

强烈推荐-A (维持)

普洛药业 000739.SZ

目标估值: NA  
 当前股价: 8.75 元  
 2017年03月15日

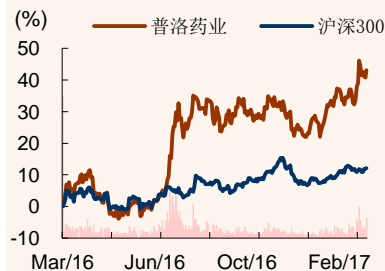
业绩略超预期, 经营拐点逐渐显现

基础数据

上证综指	3242
总股本(万股)	114687
已上市流通股(万股)	106005
总市值(亿元)	100
流通市值(亿元)	93
每股净资产(MRQ)	2.3
ROE(TTM)	10.0
资产负债率	53.4%
主要股东	横店集团控股有限公司
主要股东持股比例	23.52%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	14	42
相对表现	2	7	30



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《普洛药业(000739)——费用压力影响短期业绩, 重点关注制剂国际化和 CMO 业务进展》2016-08-24
- 2、《普洛药业(000739)——管理层连续增持, 彰显对公司未来发展信心》2016-07-22
- 3、《普洛药业(000739)——费用压力带来业绩低谷, 看好公司转型前景》2015-08-30

李珊珊

0755-83734347  
 lishsh@cmschina.com.cn  
 S1090511040046

李勇剑

0755-83271617  
 liyj10@cmschina.com.cn  
 S1090515080002

公司公布 16 年年报: 收入增 10%, 净利增 26%, 扣非后净利增 13%; Q4 单季度收入增 28%, 净利增 214%, 表现靓丽。业绩数据与我们前期对公司经营拐点即将出现的预判相符, 我们预计受益于经营面的改善 17 年公司业绩仍将保持较高的增速, 前期管理层大比例增持也彰显对公司发展的信心, 维持推荐。

- **16 年业绩符合预期:** 公司 16 年收入 48 亿, 增 10%; 净利 2.6 亿, 增 26%, 扣非净利 2.1 亿, 增 13%。公司 16 年非经常损益 5681 万 (主要来自政府补助, 税收返还和资产处置收益), 表现靓丽 2.6 亿超过我们预期, 主业净利 2.1 亿, 略超我们预期。
- **Q4 单季度表现靓丽:** 16 年 Q4 单季度公司收入 13 亿, 增 28%; 净利 9035 万, 增 214%; 扣非净利 7390 万, 同比 15 年 Q4 扣非净利 1585 万大幅增长。我们认为 Q4 的业绩表现主要与公司原料药中间体价格上涨带来经营利润提升有关, 同时 15 年同期受费用影响较大导致利润基数较低。
- **CMO 业务增长略超预期:** 进出口子公司承接公司大部分 CMO 业务及其他外贸业务, 2016 年收入 22 亿, 净利 1.3 亿, 同比各增长 29%、36%, 我们预计 CMO 业务是增长主力, 增速略超我们预期。目前公司已与吉列德、辉瑞、默克等国际制药巨头建立长期合作关系, 后续 CMO 业务有望保持快速增长。
- **多因素叠加业绩拐点逐渐显现:** 我们之前判断公司在经历 15 年和 16 年的业绩低谷后, 业绩拐点有望显现, 4 季度经营数据提前印证了我们的判断。展望 17 年我们预计公司主业增速有望超过 30%。业绩增长主要来自: (1) 原料药中间体在环保压力加大后竞争格局改善, 价格继续上行; (2) CMO 和制剂稳定增长; (3) 安徽车间 16 年亏损近 7000 万, 17 年有望减亏。
- **估值有提升空间, 股价具备安全边际。** 我们看好公司制剂做大原料做强的发展战略, 制剂国际化和创新药研发的逐步推进有望给公司制剂板块带来较大弹性, 加上 CMO 业务的持续成长, 我们认为公司估值有提升空间。16 年下半年管理层连续三次首次增持公司股票 (平均成本 7.21 元/股) 以及大股东横店集团计划以 8.07 元/股认购非公开发行股票不超过 3142 万股 (认购金额不超过 2.54 亿) 均彰显对公司未来的发展信心, 也为股价提供安全边际。
- **维持推荐:** 我们判断公司业绩拐点已逐渐显现, 看好公司制剂做大原料做强的发展前景。预计 17 年净利增 32%, 对应 PE 29 倍, 维持强烈推荐。
- **主要风险原料药涨价不达预期, 制剂转型不达预期。**

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	4338	4772	5459	6224	7344
同比增长	2%	10%	14%	14%	18%
营业利润(百万元)	202	274	382	520	690
同比增长	-41%	35%	40%	36%	33%
净利润(百万元)	208	263	347	453	584
同比增长	-35%	26%	32%	31%	29%
每股收益(元)	0.18	0.23	0.30	0.40	0.51
PE	48.2	38.2	28.9	22.1	17.2
PB	4.2	3.8	3.4	3.0	2.5

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 普洛药业 2016 年母公司、合并报表经营分析

单位: 百万元、%	合并报表		母公司报表	
	2016A	增长(率)	2016A	增长(率)
营业收入	4,772	10.0%	0	
营业利润	274	35.2%	86	51.6%
利润总额	335	35.8%	86	50.3%
净利润	263	26.3%	86	50.3%
扣非后净利润	206	13.4%		
<b>EPS</b>	<b>0.23</b>	<b>26.3%</b>	<b>0.08</b>	<b>50.3%</b>
扣非后 EPS	0.18	13.4%		
<b>每股经营现金流(元)</b>	<b>0.16</b>	<b>-59.1%</b>	<b>0.10</b>	<b>-35.1%</b>
<b>毛利率</b>	<b>27.8%</b>	<b>0.4%</b>		
营业费用率	6.6%	1.0%		
管理费用率	13.7%	-1.3%		
财务费用率	0.3%	-0.4%		
期间费用率	20.7%	-0.6%		
利润率	7.0%	1.3%		
实际所得税率	21.6%	5.9%	0.0%	0.0%
<b>净利率</b>	<b>5.5%</b>	<b>0.7%</b>		
ROA (年化总资产收益率)	4.0%	-2.7%		
ROE (年化净资产收益率)	8.8%	-6.9%		
ROIC (投入资本回报率)	5.1%	-3.4%		
营业周期(天)	133	5		
存货周转天数	75	5		
应收账款周转天数	59	1		
资产负债率	55.2%	1%		

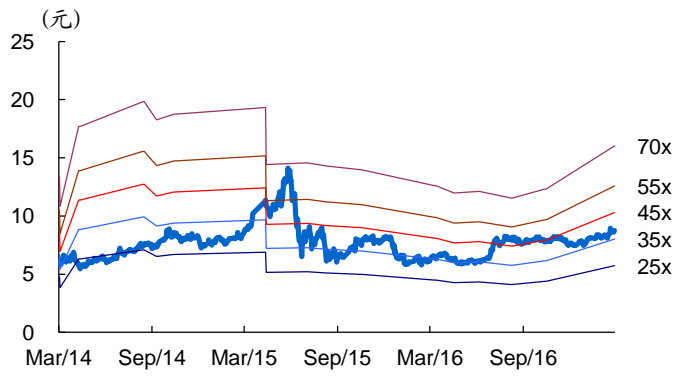
资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 普洛药业单季度、季度累计经营分析

单位: 百万元	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	15A	16A
一、营业总收入	947	1213	1129	901	1038	1151	1106	1043	984	1216	1233	1339	4338	4772
二、营业总成本	485	1118	1072	852	977	1068	1041	1040	937	1155	1174	1254	4126	4520
其中: 营业成本	302	914	877	577	789	843	797	721	722	896	927	899	3150	3444
营业税金及附加	11	5	4	5	4	4	5	5	5	5	6	27	18	43
销售费用	128	56	57	67	45	59	61	79	47	61	82	127	243	317
管理费用	45	113	121	158	134	148	160	211	148	174	147	186	653	656
财务费用	-4	22	13	25	8	11	11	-3	14	14	5	-19	28	13
资产减值损失	2	8	0	20	-4	3	7	28	1	6	7	34	34	47
三、其他经营收益	39	1	0	3	-2	14	-18	-5	1	16	6	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	-10	-1	14	-18	11	0	5	0	0	6	5
投资收益	39	1	0	13	-1	0	1	-15	1	11	6	-1	-16	17
四、营业利润	501	97	57	51	60	97	47	-2	49	77	65	84	202	274
加: 营业外收入	4	11	7	19	3	11	10	39	2	10	14	44	63	71
减: 营业外支出	0	1	1	4	0	1	1	16	0	1	1	7	19	9
五、利润总额	505	108	63	66	62	108	56	21	51	87	78	120	247	335
减: 所得税	77	18	11	10	14	23	9	-7	13	10	20	30	39	72
六、净利润	428	90	52	56	48	85	47	29	38	76	58	90	208	263
减: 少数股东损益	0	0	1	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司净利润	427	90	51	52	48	85	47	29	38	76	58	90	208	263
<b>EPS</b>	<b>0.65</b>	<b>0.08</b>	<b>0.04</b>	<b>0.05</b>	<b>0.04</b>	<b>0.07</b>	<b>0.04</b>	<b>0.03</b>	<b>0.03</b>	<b>0.07</b>	<b>0.05</b>	<b>0.08</b>	<b>0.18</b>	<b>0.23</b>
<b>收入增长率</b>	<b>-2.2%</b>	<b>9.9%</b>	<b>1.1%</b>	<b>15.5%</b>	<b>4.9%</b>	<b>-5.1%</b>	<b>-2.1%</b>	<b>15.8%</b>	<b>-5.2%</b>	<b>5.7%</b>	<b>11.5%</b>	<b>28.4%</b>	<b>2.5%</b>	<b>10.0%</b>
毛利率	68.1%	24.7%	22.3%	36.0%	24.0%	26.7%	27.9%	30.9%	26.6%	26.3%	24.8%	32.8%	27.4%	27.8%
营业利润率	52.9%	8.0%	5.0%	5.7%	5.8%	8.5%	4.2%	-0.1%	4.9%	6.3%	5.2%	6.2%	4.7%	5.7%
净利率	45.1%	7.4%	4.5%	5.8%	4.6%	7.4%	4.2%	2.8%	3.8%	6.3%	4.7%	6.7%	4.8%	5.5%
营业费率	13.5%	4.6%	5.0%	7.5%	4.3%	5.1%	5.5%	7.5%	4.8%	5.0%	6.6%	9.5%	5.6%	6.6%
管理费用率	4.8%	9.3%	10.7%	17.5%	12.9%	12.8%	14.5%	20.2%	15.0%	14.3%	12.0%	13.9%	15.1%	13.7%
财务费率	-0.4%	1.8%	1.2%	2.8%	0.8%	1.0%	1.0%	-0.3%	1.4%	1.1%	0.4%	-1.4%	0.6%	0.3%
实际税率	15.3%	16.8%	17.3%	15.6%	22.9%	21.3%	16.0%	-34.7%	25.4%	11.6%	25.2%	24.9%	15.7%	21.6%
<b>净利润增长率</b>	<b>11.5%</b>	<b>54.5%</b>	<b>17.4%</b>	<b>21.3%</b>	<b>-62.8%</b>	<b>-5.5%</b>	<b>-9.2%</b>	<b>-44.5%</b>	<b>-21.5%</b>	<b>-9.8%</b>	<b>25.1%</b>	<b>214.3%</b>	<b>-35.4%</b>	<b>26.3%</b>

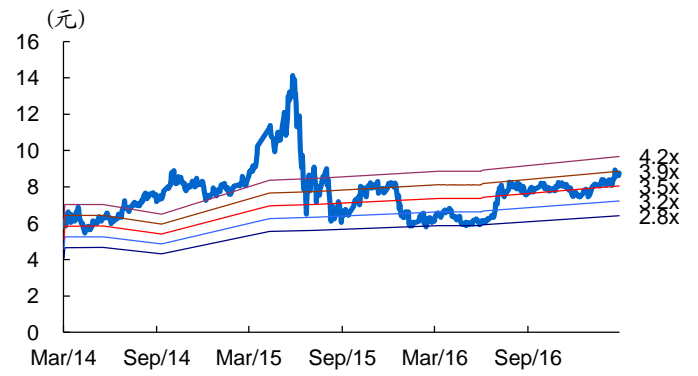
资料来源: 公司公告、招商证券

图 1: 普洛药业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 普洛药业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2466	2642	2768	3135	3790
现金	795	553	425	477	668
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	128	242	276	315	372
应收款项	688	924	1034	1179	1391
其它应收款	8	36	41	47	56
存货	722	693	771	867	1011
其他	124	194	220	249	292
<b>非流动资产</b>	2929	2977	3010	3038	3060
长期股权投资	30	32	32	32	32
固定资产	1951	2159	2233	2297	2352
无形资产	424	401	361	325	292
其他	525	385	385	384	384
<b>资产总计</b>	<b>5395</b>	<b>5619</b>	<b>5779</b>	<b>6172</b>	<b>6850</b>
<b>流动负债</b>	2682	2649	2473	2427	2539
短期借款	956	1019	786	568	420
应付账款	706	812	913	1027	1198
预收账款	54	77	87	98	114
其他	966	741	687	734	807
<b>长期负债</b>	296	354	354	354	354
长期借款	197	180	180	180	180
其他	100	174	174	174	174
<b>负债合计</b>	<b>2978</b>	<b>3002</b>	<b>2827</b>	<b>2781</b>	<b>2892</b>
股本	1147	1147	1147	1147	1147
资本公积金	209	209	209	209	209
留存收益	1061	1260	1596	2035	2602
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2417	2616	2952	3391	3958
<b>负债及权益合计</b>	<b>5395</b>	<b>5619</b>	<b>5779</b>	<b>6172</b>	<b>6850</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	441	180	625	680	740
净利润	208	263	347	453	584
折旧摊销	287	303	336	342	347
财务费用	43	41	64	48	36
投资收益	16	(17)	(22)	(22)	(22)
营运资金变动	(94)	(402)	(104)	(146)	(212)
其它	(18)	(8)	4	5	7
<b>投资活动现金流</b>	(441)	(300)	(369)	(369)	(369)
资本支出	(452)	(331)	(369)	(369)	(369)
其他投资	11	32	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	43	47	(384)	(258)	(180)
借款变动	89	(24)	(330)	(218)	(148)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	(0)	0	0	0
股利分配	(11)	(11)	(11)	(14)	(18)
其他	(35)	82	(42)	(26)	(14)
<b>现金净增加额</b>	<b>43</b>	<b>(72)</b>	<b>(128)</b>	<b>52</b>	<b>191</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	4338	4772	5459	6224	7344
营业成本	3150	3444	3876	4357	5082
营业税金及附加	18	43	49	56	66
营业费用	243	317	360	411	485
管理费用	653	656	748	853	1006
财务费用	28	13	64	48	36
资产减值损失	34	47	1	1	1
公允价值变动收益	6	5	5	5	5
投资收益	(16)	17	17	17	17
<b>营业利润</b>	202	274	382	520	690
营业外收入	63	71	71	71	71
营业外支出	19	9	9	9	9
<b>利润总额</b>	247	335	444	582	751
所得税	39	72	97	129	167
<b>净利润</b>	208	263	347	453	584
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	208	263	347	453	584
<b>EPS (元)</b>	0.18	0.23	0.30	0.40	0.51

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	2%	10%	14%	14%	18%
营业利润	-41%	35%	40%	36%	33%
净利润	-35%	26%	32%	31%	29%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.4%	27.8%	29.0%	30.0%	30.8%
净利率	4.8%	5.5%	6.4%	7.3%	8.0%
ROE	8.6%	10.0%	11.8%	13.4%	14.8%
ROIC	5.4%	5.7%	8.8%	10.6%	12.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	55.2%	53.4%	48.9%	45.1%	42.2%
净负债比率	22.8%	23.1%	16.7%	12.1%	8.8%
流动比率	0.9	1.0	1.1	1.3	1.5
速动比率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1
存货周转率	4.8	4.9	5.3	5.3	5.4
应收帐款周转率	6.1	5.9	5.6	5.6	5.7
应付帐款周转率	4.7	4.5	4.5	4.5	4.6
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.18	0.23	0.30	0.40	0.51
每股经营现金	0.38	0.16	0.55	0.59	0.65
每股净资产	2.11	2.28	2.57	2.96	3.45
每股股利	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02
<b>估值比率</b>					
PE	48.2	38.2	28.9	22.1	17.2
PB	4.2	3.8	3.4	3.0	2.5
EV/EBITDA	15.2	13.3	9.6	8.3	7.0

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**李珊珊 CPA**，厦门大学工商管理硕士，9 年证券从业经验，注册会计师。2010 年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

**张同**，天津大学制药工程系硕士，2 年医药行业经验，2011 年 3 月加入招商证券，任医药行业分析师。

**杨玥**，北京大学药学院天然药物化学系硕士，曾任赛诺菲安万特中国肿瘤药北京销售 4 年，长城证券 4 年券商从业经验，2015 年 8 月加入招商证券，任医药行业分析师。

**李勇剑**，北京大学医学部药物化学系硕士，1 年医药行业经验，2013 年 7 月加入招商证券，任医药行业分析师。

**团队荣誉**：2011 年新财富最佳分析师第 3 名，证券业金牛分析师第 2 名，卖方分析师水晶球奖第 3 名。2012 年新财富最佳分析师第 4 名。2014 年新财富最佳分析师第 2 名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。