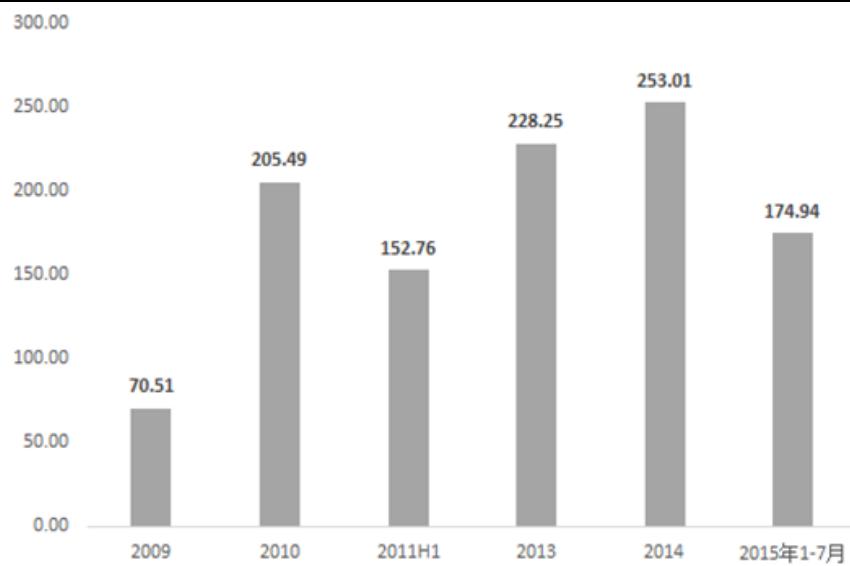
上海新高峰的全资子公司上海新生源成立于 2005 年，涵盖新药研发主要过程的合同研发服务机构。上海新生源实际控制人为任军先生，在上海、泰州等地区有产业服务基地。2014 年上海新生源营收 2.53 亿元，归属母公司所有者净利润为 4960.4 万元。2015 年上海新生源业务实现新一轮增长，1-7 月营业收入达到 1.75 亿元，归属母公司所有者净利润 5888 万元，已经超过 2014 年全年净利润额，预计可实现 2015 年实现净利润 8500 万业绩承诺。

图表 3: 上海新生源生物医药公司结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

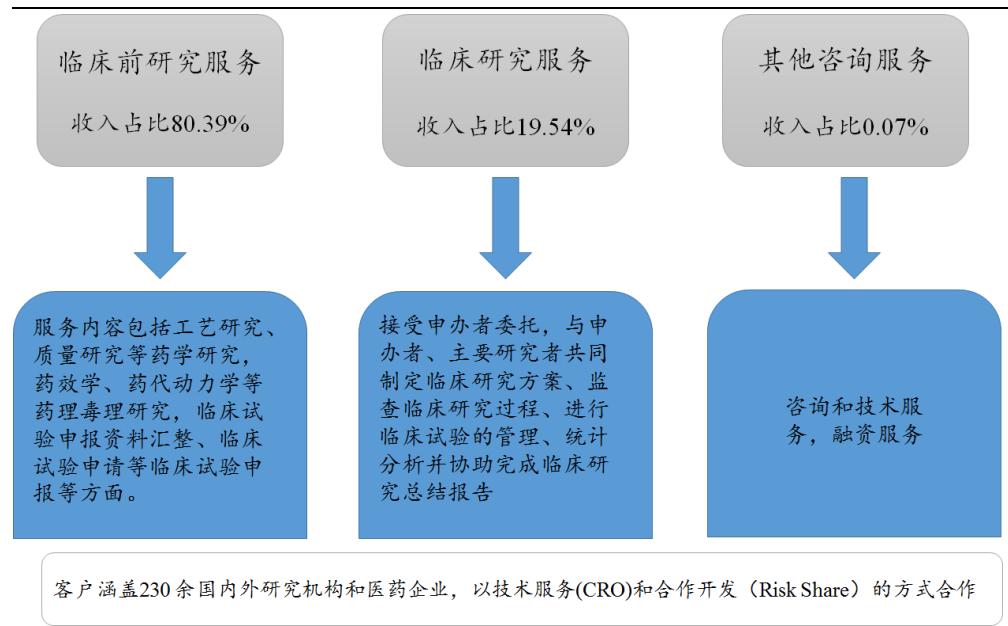
图表 4: 上海新生源 2009-2015 部分营业收入数据一览



资料来源：公司公告，东吴证券研究所(单位百万元)

上海新生源主要从事新药研发外包（CRO）服务业务，通过合同形式为医药企业在药物研发过程中提供专业化外包服务的组织或机构，其在新药研发的整个过程中，可以为医药企业提供新药产品开发、临床前研究及临床试验、数据管理、新药申请等各方面的技术服务。目前上海新生源业务可分为以药学研究和药理毒理研究为主要内容的临床前新药合同研究服务（IND-CRO），以 I / II / III 期临床试验和中试产业化研究为主要内容的临床新药合同研究服务（NDA-CRO），完成 CFDA 临床 IIa 期的基础上的国际临床 I / II 期研究为核心的国际多中心临床合同研究服务（FDA/EMEA-CRO）以及以卫生部医药卫生科技发展研究中心国际临床基地专项开展创新药询证医学和上市后再评价合同研究服务（PMR-CRO）等四项业务。

