



002821.CH

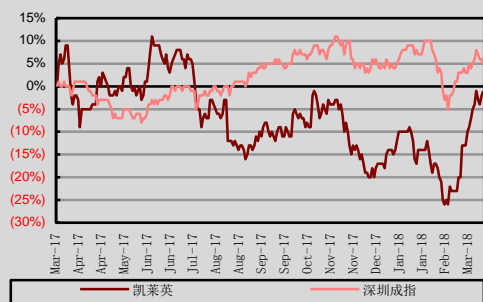
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 66.90

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	9.5	28.9	19.5	(3.0)
相对深证成指	10.6	23.0	19.0	(7.0)

发行股数(百万)	230
流通股(%)	52
流通股市值(人民币 百万)	7,980
3个月日均交易额(人民币 百万)	80
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
ASYM-CHEM LABORATORIES, INCORPORATED	42

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年3月16日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 化学制药

高睿婷

(8621)20328514
ruting.gao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300517080001

邓周宇

(0755)82560525
zhouyu.deng@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

张威亚

(8610)66229354
weiya.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300517070002

柴博

(0755)82560525
bo.chai@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300518010003

凯莱英

与上海交大共建生物药物创新技术研发实验室 大分子领域布局逐步落地

公司于3月16日和上海交通大学签署合作共建协议,与上海交通大学药学院/细胞工程及抗体药物教育部工程研究中心联手共建生物药物创新技术研发联合实验室,以发挥双方分别在基础学术研究和产业化技术及装备设施方面的优势,强强联合,资源共享。细胞工程及抗体工程中心是上海交大促进生物药物产业化工程研发的平台。此次联合实验室的共建标志着公司在大分子药物技术研发领域的布局迈出重要一步,同时公司也可借助交大细胞及抗体工程中心在生物药产业化方面的研究积淀,提高公司生物药技术研发水平,更快切入大分子制药领域,助力公司完成在大分子药物领域的布局。

支撑评级的要点

■ **国内CDMO行业领军企业,生物药及CRO领域布局逐步完善**
公司在国家鼓励创新、推动仿制药一致性评价、药品审评大量积压的背景下,公司构建了包括创新药CMC、MAH、制剂研发、一致性评价、临床试验、注册申报等在内的药物研发生产一站式服务体系。同时逐步完成大分子药物的布局。公司在今年年初与上海公卫共同建立生物样本分析联合实验室,在进行样本检测的同时,也能为后续公司在在大分子药物分析测试、药理毒理研究等方面奠定基础。此次与上海交大的合作共建实验室则是在大分子领域踏出重要一步,对公司在生物药物技术研发实力的推动以及在大分子制药产业链的建设都具有重要意义。

■ 国内创新药浪潮大势,带动CMO国内业务迅速增长

17年为国内创新药元年,新药研发企业蓬勃发展,研发支出加大,CMO企业可首先获益。公司已与多家国内新药研发龙头企业达成合作,近日已签订不低于3.5亿规模的商业化长期供货协议和不低于15吨的高端辅料长期供货协议,未来将有更多国内项目构成公司业绩增量。预期国内业务占比在近几年有跨越式增长,17年国内收入体量在1亿元以上(16年仅2300多万),预计未来两年内国内业务占比将达到20%。

■ 公司实现稳健增长,汇率压力下保持内生高增速,利润率不断提升

公司2017年全年实现营业收入14.23亿(+28.99%);归母净利润3.45亿元(+36.35%)。其中由于去年人民币持续高位造成汇兑损失约5000万,同时公司17年进行股权激励产生约2300万摊销费用,获得政府补助约6000万,若减去上述影响实际内生增长超过50%。受益产能转移和国内市场爆发式增长,行业正处于高成长期,公司作为行业领军企业充分享受行业景气度红利。

评级面临的主要风险

■ 人民币升值带来的汇兑损失风险;重磅商业化产品销售低于预期的风险;国内市场扩张不达预期的风险。

估值

■ 受益CMO市场持续扩大及全球产能向亚太地区转移,叠加国内创新药热潮带来的外包需求的迅速提升,公司订单量在未来2-3年仍将保持快速增长。我们预计公司17-19年净利润为3.44/4.54/6.08亿元,对应EPS为1.50/1.97/2.64元,维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	831	1,103	1,424	1,882	2,480
变动(%)	16	33	29	32	32
净利润(人民币 百万)	154	253	344	454	608
全面摊薄每股收益(人民币)	1.706	2.239	1.495	1.973	2.641
变动(%)	50.8	31.3	(33.2)	32.0	33.8
市场预期每股收益(人民币)			1.482	1.999	2.700
全面摊薄市盈率(倍)	39.2	29.9	44.7	33.9	25.3
价格/每股现金流量(倍)	23.4	27.1	58.9	28.4	28.1
每股现金流量(人民币)	2.86	2.47	1.14	2.35	2.38
企业价值/息税折旧前利润(倍)	65.2	40.6	27.0	20.7	15.7
每股股息(人民币)	0.000	0.510	0.224	0.296	0.436
股息率(%)	n.a.	0.9	0.4	0.5	0.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	831	1,103	1,424	1,882	2,480
销售成本	(442)	(550)	(670)	(890)	(1,172)
经营费用	(155)	(197)	(222)	(315)	(432)
息税折旧前利润	233	357	532	678	876
折旧及摊销	(53)	(63)	(77)	(93)	(109)
经营利润(息税前利润)	180	294	454	584	767
净利息收入/(费用)	17	23	(40)	(24)	(9)
其他收益/(损失)	2	8	12	7	9
税前利润	200	325	426	568	768
所得税	(30)	(50)	(58)	(79)	(111)
少数股东权益	(16)	(23)	(25)	(34)	(49)
净利润	154	253	344	454	608
核心净利润	153	254	346	455	609
每股收益(人民币)	1.706	2.239	1.495	1.973	2.641
核心每股收益(人民币)	1.705	2.254	1.502	1.978	2.648
每股股息(人民币)	0.000	0.510	0.224	0.296	0.436
收入增长(%)	16	33	29	32	32
息税前利润增长(%)	44	63	54	29	31
息税折旧前利润增长(%)	35	53	49	27	29
每股收益增长(%)	51	31	(33)	32	34
核心每股收益增长(%)	48	32	(33)	32	34

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	200	325	426	568	768
折旧与摊销	53	63	77	93	109
净利息费用	(17)	(23)	40	24	9
运营资本变动	55	35	(268)	94	(193)
税金	(14)	(27)	(58)	(79)	(111)
其他经营现金流	(20)	(95)	44	(157)	(32)
经营活动产生的现金流	257	278	262	542	549
购买固定资产净值	11	(1)	130	135	135
投资减少/增加	3	(2)	(0)	0	(1)
其他投资现金流	(154)	(196)	(260)	(270)	(270)
投资活动产生的现金流	(141)	(200)	(130)	(135)	(136)
净增权益	0	(58)	(52)	(68)	(100)
净增债务	10	106	(186)	(0)	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(23)	607	18	(127)	(230)
融资活动产生的现金流	(13)	682	(166)	(92)	(109)
现金变动	103	761	(35)	315	304
期初现金	144	265	1,084	1,049	1,363
公司自由现金流	116	79	131	407	413
权益自由现金流	109	162	(14)	430	422

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	301	1,118	1,063	1,382	1,690
应收帐款	218	299	454	522	731
库存	129	219	188	344	373
其他流动资产	18	9	21	24	32
流动资产总计	666	1,645	1,726	2,271	2,827
固定资产	532	702	747	781	800
无形资产	65	64	72	79	87
其他长期资产	8	34	17	20	24
长期资产总计	605	800	836	880	910
总资产	1,272	2,445	2,562	3,152	3,737
应付帐款	109	139	119	244	241
短期债务	80	186	0	0	0
其他流动负债	48	179	83	124	155
流动负债总计	237	504	202	368	397
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	98	108	98	101	102
股本	90	113	230	230	230
储备	790	1,636	1,929	2,315	2,822
股东权益	880	1,749	2,159	2,545	3,052
少数股东权益	56	79	103	138	186
总负债及权益	1,272	2,445	2,562	3,152	3,737
每股帐面价值(人民币)	9.78	15.50	9.38	11.06	13.26
每股有形资产(人民币)	9.05	14.93	9.07	10.71	12.89
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.06)	(7.95)	(4.56)	(5.92)	(7.25)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	28.1	32.4	37.3	36.0	35.3
息税前利润率(%)	21.7	26.7	31.9	31.1	30.9
税前利润率(%)	24.0	29.5	29.9	30.2	31.0
净利率(%)	18.5	22.9	24.2	24.1	24.5
流动性					
流动比率(倍)	2.8	3.3	8.5	6.2	7.1
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	11.4	24.5	89.2
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.3	2.8	7.6	5.2	6.2
估值					
市盈率(倍)	39.2	29.9	44.7	33.9	25.3
核心业务市盈率(倍)	39.2	29.7	44.5	33.8	25.3
市净率(倍)	6.8	4.3	7.1	6.0	5.0
价格/现金流(倍)	23.4	27.1	58.9	28.4	28.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	65.2	40.6	27.0	20.7	15.7
周转率					
存货周转天数	101.6	115.5	110.8	109.2	111.7
应收帐款周转天数	101.8	85.5	96.6	94.6	92.2
应付帐款周转天数	38.0	41.0	33.1	35.3	35.7
回报率					
股息支付率(%)	0.0	22.8	15.0	15.0	16.5
净资产收益率(%)	18.9	19.2	17.6	19.3	21.7
资产收益率(%)	13.2	13.4	15.7	17.6	19.0
已运用资本收益率(%)	4.1	4.2	4.0	4.6	5.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371