

制剂恢复+CRO 快速增长, 业绩有望持续高成长

投资要点

- 事件:**公司发布2016年年报,2016年实现收入8.6亿元,同比+86.3%;归母净利润1.3亿元,同比+125.8%;扣非后归母净利润1.2亿元,同比+125.0%;经营性现金流量净额-3804.8万元,同比-137.7%。同时公司公告拟出资1.1亿元设立2家CRO平台公司。
- 财务费用拖累母公司业绩,CRO业绩持续快速增长。**公司2016年实现收入8.6亿元,同比+86.3%,主要系2015年底收购的全资子公司新生源全年并表所致。分业务看:1)制剂业务:收入3.8亿元,同比-1.8%,其中抗生素和非抗生素制剂业务收入均为1.9亿元,同比增速分别为+0.2%和-3.7%。随着招标推进,制剂有望恢复;2)CRO业务:收入4.6亿元,其中临床前3.8亿元,临床0.8亿元。从子公司看,CRO业务贡献净利润1.1亿元,非CRO业务合计利润贡献0.15亿元左右,主要系收购新生源带来财务费用增加达2033万元。我们认为随定增资金到位,2017年财务费用将大幅减少,同时在一致性评价和新药研发提速的推动下,CRO将延续高速增长态势,大概率超额完成业绩承诺。
- 新设两大CRO平台公司,对接温州和广东产业园区转化项目。**结合上海新生源正在实施的“重大疾病防治科技行动计划”,公司拟出资设立两大CRO平台公司承接温州和广东医疗资源转化项目:1)乐清新生源健康医疗公共服务平台:对接温州市乐清医岛小镇,资源为温州大学、温州医科大学及各附属医院、省内外医疗医药研究与服务机构等优质项目及人才团队。2)广东南海新生源新药孵化公共服务平台:对接广东省医学科学院(南海)转化医学中心,资源为以广东省人民医院(广东省医学科学院)为核心的广东省卫计委下属的20多家三级医院以及广东省生物医药产业基地内的100多家医药、医疗器械企业。
- CRO已成公司战略主业,为新药品政策明确受益标的。**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。公司2015年底全资控股的上海新生源已成为创新药CRO服务领域的行业领先者之一。考虑到上海新高峰已通过GRDP管理体系,筹划、参与并组建GLP、GCP和GMP产业联盟,并积极筹建一致性评价技术平台和医疗科研服务与精准医疗技术服务平台,我们认为,公司为新药品政策如仿制药一致性评价和上市许可人制度的明确受益标的。
- 盈利预测与投资建议。**预计2017-2019年EPS分别为0.78元、0.97元、1.19元,未来三年归母净利润将保持36.5%的复合增长率,对应当前股价PE分别为39倍、31倍和25倍。考虑到CRO业务前景广阔,且公司存外延发展预期,我们认为公司业绩和估值有望同步提升,维持“买入”评级。
- 风险提示:**CRO业务拓展或不及预期,制剂或存降价风险,外延或低于预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	862.87	1039.29	1247.47	1472.82
增长率	86.31%	20.45%	20.03%	18.06%
归属母公司净利润(百万元)	125.29	207.96	260.75	318.49
增长率	125.75%	65.98%	25.38%	22.14%
每股收益EPS(元)	0.47	0.78	0.97	1.19
净资产收益率ROE	5.80%	8.79%	9.93%	10.82%
PE	64	39	31	25
PB	3.67	3.35	3.02	2.69

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

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
电话: 023-67909731
邮箱: ctl@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(亿股)	2.68
流通A股(亿股)	2.04
52周内股价区间(元)	26.49-36.61
总市值(亿元)	80.47
总资产(亿元)	26.66
每股净资产(元)	8.00

相关研究

1. 亚太药业(002370): 母公司业绩低于预期,CRO延续快速增长态势 (2016-10-30)
2. 亚太药业(002370): 估值和业绩有望同步提升的CRO行业新秀 (2016-09-07)
3. 亚太药业(002370): 财务费用拖累本部业绩,CRO全年业绩或超预期 (2016-08-28)
4. 亚太药业(002370): 估值和业绩有望同步提升的CRO新秀 (2016-07-19)

关键假设：

假设 1：公司化学制剂业务随着招标执行推进，价格基本维持下，预计 2017-2019 年化学制剂增长维持 5%左右，毛利率维持在 44%左右；

假设 2：新生源 CRO 业务快速发展，其中临床前业务受益于新园区及项目合作数量增加，合同收入预计 2017-2019 年增速分别为 35%、30%和 25%，毛利率维持 39%左右；临床研究服务业务受益于仿制药一致性评价工作的推进，订单收入增速预计 2017-2019 年分别为 30%、30%和 25%，毛利率维持在 29%左右；

假设 3：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计：营业收入	375.60	463.15	862.87	1,039.29	1,247.47	1,472.82
yoY	19.76%	23.31%	86.31%	20.45%	20.03%	18.06%
合计：营业成本	231.62	272.79	523.09	630.31	757.28	894.72
毛利率	38.33%	41.10%	39.38%	39.35%	39.29%	39.25%
化学制剂						
收入	350.12	382.81	375.9	396.66	418.80	442.42
yoY	17.6%	9.3%	-1.8%	5.52%	5.58%	5.64%
成本	208.59	217.23	212.59	224.15	235.18	246.88
毛利率	40.42%	43.25%	43.45%	43.49%	43.85%	44.20%
其中：非抗生素类制剂						
收入	141.64	196.96	189.64	204.81	221.20	238.89
yoY	28.8%	39.1%	-3.7%	8.00%	8.00%	8.00%
成本	59.21	79.09	78.89	86.02	92.90	100.33
毛利率	58.20%	59.84%	58.40%	58.00%	58.00%	58.00%
其中：抗生素类						
收入	208.48	185.85	186.26	191.85	197.60	203.53
yoY	11.0%	-10.9%	0.2%	3.00%	3.00%	3.00%
成本	149.37	138.15	133.7	138.13	142.27	146.54
毛利率	28.35%	25.67%	28.22%	28.00%	28.00%	28.00%
CRO 服务						
收入		53.37	460.91	618.26	803.73	1,004.67
yoY			763.7%	34.14%	30.00%	25.00%
成本		32.83	290.1	387.46	503.70	629.63
毛利率		38.49%	37.06%	37.33%	37.33%	37.33%
其中：临床前研究服务						
收入			381.49	515.01	669.51	836.89
yoY				35.00%	30.00%	25.00%

单位: 百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成本			233.97	314.16	408.40	510.51
毛利率			38.67%	39.00%	39.00%	39.00%
其中: 临床研究服务						
收入			79.42	103.25	134.22	167.77
yoy				30.00%	30.00%	25.00%
成本			56.14	73.30	95.30	119.12
毛利率			29.31%	29.00%	29.00%	29.00%
原料药						
收入	16.57	19.53	17.22	15.50	14.72	13.99
yoy	69.0%	17.8%	-11.8%	-10.00%	-5.00%	-5.00%
成本	19.48	19.92	1.03	15.50	14.72	13.99
毛利率	-17.56%	-2.00%	94.02%	0.00%	0.00%	0.00%
诊断试剂						
收入	8.41	6.73	7.72	8.88	10.21	11.74
yoy	52.2%	-20.0%	14.7%	15.00%	15.00%	15.00%
成本	3.5	2.68	2.79	3.20	3.68	4.23
毛利率	58.38%	60.18%	63.86%	64.00%	64.00%	64.00%