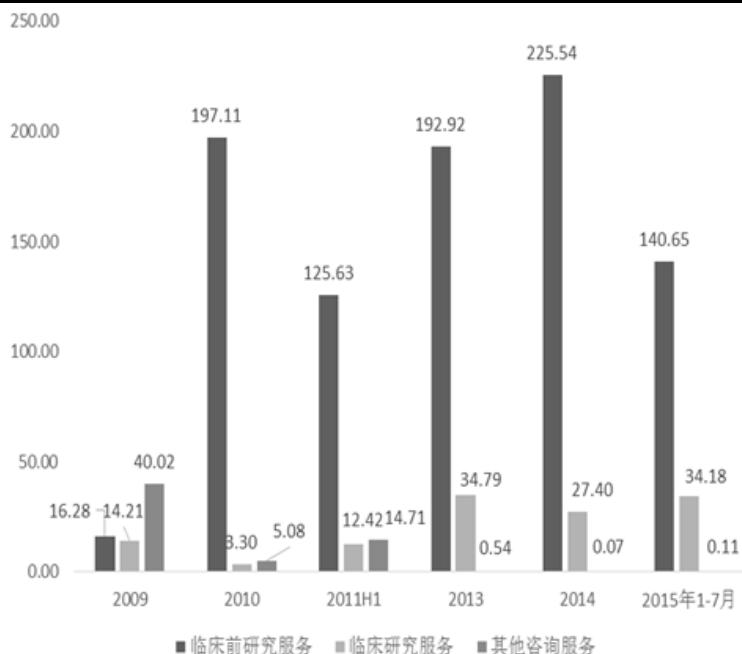
图表 5：上海新生源业务介绍



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

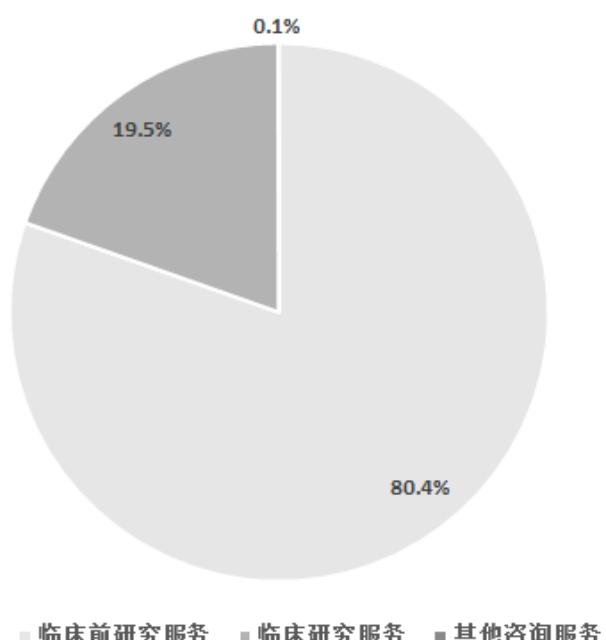
临床前研究服务和临床研究阶段服务业务是上海新生源的两大主营业务。自 2010 年以来，公司的营收主要来源于临床前业务收入。在 2015 年 1-7 月临床前研究服务业务收入为 1.41 亿元，占总收入的 80.39%。公司的临床研究服务业务占比较小，2015 年 1-7 月收入为 3417.5 万元，占总收入的 19.54%。上海新生源预计公司总体业务毛利率将稳定在 42-43% 之间，临床前研究业务毛利率预计在 42-44% 之间，临床研究业务预计毛利率稳定在 36-38% 之间。

图表 6: 上海新生源 2009-2015 部分业务收入一览



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所 (单位百万元)

