



000739.SZ

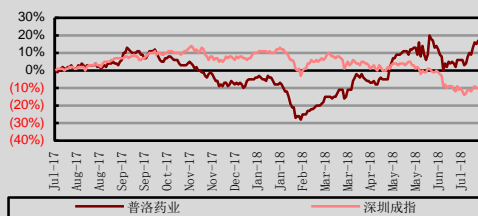
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 7.77

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	20.6	7.0	23.2	17.1
相对深证成指	38.3	14.6	35.6	26.1

发行股数(百万)	1,179
流通股(%)	97
流通股市值(人民币 百万)	8,911
3个月日均交易额(人民币 百万)	67
净负债比率(%) (2018E)	2
主要股东(%)	
横店集团控股有限公司	27

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2018年7月18日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 化学制药

高睿婷

(8621)20328514

ruiting.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080001

邓周宇

(86755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

张威亚

(8610)66229354

weiya.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517070002

柴博

(0755)82560525

bo.chai@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518010003

普洛药业

全面深度整合, 三力齐发拐点初现

公司是横店集团旗下医药产业上市平台, 公司以“原料药做精, CMO 做强, 制剂做优”作为长期发展战略, 产业链布局完善。未来发挥公司在大规模发酵和 CMO 出口业务方面的优势, 实现收入快速稳健增长; 同时加大研发投入, 发力制剂板块, 实现结构优化。同时通过同效能子公司及同类业务条线的整合优化, 原有架构冗余、效率低下的问题得到解决, 提高利润率, 新管理层的上任也使得内部改革的推进更加坚决和高效, 自今年以来盈利能力已有显著提升。控股股东的持续增持和定向增发也充分说明了对公司的信心与期望。预计公司 2018-2020 年实现净利润 3.54/4.55/5.72 亿元, 对应 PE 25.8/20.1/16.0 倍。首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- 环保压力和劣势产能退出提高原料药行业集中度, 价格高景气度有望长期持续。公司作为原料药领军企业享受提价红利及市场份额提升, 去年由于年度长单未体现的价格上涨优势有望在今年充分表现, 供给端优化也将给龙头原料药企提供更大发展空间。
- CDMO 业务有望成为公司主要增长驱动力之一, 重点发展兽药及专利药的 CDMO 将提供更大市场空间和更高利润水平, 同时兽药的竞争格局更好、生命周期更长, 有利于帮助公司 CDMO 业务迈上新台阶。
- 制剂业务作为公司着力打造板块, 是公司完成结构优化转型、向国际化和原料制剂一体化迈进的重要一环。公司持续加大研发投入, 并有多个重磅品种在研; 国际化生产基地业已建成, 正在准备申报美国 ANDA, 为后续产品落地和高品质制剂出口奠定基础。

评级面临的主要风险

- 原料药价格下行风险; 市场开拓不达预期的风险; 汇兑损失风险; 制剂在研品种研发失败的风险。

估值

- 我们预计公司 2018-2020 年实现净利润 3.54/4.55/5.72 亿元, 全面摊薄每股收益 0.30/0.39/0.49 元, 对应 PE 25.8/20.1/16.0 倍。公司原料药行业集中度不断提高可享受提价, CMO 行业订单量有持续增长空间, 制剂做强带来估值提升; 同时精简冗余架构降本增效可使公司盈利能力得到释放。与行业平均净利率及估值水平相比公司仍有较大提升空间。首次覆盖, 给予买入评级, 重点推荐。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	4,772	5,552	6,435	7,608	8,964
变动(%)	10	16	16	18	18
净利润(人民币 百万)	263	257	354	455	572
全面摊薄每股收益(人民币)	0.229	0.218	0.301	0.386	0.486
变动(%)	26.3	(5.0)	38.1	28.5	25.7
全面摊薄市盈率(倍)	33.9	35.7	25.8	20.1	16.0
价格/每股现金流量(倍)	49.4	43.6	14.0	23.8	11.7
每股现金流量(人民币)	0.16	0.18	0.56	0.33	0.66
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.3	13.7	11.5	9.8	8.0
每股股息(人民币)	0.069	0.065	0.090	0.116	0.146
股息率(%)	0.9	0.8	1.2	1.5	1.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

“原料药+CDMO +制剂”一体化，结构优化和降本增效驱动成长	5
公司概况：原料药出口龙头，向国际化、一体化迈进	5
控股股东资本实力雄厚，多次增持和定增彰显信心	9
子公司结构复杂，内部整合将使运作效率明显提升	10
原料药：国内出口龙头，集中度提升价格有望维持高景气度	13
国家环保收紧促进集中度提升，行业有望维持高景气度	15
小产能退出市场后格局稳定，提价贡献收入弹性	16
CDMO 业务：具有巨大增长潜力，专利药增加利于提高利润率	18
中国 CMO 行业快速崛起	18
随专利药占比提升，毛利率有望提高	18
重点发展兽药 CMO 市场，壁垒更高市场更大	19
制剂业务：国际化生产基地建成，投入研发加快结构转型	21
主要生产品种	21
在研品种	24
财务比较及分析	27
盈利预测及估值	29
风险提示	30

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司发展历程.....	5
图表 2. 2017 年中国原料药出口企业排名榜单.....	5
图表 3. 公司重要发展及合作事项.....	6
图表 4. 公司营业收入保持稳健增长.....	6
图表 5. 主营业务收入结构变化.....	6
图表 6. 2017 年主营业务收入结构.....	7
图表 7. 2017 年主营业务毛利结构.....	7
图表 8. 安徽普洛康裕收入和亏损.....	8
图表 9. 人民币兑美元汇率走势.....	8
图表 10. 业务扩张期三费比率不断上升.....	8
图表 11. 研发投入加大.....	8
图表 12. 公司单季收入及同比增速.....	9
图表 13. 公司单季净利润及同比增速.....	9
图表 14. 普洛药业股权结构图.....	9
图表 15. 高管及股东定增情况梳理.....	10
图表 16. 普洛药业子公司结构图.....	11
图表 16. 普洛药业子公司整合情况.....	12
图表 17. 化学原料药板块平均利润率.....	12
图表 18. 普洛药业利润率水平.....	12
图表 19. 原料药中间体收入及毛利率.....	13
图表 20. 子公司横店进出口收入及净利润.....	13
图表 21. 国内外收入占比.....	14
图表 22. 公司主要原料药品种.....	14
图表 23. 2017 年各大类药品采购份额前五名.....	14
图表 24. 全身用抗感染药物采购份额历史情况.....	14
图表 25. 22 城市样本医院抗感染用药市场.....	15
图表 26. 重点城市公立医院全身抗感染用药市场.....	15
图表 27. 近几年全国及各地的主要环保政策.....	16
图表 28. 头孢克肟原料药价格走势.....	17
图表 29. 头孢克洛原料药价格走势.....	17

图表 30.青霉素工业盐价格走势	17
图表 31.盐酸左氧氟沙星价格走势	17
图表 32.全球 CMO 市场规模及增速	18
图表 33.中国 CMO 市场规模及全球份额占比	18
图表 34. FDA 原料药及中间体注册流程	19
图表 35.全球兽药市场规模及增速	19
图表 36.全球兽药市场格局	19
图表 37. FDA 人用药及兽药标准对比	19
图表 38.制剂板块收入及毛利率	21
图表 39.公司主要制剂品种	21
图表 40.我国抗肿瘤药市场规模	22
图表 41.普洛乌苯美司胶囊样本医院销售额及市占率	22
图表 42.乌苯美司胶囊同业竞争情况	22
图表 43. GSK 阿莫西林克拉维酸钾销售情况	23
图表 44.普洛阿莫西林复方胶囊样本医院销售额及市占率	23
图表 45.普洛药业头孢拉定样本医院销售额	23
图表 46.普洛药业金刚乙胺样本医院销售额	23
图表 47.公司新进国家医保目录及目录内调整药品情况	24
图表 48.公司不断加大研发投入	24
图表 49.已进入注册程序的 15 个药品情况	25
图表 50.我国脑卒中用药市场规模	25
图表 51.我国脑神经保护剂市场规模及增长情况	26
图表 52.丁苯酞软胶囊样本医院销售额及增速	26
图表 53.依达拉奉注射液样本医院销售额及增速	26
图表 54.单季净利润及净利率	27
图表 55.公司净利率与板块平均水平相比有较大提升空间	27
图表 56.销售费用及销售费用率	27
图表 57.销售费用构成	27
图表 58.管理费用及管理费用率	28
图表 59.销售费用构成	28
图表 60.主营业务预测拆分	29
损益表(人民币 百万)	31
资产负债表(人民币 百万)	31
现金流量表(人民币 百万)	31
主要比率 (%)	31

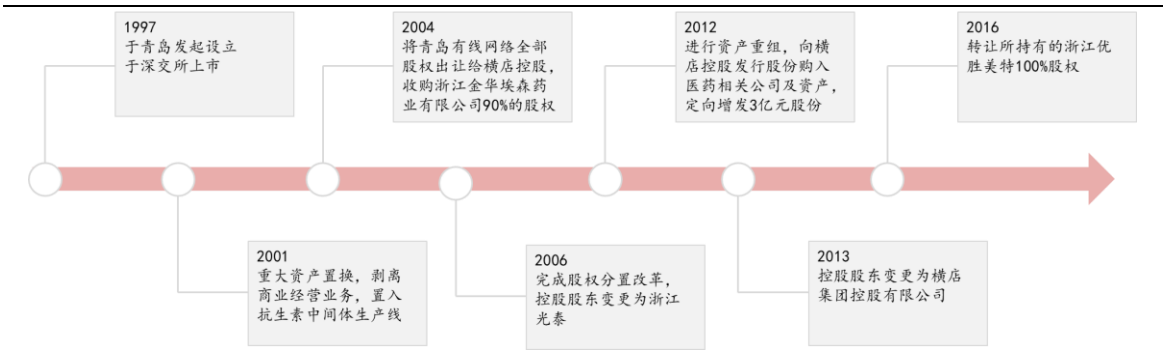
“原料药+CDMO+制剂”一体化，结构优化和降本增效驱动成长

公司概况：原料药出口龙头，向国际化、一体化迈进

普洛药业是一家集医药中间体、化学原料药及制剂、天然药物的研发、生产、经营于一体的大型综合性制药企业，是国家重点高新技术企业、浙江省医药工业重点企业。作为我国重要的原料药出口企业，连续两年在全国近万家原料药出口企业中排名第二，在国内医药行业尤其是原料药行业具有相当规模和影响力；并依托强大的原料药基础向制剂领域延伸，并逐步向国际化企业迈进。

公司是横店集团下唯一的医药产业平台。最前身是由青岛市国资发起设立的青岛东方贸易大厦股份有限公司，于1997年在深圳证券交易所挂牌上市。2001年横店集团通过资产置换，使其成为了集团下的医药产业上市平台，2008年将名称改为“普洛股份有限公司”。2012年公司实施重大资产重组，将横店集团下属的所有医药业务装入体内实现整体上市，并于次年正式更名为“普洛药业股份有限公司”。

图表 1. 公司发展历程



资料来源：公司公告及公司官网，中银证券

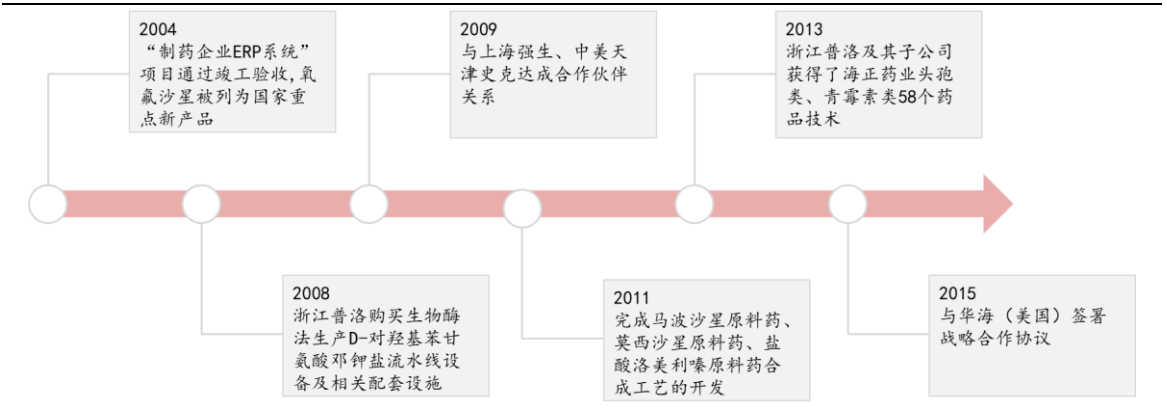
目前公司主营业务包括原料药中间体、合同定制生产（CMO）、制剂业务和进出口贸易业务等。其中原料药中间体（包括CMO业务）占现有收入比重近80%，且与国外大客户建立了长期稳定供货关系，是国内乃至国际的重要原料药供应商。根据中国医药保健品进出口商会发布的2017年原料药出口企业50强名单，普洛药业位于榜眼，仅次于石药集团。优势出口产品沙星类（氧氟沙星、左氧氟沙星）、抗病毒类（金刚烷胺、阿昔洛韦）、沙坦类（替米沙坦、伊贝沙坦）及合成青霉素的中间体对羟基苯甘氨酸及羟苄盐等均占有较大份额。

图表 2. 2017 年中国原料药出口企业排名榜单

排名	企业名称
1	石药集团
2	普洛药业股份有限公司
3	浙江华海药业股份有限公司
4	上海创诺医药集团
5	联邦制药国际控股有限公司
6	浙江医药股份有限公司
7	亿帆医药股份有限公司
8	江西天新药业有限公司
9	浙江省化工进出口有限公司
10	山东新华制药股份有限公司

资料来源：医保商会，中银证券

图表 3. 公司重要发展及合作事项



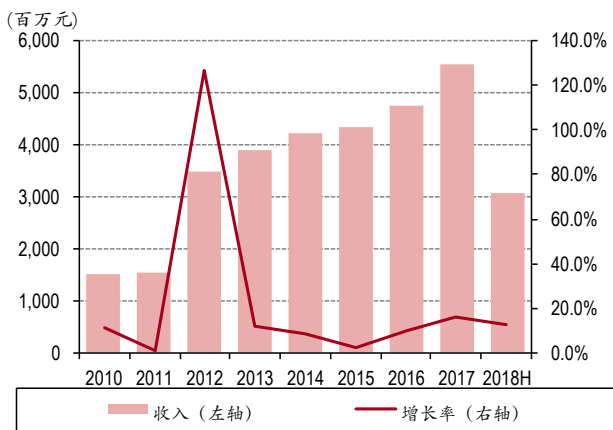
资料来源: 公司网站及中银证券

原料做精、CDMO 做强、制剂做优，收入利润达上升拐点

公司长期发展战略为“原料做精、CDMO 做强、制剂做优”，充分发挥公司在大规模发酵方面的技术优势和规模优势，在国家对环保大力施压的背景下，抓住优势原料药企业发展壮大的机会，将原料药生产尤其是 CMO 出口业务做精做强。同时公司加大研发投入，努力扩大毛利率更高的制剂业务，维持原料药业务的成本优势，优化公司产业结构，向原料制剂一体化企业看齐，结构转型也会给公司带来估值和利润的双重提升。

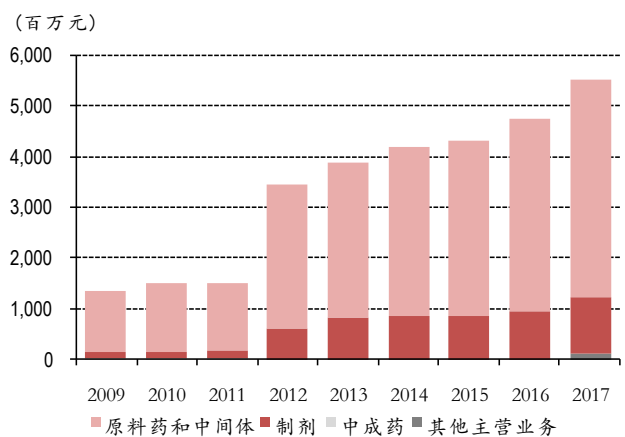
目前公司产品已覆盖抗生素类、抗病毒类、抗肿瘤类、心血管类等多个重要疾病领域，拥有独特的市场竞争优势，公司在 2016 年成功跻身中国医药工业行业 40 强，抗肿瘤类药物乌苯美司胶囊、口服抗感染药物头孢克肟、阿莫西林克拉维酸钾等制剂产品占较大市场份额；头孢克肟、金刚烷胺、(伪)麻黄碱等原料药占有重要市场地位。生产方面，普洛药业具备国际化的制造能力，已有数条生产线分别通过 WHO、OPCW、美国 FDA、欧美 COS、德国 GMP 和日本 PMDA 等官方认证。同时公司拥有两家省级院士工作站、两家国家级博士后科研工作站，一家手性药物及中间体技术国家工程研究中心。

图表 4. 公司营业收入保持稳健增长



资料来源: 公司公告, 中银证券

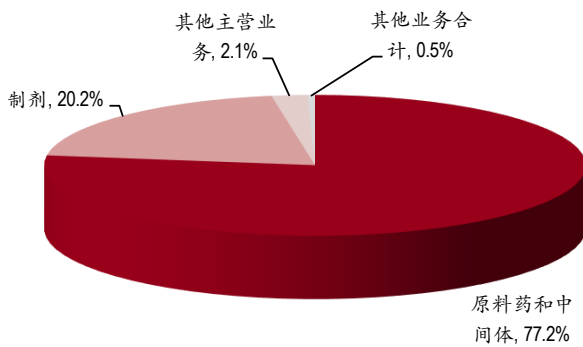
图表 5. 主营业务收入结构变化



资料来源: 公司公告, 中银证券

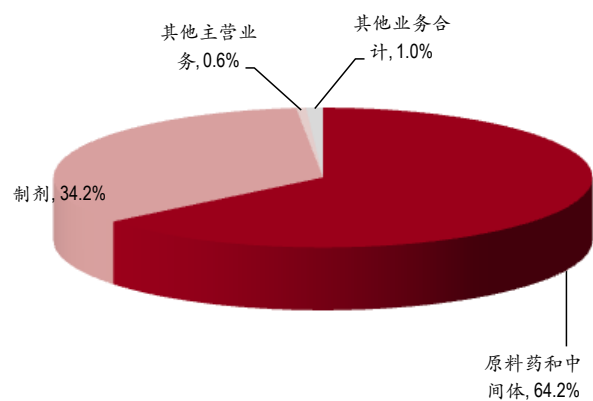
公司收入端多年来保持稳健增长，过去五年的收入复合增长率为 9.23%。原料药和中间体业务占比最高，去年占总收入的 77.2%；制剂收入占比 20.2%。公司的收入和利润在 2012 年均有大幅增长，主要原因是当年进行了重大资产重组，发行股份对控股股东旗下的医药资产进行收购，实现整体上市，注入的资产包括康裕医药 100% 股权、康裕生物 100% 股权、得邦制药 100% 股权、汉兴医药 96% 股权、医药进出口业务相关资产，于 2012 年 12 月 24 日完成股权过户手续并进行并表。

图表 6. 2017 年主营业务收入结构



资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 2017 年主营业务毛利结构



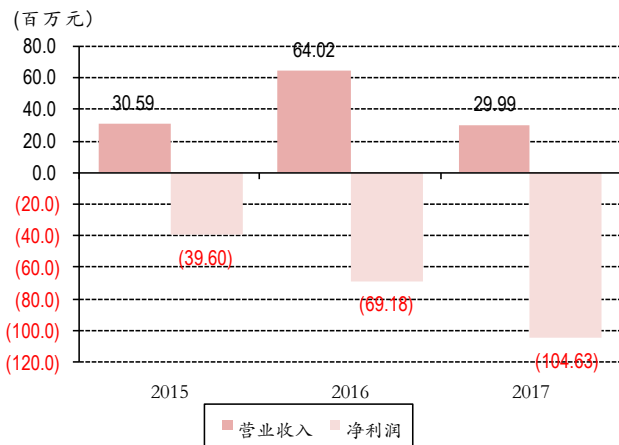
资料来源：公司公告，中银证券

2017 年公司实现营业收入 55.51 亿元，同比增长 16.34%；归母净利润 2.57 亿元，同比减少 2.40%；扣非归母净利润 2.09 亿元，同比增长 1.52%。

利润端增长慢于收入端的主要原因是有多个因素带来的负面影响：

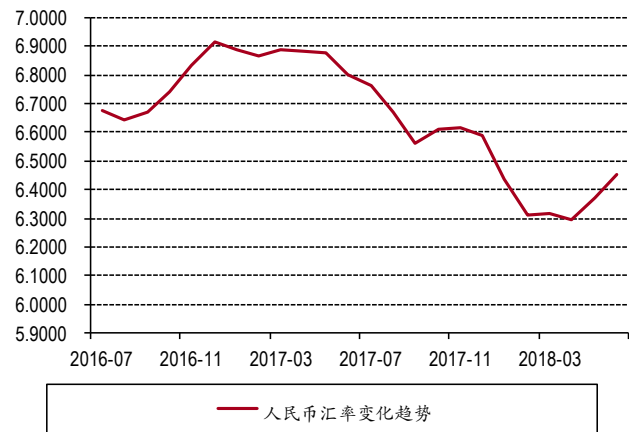
- 1) 子公司安徽普洛康裕亏损拖累：安徽基地前期投入较大，每年折旧费用较高，由于在建工程转固继续增加和产能尚未全部释放，去年亏损幅度增大拖累业绩。去年亏损额达到 1.05 亿，占当年归母净利润总额的 40.07%。预计未来几年安徽普洛康裕可以逐渐减亏，对业绩的拖累逐步缩减。
- 2) 汇兑损失：公司出口业务体量较大，去年海外业务收入占比达 43.51%。受去年人民币升值因素影响，全年汇兑亏损达 3652.02 万元（2016 年汇兑收益 4182.55 万元）。今年自二季度以来人民币汇率调整美元回暖，汇兑压力将有明显改善。
- 3) 环保限产：近年来环保收紧，国家对原料药行业的监管标准不断提高，且出于改善居民居住环境等目的大范围进行限产。公司生产基地多位于环保压力最大的浙江地区，因此有近 3 个月的环保限产影响。但多番整改后原料药行业已经有大量中小企业退出市场，份额会被大型生产企业吞并，集中度提升，为龙头企业提供更大的成长空间。
- 4) 部分低价海外长单拉低毛利率：公司原料药海外客户多为长期供货协议，之前由于行业低价竞争很多品种价格偏低甚至低于成本，但公司为维护长期客户关系及占有市场，仍按订单维持供货。虽然很多品种去年价格有明显上涨，但国外客户订单多为一年长单，因此价格利好未反映到公司收入利润端上，造成毛利偏低。
- 5) 扩张期费用投入加大：公司去年加大销售、研发等费用投入，费用率及绝对金额均有较大增长。随着公司进一步对冗余架构进行精简、对采购销售团队等进行整合、对成本端加强控制及规模效应的释放，公司的利润率有望向行业平均线看齐，达到更高的盈利水平。

图表 8. 安徽普洛康裕收入和亏损



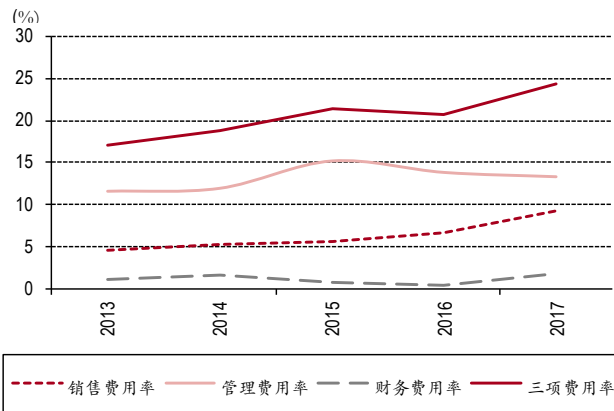
资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 人民币兑美元汇率走势



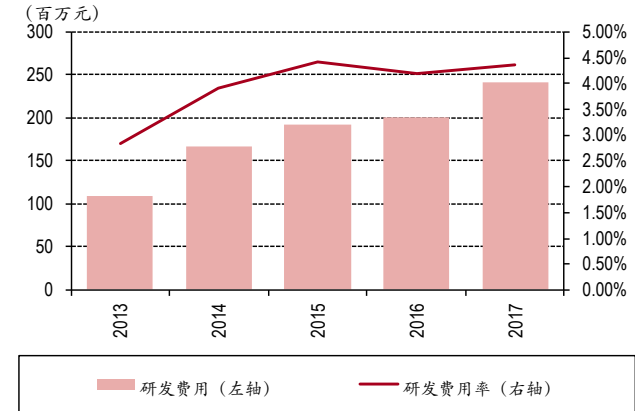
资料来源：万得，中银证券

图表 10. 业务扩张期三费比率不断上升



资料来源：公司公告，中银证券

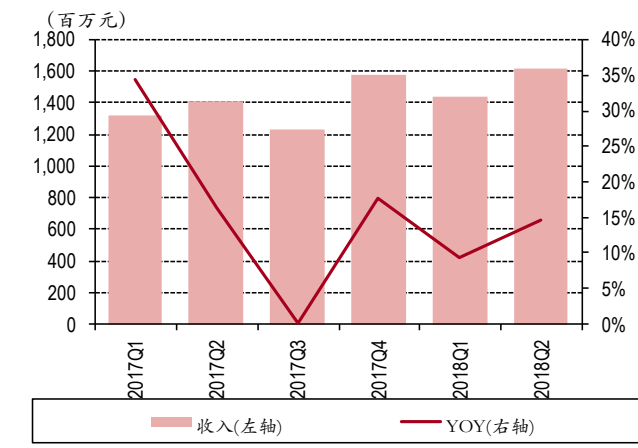
图表 11. 研发投入加大



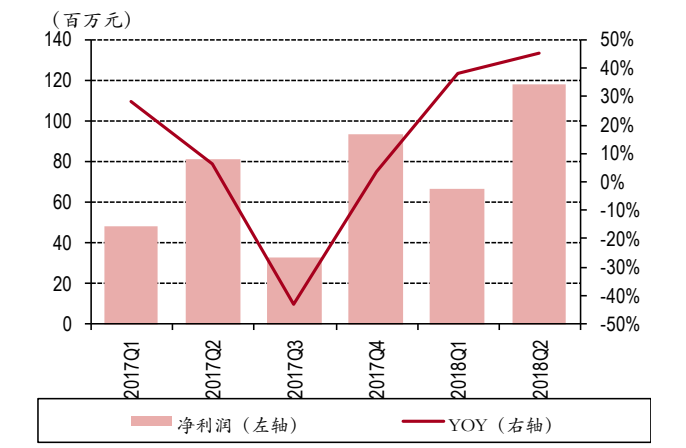
资料来源：公司公告，中银证券

公司进入今年以来整合提效已体现出明显的成果：2018 年一季度实现营业收入 14.46 亿元，同比增长 9.24%；归母净利润 0.67 亿元，同比增幅达 38.33%。2018 年半年度业绩快报营业收入 30.71 亿元，同比增长 12.05；归母净利润 1.85 亿元，同比增幅 42.76%。二季度单季实现营业收入 16.25 亿元，同比增长 14.7%；归母净利润达 1.18 亿元，同比增速达 45.4%。

增长幅度如此之高的原因有以下几点：1) 原料药行业供给端收缩，剩余企业改变观念，不再低价竞争，稳定提价，毛利上升。同时公司和国外客户多为每年签订的长单，去年以来的涨价优势得以充分体现，利润水平明显上升。2) 市场推广初见成效，产品销量有所增加。3) 内部降本增效逐渐取得效果，在收入稳定增长的情况下，利润增速远远大于收入增速。4) 政府补助较上年同期有所增加。

图表 12. 公司单季收入及同比增速


资料来源: 医保商会, 中银证券

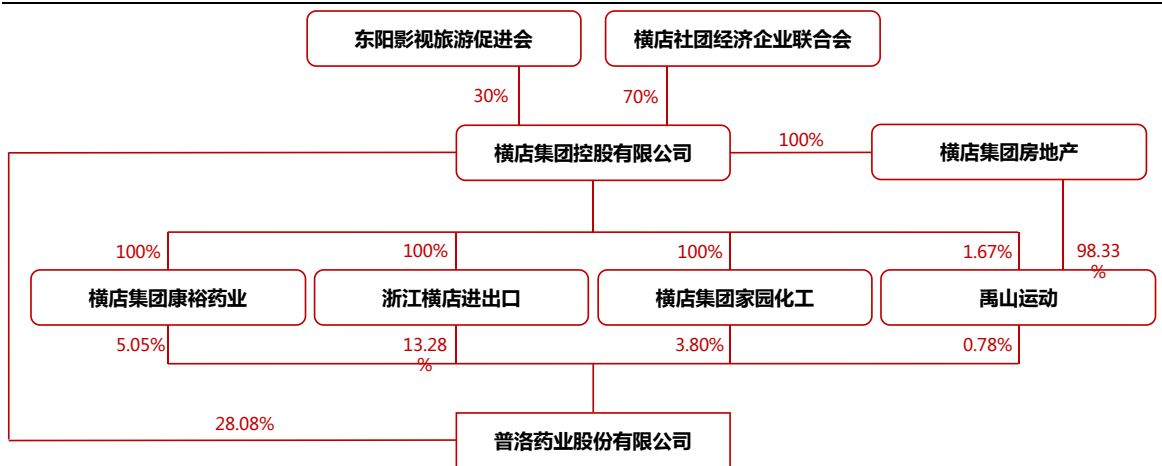
图表 13. 公司单季净利润及同比增速


资料来源: 公司年报及中银证券

控股股东资本实力雄厚, 多次增持和定增彰显信心

公司控股股东为横店集团控股有限公司, 截至 2018 年 6 月 4 日直接持股比例 28.04%。另外横店控股通过直接和间接 100% 控股的横店康裕药业、横店进出口、横店家园化工和禹山运动分别持有上市公司总计 22.91% 的股份, 合计横店控股及其一致行动人共持有 50.95% 的股份。

横店社团经济企业联合会及东阳影视旅游促进会分别持有横店集团控股有限公司 70% 和 30% 股权, 因此横店社团经济企业联合会为上市公司实际控制人。

图表 14. 普洛药业股权结构图


资料来源: 公司公告, 中银证券

横店集团为电子电气、医药化工、影视娱乐三大主导产业协调发展的多元化企业集团。作为一家集科、工、贸、影视娱乐为一体的特大型民营企业集团, 曾名列全国民营企业十强, 全国制造业百强。横店控股是一个总资产达 700 多亿的多领域控股集团, 主要经营范围有: 电子电气、医药化工, 影视娱乐、建筑建材、房产置业、轻纺纺织、机械、航空服务、旅游服务、商贸物流、信息网络、金融投资、教育卫生体育、畜牧草业; 货物进出口和技术进出口等。

2017 年, 横店控股的营业收入为 475.91 亿元。其中, 医药化工领域收入占 17.01%, 为仅次于电气电子领域的第二大收入领域。普洛药业作为横店控股旗下最大的医药化工公司, 是横店控股重要的收入来源。

控股股东频繁增持及参与定增表明发展信心

横店控股连续三年投资现金流为负，扩张意愿强烈。2015 年至今，作为普洛药业的控股股东，横店集团多次增持公司股份，共增持普洛药业股份 4119.01 万股，占公司总股本的 3.55%。其中，横店禹山为横店控股的子公司及一致行动人。同时，公司高管以成立合伙企业进行投资的方式，共增持普洛药业股份 3266.40 万股，占公司总股本的 2.86%。大股东及高管的频繁增持表明公司高层对未来业绩有良好预期。

图表 15. 高管及股东定增情况梳理

日期	增持人	增持数量 (万股)	增持比例 (%)
2018.06.04	横店控股	1,178.51	1.00
2018.05.19	横店控股	405.44	0.34
2017.07.24	横店禹山	378.50	0.33
2017.07.13	横店控股	222.72	0.19
2017.07.14	横店禹山	545.66	0.48
2017.05.15	横店控股	1,146.86	1.00
2016.08.27	勤胜投资*	32.00	0.03
2016.07.22	恒前投资*	1,084.01	0.95
2016.07.22	合商投资*	751.04	0.66
2016.07.15	勤胜投资*	1,074.50	0.94
2016.07.15	合商投资*	324.85	0.28
2015.09.02	横店控股	1,165.48	1.02
	总计	8,310	7.22

资料来源：公司年报及中银证券

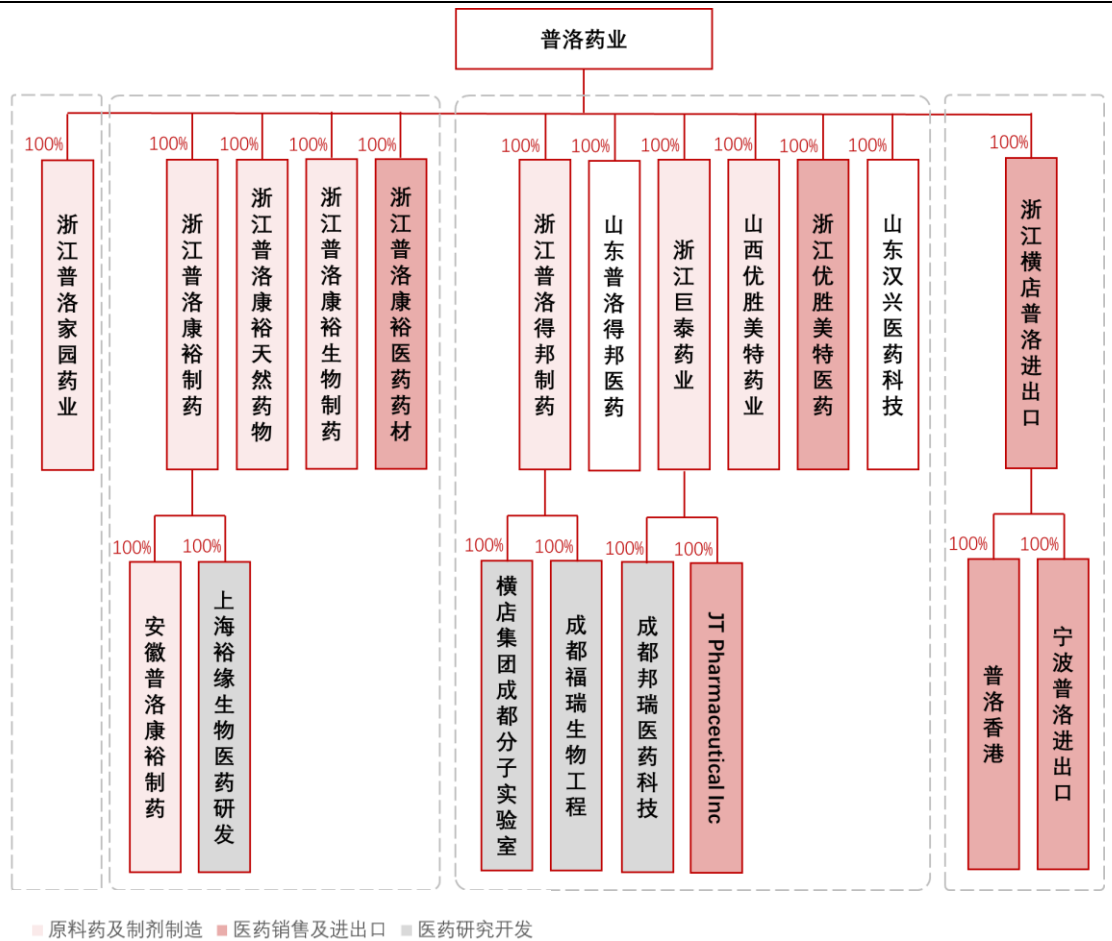
*勤胜投资、合商投资、恒前投资为司管理层成立的合伙企业。

2017 年 11 月 27 日，普洛药业非公开发行股票，向其控股股东横店控股定向增发 3165.42 万股，横店控股的直接持股比例由增发前的 24.71% 变为 26.74%。认购价格 8.01 元/股，共募得资金 2.54 亿元。其中，1.22 亿元将用于年产 30 亿片口服固体制剂生产线建设项目，8000 万元将用于偿还银行贷款，剩余部分将用于补充公司流动资金。

子公司结构复杂，内部整合将使运作效率明显提升

普洛药业是一个涵盖原料药制造和出口、制剂生产及药物研发的医药化工公司。主要分为普洛家园、普洛康裕、普洛得邦、普洛进出口四个主要板块。

图表 16. 普洛药业子公司结构图



资料来源：公司公告，中银证券

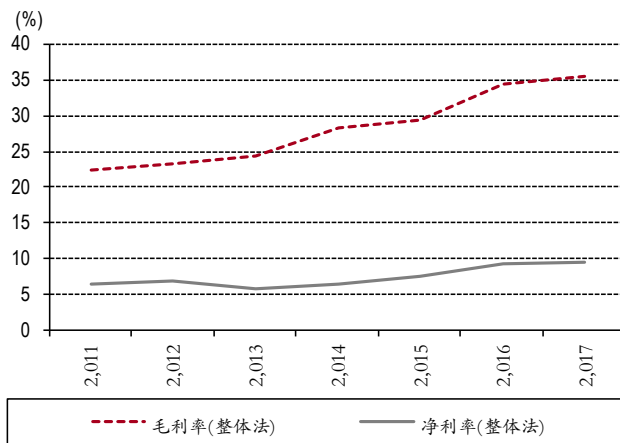
之前由于历史沿革及资产重组等原因，造成控参股子公司结构复杂、功能板块没有进行有效整合、效率低下。

公司 2017 年在 34 家化学原料药板块收入排名第 6，但净利率仅有 4.62% 排名第 28，远低于化学原料药板块 9.54% 的水平，毛利率 30.8% 与行业平均 35.46% 也有较大差距；与整个化药板块 14.72% 和 48.30% 的净利率和毛利率水平更是相差甚远。与原料药板块利润率差距较大的原因之一就是虽然公司在国内大规模发酵等方面具有领先优势，但在采购、生产、销售等方面未进行充分整合，以及对成本管控不严，经营效率偏低。公司近年来逐步进行控股参股子公司及业务板块之间的整合，通过吸收兼并及收购少数股东权益的方式以进行资产整合，提高企业经营效率，降低成本及管理费用。尤其去年管理层换届后为公司注入了新的活力，对于内部降本增效也进行了严格的落地执行，从 18 年的业绩表现上已经可见成效。未来随着子公司体系整合完成和效率释放，以及新任管理层对于公司沉疴的清理，公司的规模效应将得到更好的释放，盈利能力也将得到更大提升。

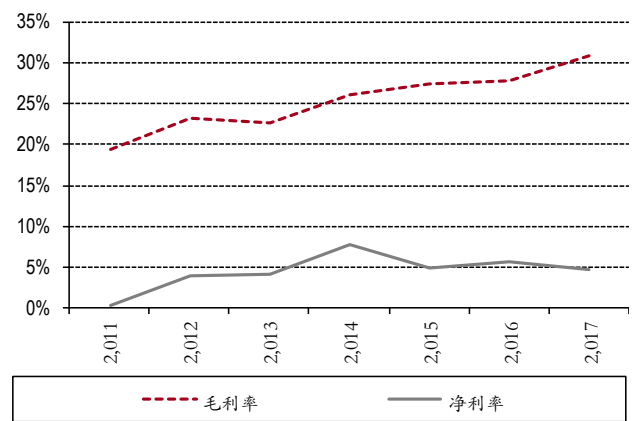
图表 16. 普洛药业子公司整合情况

日期	整合方式	合并方		被合并方		整合目的
		公司名称	主要业务	公司名称	主要业务	
2017.05.27	吸收兼并	浙江巨泰药业有限公司	制剂生产; 设备、材料销售; 货物进出口	优胜美特制药有限公司	片剂、硬胶囊剂、颗粒剂、干混悬剂的生产	明晰产权及法人治理结构, 更加便于管理, 减少部分财务费用
2016.01.22	吸收兼并	浙江普洛家园药业有限公司	原料药生产; 自营进出口业务	浙江普洛医药科技有限公司	医药中间体制造销售; 医药科技开发; 自营进出口业务	明晰产权及法人治理结构, 更加便于管理, 减少部分财务费用
2015.03.14	吸收兼并	浙江普洛得邦制药有限公司	原料药制造, 销售、医药中间体制造、进出口贸易	浙江普洛得邦化学有限公司	事有机化工原料、医药中间体制造	明晰产权及法人治理结构, 更加便于管理, 减少部分财务费用
2014.12.12	收购剩余全部少数股东权益	普洛药业股份有限公司	原料药制造和出口、制剂生产; 药品销售	浙江普洛康裕制药有限公司	原料药及制剂制造; 进出口业务	整合上市公司资产, 促进公司长远发展
				浙江普洛康裕天然药物有限公司	原料药及制剂制造	
				浙江普洛医药科技有限公司	中间体制造销售、饲料添加剂制造销售; 医药科技开发; 进出口业务	
				浙江普洛得邦化学有限公司	有机化工原料, 医药中间体制造	
2014.11.25	收购剩余全部少数股东权益(49%)	普洛药业股份有限公司	原料药制造和出口、制剂生产; 药品销售	浙江普洛得邦制药有限公司	药品流通	资产整合, 保障公司持续、稳定发展
2013.04.24	吸收兼并	山东普洛得邦医药有限公司	医药中间体制造, 销售	山东优胜美特医药有限公司	销售医药中间体	整合企业产品资源, 降低管理成本, 有利于公司的品牌建设
2013.04.24	吸收兼并	浙江巨泰药业有限公司	散剂、片剂、硬胶囊剂、颗粒剂、干混悬剂、原料药生产	浙江施泰乐制药有限公司	化学制剂类生产项目的筹建	整合企业产品资源, 降低管理成本, 有利于公司的品牌建设

资料来源: 公司年报及中银证券

图表 17. 化学原料药板块平均利润率


资料来源: 万得, 中银证券

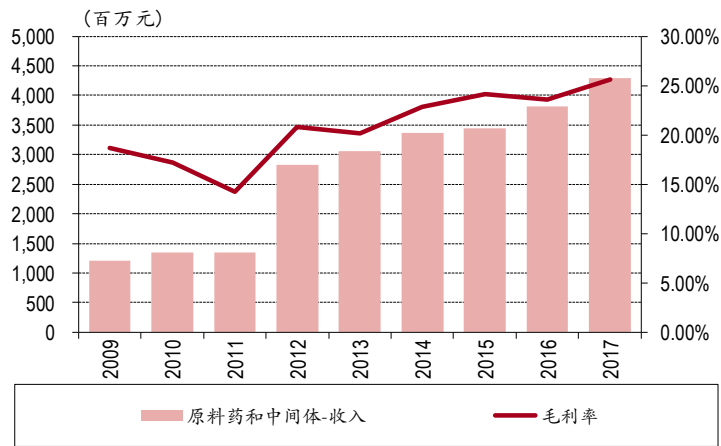
图表 18. 普洛药业利润率水平


资料来源: 公司公告, 中银证券

原料药：国内出口龙头，集中度提升价格有望维持高景气度

原料药及中间体业务长期以来贡献了公司主要的营业收入，总收入占比近80%，随着制剂板块增长，近年来占比呈小幅下降趋势。自2012年以来，公司原料药及中间体的收入和毛利率都有稳定提高，收入的五年复合增速为8.64%，毛利率也由2012年的20%左右上升至2017年的25.6%，比2016年同期提高了2个百分点。去年原料药/中间体板块共实现营业收入42.87亿元，同比增长12.6%，收入占比77.2%，毛利占比64.2%，是目前主要营收来源。

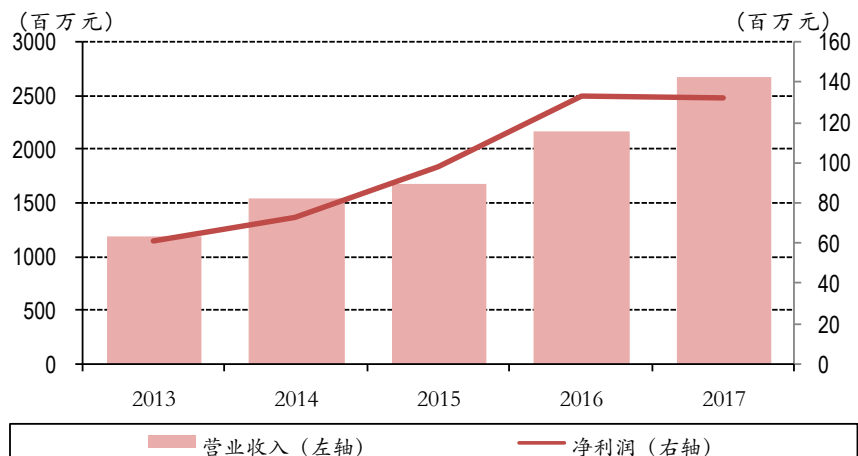
图表 19.原料药中间体收入及毛利率



资料来源：公司公告，中银证券

公司是我国重要的原料药出口企业，2016和2017年在全国近万家原料药出口企业中排名第二，具有较大规模和较高的市场地位。其子公司横店普洛进出口主要负责医药出口业务，营业收入在五年内稳步提高。

图表 20. 子公司横店进出口收入及净利润

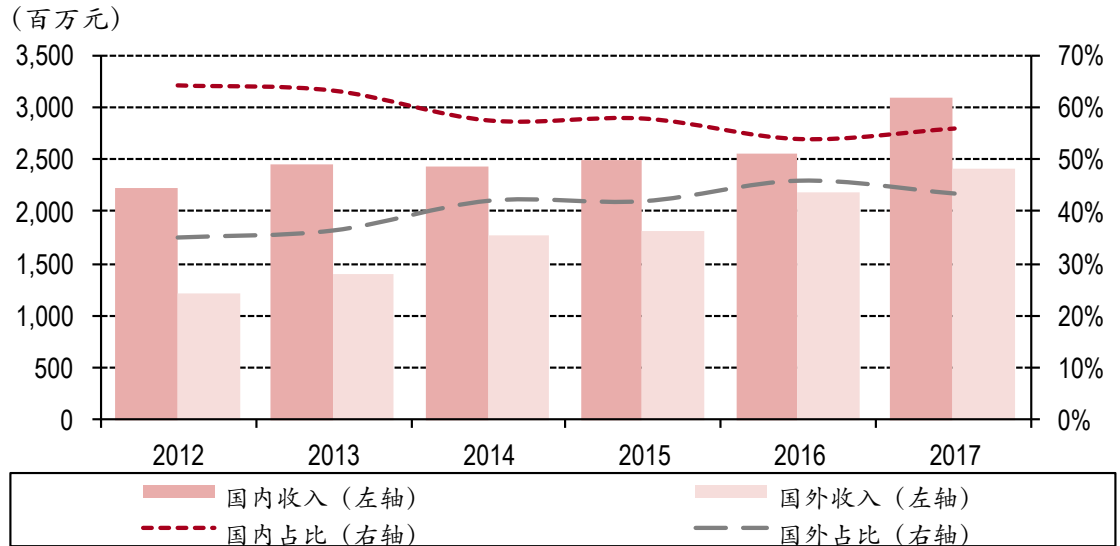


资料来源：公司公告，中银证券

公司原料药出口占比较高，去年出口销售总额达24.16亿，收入占比43.51%。公司的海外业务增速较国内业务增速更高，国内业务五年年均复合增长率为5.93%，而海外业务五年年均复合增长率为14.24%。

由于公司产品品类较多，因此不构成单一客户依赖，2017年第一大客户销售额占比为3.60%，前五大客户合计占比12.39%。

图表 21. 国内外收入占比



资料来源：公司公告，中银证券

公司原料药的主要产品包括青霉素类、头孢类、心血管类、精神类、兽药类、其他抗感染及抗病毒类等各个领域，多个品种市场占有率超过30%。近年来，随着公司环保、质量管理、技术支持的投入力度不断加大，已经逐步在技术、成本、质量上形成了较强的市场竞争优势。

图表 22. 公司主要原料药品种

药品名称	适应症
左旋对羟基苯甘氨酸钾盐	用于制备半合成青霉素和头孢菌类药物
头孢克肟	第三代口服头孢菌素，抗菌谱广
D-对甲砒基苯丝氨酸乙酯	主要用于生产氟苯尼考、甲砒菌素等
吉他霉素	作为人用药物，主要用于上呼吸道感染、肺炎、淋病、胆囊炎、百日咳、扁桃体炎及败血症等；作为兽用药，主要用于治疗革兰氏阳性菌、支原体及钩端螺旋体等感染，也可用于促进猪、鸡等牲畜的生长

资料来源：公司年报，中银证券

公司的主打生产品类之一为头孢及青霉素及其中间体等，是国内药物用量最大的药品种类，具有较大的市场空间。虽然2011年起开始“限抗”，但抗生素仍为医院用量和采购量最大的药物采购品类。2011年之后，全身用抗感染药物在药物采购市场中市场份额有所下降：2014至2016年，抗感染药物的市场规模为各大类药物之首；2017年由于抗肿瘤及免疫调节剂药物用量的快速增长及其单价较高的原因，抗感染类药物市场规模位列各大类药物采购份额的第二位。

图表 23. 2017年各大类药物采购份额前五名

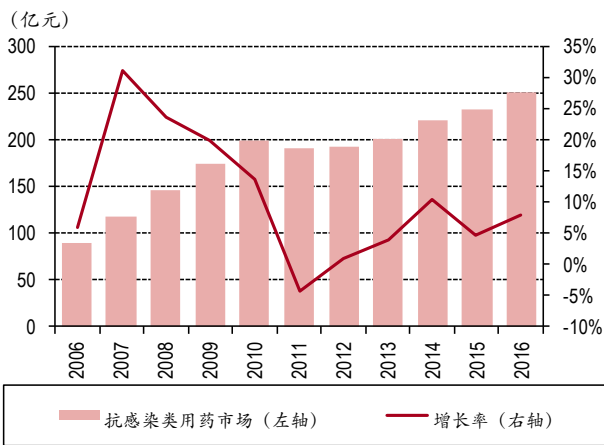
排名	类别	份额(%)	增长率(%)
1	抗肿瘤和免疫调节剂	17.5	6.0
2	全身用抗感染药物	15.8	2.1
3	消化系统及代谢药	14.2	1.2
4	神经系统药物	13.6	1.5
5	血液和造血系统药物	12.8	4.8

资料来源：中国药学会科技开发中心，中银证券

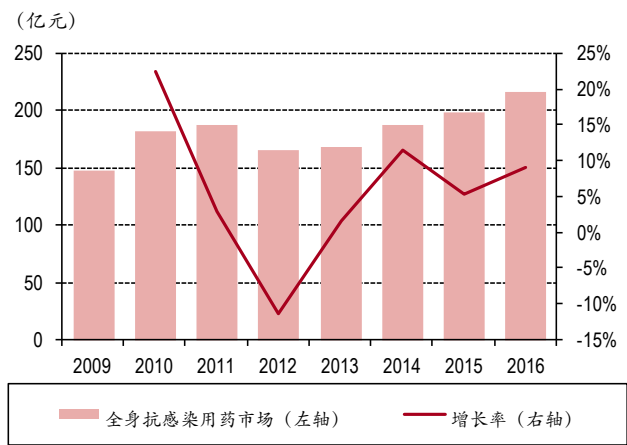
图表 24. 全身用抗感染药物采购份额历史情况

年份	排名	份额(%)	增长率(%)
2014	1	16.80	10.50
2015	1	16.60	5.10
2016	1	16.50	7.70
2017	2	15.80	2.10

资料来源：中国药学会科技开发中心，中银证券

图表 25. 22 城市样本医院抗感染用药市场


资料来源: PDB, 中银证券

图表 26. 重点城市公立医院全身抗感染用药市场


资料来源: 米内网, 中银证券

国家环保收紧促进集中度提升, 行业有望维持高景气度

近年来, 由于环保政策压力持续, 各地原料药厂成为治污重点。受环保政策法规及其带来的成本上升影响, 大量中小原料药厂被关停。

浙江、河南及京津冀地区的治理力度较大。浙江省在 2017 年相继发布了《浙江省 2017 年大气污染防治实施计划》、《浙江省挥发性有机物深化治理与减排工作方案 (2017-2020 年)》等多项有关大气污染防治的政策文件, 重点推进挥发性有机污染物 (VOCs) 治理, 原料药厂受到强烈影响。至 2020 年, 浙江省要求 VOCs 排放总量较 2015 年下降 20% 以上, 重点工程减排 VOCs 25.5 万吨以上。石家庄市出台的《2017 年防治大气污染工作方案》指出, 医药企业需实施错峰生产、限产停产。华北制药、石药集团等药企都受该政策影响而停产。至 2017 年底, 所有北京市内的化学原料药厂都已撤离。

浙江省是普洛药业主要原料药产能的布局地区, 公司位于浙江省内的主要原料药生产子公司有浙江普洛康裕、浙江普洛家园、浙江普洛得邦等, 因此公司在 2017 年也受到了环保限产的影响。但从长远看, 环保压力的加大必将倒逼中小型企业退出市场, 使原料药供应格局得到改善, 剩余的龙头企业可以拥有更强的市场议价能力, 避免价格战的恶性循环, 集中度提升后的原料药企业将享受更大的市场份额、更高的盈利能力、更低的业绩波动及更良好的发展环境。

图表 27. 近几年全国及各地的主要环保政策

时间	政策法规	主要内容	主要影响地区
2018.01.10	《排污许可管理办法（试行）》	规定了排污许可证核发程序等内容，细化了环保部门、排污单位和第三方机构的法律责任，规定了企业承诺、自行监测、台账记录、执行报告、信息公开等 5 项制度	全国
2018.01.01	《环境保护税法》	我国第一部推进生态文明建设的单行税法，针对大气污染物、水污染物、固体废物以及噪声污染征税	全国
2017.11.19	《浙江省挥发性有机物深化治理与减排工作方案（2017-2020 年）》	深化挥发性有机物污染治理，减少排放总量，促进区域环境空气质量持续改善	浙江省
2017.07.28	《固定污染源排污许可分类管理名录》	根据排放污染物的产生量、排放量和环境危害程度，实行排污许可重点管理和简化管理，企业按名录规定申请排污许可证	全国
2017.05.19	《浙江省 2017 年大气污染防治实施计划》	调整能源结构，治理工业污染，推进挥发性有机污染物（VOCs）治理，调整产业布局与结构，淘汰落后产能，推行清洁生产	浙江省
2017.03.23	《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》	制定本地 2017 年达到空气质量目标细化方案，监督企业按照各地细化方案要求制定实施措施，着力降低污染排放	京津冀及周边地区
2017.02.16	《石家庄市 2017 年大气污染防治工作方案》	取缔“小散乱污”企业，推进污染工业企业搬迁，污染行业去产能，实施挥发性有机物（VOCs）综合治理	石家庄市
2016.11.07	《医药工业发展规划指南》	以化学原料药为重点，开发应用绿色生产技术，提高挥发性有机物组织排放控制水平和三废治理水平	全国
2016.11.07	《大气污染防治调度令》	强化污染减排和重污染天气应急响应，有效降低区域性大气污染传输的影响，对重点行业和燃煤锅炉实施生产调控措施，进行错峰停产，不能稳定达标排放的进行停产整治	河南省
2016.07.14	《化学合成类制药工业大气污染物排放标准》	制定化学合成类制药工业大气污染物排放标准，严控原料药企 VOCs（挥发性气体）排放，不达标企业将面临限产、停产整治等措施	浙江省

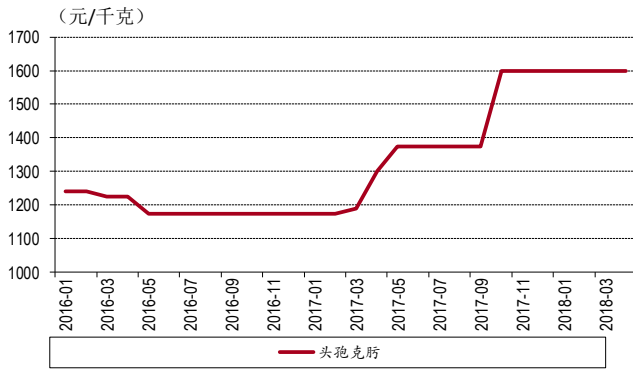
资料来源：政府网站，中银证券

小产能退出市场后格局稳定，提价贡献收入弹性

在此轮价格上升周期前原料药行业由于供给过剩及低价竞争，多年来处于低迷状态，且技术含量低、环保不达标的小型生产企业居多。环保压力和成本调解下，已有大量小型企业退出，仅浙江地区就有过半的中小原料药企关停退出市场。剩余企业在环保支出和成本规模优势的自然筛选下，形成较好的竞争格局，同时达成默契不再通过打价格战恶性竞争市场，而是维护市场平衡享受提价利好，对于政府或者企业而言都是更好选择。原料药行业也在这两年逐渐发生质变，由原来的小作坊式低成本低售价竞争变为大型企业通过自身技术和客户资源的良性发展，通过原料一站式供应、更高的质量管控标准和规模优势竞争客户，更利于大型企业提高份额、快速成长。

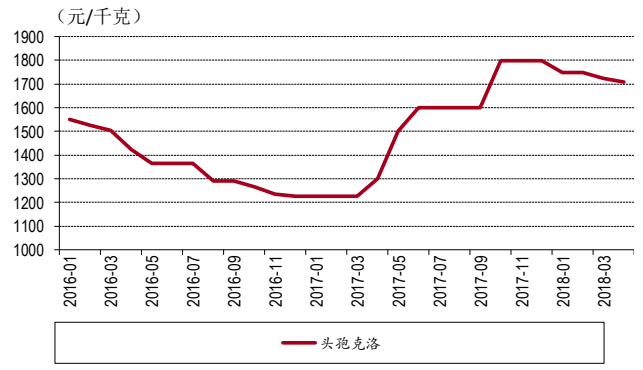
自去年以来，大多原料药品种也有幅度不等的提价，包括公司生产的头孢类、青霉素类、氧氟沙星类及部分中间体等。公司订单多为长单，国内订单大多一季一签，而国外订单一般一年一签，CMO 多为五年以上长期供货合同，因此市场价格到收入的传导明显滞后。去年部分国外供应品种仍受到前一年的低价影响。在行业保持高景气度、竞争格局优化的情况下，今年及未来的原料药价格有望维持较高水平，同时通过份额扩增带来的成本优势实现更高毛利率。

