

估值和业绩有望同步提升的 CRO 新秀

投资要点

- **事件:** 近期, 我们与公司领导就公司业务及战略进行了交流。
- **虽财务费用短期拖累公司本部业绩, 但新增中标有望带动公司本部快速发展。** 2015 年公司现金全资收购上海新高峰产生 7 亿并购贷款, 从 2016Q1 情况看, 预计每季度新增财务费用在 1000 万左右。随着募集资金的到位, 我们认为财务费用影响有望在三季度消除。考虑到自 2015 年以来公司参加了多个省级基药项目、非基药项目的招标工作, 累计在 16 个省新增中标, 我们认为, 在财务费用影响消除和新增中标的带动下, 公司本部业务将在 2017 年开始实现快速发展。
- **全资控股上海新高峰, CRO 已成公司战略主业, 业绩大概率超业绩承诺。** CRO 行业处于医药研发产业链核心位置, 为新药研发不可或缺。受益于一致性评价和新药审批速度加快, 国内 CRO 行业有望快速扩容, 我们预计到 2020 年国内 CRO 市场有望达 600 亿元, 复合增速超 20%。公司 2015 年底战略进入 CRO 行业, 全资控股的上海新高峰是一家提供涵盖临床前研究、临床研究的全产业链研究服务的 CRO 企业。公司已累积服务了 550 多个项目, 其中 450 多个为创新药 CRO 项目, 公司已成为创新药 CRO 服务领域的行业领先者之一。公司“政产学研”结合商业模式客户粘性高, 可保障公司订单源源不断; 公司 GRDP 服务管理体系保障公司可借助外协服务实现流水化作业且追溯性强, 从而实现轻资产、高利润率。新高峰承诺 2015-2018 年扣非后净利润 (且不含募投项目) 不低于 0.85 亿、1.06 亿、1.33 亿和 1.66 亿元。考虑到新高峰 2015 年实现收入 3.8 亿, 超额实现净利润 1.2 亿 (其中 0.2 亿元为非经常性损益), 叠加一致性评价等药品新政影响, 我们认为新高峰存业绩超预期可能。
- **向研发和高端转型升级, 估值有望得到同步提升。** 2012 年行业毒胶囊事件后, 公司开始积极转型。公司首先从抗生素向非抗转型, 非抗业务收入和毛利分别在 2015 年和 2013 年超过抗生素业务; 2015 年底公司通过收购新高峰从传统普药向新药 CRO 转型; 未来公司还将通过行业内并购重组向大健康行业的高附加值产业如新药研发、高端医疗器械等领域进行拓展, 实现公司产业转型升级的战略目标。我们认为公司估值有望逐步提升, 外延发展可期。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2016-2018 年摊薄后 EPS 分别为 0.57 元、0.86 元、1.16 元, 对应当前股价 PE 分别为 61 倍、40 倍和 30 倍。考虑到公司本部业绩限制因素有望解除, 新高峰 CRO 业务的可拓展性强且公司或存外延发展预期, 我们认为公司业绩和估值有望同步提升, 我们首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** CRO 业务拓展或不及预期, 制剂招标或存降价风险, 外延拓展或低于预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	463.15	928.82	1118.06	1336.33
增长率	23.31%	100.55%	20.38%	19.52%
归属母公司净利润 (百万元)	55.50	153.01	230.63	309.81
增长率	36.81%	175.69%	50.73%	34.33%
每股收益 EPS (元)	0.21	0.57	0.86	1.16
净资产收益率 ROE	7.12%	6.76%	9.54%	11.85%
PE	168	61	40	30
PB	11.73	4.04	3.78	3.50

数据来源: Wind, 西南证券

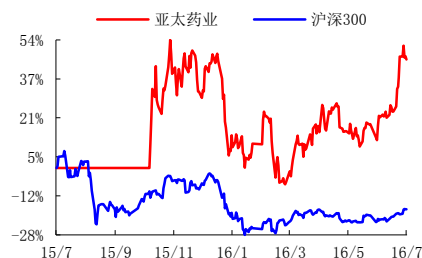
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 陈铁林
电话: 023-67909731
邮箱: ctl@swsc.com.cn