图表 7: 上海新生源 2015 年 1-7 月主要业务收入



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

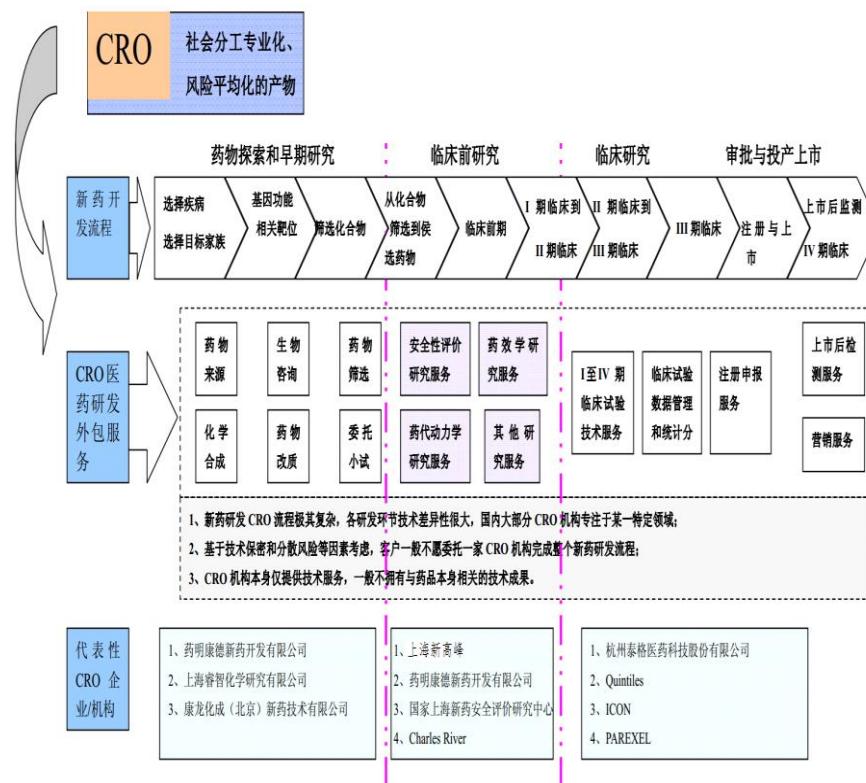
## 2. 国内 CRO 市场扩容, 中国 CRO 企业极具发展前景

全球范围内, 新药研发时间和资金成本不断上升, 在 2014 年一个新药从 I 期临床到上市成功的需要超过 10 年的时间, 新药开发的成本已经接近 26 亿美元。药品开发时间和资金成本高企, 但实际上只有约 8% 的新药能够最后进入药物市场。新药开发的成功可能伴随着垄断市场的高额回报, 但同时也承受着巨大资金和时间风险。为分散药物开发风险、降低新药开发成本、提高研发成功率, 医药 CRO 行业逐渐出现并发展成熟。作为新药开发社会专业化分工的新兴行业, CRO 行业在 70 年代出现后发展迅速。根据 Frost & Sullivan 的统计, 目前 CRO 行业已经承担了全球将超过一半的新药研究开发工作 ( 临床试验 I、II、III 期 ), 从业企业数量也快速增长。据 Business Insights 估计, 目前, 在全球生物医药领域, CRO 公司的数量已超过 1100 家, 其中排名靠前的昆泰 (Quintiles Transnational)、科文斯 (Covance)、PPD、查尔斯河实验室 ( Charles River Labs ) 和百瑞精鼎 ( Parexel ) 的年营业收入均已突破 10 亿美元。全球 CRO 行业的国际化趋势也越来越明显, CRO 企业集中分布的地区也逐步从北美、西欧等国家向新兴市场国家转移。

2008 年至 2010 年, 全球 CRO 市场规模从 173.5 亿美元增长至 214.2 亿美元, 其中临床前 CRO 市场规模从 34.7 亿美元增加到 41.5 亿美元。

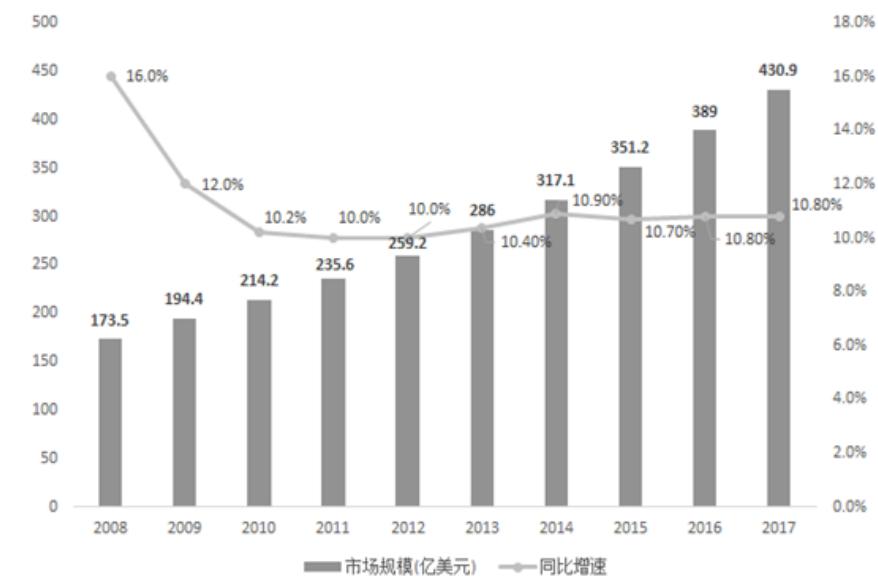
Frost & Sullivan 预测 2014 年临床研发 CRO 将达到 210 亿美元, 占 CRO 行业收入的 65%。预计到 2017 年前, CRO 市场规模将以 10.5% 的年均复合增长率持续增长, 到 2017 年全球 CRO 市场规模有望达到 430.9 亿美元, 而临床前 CRO 市场规模将达到 79.4 亿美元。

图表 8: CRO 细分行业与新药开发过程关系图



资料来源：北京昭衍新药招股说明书，东吴证券研究所

图表 9: 2008-2017 年全球 CRO 市场规模及市场增速

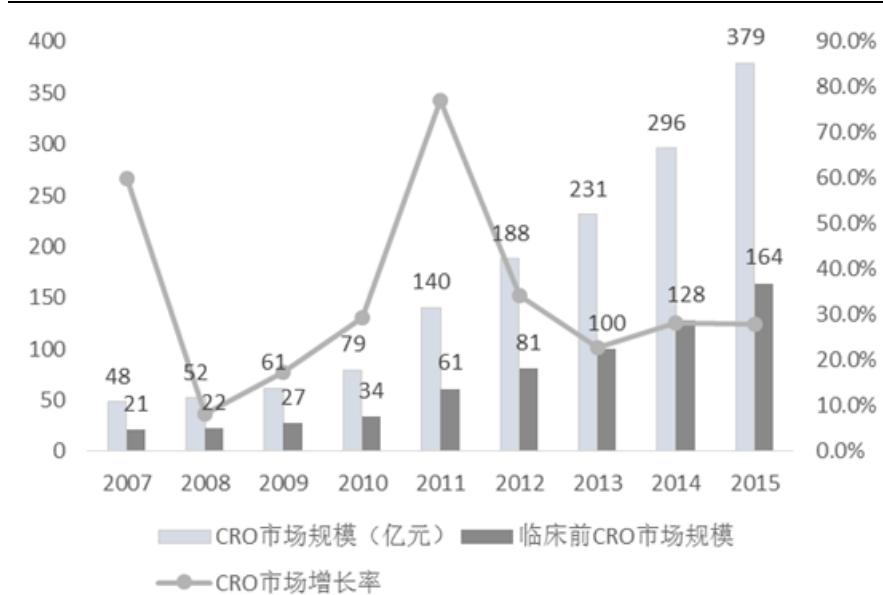


资料来源：Frost &amp; Sullivan，东吴证券研究所

➤ 受益国内成本优势及医药研发旺盛需求，国内 CRO 市场扩容迅速  
 我国已经成为全球药品消费增速最快的地区之一，未来将成为仅次于美国的第二大药品市场。伴随着国内药品市场的扩大和医药研发投入的增加，起步于上世纪 90 年代的中国 CRO 行业发展迅速。根据 Business Insight

2011 年的数据,2011-2016 年美国、欧洲的 CRO 市场规模年增长率为 9.6% 和 9.4%。而新兴市场东欧、印度、拉美的年增长率为 11.4%、14.85% 和 15.6%, 中国的年增长率为 20%, 是全球增速最快的市场。预计 2015 年中国 CRO 市场将达到 379 亿美元规模, 其中临床前 CRO 市场是整体 CRO 市场的 43% 左右。

**图表 10: 2007-2015 年中国 CRO 市场规模及展望**



资料来源: 泰格招股说明书, 国家统计局, 东吴证券研究所

我国 CRO 行业快速成长有目前的人力等成本优势、我国新药研发投入持续增加等内部因素, 也有跨国企业的产业转移等外部因素。在国内成本因素上, 我国拥有数量最为庞大的化学、生物、医学类等 CRO 行业潜在从业人员带来高质量且成本相对较低的人力资源, 庞大的患者人群, 相对廉价的试剂原料晨报都为 CRO 行业提供了成本优势基础。2010 年美国完成 1 例 I 期临床试验、II 期临床试验、III 期临床试验的成本分别约为 6000 美元、7000 美元和 8000 美元, 而国内完成一例合格的病例需要的成本则小于 2 万元远低于国外。在国内市场需求上, 我国目前研发投入在不断增加。里昂证券统计, 中国医药公司研发支出占总营收的比率已经由 2009 年的 3.9% 上升至 2014 年的 6.9%, 不及印度同期的研发支出占总营收的比重已经由 5% 上升至 8.2%。未来研发投入进一步加大是医药发展的一大趋势。2014 年中国生物医药在研发上投入了 1.4 亿美元, 相当于 2009 年时期的 2000 万美元的 7 倍。随着国内医药研发投入在不断增加, 未来医药研发和临床 CRO 市场空间会进一步扩大。

➤ 本土 CRO 企业整体实力偏弱, 龙头企业依托细分领域优势, 平台化拓展综合实力

我国 CRO 企业发展时间较短, 与欧美成熟市场相比, 在行业集中度、企业综合竞争力上仍然有不小的差距。在行业集中度上, 全球三大 CRO 企业昆泰、科文斯及 PPD 合计占据全球 CRO 市场的 28.2%。三大 CRO 企业产业链覆盖广, 可从临床前期覆盖到临床后期; 业务客户全球化布局, 在全球的 30 多个国家有相关业务; 业务服务模式创新化, 昆泰提出比较级风险分摊模式即结果导向模式(outcome-driven)。目前全球前十大的

CRO 公司均以开设分支机构、并购国内 CRO 公司或成立合资公司等方式进入了中国市场。这些国际巨头凭借着资金和技术上的优势，占据了国内 CRO 行业包括中心实验室和国际多中心临床试验在内的利润率最高的产业链。

图表 11：全球大型 CRO 企业概况

公司	2013 年收入	主要业务及市场份额	在中国业务
昆泰 (Quintiles)	收入 51 亿美元，净利润 2.27 亿美元	临床试验服务、商业咨询、产品市场营销，市场份额 11.6%。创立于 1982 年，员工超过 28,000 人，业务覆盖 100 个国家。	1997 年成立上海办事处，2001 年成立上海独资公司，之后在北京、香港也成立分公司
科文斯 (Covance)	收入 25.95 亿美元，1.79 亿美元	早期及后期开发服务、临床研究服务，市场份额 9.7%。创立于 1997 年，员工超过 12,000 名，业务覆盖了 60 多个国家	1998 年成立北京办事处，2007 年成立科文斯上海中心实验室
PPD	2010 收入 14.71 亿美元，2010 年净利润 1.27 亿美元	临床研究服务，6.9%。1985 年成立，市场份额，员工人数约 13,000 名，业务覆盖 46 个国家。2009 年收购依格斯、保诺科技	2003 年成立北京代表处，之后再上海、成都、广州设办公室，在江苏设疫苗临床研究中心，2008 年和北京协和洛奇合作将全球中心实验室拓展至中心
百瑞精鼎 (Parexel)	收入 22.66 亿美元，净利润 1.29 亿美元	临床研究服务、健康经济学、医学交流，1982 年成立，员工人数达到 11,300 人，在全球超过 100 个国家进行服务	在北京、上海、成都、广州、香港设办事处
爱康 (ICON)	收入 13.36 亿美元，净利润 1.03 亿美元	研发项目分析管理、临床研究服务，在全球 39 个国家设有 69 个办事处，拥有超过 8300 名员工	2011 年收购凯维思
查尔士河	收入 11.66 亿美元，净利润 1.03 亿美元	成立于 1993 年，涉及药品研发的研究模型及服务，药品临床前服务	2008 年在中国设立子公司上海查士睿华生物医药科技有限公司，主要从事临床前业务

