



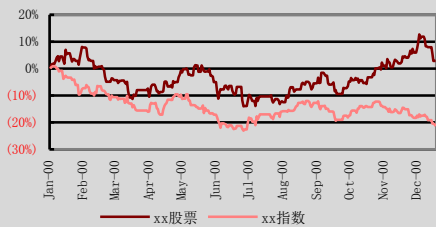
002821.SZ

买入

市场价格：人民币 82.51

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	46.0	7.3	28.6	27.3
相对深证成指	62.6	18.1	39.3	37.4

发行股数(百万)	230
流通股(%)	53
流通股市值(人民币 百万)	10,747
3个月日均交易额(人民币 百万)	206
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
ASYMCHEM LABORATORIES, INCORPORATED	42

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2018年6月28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

邓周宇

(86)55)82560525

zhouyuding@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050000

张威亚

(8610)66229354

weilia.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

高睿婷

(8621)20328514

gao.ruiting@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001

凯莱英

国内业务提供增量市场，产业链布局打造一站式服务

公司是国内 CDMO 领军企业，在全球产能转移大背景下，积极开拓国内市场并进行多层次战略布局，向上游 CRO 及大分子领域延伸，并已成功成立全球创新药中国投资基金，发挥自身优势，实现优质项目的早期介入和绑定，使公司具有长期发展的不断动力。未来 3-5 年有望保持高速增长态势，若国内订单爆发或商业化项目进一步增加有超预期可能。维持买入评级，继续重点推荐。

支撑评级的要点

国内创新药市场爆发式增长

17 年国内收入由上年 2400 万增加至 1.15 亿，收入占比由 2.17% 提高到 8.11%。年初以来已有首个国内商业化项目（3.5 亿体量）及高端辅料供货项目（5 年不低于 15 吨）落地，预计今年国内收入继续翻番增长，2 年内收入占比有望达 20%，为公司提供新的增长空间。

产业链延伸提高一站式服务能力

公司已与 CRO 国际巨头 Covance 和国内安评领军企业昭衍新药签订战略合作协议，补足自身在药物筛选、毒理安评、临床等方面短板，提高一站式综合服务实力。自身也已通过合作形式向生物药和 CRO 服务延伸：与上海交通大学合作共建细胞及抗体药物教育部工程研究中心，正式进军生物大分子药物领域，借助大分子 CMO 更大的市场空间及更快行业增速实现弯道超车。同时与上海公卫进行临床合作，已在三地建设临床中心，已承接力生制药等一致性评价项目。公司与国投创新和天津开发区等共同设立总规模百亿元的“全球创新药中国投资基金”，实现新药项目的早介入早绑定，加快海外品种引入，开拓更多机会。

国外业务稳健增长，产能提前布局

国外客户为全球 Top15 的医药巨头，具有合理客户结构和项目梯度，后续进入商业化的项目贡献更大营收体量，新车间与二期工程等产能布局为后续发展提供充足扩张产能。

评级面临的主要风险

美元下行带来的汇兑损失风险；国内订单增长不达预期的风险；重磅商业化产品销售低于预期的风险。

估值

受益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 3 年仍将保持快速增长。我们预计公司 18-20 年净利润为 4.53/6.14/8.28 亿元，对应 EPS 为 1.98/2.67/3.60 元，维持买入评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	1,103	1,423	1,882	2,480	3,273
变动(%)	33	29	32	32	32
净利润(人民币 百万)	253	341	453	614	828
全面摊薄每股收益(人民币)	1.100	1.483	1.980	2.665	3.595
变动(%)	31.3	(33.8)	33.5	34.6	34.9
市场预期每股收益(人民币)			1.991	2.635	3.418
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.970	2.670	3.600
调整幅度(%)			0.5	(0.2)	(0.1)
全面摊薄市盈率(倍)	80.8	59.9	44.9	33.3	24.7
价格/每股现金流量(倍)	36.0	104.1	34.7	49.4	24.7
每股现金流量(人民币)	2.47	0.85	2.56	1.80	3.60
企业价值/息税折旧前利润(倍)	54.8	39.6	29.1	22.5	16.8
每股股息(人民币)	0.510	0.000	0.455	0.613	0.827
股息率(%)	0.6	n.a.	0.5	0.7	0.9

