

证券研究报告—动态报告/公司快评
医药保健
制药与生物
普洛药业 (000739)
重大事件快评
推荐

(维持评级)

2014年06月13日

公司因除权修改增发价格，推荐逻辑不变
证券分析师：邓周宇

0755-82133263

dengzy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514030001

证券分析师：贺平鸽

0755-82133396

hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120026

事项：

普洛药业因分红除权调整增发价格、同时发布本次定增募集资金项目效益与前次资产重组承诺效益区分核算的提示公告。

国信观点：我们认为在当前的位置，公司股票有较好的投资价值，原因在于1. 公主业有安全边际，2. 公司积极转型向上有空间。主业安全边际在于：全年约3.03亿的主业净利润，明后年在CMO和制剂快速增长的带动下复合增速保持40%以上。向上的弹性在于：1. 公司大力发展制剂研发，每年投入超1亿的研发费用使得未来每年都有新品种上市，年内盐酸美金刚预期，明年有1类新药预期，收购的山西惠瑞在研八个肿瘤化药品种走绿色通道，2. 公司积极寻找外延式收购标的。我们认为大股东做大做强医药产业的决心非常大，而股东实力亦成为其保障。维持盈利预测，预计2014-2016年净利润3.03亿/4.88亿/6.67亿，同比+80.8%/61.2%/36.6%。EPS0.29/0.46/0.63（暂不考虑增发摊薄），PE23/14/10，维持推荐评级。

评论：
■ 前次资产重组承诺效益已经实现，本次定增募集资金部分用于偿还有息负债，将进一步增强盈利能力

公司于2011年11月启动重大资产重组，在2013年4月完成资产重组和募集配套资金的工作。前次资产重组的内容包括公司向大股东定向增发1.18亿股，用于收购大股东拥有的医药资产（康裕医药、康裕生物、得邦制药、汉兴医药、横店进出口拥有的医药进出口业务相关资产），同时向机构定增募集配套资金3亿元。前次重大资产重组要求重组标的资产2012-2014年的净利润分别达到1亿、1.22亿、1.33亿，而事实上重组标的在2012-2013年的净利润分别达到1.17亿、1.42亿，均已经超过当时的承诺。

由于本次募集资金中有3.3亿是用于偿还银行贷款和补充公司流动资金，故本次募集资金将会对前次重大资产重组标的产生利润增厚。为了保护投资者的利益和知情权，公司将本次募集资金项目效益与前次募集资金效益进行分开核算。根据分开核算的原则，前次重大资产重组标的在2014年的净利润=2014年重组标的净利润-本次募集资金对重组标的的业绩增厚。

■ 增发价格调整说明增发进展顺利，本次摊薄幅度并不大

由于分红除权致使总股本扩大，故本次增发价格由原来的6.3元/股调整为4.84元，发行数量由6667万股调整为8678万股，增发价格调整说明增发进展仍在推进过程中。而本次增发募集资金拟4.2亿，大股东认购比例高达86%，说明大股东有很强的意愿去做大做强医药产业。

同时我们测算本次发行对于EPS的摊薄并不大。假设14年主业利润为3.03亿元，EPS0.29元，3.3亿用于全部偿还银行贷款，则财务费用节省约1650万，税后净利润增加为3.2亿元，发行后总股本扩大为11.47亿股，EPS变为0.28元，

摊薄幅度并不大。

■ 主业有安全边际，向上有空间，维持推荐评级

我们认为在当前的位置，公司股票有较好的投资价值，原因在于 1. 公司主业有安全边际，2. 公司积极转型向上有空间。主业安全边际在于：全年 3.03 亿的主业净利润，明后年在 CMO 和制剂快速增长的带动下复合增速保持 40% 以上。而公司 CMO 业务我们认为在国内原料药企业当中走在相当靠前的位置，公司覆盖的大客户包括辉瑞、诺华、默克、阿斯利康、吉列德、Lonza 等，服务产品分布于临床研究（主要为临床二期和三期的项目）和商业化生产两个阶段，产品治疗领域包括心血管、精神类、抗病毒等。2013 年 CMO 业务的收入大约为 4 个亿，我们预计今年 CMO 业务的增速超过 50%。

公司向上的弹性在于：1. 公司大力发展制剂研发，每年投入超 1 亿的研发费用使得未来每年都有新品种上市，年内盐酸美金刚预期，明年有 1 类新药预期，收购的山西惠瑞在研八个肿瘤化药品种走绿色通道，2. 公司积极寻找外延式收购标的。我们认为大股东做大做强医药产业的决心非常大，而股东实力亦成为其保障。

维持盈利预测，预计 2014-2016 年净利润 3.03 亿/4.88 亿/6.67 亿，同比+80.8%/61.2%/36.6%。EPS0.29/0.46/0.63（暂不考虑增发摊薄），PE23/14/10，维持推荐评级。

表 1: 普洛药业分产品预测

单位(百万元)	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
原料药、中间体								
收入	1206.1	1344.4	1339.8	2832.4	3056.0	3361.6	3697.8	4067.5
增长率		11.5%	-0.3%	111.4%	7.9%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利	225.1	231.4	190.3	588.5	616.5	705.9	813.5	935.5
毛利率	18.7%	17.2%	14.2%	20.8%	20.2%	21.0%	22.0%	23.0%
制剂								
收入	116.5	129.1	145.9	617.2	823.2	1152.4	1555.8	2022.5
增长率		10.8%	13.0%	323.2%	33.4%	40.0%	35.0%	30.0%
毛利	63.7	75.3	94.6	214.0	264.8	437.9	653.4	910.1
毛利率	54.7%	58.4%	64.9%	34.7%	32.2%	38.0%	42.0%	45.0%
中成药								
收入	21.6	28.4	40.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
增长率		31.4%	41.4%	-100.0%	0.0%	0%	0%	0%
毛利	8.8	11.1	15.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
毛利率	40.9%	38.9%	39.4%	0.0%	0.0%	0%	0%	0%
其他								
收入	1.5	2.0	0.8	9.2	10.0	10.0	10.0	10.0
增长率		32.7%	-59.6%	1020.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利	(1.9)	(1.2)	(3.8)	(1.8)	(1.5)	2.1	2.2	2.3
毛利率	-122.9%	-57.6%	-459.8%	-19.5%	-14.8%	21.0%	22.0%	23.0%
主营业务合计								
收入	1345.8	1503.9	1526.7	3458.8	3889.2	4524.0	5263.6	6100.1
增长率		11.8%	1.5%	126.6%	12.4%	16.3%	16.3%	15.9%
毛利	295.7	316.6	297.0	800.7	879.9	1146.0	1469.1	1848.0
毛利率	22.0%	21.1%	19.5%	23.1%	22.6%	25.3%	27.9%	30.3%
非主营业务合计								
收入	22.1	17.1	7.8	21.3	10.6	11.6	12.8	14.1
增长率		-22.9%	-54.1%	172.4%	-50.4%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利	3.2	3.3	0.6	6.7	2.9	2.4	2.8	3.2
毛利率	14.4%	19.2%	7.2%	31.5%	27.3%	21.0%	22.0%	23.0%
总收入合计								
收入	1367.9	1521.0	1534.5	3480.1	3899.8	4535.7	5276.4	6114.2
增长率		11.2%	0.9%	126.8%	12.1%	16.3%	16.3%	15.9%
毛利	298.93	319.86	297.58	807.4	882.8	1148.4	1472.0	1851.2
毛利率	21.9%	21.0%	19.4%	23.2%	22.6%	25.3%	27.9%	30.3%

资料来源: wind、国信证券经济研究所

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	811	800	1179	1663
应收款项	802	888	1063	1229
存货净额	632	732	777	906
其他流动资产	138	116	134	176
流动资产合计	2384	2538	3155	3975
固定资产	1759	1778	1707	1565
无形资产及其他	447	429	411	393
投资性房地产	72	72	72	72
长期股权投资	1	1	1	1
资产总计	4662	4817	5345	6005
短期借款及交易性金融负债	1206	1010	1000	1000
应付款项	1110	1409	1570	1719
其他流动负债	246	302	332	379
流动负债合计	2562	2721	2902	3098
长期借款及应付债券	167	(63)	(63)	(63)
其他长期负债	76	96	115	128
长期负债合计	243	33	52	65
负债合计	2804	2754	2953	3164
少数股东权益	65	59	46	29
股东权益	1792	2004	2346	2812
负债和股东权益总计	4662	4817	5345	6005

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.21	0.29	0.46	0.63
每股红利	0.09	0.09	0.14	0.19
每股净资产	2.20	1.89	2.21	2.65
ROIC	7%	10%	16%	22%
ROE	9%	15%	21%	24%
毛利率	23%	25%	28%	30%
EBIT Margin	6%	9%	11%	13%
EBITDA Margin	12%	12%	14%	16%
收入增长	12%	16%	16%	16%
净利润增长率	22%	81%	61%	37%
资产负债率	62%	58%	56%	53%
息率	1.4%	1.7%	2.8%	3.8%
P/E	31.2	22.5	13.9	10.2
P/B	2.9	3.4	2.9	2.4
EV/EBITDA	16.9	16.9	12.8	10.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3900	4536	5276	6114
营业成本	3017	3387	3804	4263
营业税金及附加	16	18	21	24
销售费用	173	227	290	367
管理费用	446	517	598	690
财务费用	39	32	17	6
投资收益	(0)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(23)	(15)	10	(5)
其他收入	(0)	0	0	0
营业利润	185	339	555	758
营业外净收支	20	25	25	25
利润总额	206	364	580	783
所得税费用	45	73	110	141
少数股东损益	(6)	(11)	(18)	(24)
归属于母公司净利润	167	303	488	667

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	167	303	488	667
资产减值准备	17	4	(0)	(2)
折旧摊销	228	180	199	207
公允价值变动损失	23	15	(10)	5
财务费用	39	32	17	6
营运资本变动	(358)	215	(29)	(127)
其它	(20)	(11)	(12)	(15)
经营活动现金流	57	706	635	734
资本开支	(407)	(200)	(100)	(50)
其它投资现金流	(0)	0	0	0
投资活动现金流	(407)	(200)	(100)	(50)
权益性融资	339	0	0	0
负债净变化	130	(230)	0	0
支付股利、利息	(75)	(91)	(146)	(200)
其它融资现金流	(119)	(196)	(10)	0
融资活动现金流	329	(516)	(157)	(200)
现金净变动	(21)	(11)	379	484
货币资金的期初余额	832	811	800	1179
货币资金的期末余额	811	800	1179	1663
企业自由现金流	(343)	504	526	660
权益自由现金流	(332)	53	501	655

相关研究报告:

- 《普洛药业-000739-2014年一季报点评: 制剂转型推进, 解禁压力化解, 调高评级》 —— 2014-04-25
 《普洛药业-000739-2014年一季报预增点评: 主业大幅增长, 积极关注制剂转型》 —— 2014-04-09
 《普洛药业-000739-积极关注医药战略转型》 —— 2014-03-24

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行