联系人: 张肖星
电话: 021-68415020
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.04
流通 A 股(亿股)	2.04
52 周内股价区间(元)	22.78-37.6
总市值(亿元)	70.81
总资产(亿元)	19.54
每股净资产(元)	3.96

相关研究

关键假设：

根据公司调研和基本面分析，我们对 2016-2018 年公司主营业务的预测如下：

（1）随着公司产品结构调整和新一轮中标结果的执行，我们预计 2016-2018 年非抗生素收入增长率分别为 30%、25%、20%，毛利率维持在 58%左右；

（2）随着抗生素行业企稳，我们预计 2016-2018 年公司抗生素业务收入增长率维持在 5%左右，毛利率维持 25%左右；

（3）根据新高峰 2015 年收入和净利润完成情况以及公司业绩承诺，我们预计 2016-2018 年公司 CRO 业务有望实现 4.5 亿收入，维持 25%左右增速，随着武汉光谷项目达产，毛利率有望逐步提升，预计分别为 43%、45%和 47%。

表 1：亚太药业收入拆分及盈利预测

单位：百万元	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计：营业收入	316.04	313.64	375.60	463.15	928.82	1,118.06	1,336.33
yoy	-24.81%	-0.76%	19.76%	23.31%	100.55%	20.38%	19.52%
合计：营业成本	247.77	216.63	231.62	272.79	534.79	625.05	726.56
毛利率	21.60%	30.93%	38.33%	41.10%	42.42%	44.09%	45.63%
化学制剂							
收入	294.85	297.76	350.12	382.81	451.19	524.96	599.22
yoy	-28.2%	1.0%	17.6%	9.3%	17.86%	16.35%	14.15%
成本	222.11	201.65	208.59	217.23	253.90	288.10	322.67
毛利率	24.67%	32.28%	40.42%	43.25%	43.73%	45.12%	46.15%
其中：非抗生素类制剂							
收入	73.82	110	141.64	196.96	256.05	320.06	384.07
yoy	-30.7%	49.0%	28.8%	39.1%	30.00%	25.00%	20.00%
成本	52	55.07	59.21	79.09	107.54	134.43	161.31
毛利率	29.56%	49.94%	58.20%	59.84%	58.00%	58.00%	58.00%
其中：抗生素类							
收入	221.04	187.76	208.48	185.85	195.14	204.90	215.14
yoy	-27.3%	-15.1%	11.0%	-10.9%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	170.11	146.58	149.37	138.15	146.36	153.67	161.36
毛利率	23.04%	21.93%	28.35%	25.67%	25.00%	25.00%	25.00%
CRO 服务							
收入				53.37	448.44	560.54	700.68
yoy						25.00%	25.00%
成本				32.83	255.61	308.30	371.36
毛利率				38.49%	43.00%	45.00%	47.00%
原料药							
收入	19.52	9.81	16.57	19.53	22.46	25.83	29.70
yoy	100.9%	-49.8%	69.0%	17.8%	15.00%	15.00%	15.00%

单位：百万元	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成本	25.1	12.54	19.48	19.92	22.46	25.83	29.70
毛利率	-28.59%	-27.83%	-17.56%	-2.00%	0.00%	0.00%	0.00%
诊断试剂							
收入	1.44	5.53	8.41	6.73	6.73	6.73	6.73
yoy	0.0%	283.2%	52.2%	-20.0%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	0.57	2.44	3.5	2.68	2.83	2.83	2.83
毛利率	60.42%	55.88%	58.38%	60.18%	58.00%	58.00%	58.00%

数据来源：wind、西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	463.15	928.82	1118.06	1336.33	净利润	56.49	155.74	234.74	315.34
营业成本	272.79	534.79	625.05	726.56	折旧与摊销	32.62	57.03	67.95	78.16
营业税金及附加	2.71	5.43	6.53	7.81	财务费用	-1.32	18.58	0.00	0.00
销售费用	58.26	74.31	83.85	93.54	资产减值损失	1.56	2.00	3.00	4.00
管理费用	66.54	116.10	128.58	140.31	经营营运资本变动	162.58	-119.04	37.64	19.14
财务费用	-1.32	18.58	0.00	0.00	其他	-150.99	-1.44	-3.28	-3.95
资产减值损失	1.56	2.00	3.00	4.00	经营活动现金流净额	100.93	112.87	340.05	412.69
投资收益	0.36	0.00	0.00	0.00	资本支出	-701.16	-300.00	-200.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	113.28	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-587.87	-300.00	-200.00	-100.00
营业利润	62.97	177.61	271.04	364.10	短期借款	238.75	-238.75	0.00	0.00
其他非经营损益	3.02	2.43	2.68	2.65	长期借款	513.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	65.99	180.04	273.72	366.76	股权融资	0.00	1389.00	0.00	0.00
所得税	9.50	24.31	38.98	51.42	支付股利	-20.40	-27.91	-76.94	-115.97
净利润	56.49	155.74	234.74	315.34	其他	-8.18	-25.48	0.00	0.00
少数股东损益	0.99	2.73	4.11	5.52	筹资活动现金流净额	723.17	1096.86	-76.94	-115.97
归属母公司股东净利润	55.50	153.01	230.63	309.81	现金流量净额	236.26	909.72	63.11	196.71
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	461.27	1370.99	1434.11	1630.82	成长能力				
应收和预付款项	272.98	485.01	597.16	718.44	销售收入增长率	23.31%	100.55%	20.38%	19.52%
存货	116.82	228.45	267.38	310.80	营业利润增长率	38.04%	182.06%	52.60%	34.33%
其他流动资产	1.30	2.62	3.15	3.76	净利润增长率	39.25%	175.69%	50.73%	34.33%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	40.29%	168.63%	33.87%	30.46%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	298.01	563.53	718.14	762.54	毛利率	41.10%	42.42%	44.09%	45.63%
无形资产和开发支出	760.68	751.00	741.33	731.65	三费率	26.66%	22.50%	19.00%	17.50%
其他非流动资产	149.89	137.01	124.12	111.24	净利率	12.20%	16.77%	21.00%	23.60%
资产总计	2060.95	3538.62	3885.39	4269.26	ROE	7.12%	6.76%	9.54%	11.85%
短期借款	238.75	0.00	0.00	0.00	ROA	2.74%	4.40%	6.04%	7.39%
应付和预收款项	449.27	594.01	761.70	922.28	ROIC	6.35%	12.86%	14.59%	18.68%
长期借款	513.00	513.00	513.00	513.00	EBITDA/销售收入	20.35%	27.26%	30.32%	33.10%
其他负债	66.78	127.92	149.20	173.13	营运能力				
负债合计	1267.79	1234.93	1423.90	1608.40	总资产周转率	0.32	0.33	0.30	0.33
股本	204.00	268.00	268.00	268.00	固定资产周转率	1.83	2.76	2.39	2.31
资本公积	342.32	1667.32	1667.32	1667.32	应收账款周转率	3.78	4.35	3.73	3.64
留存收益	233.16	358.26	511.94	705.78	存货周转率	2.56	3.09	2.52	2.51
归属母公司股东权益	785.77	2293.57	2447.26	2641.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.45%	—	—	—
少数股东权益	7.39	10.12	14.23	19.75	资本结构				
股东权益合计	793.15	2303.69	2461.49	2660.85	资产负债率	61.52%	34.90%	36.65%	37.67%
负债和股东权益合计	2060.95	3538.62	3885.39	4269.26	带息债务/总负债	59.30%	41.54%	36.03%	31.89%
					流动比率	1.13	2.90	2.53	2.44
					速动比率	0.98	2.58	2.24	2.15
					股利支付率	36.76%	18.24%	33.36%	37.43%
					每股指标				
					每股收益	0.21	0.57	0.86	1.16
					每股净资产	2.96	8.60	9.18	9.93
					每股经营现金	0.38	0.42	1.27	1.54
					每股股利	0.08	0.10	0.29	0.43
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	94.26	253.22	339.00	442.27					
PE	167.61	60.80	40.33	30.03					
PB	11.73	4.04	3.78	3.50					
PS	20.09	10.02	8.32	6.96					
EV/EBITDA	77.98	33.26	24.66	18.46					
股息率	0.22%	0.30%	0.83%	1.25%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn