

内部整合和外延发展推动业绩成长

增持 首次

投资要点:

公司原料药业务14年净利率有望回归正常水平,未来会保持稳定增长。内外延并举,制剂业务占比有望逐步提高:一方面自身研发和培育的自有大品种乌苯美司等有望保持较快增长,另一方面,背靠强大股东实力,外延式并购可期。内部管理整合有望降低运营成本,提升运营效率。首次覆盖,给予增持评级。

报告摘要:

- 整合效应带动业绩快速释放,2014年公司主营净利润将达到3亿元以上。随着去年生产基地布局调整到位与产能释放,公司的原料药与中间体业务的净利率将回归正常水平。在内部管理整合的带动下,公司管理费用也将呈现一定幅度的下降趋势。我们预计2014年公司主营净利润有望达到3亿元。未来随着部分市场需求旺盛的老产品扩产以及部分新产品(特别是合同定制项目)的投产,公司原料药与中间体业务可以保持稳定的增长。
- 内外延并举,制剂业务占比有望逐步提高。公司乌苯美司等品种具备较大市场潜力,现有制剂业务有望实现较快增长。新品在下一轮标期中可能得到较快发展。公司大股东横店集团财务实力雄厚,公司做大制剂业务的战略方向明确,未来外延并购可期。
- 盈利预测及投资评级。我们预计公司2014年原料药与中间体业务收入36亿左右,制剂收入10亿左右。预计公司全年主营业务的利润将达到3亿元左右。未来三年EPS分别为0.36、0.42和0.56,对应的PE分别为24X、21X和16X,首次覆盖给予增持评级。
- 风险提示。外延并购低于预期;原料药与中间体业务市场需求低于预期;制剂搬迁等费用高于预期。

主要经营指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	3480.09	3899.76	4728.37	5681.56	6815.64
增长率(%)	126.79%	12.06%	21.25%	20.16%	19.96%
归母净利润(百万)	137.13	167.36	293.20	345.34	457.61
增长率(%)	1562.34%	22.04%	75.19%	17.78%	32.51%
每股收益	0.17	0.21	0.36	0.42	0.56
市盈率	52.33	42.88	24.47	20.78	15.68

医药研究组

分析师:

王凤华(S1180511010001)

电话: 010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

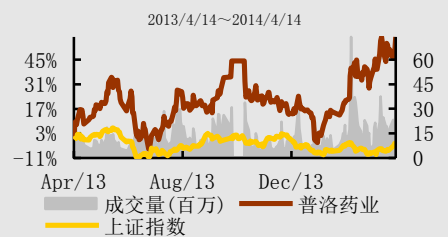
研究助理:

王晓锋

电话: 010-88085990

Email: wangxiaofeng@hysec.com

市场表现



相关研究

- 戴维医疗: 短期业绩下滑不改长期成长性
2014/4/10
- 莱美药业: 创新整合构建多元化发展
2014/3/26
- 泰格医药: 行业龙头保持, 区域龙头可期
2014/3/17
- 贵州百灵: 苗药龙头, 开源节流
2014/3/12
- 楚天科技: 源于创新, 立足国内, 服务全球
2014/3/4
- 医药周报: 新药品注册法草案开始征求意见
2014/2/23

我们近期调研了普洛药业(000739)，与公司董秘进行了交流，纪要如下：

2013 年经过资产重组，普洛药业成为横店集团的医药产业平台。根据现有业务结构和行业发展趋势，公司确立了“做强原料药、做大制剂”的近期发展战略与“原料药与中间体合同定制、国内制剂、制剂出口三轮驱动”的中长期发展战略。当前公司在国内制剂、原料药与中间体、国际制剂业务均齐头并进，并积极寻求国内制剂业务的外延式发展机遇。

1、业务板块整合带动运营效率提升

通过生产基地与管理整合，今年开始公司的业务规模效应逐步体现，运营效率得到提升，降本增效明显；并且随着公司产权治理结构的清晰化以及环境要素资源等约束的突破，为公司承接跨国公司原料药与中间体业务产能转移的大规模合同定制奠定了基础（以前因为上述两个原因，影响了公司合同定制订单的获取）。

集团医药资产整体上市后，从工业制造生产系统视角，公司业务可以分为三大板块：普洛康裕（制剂+原料药）、普洛得邦（制剂+原料药）、普洛家园（关键中间体）。为了匹配公司的发展战略，近几年公司对旗下业务单元的生产基地布局与产品结构进行优化整合，形成了浙江（横店、衢州）、山东潍坊、安徽东至的三大生产基地的布局。

目前得邦板块、家园板块的原料药、中间体的生产基地搬迁调整已经完成并已经实施生产，今年开始产能得到快速释放；得邦板块的衢州制剂生产基地搬迁整合尚在进行中，有望年内完成；康裕板块的安徽东至县原料药基地一期项目即将建设完成，有望年内实施搬迁，布局横店的国内制剂基地建设完成，国际制剂项目正在建设。总的来说，公司生产基地整合，原料药与中间体业务目前已完成了 70%~80%（相关费用计提是去年下半年公司业绩低于预期的主因），制剂业务尚在进一步的搬迁整合中。

公司对业务板块的管理也进行了整合，目前得邦板块与家园板块已经进行了有效整合，成立了得邦家园管理中心，对两大业务板块的采购、研发、销售进行合并办公。未来公司将进一步整合康裕制药板块的管理。

2、原料药与中间体业务 14 年快速回复，未来具备持续稳定增长潜力

原料药和中间体产品是公司目前的核心业务，2013 年收入占比 78.5%，毛利占比 70%。2014 年随着生产基地布局调整到位与产能释放，公司的原料药与中间体业务的净利率将回归正常水平，带动利润快速回升。从中长期来看，公司羟邓盐、金刚烷胺、孟鲁斯特、沙坦系列、ATS 等品种具备较大增长潜力，随着部分市场需求旺盛的老产品扩产以及部分新产品（特别是合同定制项目）的投产，公司原料药与中间体业务可以保持稳定的增长。

2.1 普洛家园板块

本板块主要定位高级中间体业务，当前产品线通过结构调整，按最终销售的产品由 100 多个产品压缩至 4 个主打产品：羟邓盐（阿莫西林关键中间体）、D 酯（兽药氟苯尼考的关键中间体）、沙坦系列原料药与中间体、ATS（阿托伐他汀中间体），这四大产品目标成为全球关键客户的核心供应商。同时在重点培育一些市场潜力大的 API 与关键中间体（比如氯吡格雷等）的合同定制业务。在生产组织上，山东基地负责前端的初级中间体生产自我配套以及合同定制产品（直接出售），横店基地负责最终产品（高级中间体）的生产。

● 羟邓盐（D(-)对羟基苯甘氨酸邓钾盐）：阿莫西林制剂的关键中间体，目前产能占全球 30%，国内 50%。受益于 1) 限抗令使得低端抗生素需求增加，国内需求增长；2)

价格战（过去几年价格腰斩）以及环保因素导致部分小厂家退出，行业集中度提高，目前国内仅三个厂家；3）公司具有全产业链优势，持续技改投入，成本控制能力高于同行。当前羟苄盐售价稳定（40元/kg），需求增速较快，公司今年实施扩产，去年产能7000吨，今年下半年预计可达到10000吨，达产年收入4亿。

- D酯（D-对甲砒基苯丝氨酸乙酯），兽药氟苯尼考的关键中间体，山东基地负责生产，公司目前产能占全球30%，计划进一步扩产。

- 沙坦系列：公司主要产品为关键中间体，替米沙坦、厄贝沙坦等原料药占比不多，整体实力与华海、天宇等原料药厂家差距较大；受益于近年来全球沙坦类药物的专利到期，未来需求将快速增长，公司今年扩产能3000吨到6000吨。

- ATS（阿托伐他汀中间体）：辉瑞的立普妥曾是全球最畅销的药物，公司的中间体业务主要给辉瑞合同定制，目前尚在准备生产中，未来市场潜力很大。

2.2 普洛得邦

公司主要业务为头孢系列原料药与中间体（原料药为主）与合同定制产品，其中公司头孢克肟原料药占全球70%的市场份额。头孢类抗生素属高端抗生素，国内市场受限抗令影响较大，近年增长缓慢；合同定制业务发展比较迅速。

生产组织上，山东基地负责前端的初级中间体生产自我配套以及合同定制产品（直接出售），横店基地负责最终产品（原料药）的生产与部分合同定制业务。

2.3 普洛康裕

主要原料药产品有氧氟沙星、金刚烷胺、伪麻碱等。受益于适应症增加，金刚烷胺原料药今年销售大幅增加。

另外公司也在发展合同定制业务。近年开始的给默克公司定制的孟鲁司特片原料药快速增长，孟鲁司特片是哮喘防治用药大品种，全球销售50亿美金以上。当前公司没有FDA的注册文号，因此只能以原料药粗品形式提供给默克，2013年销售6000万元，今年预计为9000万元。未来随着生产基地布局完毕，公司将申请FDA原料药批文，有望成为默克公司该产品的核心原料药供应商。

生产组织上，康裕的原料药业务将搬迁至安徽基地。康裕板块另外有生物发酵原料药业务，也搬迁至安徽基地，因为安徽基地水资源丰富。

3、内外延并举，带动制剂业务占比快速提升

公司的制剂业务起步比较晚，2009年开始发展这块业务，近年来才得到重视，通过渠道建设投入得到快速发展。目前主导产品包括普洛得邦的抗生素制剂产品，以及普洛康裕的抗肿瘤产品与部分天然药物普药。2013年公司制剂收入8亿元以上。

公司现有制剂产品中，阿莫西林克拉维酸钾胶囊、头孢克肟系列、乌苯美司胶囊等产品市场潜力较大，14年制剂业务有望实现30%左右的内生增长。此外，公司大股东横店集团财务实力雄厚，公司做大制剂业务的战略方向明确，未来外延并购可期。

3.1 现有制剂产品线

普洛得邦制剂，通过并购浙江巨泰制药与浙江优胜美特制药两家公司，获取了阿莫西林克拉维酸钾胶囊与头孢克肟系列制剂。未来普洛得邦的制剂生产组织，将整合到衢州制

剂园。

- 阿莫西林克拉维酸钾胶囊：独家剂型，主推 16 粒包装中标价格 20 元附近，比较适合基层市场销售。胶囊剂型属于 2009 版国家基药，但未入选 2012 版国家基药，目前公司在全国积极争取各省地方基药增补。已完成的省份中，北京已中标。2013 年销售额达 1 亿元，未来凭独家剂型优势有望实现较快增长。

- 头孢克肟系列：公司具有普通片、胶囊、分散片、咀嚼片全系列剂型。公司目前主推分散片，2012 年获批的咀嚼片剂型厂家少，竞争格局良好。2013 年公司获批了第三代头孢类的头孢地尼胶囊（医保乙类），胶囊剂型目前国内只有 4 个生产厂家。2013 年头孢克肟制剂销售 1 亿元（底价开票），未来随着公司的头孢克肟咀嚼片与头孢地尼胶囊新产品导入市场，头孢系列制剂也有望保持较快增长。

- 其他品种：得邦制药还收购了海正药业的 40 多个头孢与青霉素类的药品生产批件，将来将借助公司头孢原料药优势，大力发展头孢类制剂。

普洛康裕制剂，目前主导产品为抗肿瘤辅助用药乌苯美司胶囊。普洛康裕的制剂生产组织建设的在横店国际制剂园。

- 乌苯美司胶囊：国内首仿，乙类医保。胶囊剂型，共 3 家厂家；片剂 3 个厂家。去年康裕制药底价收入 1.2 亿，终端销售接近 5 亿元，占当年市场份额约 60%。乌苯美司产品潜在终端市场空间至少 20 亿元，当前正处在快速增长期。从最新的湖北和吉林中标情况来看，公司价格等竞争优势明显。以湖北为例，公司是 3 家中标企业之一，是唯一一家 2 个规格同时中标企业，且中标价格与成都倍特相比优势明显（每片中标价差 1.85 元）。

- 帕洛诺司琼针：第二代长效止吐药，现有 9 家厂家（齐鲁制药、正大天晴、恒瑞等）。公司于 2011 年申报原料药及制剂生产批件，预计将很快获批。作为新一代唯一放化疗长效止吐药，未进医保的情况，近年来 PDB 样本数据保持高速增长，未来随着进入医保空间将进一步打开。下一轮标期，公司的帕洛诺司琼针可依托乌苯美司销售团队实现部分销售。

3.2 制剂渠道模式

公司现有两个在杭州办公的销售平台，约 300 人左右，普洛得邦制剂与普洛康裕制剂销售团队各 100 多人，全国驻点招商模式，具体模式上针对医院的精细化招商与省代模式混合。

3.3 制剂外延式并购

- 收购山西惠瑞

产品：山西惠瑞目前有奥拉西坦注射液、依达拉奉注射液、阿加曲班注射液、盐酸法舒地尔注射液等 4 个心脑血管类产品在等待生产批文，预计年内可能获批，有望赶上下一轮非基药招标，实现放量。

销售：子公司浙江普洛得邦制药与朱素平之关联方孙莉、杨晓轩之关联方杨国强合资设立浙江普洛得邦医药销售有限公司，其中浙江普洛得邦制药持股 51%、杨国强持股 24.5%、孙莉持股 24.5%。该销售公司将作为公司心脑血管产品的销售平台，办公地点将在北京。

- 未来并购：在心脑血管和肿瘤用药两条产品线上持续并购。

4、结论

考虑到公司 14 年业绩快速恢复，且具有外延扩张可能，首次覆盖，给予增持评级。

- 随着去年生产基地布局调整到位与产能释放，今年开始公司的原料药与中间体业务的净利率水平将回归正常，并且随着部分市场需求旺盛的老产品扩产以及部分新产品（特别是合同定制项目）的投产，公司未来原料药与中间体业务可以保持稳定的增长。
- 制剂业务现有产品将保持较快增长，新品在下一轮标期可以得到较快发展，未来外延并购可期。
- 随着公司内部管理整合，公司管理费用将呈现一定幅度的下降趋势。
- 公司一季度原料药业务销售收入同比增长 20% 以上，制剂销售收入同比增长 30% 以上，全年两个板块预计保持这个增长速率。今年预计原料药与中间体业务收入 36 亿，制剂收入 10 亿。
- 不考虑外延式的并购，预计公司全年主营业务的利润 3 亿以上。

盈利预测（单位：百万元）

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	749	47	57	68	营业收入	3900	4728	5682	6816
应收票据及账款	7	7	8	9	营业成本	3017	3637	4332	5154
应收账款	33	36	41	46	营业税金及附加	16	19	23	27
预付款项	138	153	168	188	销售费用	173	189	250	300
其他应收款	40	44	49	55	管理费用	446	473	614	750
存货	632	715	754	832	财务费用	39	31	16	-7
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	24	20	20	20
固定资产	1447	1456	1377	1229	营业利润	185	360	427	571
在建工程	312	250	200	150	营业外收支净额	20	18	18	18
无形资产	447	416	361	306	税前利润	206	377	444	589
长期待摊费用	0	0	0	0	减：所得税	45	94	111	147
资产总计	4573	3944	3843	3790	净利润	161	283	333	442
短期借款	1148	883	474	239	减：少数股东损益	-6	-10	-12	-16
应付账款	1110	507	456	231	归母净利润	167	293	345	458
预收款项	72	46	80	56	基本每股收益	0.21	0.36	0.42	0.56
其他应付款	76	60	50	40	稀释每股收益	0.21	0.36	0.42	0.56
其他流动负债	66	66	66	66	财务指标	2013A	2014E	2015E	2016E
长期借款	167	167	167	167	成长性				
其他非流动负债	75	75	75	75	营收增长率	12.1%	21.2%	20.2%	20.0%
负债合计	2715	1803	1369	874	EBIT 增长率	2.2%	59.6%	13.2%	26.0%
股东权益合计	1858	2141	2474	2916	净利润增长率	19.6%	75.8%	17.8%	32.5%
现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E	盈利性				
净利润	163	270	320	428	销售毛利率	22.6%	23.1%	23.7%	24.4%
非现金损益	251	358	383	403	销售净利率	4.1%	6.0%	5.9%	6.5%
营运资本减少	-293	-827	-98	-448	ROE	9.3%	14.1%	14.2%	15.8%
其他经营活动现金流	69	55	44	27	ROIC	10.28%	12.62%	11.09%	14.42%
经营活动现金流	164	-144	649	411	估值倍数				
投资活动现金流	-504	-237	-187	-137	PE	42.9	24.5	20.8	15.7
融资活动现金流	377	-320	-453	-263	P/S	1.8	1.5	1.3	1.1
现金净变动	37	-701	10	11	P/B	4.00	3.44	2.95	2.48
期初现金余额	358	749	47	57	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	749	47	57	68	EV/EBITDA	15.7	10.8	9.2	7.6

作者简介：

王凤华：宏源证券研究所首席分析师，分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组，《新财富》2013年最佳中小市值研究机构第三名，得分7197分。中国人民大学硕士研究生，本科毕业于江西财经大学。17年从业经历，曾在多家券商任职，任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职，2010年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖：宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

机构销售团队

机构销售团队					
公 募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com	
机 构	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源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。