

2016年09月22日

王睿哲
C0062@capital.com.tw
目标价(元)

11.4

亚宝药业(600351.SH)

Buy 买入

收购上海清松制药 75%股权点评

事件:

公司拟以自有资金 6.1 亿元受让上海清松制药 75%的股权。出让方承诺清松制药 2016 年、2017 年和 2018 年实现的经审计的扣除非经常性损益后归属于公司所有者的净利润分别不低于人民币 5300 万元、6360 万元和 7632 万元。

点评:

■ **标的情况:** 清松制药主要生产恩替卡韦(原料药)、盐酸左西替利嗪(原料药)以及盐酸左西替利嗪片(制剂),其中营收及毛利主要由治疗乙肝的恩替卡韦(原料药及相关中间体)贡献。全世界约有 20 亿人感染过乙型肝炎病毒,其中慢性乙型肝炎病毒携带者约有 4 亿人。据中国卫生部门的统计,我国国民中约有 10%的人为乙肝病毒携带者,总数高达 1.3 亿。恩替卡韦上市后,由于其良好的疗效和各企业的学术带动,市场销售额快速增长,已成为抗乙肝病毒药物市场上的领军重磅产品。2015 年全球销售已达到约 30 亿美金,国内销售额约为 70 亿人民币,并且占国内抗乙肝药物市场份额的 6 成左右,已成为国内治疗乙肝主要用药,我们预计未来几年其在国内市场规模可以达到 100-120 亿人民币。我们认为公司收购清松制药后将可使公司直接切入乙肝用药市场,随着恩替卡韦产品销售的快速增长将可带动公司业绩增长。并且公司还可利用清松制药国际水准的原料药生产工艺技术,弥补公司在原料药合成工艺方面的短板,加快公司国际化的步伐。

■ **收购对价相对合理:** 公司本次以 6.1 亿元收购清松制药 75%的股份,对应清松制药 2016 年承诺业绩 5300 万元的 PE 为 15.4 倍(2015 年净利润 3154 万),在同业上市公司中处于中游偏低的水平,我们认为公司收购对价相对合理。

■ **盈利预测:** 公司由于去年 Q4 开始将渠道驱动销售模式向终端拉动销售模式进行了转变,对渠道产品采取了限发货清库存策略,使得上半年业绩同比下降 37.1%,但公司主导产品丁桂儿脐贴以及消肿止痛贴仍具备较大增长空间,我们预计随着公司销售模式逐步理顺,公司业绩将会恢复至快速增长。公司本次收购仍需股东大会审议,我们暂不调整盈利预测。我们预计公司 2016 年实现净利润 2.26 亿元(YOY+1.7%)/2017 年实现净利润 3.04 亿元(YOY+34.5%),EPS 分别为 0.29 元/0.39 元,对应 2016 年/2017 年 PE 分别为 35 倍/26 倍。维持“买入”的投资建议,目标价 11.4 元(对应 2017PE30X)。

..... 接续下页

公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2016/9/21)	10.04		
上证综指(2016/9/21)	3025.87		
股价 12 个月高/低	16.07/9.61		
总发行股数(百万)	787.04		
A 股数(百万)	692.00		
A 市值(亿元)	69.48		
主要股东	山西亚宝投资集团有限公司 (24.77%)		
每股净值(元)	3.42		
股价/账面净值	2.94		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-4.7	0.1	-8.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016-04-08	11.14	买入

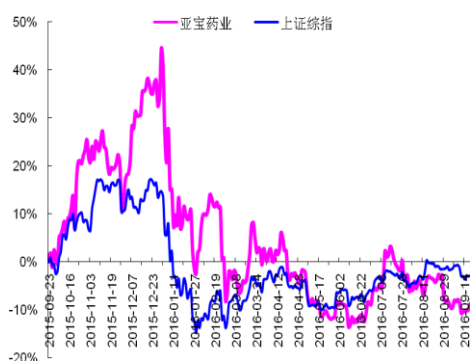
产品组合

医药生产-软膏剂	37.0%
医药生产-片剂	31.2%
医药生产-注射剂	14.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	4.4%
一般法人	25.8%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016E	2017E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	118	170	222	226	304
同比增减	%	5.29%	43.92%	30.53%	1.65%	34.45%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.17	0.25	0.32	0.29	0.39
同比增减	%	0.00%	47.06%	28.00%	68.73%	34.45%
市盈率(P/E)	X	59	40	31	35	26
股利 (DPS)	RMB 元	0.06	0.18	0.10	0.09	0.12
股息率 (Yield)	%	0.60%	1.79%	1.00%	0.86%	1.15%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

人民币百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E
营业收入	1,625	1,890	2,066	2,281	2,706
经营成本	886	897	980	1,145	1,321
营业税金及附加	727	976	1,065	1,122	1,370
销售费用	339	425	451	456	541
管理费用	252	321	350	360	419
财务费用	46	47	51	46	54
投资收益	91	184	224	254	348
营业利润	49	19	29	10	10
利润总额	130	190	248	259	349
所得税	17	25	30	34	45
少数股东损益	-5	-5	-4	0	0
归属于母公司股东权益	118	170	222	226	304

附二: 合并资产负债表

人民币百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E
货币资金	578	209	1,015	757	1,093
应收账款	266	333	379	373	442
存货净额	329	431	551	456	541
流动资产合计	1,320	1,114	2,032	1,714	2,219
固定资产	19	13	33	20	20
在建工程	1,514	1,647	1,805	1,350	1,170
非流动资产合计	146	145	149	150	150
资产总计	3,202	3,185	4,252	3,439	3,764
流动负债合计	1,266	1,144	1,393	1,329	1,374
非流动负债合计	240	221	180	-726	-749
负债合计	1,506	1,365	1,574	603	625
少数股东权益	13	8	-2	0	0
股东权益合计	1,696	1,820	2,678	2,836	3,140
负债和股东权益总计	3,202	3,185	4,252	3,439	3,764

附三: 合并现金流量表

(人民币百万元)	2013	2014	2015	2016E	2017E
经营活动所得现金净额	57	179	143	208	285
投资活动所用现金净额	-56	-204	-83	-66	-86
融资活动所得现金净额	66	-356	731	38	137
现金及现金等价物净增加额	67	-382	791	180	336

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部分内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。