



## 6.1 亿收购清松制药 75% 股权，增强研发能力利于国际化

2016.09.21

强烈推荐(维持)

分析师: 王亮	研究助理: 唐爱金
电话: 010-57385534	020-88836115
邮箱: wangl_a@gzghs.com.cn	tangaij@gzghs.com.cn
执业编号: A1310514080002	

### 事件:

9月21日, 公司发布公告, 拟以6.1亿元受让上海智义承喜、北京锦松投资、上海翠松投资分别持有的上海清松制药的51%、21%及3%股权, 收购后合计控股清松制药75%股权。

### 点评:

#### ● 清松制药原料药及高端中间体研发能力优异, 有效增强亚宝研发实力

清松制药主要是原料药及高端中间体的研发生产, 主要销售产品为恩替卡韦原料药及相关中间体, 恩替卡韦为治疗乙肝一线药物, 2015 年全球销量 30 亿美金, 国内销量 70 亿人民币, 未来国内市场有望达 100~120 亿规模。清松制药研发实力雄厚, 有一只 40 余人研发团队, 联合创始人谭宙宏博士在美国从事制药工艺研发 20 余年, 曾任美国先灵葆雅技术中心总裁。清松制药具有专有的原料药及中间体工艺优化技术, 可为国内医药企业进行相关一致性评价提供合格原料药, 并可对外提供技术研发/转让服务。此次收购有利于发挥上下游协同作用, 优化工艺降低亚宝自身制剂生产成本提升产品质量, 并有效助力完成一致性评价工作, 同时清松制药可利用亚宝生产产能优势提高技术储备的转发能力, 提高附加值。

#### ● 增强原料药有机合成能力, 有利于亚宝国际化研发创新战略加快推进

亚宝发展战略为国际化, 且已经有多条制剂生产线通过了欧盟 GMP 认证及美国 FDA 认证。制剂国际化销售必须配套国际认证的原料药生产线及国际化水准的生产工艺, 而清松制药有达到国际水准的原料药生产工艺技术, 能有效弥补公司在原料药合成工艺方面的短板, 加快公司国际化步伐。且清松制药长期接受海外客户委托开展定制化产品生产及技术研发业务, 其形成的海外客户资源有助于公司海外业务的拓展。

#### ● 清松制药业绩成长性优异, 有效增厚亚宝业绩

此次收购, 补偿方承诺 2016~2018 年, 清松制药净利润分别不低于 5300 万、6360 万、7632 万。即每年同比增长 20%, 公司控股 75% 能有效增厚上市公司归母净利润 993 万 (考虑 2016 年计算 4 季度并表)、4770 万、5724 万。

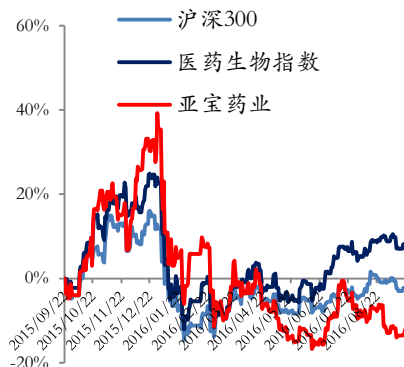
**盈利预测与估值:** 我们测算公司 16-18 年 EPS 分别为 0.29/0.39/0.48, 对应 35/25/21 倍 PE。维持“强烈推荐”评级, 目标价 14 元。

**风险提示:** 销售不达预期, 外延并购不达预期等。

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2065.63	2322.53	2765.87	3279.23
同比 (%)	9.31%	12.44%	19.09%	18.56%
归属母公司净利润	222.09	224.90	304.55	376.29
同比 (%)	30.55%	1.27%	35.42%	23.56%
毛利率 (%)	52.6%	52.4%	53.2%	53.6%
ROE (%)	9.9%	8.2%	10.4%	11.8%
每股收益 (元)	0.28	0.29	0.39	0.48
P/E	44.77	35.14	25.95	21.00
P/B	3.71	2.80	2.59	2.36

现价:	10.04
目标价:	14
股价空间:	40%

### 股价走势



### 股价表现

涨跌 (%)	1M	3M	6M
爱尔眼科	-5.28	2.63	-15.29
医药生物	-0.56	9.75	8.84
沪深 300	-2.92	4.23	0.53

### 基本资料

总市值 (亿元)	79.02 亿
总股本 (亿股)	7.87
流通股比例	87.93%
资产负债率	37.01%
大股东	山西亚宝投资集团有限公司
大股东持股比例	24.77%

### 相关报告

广证恒生-亚宝药业(600351)-深度报告-儿童贴剂用药龙头,丁桂儿扬帆启航-2015.12.07

广证恒生-亚宝药业(600351)-点评报告-喜儿康获新版 GMP 认证,外延步伐有望加速-2015.12.31

广证恒生-亚宝药业(600351): 业绩基本符合预期, 未来有望 30% 持续高增长-2016.01.04

广证恒生-亚宝药业(600351)-点评报告-丁桂儿脐贴控销拖累短期业绩, 长期利好盈利能力-2016.4.1

广证恒生-亚宝药业(600351)-点评报告-一季度业绩符合预期, 控销提价后续有望放量增长-2016.5.1

广证恒生-亚宝药业(600351)-中报点评-营销改革渠道限发货清库存, 中期业绩低于预期-2016.8.28

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	2032.12	2083.41	2318.56	2559.25	<b>经营活动现金流</b>	143.47	317.99	731.16	389.75
现金	1015.03	983.17	1079.31	1038.33	净利润	218.05	220.80	300.03	371.87
应收账款	227.39	244.15	305.31	360.56	折旧摊销	136.52	241.47	255.90	280.69
其它应收款	10.97	52.30	17.91	55.34	财务费用	51.03	49.60	49.67	58.61
预付账款	65.05	62.02	91.76	90.09	投资损失	-13.41	-2.00	-2.00	-2.00
存货	378.67	421.97	465.65	570.55	营运资金变动	-99.79	-190.47	127.23	-319.54
其他	335.01	319.78	358.61	444.38	其它	-148.93	-1.41	0.33	0.12
<b>非流动资产</b>	2219.71	2167.84	2403.12	2684.00	投资活动现金流	-82.97	-190.51	-490.00	-557.54
长期投资	0.00	-3.50	-9.13	-16.16	资本支出	45.00	71.90	238.01	284.12
固定资产	1805.33	1901.62	2090.50	2319.02	长期投资	29.16	-62.16	4.96	7.07
无形资产	169.23	194.17	231.59	271.94	其他	-8.81	-180.76	-247.03	-266.34
其他	245.14	75.55	90.15	109.20	筹资活动现金流	730.65	-159.33	-145.03	-179.55
<b>资产总计</b>	4251.82	4251.25	4721.68	5243.25	短期借款	160.00	-42.50	-3.13	-16.41
<b>流动负债</b>	1393.33	1221.33	1486.43	1743.33	长期借款	-29.67	-15.46	-5.97	-7.55
短期借款	820.00	777.50	774.38	1064.32	其他	600.32	-101.37	-135.94	-155.59
应付账款	190.08	211.51	268.87	322.46	<b>现金净增加额</b>	791.14	-31.85	96.13	-347.33
其他	383.25	232.32	443.19	356.55					
<b>非流动负债</b>	180.48	128.09	110.13	89.01	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
长期借款	79.36	63.90	57.93	50.38	<b>成长能力</b>				
其他	101.12	64.19	52.20	38.63	营业收入增长率	0.09	0.12	0.19	0.19
<b>负债合计</b>	1573.81	1349.42	1596.57	1832.34	营业利润增长率	0.22	0.08	0.38	0.24
少数股东权益	-2.47	-6.58	-11.10	-15.52	归属于母公司净利润	0.31	0.01	0.35	0.24
归属母公司股东权益	2680.49	2826.69	3054.50	3344.71	<b>盈利能力</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债和股东权益</b>	4251.82	4169.53	4639.97	5161.53	毛利率	0.53	0.52	0.53	0.54
					净利率	0.11	0.10	0.11	0.11
					ROE	0.10	0.08	0.10	0.12
					ROIC	0.07	0.07	0.08	0.09
<b>利润表</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>偿债能力</b>				
营业收入	2065.63	2322.53	2765.87	3279.23	资产负债率	0.37	0.32	0.34	0.35
营业成本	979.65	1106.41	1293.89	1521.97	净负债比率	0.35	0.30	0.28	0.34
营业税金及附加	20.54	21.08	24.65	27.87	流动比率	1.46	1.71	1.56	1.47
营业费用	451.40	506.78	601.56	711.59	速动比率	1.19	1.36	1.25	1.14
管理费用	350.08	392.51	458.91	542.71	<b>营运能力</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	51.03	49.60	49.67	58.61	总资产周转率	0.56	0.55	0.62	0.66
资产减值损失	2.19	6.11	6.22	5.52	应收账款周转率	0.11	0.11	0.11	0.11
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.09	应付账款周转率	5.00	5.51	5.39	5.15
投资净收益	13.41	2.00	2.00	2.00	<b>每股指标(元)</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	224.15	242.05	332.96	413.03	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.29	0.39	0.48
营业外收入	29.03	20.00	20.00	22.05	每股经营现金流(最新)	0.18	0.40	0.93	0.50
营业外支出	5.36	7.56	8.74	8.60	每股净资产(最新摊)	3.40	3.58	3.87	4.23
<b>利润总额</b>	247.82	254.49	344.23	426.49	<b>估值比率</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	29.78	33.70	44.20	54.62	P/E	44.77	35.14	25.95	21.00
<b>净利润</b>	218.05	220.80	300.03	371.87	P/B	3.71	2.80	2.59	2.36
少数股东损益	-4.04	-4.10	-4.52	-4.42	EV/EBITDA	23.50	14.75	12.18	10.75
归属母公司净利润	222.09	224.90	304.55	376.29					
<b>EBITDA</b>	420.35	530.73	633.26	746.12					
<b>EPS</b>	0.28	0.29	0.39	0.48					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

### 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

### 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

### 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。