资料来源：博济医药招股说明书，东吴证券研究所

国内 CRO 行业发展还远未成熟，与几大国际 CRO 巨头相比，我国 CRO 企业服务内容较为单一，业务局限于药物早期发现、临床前研究、各期临床试验的等服务的一项或几项，缺乏药物全产业服务管理，较难获得忠诚的合作客户。另外相较于临床试验 CRO，国内 CRO 企业客户群体较窄，多数企业仅能获得国内制药企业业务。但部分企业已经依托细分领域的优势，不断加大服务深度和业务广度，缩小和大型跨国 CRO 公司的差距。药明康德、睿智化学、泰格医药等国内大中型 CRO 公司在新药临床前业务有技术优势和国内外客户积累，收入超过一半来自于跨国公司。而博济医药、万全阳光等中型 CRO 公司在临床前 CRO、临床 CRO 业务

上布局和积累时间较长，客户基本以国内医药企业为主，在国内医药研发投入的环境下具备进一步发展的潜力。

图表 12：部分国内 CRO 企业介绍

主营分类	公司	收入	主要业务及简介
国内临床前 CRO 公司	药明康德	2014 年收入 6.74 亿美元，净利润 1.12 亿美元	2000 年成立， 2007 年在美上市，核心业务包括从药物发现到开发的制药服务，生物制品、医疗器械开发和测试服务，以及全面的毒理服务；药物中间体、高效能原料药(APIs)的生产服务，细胞银行服务，细胞疗法和基于化合物和组织产品的 cGMP 生产。 现有员工 8837 人，美国客户为主(占比 62%)，
国内临床 CRO 公司	睿智化学	2011 年收入 7.03 亿元，净利润 7000 万元	成立于 2002 年，母公司尚华医药 2010 年在美国上市(现已退市)，国内外客户提供组合化学、药物化学、合成化学等领域的科研服务；化工医药产品质量测试；医药生物技术引进、孵化以及成果转化等业务。 现有员工 2000 人，北美客户为主(82%)
国内临床 CRO 公司	昭衍新药	2014 年收入 1.87 亿元，净利润 4851 万元	成立于 1995 年，侧重药理、毒理、安全性评价等临床前服务，中国首家通过美国 FDA 的 GLP 现场检查，并同时具有国际 AAALAC 认证和中国 SFDA GLP 资质的专业临床前安全性评价机构及临床实验外包服务公司 现有员工 501 人，国内外客户均有涉及
国内临床 CRO 公司	泰格医药 (300347.SZ)	2014 年收入 6.25 亿元，净利润 1.36 亿元	成立于 2004 年，为医药产品研发提供 I-IV 期临床试验、数据管理与生物统计、注册申报等服务， 现有员工 1444 人，国外客户收入占比 63%
综合的国内 CRO 公司	赛德盛 (831257.OC)	2014 年收入 4071 万元，净利润 686 万元	成立于 2010 年，I-III 期临床试验阶段的的 CRO 服务、SMO 服务、稽查及培训 客户 100% 来源于国内，净利率 16.9%
综合的国内 CRO 公司	博济医药 (300404.SZ)	2014 年收入 1.44 亿元，净利润 3796 万元	成立于 2002 年，提供临床前研究服务、临床研究服务、技术成果转化服务以及与新药研发有关的其他咨询服务等 客户主要来源于国内(99%)
综合的国内 CRO 公司	万全阳光	2014 年收入 595 万元，净利润 4412 万元 (利润来源于可换股债券及利息收入)	成立于 2002 年，提供 I-IV 期临床研究、临床前药效、药代、药理及毒理研究、药品注册以及市场推广等服务业务 (08225.HK 中国医疗集团子公司)100% 客户来源于国内

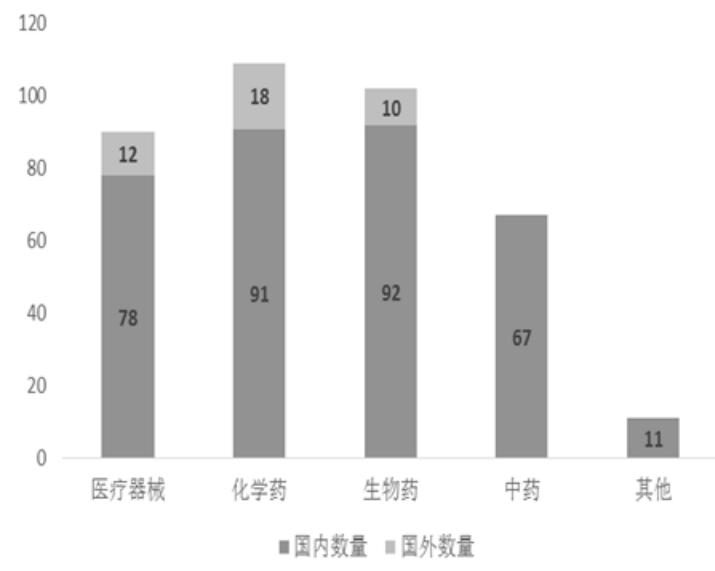
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 政产医研结合，以 GRDP 为管理优势，依托产业园发展 CRO 服务业务

上海新生源在 CRO 服务领域深耕多年，具有完整的业务链，独特的业务平台与管理体系，依托政产医研四大资源建立了一定的品牌优势。通过政产医研的独特平台，公司主体新生源获得 CRO 合同，再以统筹项目计划，具体实验项目再与产业园科研机构、大学、医院实验室等机构合作共同完成。新生源能充分利用国内科研机构数目多、中小企业在科技园集中的产能优势，以 GRDP 为管理优势建设平台型 CRO 公司。

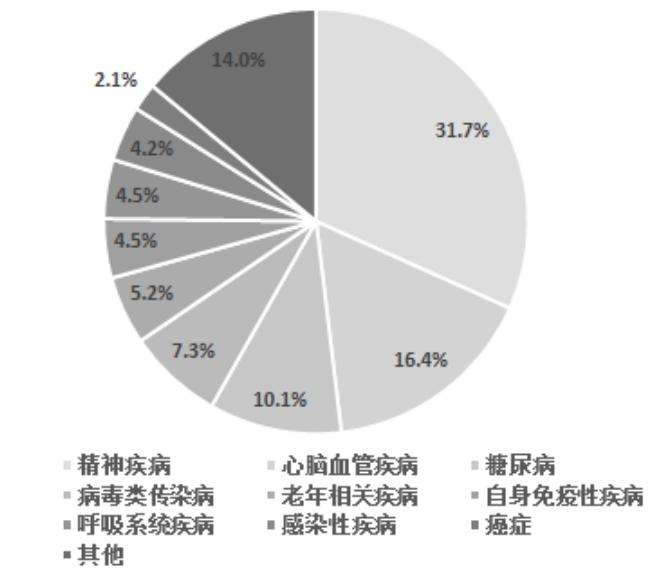
目前新生源通过平台化运作综合提供的技术服务可以涵盖包括临床前研究的药学研究、药理毒理研究、申报材料汇整、临床试验申报，临床阶段的 I 期临床研究、II 期临床研究、III 期临床研究、临床数据管理、临床数据统计分析、临床研究总结、药证申报、上市后评价等新药研发的各个主要阶段。新生源已与中科院生命科学院、辉瑞等 230 余国内外研究机构和医药企业以技术服务(CRO)和合作开发的方式开展新药研发服务。新生源目前正在实施技术服务的项目 379 项。其中，药品类项目 287 项，属于国家创新药物的项目 158 项，医疗器械类项目 90 项。

图表 13: 上海新生源承接项目分类



资料来源：公司网站及公告资料整理，东吴证券研究所

图表 14: 上海新生源承接项目治疗领域分类



资料来源：公司网站及公告资料整理，东吴证券研究所

上海新生源在技术实施中或已完成技术服务的临床阶段新药有 20 项。其中预防产后出血的益母草注射液、治疗 HIV/AIDS、治疗患者合并神经系统病变的注射用磷酸肌酸钠两个上市后再评价项目是国家卫生部科技中心首批批示立项的医学科研专项课题项目。治疗化疗引起的血小板减少的重组人血小板生成因子 (TPO) 注射液已进入临床 III 期并由合作方进行产业化。重组人角质细胞生长因子-2 等 5 个新药项目同步在进行 FDA/EMEA 临床注册服务。

在完成新药、医疗器械项目的同时，新生源通过在研项目共申请了中国和国际专利 292 项，其中获得授权的专利 185 项。其中上海新生源通过王朝计划从英国国家医学研究院科技部 (MRCT)、法国癌症研究院、霍

尼韦尔 (Honeywell) 和 HUYA 等机构引进的国际项目 40 项, 与辉瑞、Paratek 等知名机构正在洽谈引进中的国际高端项目 81 项。其中广谱抗生素奥马环素项目已进入海外临床 III 期、脊柱椎间盘水刀项目已获得 FDA 批准、用于辅助介入治疗胆管癌及胰腺癌的新型射频消融导管和术间脑神经功能区定位检测仪项目海外已上市销售。上海新生源已经能够为研究机构提供全球创新研发成果在中国的率先上市的技术服务, 为医药企业提供中国已上市创新药在欧美的新药注册的技术服务。

图表 15: 上海新生源项目汇总

项目成果汇总	项目细分领域	具体项目名称
国家创新药物的项目 158 项	生物制品创新药物 81 项	治疗卵巢癌的重组抗 AGR2 单克隆抗体 18A4 注射液、治疗大肠癌的重组抗人 MUC1 单克隆抗体注射液、治疗非霍奇金淋巴瘤的重组新型人肿瘤坏死因子衍生物、治疗耐药性结核病的注射用结核分枝杆菌 Ag85A 质粒 DNA、治疗头颈部肿瘤的重组人肿瘤靶向基因-病毒 (ZD55-IL24) 注射液等
	创新性化学药 67 项	治疗肝癌的 AF122 注射液、治疗胰腺癌的 WB 硒啉分散片、治疗胃癌的 CF 活性因子、治疗高血脂症的革茂宁分散片、治疗阿尔茨海默病的琥珀八氢氯吖啶片、治疗帕金森氏病的 2,3-吲哚醌
	创新中药与天然药 10 项	辅助用于终止妊娠的紫草胶囊、治疗神经退行性疾病的黄芪寡糖、治疗尖锐湿疣的茶参软膏等
医疗器械类项目 90 项	医疗器械 29 项	用于实时监测透析血液中尿素含量的微型芯片、术间脑神经功能区定位仪等
	体外诊断试剂 61 项	用于实时监测透析血液中尿素含量的微型芯片、术间脑神经功能区定位仪等医疗器械 29 项, 用于肺部感染、脑膜炎、结核病快速诊断的 MICROARRAY 系统和结核菌诊断试剂盒

资料来源: 公司网站及公开信息整理, 东吴证券研究所

➤ 以技术平台与管理体系 (GRDP) 为管理的管理体系优势

公司在 CRO 行业运营多年, 为提高服务效率, 提升新药研发的成功率, 公司建立以模块化、标准化、产业化的流水线方式提供新药研发的一站式技术服务体系 GRDP (Good Research and Development Practices)。该体系由 4000 余个包含管理制度、操作 SOP、记录和台账、指南等类型文件文件组成。GRDP 体系将复杂的新药研发活动拆分成相对简单的、可组合的模块, 然后将模块中的业务进行标准化, 模块中的人员专业化(只负责各自模块内相对应的工作), 最终是复杂的 CRO 活动拆分成各领域中的标准化操作。

新生源还通过与国内外机构合作共建了 60 余个服务平台, 这些平台涉及药学研究 (中试/质量研究和临床前试验样品制备)、药理-药代-安全评价 (PK/PD/Safety Evaluation)、非临床研究 (GLP)、临床研究 (GCP)、产

业化研究(产业化工艺研究和符合 GMP/cGMP 标准临床试验样品制备)、符合 SFDA /FDA/EMEA 标准的新药研发 IND/NDA 注册申报全过程等领域。目前公司在武汉、上海、沈阳、大连均与政府合作建设多种形式的新药开发平台。此外新生源进入 CRO 行业近 10 年, 参与或主持了 10 项十一五/十二五重大新药创制课题。

**图表 16: 上海新生源与政府合作共建特色的中试产业化平台和医学平台简介**

地点	合作方	具体项目名称
武汉光谷生物城	卫生部医药卫生科技发展研究中心 	国际临床医学研究(临床试验/询证医学/转化医学)基地
	昆泰、 IBM	国际临床试验中心
	武汉政府	投资 1.36 亿元人民币建设新药研究中试孵化基地
上海张江	抗体药物与靶向治疗国家重点实验室、上海张江生物医药基地、英国国家医学研究院 	共同投入 15 亿元建设国家(上海)抗体新药研发产业化基地
泰州中国医药城	泰州政府等单位 	投资 1.71 亿元人民币建设科技大楼, 符合 cGMP 标准的新药 CRO-CMO 产业化基地, 抗体药物临床研究工程中心
大连双 D 港产业园区	相关政府 	投资 1.08 亿元人民币建立生物医学工程基地和产业化基地
沈阳棋盘山开发区	相关政府 	投资 4,500 万元人民币建立医疗器械诊断试剂研发公共服务平台

资料来源: 公司网站及公开信息整理, 东吴证券研究所

➤ 拟定增筹资拓展武汉研发平台、拓展 CRO 商务网络项目  
亚太药业公告称计划将定增筹资的部分资金用于新生源的新项目建设, 计划投资 2.73 亿元建设武汉光谷生物城医药园新药研发服务平台, 筹集 1.25 亿元建设 CRO 商务网络项目。

**图表 17: 定增部分募投项目介绍**

募资项目	项目所需资金	拟以募集资金投资额
------	--------	-----------

武汉光谷生物医药园新药研发服务平台建设	4.06 亿元, 其中固定资产投资费用 3.65 亿元, 流动资金 4100 万元	2.73 亿元
CRO 商务网络项目	1.26 亿元	1.25 亿元

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

武汉光谷生物医药园新药研发服务平台建设项目的实施主体是武汉光谷新药孵化公共服务平台。通过建立武汉光谷生物医药园新药研发服务平台可拓宽公司业务面, 将原先以“外包形式”运营的化药、中药制剂、部分质量研究和复核(如: 结构分析、晶型分析等)等业务转为自行运营, 大大减少外包比例, 提高公司提供服务的附加值, 同时建设一个符合 CFDA 相关的注册申报要求, 能够高通量的服务于新药申报项目以及能够标准化、规范化运行项目的技术平台, 进一步完善产业链使公司适应 CRO 行业纵向一体化的发展趋势。

为拓展公司项目来源, 上海新生源拟投资 1.26 亿元在北京、辽宁本溪、福建厦门、广东东莞、陕西西安、四川成都、英国剑桥、美国马萨诸塞州基因城八地新增 CRO 商务网络网点, 其中, 以募集资金投入 1.25 亿元, 其余部分将采用自有资金及银行贷款等方式自筹解决。目前公司 CRO 项目主要以上海、武汉、泰州园区自身服务的企业为主, 部分来自于园区所在省市, 对三地以外的地区辐射效应相对较弱。在全国乃至全球范围内新增 CRO 商务网络, 重点增加国际知名客户以及领先的创新项目, 将有利于扩大公司业务规模, 提升公司 CRO 业务的综合性, 提高公司的盈利水平。

#### 4. 盈利预测

关键假设:

1、我们预计 2015 年亚太药业实现营业收入 4.14 亿元，同比增长 10.3%，到 2016 年与上海新生源合并表后总营收预计可达 8.8 亿元，同比增加 112.6%。

2、亚太药业的营收根据收入来源可分为抗生素类制剂收入、非抗生素类制剂收入、原料药收入、诊断试剂收入等关键部分。预计 2015-2016 年抗生素类制剂收入分别为 2.19 亿元和 2.30 亿元；预计 2015-2016 年非抗生素类制剂收入分别为 1.66 亿元和 1.96 亿元；预计 2015-2016 年原料药收入分别为 1740 万元和 1650 万元；预计 2015-2016 年诊断试剂收入分别为 1180 万元和 1470 万元。预计上海新生源 2015-2016 年收入达到 3.51 亿元和 4.23 亿元。