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	1,103	1,423	1,882	2,480	3,273
销售成本	(550)	(703)	(918)	(1,217)	(1,605)
经营费用	(197)	(225)	(305)	(420)	(571)
息税折旧前利润	357	495	659	844	1,097
折旧及摊销	(63)	(75)	(73)	(81)	(89)
经营利润 (息税前利润)	294	420	586	762	1,009
净利息收入/(费用)	23	(52)	(29)	(11)	8
其他收益/(损失)	8	(1)	4	6	5
税前利润	325	367	560	757	1,021
所得税	(50)	(62)	(82)	(111)	(150)
少数股东权益	(23)	(19)	(24)	(32)	(44)
净利润	253	287	453	614	828
核心净利润	254	287	454	615	828
每股收益 (人民币)	1.100	1.483	1.980	2.665	3.595
核心每股收益 (人民币)	1.100	1.483	1.980	2.665	3.595
每股股息 (人民币)	0.510	0.000	0.455	0.613	0.827
收入增长(%)	33	29	32	32	32
息税前利润增长(%)	63	43	39	30	32
息税折旧前利润增长(%)	53	39	33	28	30
每股收益增长(%)	31	(34)	34	35	35
核心每股收益增长(%)	32	(45)	58	35	35

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	325	367	560	757	1,021
折旧与摊销	63	75	73	81	89
净利息费用	(23)	52	29	11	(8)
运营资本变动	35	(265)	18	(158)	(15)
税金	(27)	11	(80)	(112)	(151)
其他经营现金流	(95)	(44)	(12)	(166)	(109)
经营活动产生的现金流	278	196	589	414	828
购买固定资产净值	(1)	2	155	75	65
投资减少/增加	(2)	(0)	0	(1)	(0)
其他投资现金流	(196)	(302)	(310)	(150)	(130)
投资活动产生的现金流	(200)	(300)	(155)	(76)	(65)
净增权益	(58)	0	(105)	(141)	(190)
净增债务	106	(186)	0	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	634	94	69	(114)	(214)
融资活动产生的现金流	682	(65)	17	(152)	(183)
现金变动	761	(169)	451	186	580
期初现金	265	1,084	839	1,290	1,476
公司自由现金流	79	(104)	434	338	763
权益自由现金流	162	(238)	463	349	755

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,118	870	1,314	1,506	2,084
应收帐款	299	468	514	750	964
库存	219	260	316	472	574
其他流动资产	9	17	27	27	42
流动资产总计	1,645	1,615	2,172	2,756	3,664
固定资产	702	866	946	937	911
无形资产	64	67	69	72	74
其他长期资产	34	88	44	55	62
长期资产总计	800	1,022	1,059	1,064	1,048
总资产	2,445	2,637	3,231	3,820	4,712
应付帐款	139	153	234	288	389
短期债务	186	0	0	0	0
其他流动负债	179	221	211	240	350
流动负债总计	504	374	445	528	739
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	108	108	105	107	107
股本	113	230	230	230	230
储备	1,636	1,978	2,329	2,801	3,438
股东权益	1,749	2,208	2,559	3,031	3,668
少数股东权益	79	97	122	154	198
总负债及权益	2,445	2,637	3,231	3,820	4,712
每股帐面价值 (人民币)	15.50	9.60	11.12	13.17	15.94
每股有形资产 (人民币)	14.93	9.31	10.82	12.86	15.62
每股净负债/(现金)(人民币)	(7.95)	(3.65)	(5.61)	(6.42)	(8.94)

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	32.4	34.8	35.0	34.0	33.5
息税前利润率(%)	26.7	29.5	31.1	30.7	30.8
税前利润率(%)	29.5	25.8	29.8	30.5	31.2
净利率(%)	22.9	20.1	24.1	24.7	25.3
流动性					
流动比率(倍)	3.3	4.3	4.9	5.2	5.0
利息覆盖率(倍)	n.a.	8.1	20.0	68.3	n.a.
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)	2.8	3.6	4.2	4.3	4.2
估值					
市盈率(倍)	80.8	59.9	44.9	33.3	24.7
核心业务市盈率(倍)	80.8	59.9	44.9	33.3	24.7
市净率(倍)	5.7	9.3	8.0	6.7	5.6
价格/现金流(倍)	36.0	104.1	34.7	49.4	24.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	54.8	39.6	29.1	22.5	16.8
周转率					
存货周转天数	115.5	124.4	114.6	118.2	119.0
应收帐款周转天数	85.5	98.4	95.2	93.1	95.6
应付帐款周转天数	41.0	37.4	37.6	38.5	37.8
回报率					
股息支付率(%)	22.8	0.0	23.1	23.0	23.0
净资产收益率(%)	19.2	14.5	19.0	21.9	24.7
资产收益率(%)	13.4	13.7	17.0	18.4	20.2
已运用资本收益率(%)	4.2	4.0	4.6	5.2	5.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测