

## 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

**买入**

(维持评级)

2014年11月25日

## 收购带来产品线扩充，持续看好公司战略转型

证券分析师：邓周宇 证券分析师：张其立 证券分析师：贺平鸽	0755-82133263 0755-82139908 0755-82133396	dengzy@guosen.com.cn zhangqil@guosen.com.cn hepg@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514030001 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514070004 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120026
-------------------------------------	---	--	---

### 事项：

普洛药业收购控股孙公司浙江普洛得邦医药销售有限公司（以下简称“得邦医药”）49%股权对应的少数股东权益。

#### 国信观点：

本次收购标的最近拿到原山西惠瑞作为全国独家代理的4个品种：注射用氟氯西林钠、西尼地平片、二氯醋酸二异丙胺注射液、注射用尼莫司汀。我们预计这4个品种2014年净利润超过2000万，2015年增速在30%以上。这4个品种拿进来等于对得邦医药进行增资，这部分以49%的少数股东权益体现，以此推算本次收购对价估值不到10倍PE（2015年）。

我们认为本次收购有效扩充了公司产品线，并表明公司正在持续执行制剂转型战略。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：我们预计全年主业净利润的大幅增长（今年主营业务超过70%的增长），明后年在CMO和制剂快速增长的带动下保持快速增长。公司向上的弹性在于：1. 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，2015年盐酸美金刚预期以及1类新药预期，已经收购的山西惠瑞在研4个肿瘤化药品种，2. 公司在公告中表明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大，而股东实力亦成为其保障。预计2014-2016年净利润3.45亿（主业2.61亿）/4.84亿（主业4.67亿含外延预期）/6.63亿（主业6.46亿含外延预期），主营业务同比+74%/79%/38%。EPS0.30/0.42/0.58（暂不考虑可能的并购带来的摊薄），PE27/19/14，维持“买入”评级。

### 评论：

#### ■ 交易概述：本次收购对价不到10倍PE（2015年）

普洛得邦医药销售有限公司是公司下属全资子公司浙江普洛得邦制药有限公司的控股子公司，主要业务为药品流通，目前拥有注射用氟氯西林钠、阿莫西林克拉维酸钾胶囊、头孢克肟分散片等19个药品品种的经销权，2014年1-10月净利润为-42万。

据我们前期对公司的调研了解到：得邦医药在近期刚刚拿到原山西惠瑞代理的4个品种的全中国独家代理权（已在公告中体现）：注射用氟氯西林钠、西尼地平片、二氯醋酸二异丙胺注射液、注射用尼莫司汀。其中：注射用氟氯西林钠同种产品生产厂家少，疗效好，目前在全国14省的增补目录中，销售增长空间较大；西尼地平片属于心血管用药中第四代的钙拮抗剂，同种产品生产厂商较少，效果明确，疗效确切，已进入国家低价药目录，预计未来市场广阔；二氯醋酸二异丙胺

注射液为护肝药，用于脂肪肝，肝内胆汁淤积、一般肝脏机能障碍及急、慢性肝炎、肝肿大、早期肝硬化的治疗，属各级医院护肝类一线药；注射用尼莫司汀为肿瘤专科产品。

这 4 个代理品种进入得邦医药等于是对得邦医药的增资，该部分的对价是以得邦医药 49% 的少数股东权益存在，而“普洛药业”收购得邦医药 49% 的这部分的对价是 2.25 亿，我们预计这 4 个品种在 2014 年的净利润超过 2000 万，2015 年将获得 30% 以上的增长，整体收购对价不到 10 倍 PE（2015 年）

■ **本次收购配合此前对山西惠瑞的收购，有效扩充公司制剂产品线。**

公司在 9 月下旬完成对大股东和山西惠瑞原股东的定向增发，顺利将山西惠瑞收购进来。山西惠瑞为一家新建医药企业，公司主要创始人在医药行业具备深厚的背景，现有自产品种文号包括：盐酸法舒地尔注射液、阿加曲班注射液、奥拉西坦注射液、依达拉奉注射液、灵宝多糖注射液、三尖杉酯碱注射液。目前已完成心脑血管类注射剂 4 个产品的申报，正在药品审评中心排队待审评。公司与国外制药企业战略合作，已完成了 4 个特色肿瘤注射剂产品的前期研究工作，公司尚有数个心脑血管及肝病领域注射剂产品正在研发过程中。而本次收购是将山西惠瑞代理的 4 个竞争格局较好的品种纳入上市公司，这也说明了公司正在持续执行制剂转型战略。

■ **大股东做大做强医药主业意愿强烈，主业有安全边际，向上有空间，维持买入。**

我们认为公司主业有安全边际，公司积极执行原料药向制剂转型，发展有空间。

主业安全边际在于：我们预计全年主业净利润的大幅增长（今年主营业务超过 70% 的增长），明后年在 CMO 和制剂快速增长的带动下保持快速增长。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）和商业生产两个阶段，产品治疗领域包括心血管、精神类、抗病毒等。2014 年 CMO 业务的收入大约为 5-6 亿，增速约为 50%，我们预计明年 CMO 业务的增速将继续保持 50% 的水平。

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 4 个肿瘤化药品种，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大，而股东实力亦成为其保障。

预计 2014-2016 年净利润 3.45 亿（主业 2.61 亿）/4.84 亿（主业 4.67 亿含部分外延预期）/6.63 亿（主业 6.46 亿含部分外延预期），主营业务同比+74%/79%/38%。EPS 0.30/0.42/0.58（暂不考虑可能的并购带来的摊薄），PE 27/19/14，维持“买入”评级。

## 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	825	1205	1687
应收款项	802	888	1063	1229
存货净额	632	737	777	906
其他流动资产	138	116	134	176
<b>流动资产合计</b>	<b>2384</b>	<b>2568</b>	<b>3182</b>	<b>3999</b>
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	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4662</b>	<b>4847</b>	<b>5372</b>	<b>6029</b>
短期借款及交易性金融负债	1206	1000	1000	1000
应付款项	1110	1419	1570	1719
其他流动负债	246	304	332	379
<b>流动负债合计</b>	<b>2562</b>	<b>2723</b>	<b>2902</b>	<b>3098</b>
长期借款及应付债券	167	(63)	(63)	(63)
其他长期负债	76	96	115	128
<b>长期负债合计</b>	<b>243</b>	<b>33</b>	<b>52</b>	<b>65</b>
<b>负债合计</b>	<b>2804</b>	<b>2755</b>	<b>2953</b>	<b>3164</b>
少数股东权益	65	58	45	28
股东权益	1792	2034	2373	2837
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4662</b>	<b>4847</b>	<b>5372</b>	<b>6029</b>

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.21	0.30	0.42	0.58
每股红利	0.09	0.09	0.13	0.17
每股净资产	2.20	1.77	2.07	2.47
ROIC	7%	10%	16%	22%
ROE	9%	17%	20%	23%
毛利率	23%	25%	28%	30%
EBIT Margin	6%	8%	11%	13%
EBITDA Margin	12%	12%	14%	16%
收入增长	12%	16%	16%	16%
净利润增长率	22%	106%	40%	37%
资产负债率	62%	58%	56%	53%
息率	1%	2%	2%	3%
P/E	40.0	27.3	19.4	14.2
P/B	3.7	4.6	4.0	3.3
EV/EBITDA	20.0	22.4	16.2	12.9

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
<b>营业收入</b>	<b>3900</b>	<b>4536</b>	<b>5276</b>	<b>6114</b>
营业成本	3017	3410	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	16	6
投资收益	0	78	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	395	556	759
营业外净收支	20	20	20	20
<b>利润总额</b>	<b>206</b>	<b>415</b>	<b>576</b>	<b>779</b>
所得税费用	45	83	109	140
少数股东损益	(6)	(13)	(18)	(24)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>167</b>	<b>345</b>	<b>484</b>	<b>663</b>

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>净利润</b>	<b>167</b>	<b>345</b>	<b>484</b>	<b>663</b>
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	16	6
营运资本变动	(358)	222	(36)	(127)
其它	(20)	(12)	(12)	(15)
<b>经营活动现金流</b>	<b>57</b>	<b>754</b>	<b>625</b>	<b>730</b>
资本开支	(407)	(200)	(100)	(50)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(407)</b>	<b>(200)</b>	<b>(100)</b>	<b>(50)</b>
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)	(103)	(145)	(199)
其它融资现金流	(119)	(206)	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>329</b>	<b>(539)</b>	<b>(145)</b>	<b>(199)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(21)</b>	<b>14</b>	<b>380</b>	<b>482</b>
货币资金的期初余额	832	811	825	1205
货币资金的期末余额	811	825	1205	1687
企业自由现金流	(343)	492	519	660
权益自由现金流	(332)	31	506	656

## 相关研究报告:

- 《普洛药业-000739-重大事件快评: 公司因除权修改增发价格, 推荐逻辑不变》 —— 2014-06-13
- 《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	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	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
	卖出	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	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%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。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 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