数据来源: wind、西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	862.87	1039.29	1247.47	1472.82	净利润	127.27	211.25	264.87	323.52
营业成本	523.09	630.31	757.28	894.72	折旧与摊销	76.04	36.76	42.90	49.14
营业税金及附加	8.33	10.03	12.04	14.21	财务费用	19.84	-10.39	-12.47	-14.73
销售费用	66.42	62.36	68.61	73.64	资产减值损失	16.68	8.00	8.00	10.00
管理费用	93.61	103.93	118.51	132.55	经营营运资本变动	-246.06	199.16	-3.47	-41.46
财务费用	19.84	-10.39	-12.47	-14.73	其他	-31.82	-7.82	-8.00	-10.03
资产减值损失	16.68	8.00	8.00	10.00	经营活动现金流量净额	-38.05	436.95	291.82	316.45
投资收益	0.33	0.00	0.00	0.00	资本支出	-75.63	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-20.62	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	-96.25	-100.00	-100.00	-100.00
营业利润	135.24	235.06	295.51	362.42	短期借款	-238.75	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	8.65	8.50	8.53	8.54	长期借款	-513.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	143.89	243.56	304.03	370.96	股权融资	1297.14	0.00	0.00	0.00
所得税	16.62	32.31	39.17	47.44	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	127.27	211.25	264.87	323.52	其他	-58.55	6.31	12.47	14.73
少数股东损益	1.98	3.29	4.12	5.03	筹资活动现金流量净额	486.84	6.31	12.47	14.73
归属母公司股东净利润	125.29	207.96	260.75	318.49	现金流量净额	352.57	343.27	204.30	231.18
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	813.83	1157.10	1361.40	1592.57	成长能力				
应收和预付款项	353.75	422.51	516.31	604.84	销售收入增长率	86.31%	20.45%	20.03%	18.06%
存货	78.99	95.00	114.17	134.96	营业利润增长率	114.77%	73.81%	25.71%	22.64%
其他流动资产	3.19	3.84	4.61	5.45	净利润增长率	125.30%	65.98%	25.38%	22.14%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	145.19%	13.11%	24.68%	21.75%
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	341.28	422.46	497.49	566.28	毛利率	39.38%	39.35%	39.29%	39.25%
无形资产和开发支出	758.31	749.52	740.73	731.94	三费率	20.85%	15.00%	14.00%	13.00%
其他非流动资产	121.34	112.20	103.06	93.92	净利润率	14.75%	20.33%	21.23%	21.97%
资产总计	2470.70	2962.64	3337.77	3729.95	ROE	5.80%	8.79%	9.93%	10.82%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.15%	7.13%	7.94%	8.67%
应付和预收款项	234.48	511.08	611.66	669.84	ROIC	10.77%	14.09%	17.95%	20.48%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.79%	25.15%	26.13%	26.94%
其他负债	41.27	49.45	59.13	69.61	营运能力				
负债合计	275.75	560.53	670.79	739.45	总资产周转率	0.38	0.38	0.40	0.42
股本	268.25	268.25	268.25	268.25	固定资产周转率	3.31	3.61	3.44	3.40
资本公积	1575.20	1575.20	1575.20	1575.20	应收账款周转率	3.99	3.49	3.46	3.42
留存收益	338.05	546.01	806.75	1125.24	存货周转率	5.33	7.24	7.23	7.17
归属母公司股东权益	2185.58	2389.46	2650.20	2968.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.58%	—	—	—
少数股东权益	9.37	12.65	16.77	21.80	资本结构				
股东权益合计	2194.94	2402.11	2666.98	2990.50	资产负债率	11.16%	18.92%	20.10%	19.82%
负债和股东权益合计	2470.70	2962.64	3337.77	3729.95	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	流动比率	4.56	3.00	2.98	3.17
EBITDA	231.13	261.43	325.94	396.84	速动比率	4.27	2.83	2.81	2.98
PE	64.23	38.70	30.86	25.27	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	3.67	3.35	3.02	2.69	每股指标				
PS	9.33	7.74	6.45	5.46	每股收益	0.47	0.78	0.97	1.19
EV/EBITDA	31.17	26.24	20.42	16.19	每股净资产	8.18	8.95	9.94	11.15
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	-0.14	1.63	1.09	1.18
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

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
	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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn