

投资评级 优于大市 维持

非公开发行股票，完善“一站式”服务能力

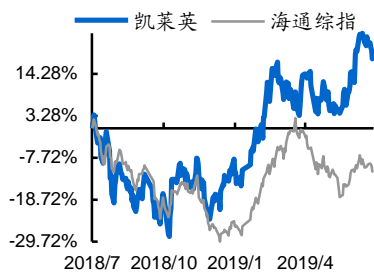
股票数据

07月19日收盘价(元)	97.43
52周股价波动(元)	55.34-103.85
总股本/流通A股(百万股)	231/122
总市值/流通市值(百万元)	22546/11920

相关研究

《强竞争力高成长 CDMO 龙头》2019.04.15

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	7.5	7.5	4.7
相对涨幅 (%)	5.1	3.1	12.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 余文心

Tel: (0755) 82780398

Email: ywx9461@htsec.com

证书: S0850513110005

联系人: 范国钦

Tel: 02123154384

Email: fgq12116@htsec.com

投资要点:

- **事件。**公司公告拟非公开发行股票数量不超过发行前公司总股本的 10%，即不超过约 2314 万股（含本数），且募集资金总额不超过 23 亿元，非公开发行的对象不超过 10 名特定对象。本次发行的股票自本次发行结束之日起 12 个月内不得转让。
- **点评。**
- **本次非公开发行的目的：**1) 建立生物药 CDMO 产能，包括生物大分子创新药及制剂研发生产平台建设项目（上海）和创新药 CDMO 生产基地建设项目（吉林），拟分别投入募集资金 3 亿元和 10 亿元；2) 扩建化学药制剂产能，即创新药一站式服务平台扩建项目（天津），拟投入募集资金 3.5 亿元，剩余募集资金拟补充流动资金，本次非公开发行还需股东大会审议以及中国证监会的核准。
- **我们认为公司再融资为了满足主业发展，丰富业务结构，完善“一站式”服务能力。**公司经过多年的发展，积累了丰富的客户服务经验及良好口碑，制剂产能的进一步扩大，不仅能够提高制剂收入规模，小分子“API+制剂”的整体服务能力增强，也能够满足更多中小创新药公司客户的“一站式”需求。
- **加快大分子 CDMO 布局，提供未来增长引擎。**本次募集资金超过一半金额用于扩大大分子 CDMO 产能，可见公司对于该领域的重视。大分子工艺研发和生产需要资金、技术壁垒高，生物药尤其是单抗 CDMO 行业目前处于快速增长阶段，我们认为公司有望凭借安全生产、质量管理、环境保护等方面积累的丰富经验，巩固和提升行业竞争力，为未来的增长提供引擎。
- **投资建议。**我们认为公司作为国内领先的 CDMO 企业，伴随着其产能和业务承接力的进一步提升，业绩仍然具有较大的上升空间。我们预计 2019-21 年 EPS 分别为 2.46、3.17、3.96 元。考虑到目前全球创新药研发投入稳步增长以及全球 CMO 行业仍处于高度景气，参考可比公司估值，我们认为给予公司 2019 年 42-45 倍 PE 比较合理，对应合理价值区间为 103.32-110.70 元，给予“优大于市”评级。
- **风险提示。**客户创新药销售不及预期；临床阶段项目运营风险；未能通过国际药品监管部门持续审查的风险；汇率波动风险。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1423.03	1834.88	2380.88	3070.25	3802.52
(+/-)YoY(%)	28.99%	28.94%	29.76%	28.95%	23.85%
净利润(百万元)	341.29	428.30	570.25	734.66	916.04
(+/-)YoY(%)	35.04%	25.49%	33.14%	28.83%	24.69%
全面摊薄 EPS(元)	1.47	1.85	2.46	3.17	3.96
毛利率(%)	51.74%	46.50%	46.12%	46.85%	46.97%
净资产收益率(%)	16.59%	17.06%	18.48%	19.22%	19.32%

资料来源: 公司年报(2017-2018), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值比较

可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
药明康德	64.95	1.38	1.44	1.8	2.33	47.07	45.10	36.08	27.88
博腾股份	9.13	0.23	0.29	0.39	0.52	39.70	31.48	23.41	17.56
康龙化成	36.18	0.57	0.71	0.96	1.26	63.47	50.96	37.69	28.71
平均						50.08	42.51	32.39	24.72

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 备注: 收盘价日期 20190719, 盈利预测药明康德为海通预测, 博腾股份和康龙化成为万得一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	1834.88	2380.88	3070.25	3802.52
每股收益	1.85	2.46	3.17	3.96	营业成本	981.67	1282.79	1631.89	2016.33
每股净资产	10.88	13.33	16.51	20.49	毛利率%	46.50%	46.12%	46.85%	46.97%
每股经营现金流	1.80	2.89	3.24	4.18	营业税金及附加	19.75	35.71	46.05	57.04
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	1.08%	1.50%	1.50%	1.50%
价值评估 (倍)					营业费用	74.37	93.03	122.20	149.97
P/E	52.64	39.54	30.69	24.61	营业费用率%	4.05%	3.91%	3.98%	3.94%
P/B	8.95	7.31	5.90	4.75	管理费用	206.93	333.11	460.54	570.38
P/S	12.29	9.47	7.34	5.93	管理费用率%	11.28%	13.99%	15.00%	15.00%
EV/EBITDA	33.40	28.46	22.02	17.32	EBIT	552.15	636.24	809.57	1008.80
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	3.07	-25.20	-41.10	-57.76
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.17%	-1.06%	-1.34%	-1.52%
毛利率	46.50%	46.12%	46.85%	46.97%	资产减值损失	4.85	4.20	1.33	4.83
净利润率	22.15%	24.69%	24.67%	24.84%	投资收益	6.51	3.12	4.82	3.97
净资产收益率	17.06%	18.48%	19.22%	19.32%	营业利润	461.39	662.15	856.38	1068.48
资产回报率	13.45%	14.69%	15.25%	15.36%	营业外收支	-0.77	4.09	1.94	1.75
投资回报率	25.67%	26.82%	29.33%	32.73%	利润总额	460.62	666.24	858.32	1070.23
盈利增长 (%)					EBITDA	656.13	756.07	958.41	1180.00
营业收入增长率	28.94%	29.76%	28.95%	23.85%	所得税	54.17	78.35	100.94	125.86
EBIT 增长率	28.68%	15.23%	27.24%	24.61%	有效所得税率%	11.76%	11.76%	11.76%	11.76%
净利润增长率	12.89%	44.64%	28.83%	24.69%	少数股东损益	-21.85	17.64	22.72	28.33
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	428.30	570.25	734.66	916.04
资产负债率	21.2%	20.1%	19.8%	19.3%					
流动比率	3.14	3.46	3.63	3.91	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	2.30	2.72	2.88	3.17	货币资金	629.97	1027.56	1444.05	2109.15
现金比率	—	—	—	—	应收款项	525.24	628.40	813.39	1005.51
经营效率指标					存货	424.12	447.24	568.88	702.95
应收帐款周转天数	97.06	96.34	96.70	96.52	其它流动资产	66.19	66.19	66.19	66.19
存货周转天数	127.22	127.26	127.24	127.25	流动资产合计	1694.40	2230.59	2971.29	3977.95
总资产周转率	0.63	0.67	0.71	0.71	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产周转率	2.20	2.50	3.03	3.65	固定资产	907.22	1115.00	1292.22	1484.73
					在建工程	306.88	355.45	480.21	566.88
					无形资产	117.58	144.19	177.91	204.62
					非流动资产合计	1490.94	1651.62	1844.73	1984.77
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	3185.34	3882.21	4816.02	5962.72
净利润	428.30	570.25	734.66	916.04	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	-21.85	17.64	22.72	28.33	应付账款	276.04	276.46	354.13	436.05
非现金支出	108.83	124.03	150.17	176.03	预收账款	14.64	9.79	18.56	19.31
非经营收益	-2.63	-9.01	-8.98	-8.51	其它流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-97.59	-34.51	-149.10	-144.07	流动负债合计	539.67	643.76	818.87	1016.37
经营活动现金流	415.06	668.40	749.47	967.83	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
资产	-542.35	-276.42	-340.02	-309.48	其它长期负债	135.10	135.10	135.10	135.10
投资	-37.57	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	135.10	135.10	135.10	135.10
其他	-3.78	-4.92	-7.04	-6.75	负债总计	674.77	778.86	953.97	1151.46
投资活动现金流	-583.70	-281.34	-347.06	-316.23	实收资本	230.72	231.41	231.41	231.41
债权募资	0.00	0.00	0.00	0.00	普通股股东权益	2510.57	3085.72	3821.70	4742.57
股权募资	33.05	0.69	0.00	0.00	少数股东权益	0.00	17.64	40.36	68.69
其他	-75.75	0.00	0.00	0.00	负债和所有者权益合计	3185.34	3882.21	4816.02	5962.72
融资活动现金流	-42.70	0.69	0.00	0.00					
现金净流量	-211.34	387.76	402.41	651.60					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 19 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业

本人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。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 京新药业,凯莱英,迈瑞医疗,华兰生物,片仔癀,信立泰,贝达药业,中国生物制药,鱼跃医疗,泰格医药,贝瑞基因,华东医药,老百姓,通策医疗,益丰药房,艾德生物,恒瑞医药,大参林,一心堂,恩华药业,石药集团,长春高新,普利制药,透景生命,美年健康,天坛生物,上海医药,爱尔眼科,国药一致,通化东宝

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。