3、我们预计公司 2015-2016 年归属母公司净利润分别为 5820 万元和 1.76 亿元(与上海新生源合并表后)，分别同比增长 43.52% 和 202.47%，对应 EPS 为 0.29 和 0.66。

## 5. 投资建议

公司原为普药企业，原有业务未来潜力有限。但公司若能成功收购上海新生源，上海新生源未来三年承诺的高净利润将支撑公司利润增长。上海新生源作为 CRO 平台型公司，CRO 行业质地良好和未来三年盈利能力可观，新生源 CRO 业务能力尚可。预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.29、0.66、0.80，对应 PE 为 107.5 倍、46.7 倍、38.6 倍，我们给予公司“增持”评级（首次）。

## 6. 投资风险

- 1、定增重组未能通过的风险；
- 2、上海新生源业绩承诺未能实现的风险；
- 3、国家药品审评审批改革力度加大，CRO 行业受审查整顿的风险。

图表 18：公司盈利假设性预测

产品	项目	2014A	2015E	2016E	2017E
抗生素类制剂	收入(百万元)	208.5	218.9	229.8	241.3
	增长率	11.0%	5%	5%	5%
非抗生素类制剂	收入(百万元)	141.6	165.9	195.7	232.9
	增长率	28.76%	17%	18%	19%
原料药	收入(百万元)	16.6	17.4	16.5	17.4
	增长率	69%	5%	-5%	5%
诊断试剂	收入(百万元)	8.4	11.8	14.7	18.4
上海新生源	收入(百万元)	/	/	423.3	501.6
其他业务收入	收入(百万元)	0.5	0.3	0.3	0.3
总收入	收入	375.6	414.2	880.4	1011.9
	增长率	19.8%	10.3%	112.6%	14.9%

资料来源：公司公告(2016 年为与上海新生源合并报表后预测)，东吴证券研究所

## 亚太药业主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表 (百万元)	2015E	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>712.96</b>	<b>787.1</b>	<b>854.0</b>	<b>913.8</b>	<b>营业收入</b>	<b>413.9</b>	<b>456.8</b>	<b>510.0</b>	<b>560.99</b>
现金	281.2	310.4	336.8	360.4	营业成本	363	372.0	381	398
应收款项	142.96	157.8	171.2	183.2	营业税金及附加	2.7	2.9	3.2	3.5
存货	154.2	170.2	184.7	197.6	销售费用	50.0	54.0	55	56.2
预付款项	4.6	5.1	5.5	5.9	管理费用	54.3	61.2	65.8	69.2
<b>非流动资产</b>	<b>487.68</b>	<b>538.4</b>	<b>584.2</b>	<b>625.1</b>	<b>财务费用</b>	<b>-3.9</b>	<b>8.1</b>	<b>5.1</b>	<b>6.5</b>
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.4	0.4	0.4	0.4
固定资产	355.8	392.8	426.1	456.0	资产减值损失	3.5	3.8	4	4.3
无形资产	70.4	77.7	84.3	90.2	<b>营业利润</b>	<b>69.9</b>	<b>82.5</b>	<b>94.2</b>	<b>102.6</b>
其他	/	/	/	/	<b>营业外净收支</b>	2.9	3.1	3.5	3.7
<b>资产总计</b>	<b>1200.7</b>	<b>1325.5</b>	<b>1438.2</b>	<b>1538.9</b>	<b>利润总额</b>	67.0	79.4	90.7	98.9
<b>流动负债</b>	<b>171.9</b>	<b>189.8</b>	<b>205.9</b>	<b>220.4</b>	<b>所得税费用</b>	8.8	9.5	10.4	11.3
短期借款	0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	44.6	49.2	53.4	57.2	<b>归属母公司净利润</b>	<b>58.2</b>	<b>69.9</b>	<b>80.4</b>	<b>87.6</b>
其他	3.1	3.4	3.7	4.0	<b>EBIT</b>	69.7	82.3	93.9	102.4
<b>非流动负债</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>	<b>EBITDA</b>	95.5	110.8	124.8	135.5
长期借款	0.8	0.9	1.0	1.0					
其他	<b>0.8</b>	0.9	1.0	1.0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>负债总计</b>	<b>173.4</b>	<b>191.4</b>	<b>207.7</b>	<b>222.2</b>	每股收益(元)	0.29	0.26	0.30	0.33
少数股东权益	0	<b>0.0</b>	0.0	0.0	每股净资产(元)	5.04	4.23	4.59	4.91
归属母公司股东权益	1027.2	1134.1	1230.5	1316.6	发行在外股份(百万股)	204	268	268	268
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1200.7</b>	<b>1325.5</b>	<b>1438.2</b>	<b>1538.9</b>	ROIC(%)	5.34%	5.42%	5.67%	5.91%
					ROE(%)	5.67%	6.16%	6.53%	6.65%
					毛利率(%)	45.80%	43.20%	42.10%	40.10%
					股息率	0.93%	0.85%	0.98%	1.08%
					销售净利率(%)	14.07%	15.30%	15.76%	15.62%
					资产负债率(%)	14.44%	14.44%	14.44%	14.44%
					收入增长率(%)	10.3%	112.6%	14.9%	10.0%
					净利润增长率(%)	43.52%	202.47%	21.03%	18.97%
					P/E	107.5	118.0	102.2	92.9
					P/B	6.09	7.25	6.68	6.24
					EV/EBITDA	67.5	58.4	51.7	47.7
现金及现金等价物净增加额	-19.0	-21.0	9.1	12.0					

资料来源：东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准:

#### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>