图表 28. 头孢克肟原料药价格走势



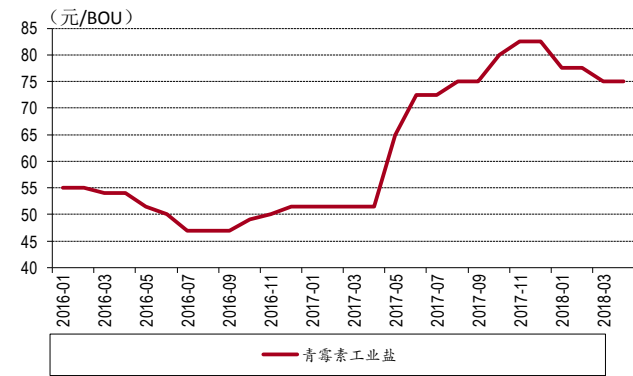
资料来源: 万得, 中银证券

图表 29. 头孢克洛原料药价格走势



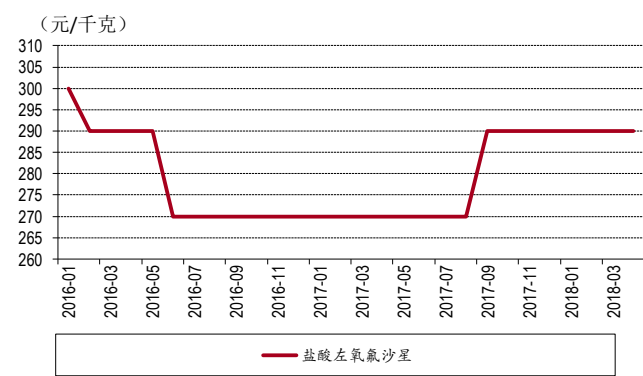
资料来源: 万得, 中银证券

图表 30. 青霉素工业盐价格走势



资料来源: 万得, 中银证券

图表 31. 盐酸左氧氟沙星价格走势



资料来源: 万得, 中银证券

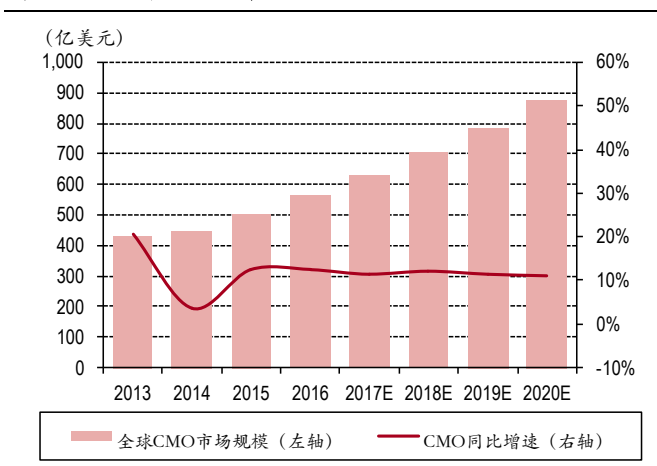
CDMO 业务：具有巨大增长潜力，专利药增加利于提高利润率

2017 年公司原料药业务 42.87 亿，其中 CDMO 业务约七亿规模，包括专利过期的商业化产品、专利期内的商业化产品和临床期的产品。公司 CDMO 业务具备“多客户、多产品”优势和“化学合成+生物发酵”双轮驱动的技术能力，主要工厂都获得了美国 FDA、日本 PMDA 和欧盟的认证通过，具备国际大药企合格供应商的资质，同时公司具有成熟的 CDMO 商务团队。CDMO 业务多为长期合作关系，拥有较好客户基础，客户包括默克、吉列德、辉瑞、硕腾等十来家大型制药企业，已形成了稳定的业务关系。

中国 CMO 行业快速崛起

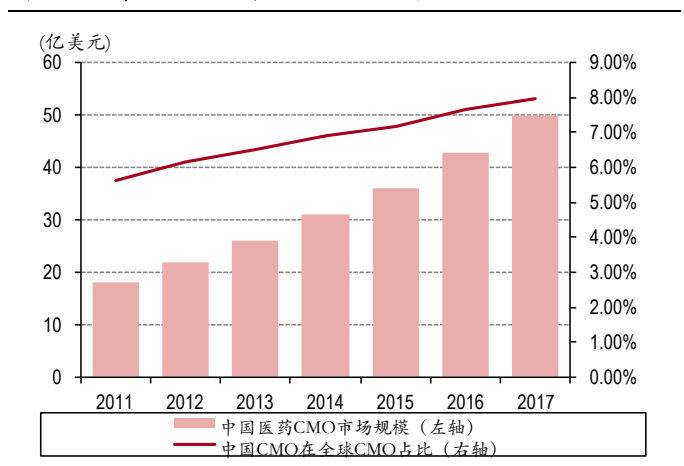
中国原料药产业及上下游各环节发展较为全面，且与欧美等国家相比具有人力、原材料、场地设备等方面的突出成本优势，天然适合 CMO 合同定制生产业务的承接。在过去几年里，中国的化药 CMO 行业复合增速约为 17.84%，远高于全球 11.59% 的水平，且中国的 CMO 行业规模已超过印度，全球 CMO 产能向中国市场的转移是大势所趋。

图表 32. 全球 CMO 市场规模及增速



资料来源：Business Insight，中银证券

图表 33. 中国 CMO 市场规模及全球份额占比



资料来源：Business Insight，中银证券

公司在大规模发酵生产方面具有突出优势，在国内处于领先地位。过去两年由于内部整合及主要客户吉列德的丙肝药销量大幅下滑等影响，CDMO 业务增长缓慢。未来随着公司合同定制生产产品增多、兽药大客户订单体量增长、专利药增加形成更高粘性，CDMO 业务有望释放巨大增长潜力。

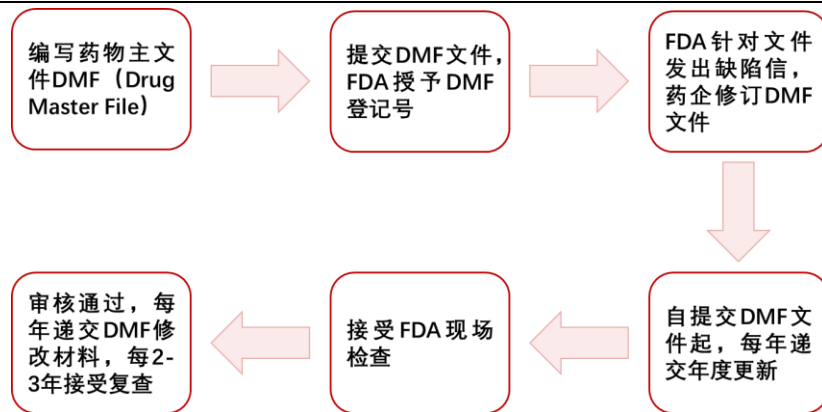
随专利药占比提升，毛利率有望提高

美国从注册级 cGMP 中间体的生产就开始纳入 FDA 监管，且新药注册申请时要求药企的原料供应商需同样通过认证，因此美国对于原料药生产企业的要求更高，且需定期通过 FDA 审查，对于 CMO 企业而言新入者也有着更高的进入门槛和壁垒，客户粘性更高。CMO 的平均毛利率也明显高于大宗原料药的毛利水平。

而专利期药品由于没有竞争，有自主定价权，且需绑定原料供应商，因此专利药 CMO 毛利率更高。专利过期后药品由于专利悬崖和仿制药竞争者的涌入，一般仿制药进入市场的半年时间内，原研价格通常会下降到原来的 20% 左右，CMO 企业的毛利率自然也会大幅降低。

目前公司 CDMO 业务中专利期内药物较少，因此在毛利率及订单体量上均未呈现明显优势。公司趁 CMO 产能向国内转移的机会，大力开拓市场，承接更多专利期内药品的原料药及中间体订单，使营收体量和毛利率都能得到明显提高。

图表 34. FDA 原料药及中间体注册流程

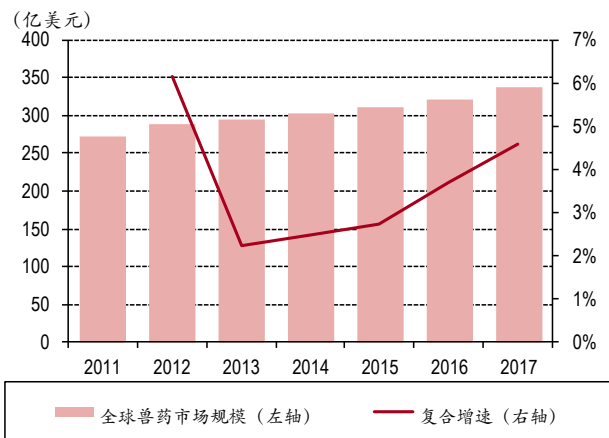


资料来源: FDA, 中银证券

重点发展兽药 CMO 市场, 壁垒更高市场更大

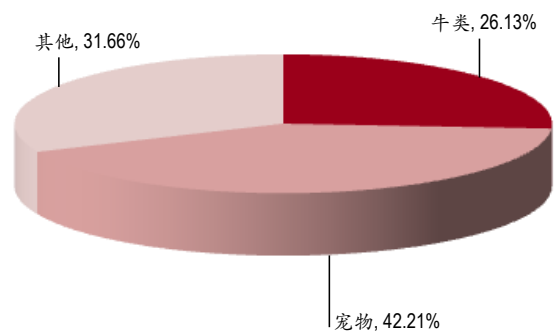
公司 CMO 业务除人用药业务外还在大力开拓兽药市场。根据国际动物保健联盟 (IFAH) 统计, 2016 年全球兽药的市场规模已经达到 321.8 亿美元, 相比于 2004 年的 137 亿美元, 年复合增长率 7.39%。

图表 35. 全球兽药市场规模及增速



资料来源: IFAH, 中银证券

图表 36. 全球兽药市场格局



资料来源: IFAH, 中银证券

兽药相比于人用药具有更长的生命周期和更好的竞争格局。人用原研药专利多为 10 年, 从上市销售达到销售峰值平均 7 年左右, 而兽药的专利期虽然比较短只有 3-5 年, 但原研兽药生命周期可达到 30 年以上。核心原因是因为美国的兽药仍由 FDA 进行监管, 而国内兽药由农业部管辖, 因此在质量标准、审核审批、市场格局方面都不同。而全球最大的几家兽药研发生产企业如 Zoetis、Merial、Elanco 等长期垄断市场及渠道, 导致生产性动物 (如牛等) 用药基本没有仿制药, 也使得兽药普遍生命周期更长、龙头垄断更为明显。

图表 37. FDA 人用药及兽药标准对比

	人用药	兽药
专利期	20 年 (及 PTA、PTE 等补偿调整)	一般 3-7 年
高峰销售时间	平均 10-20 年	30 年以上
上市前试验	申请备案即可	必须获得研究资格证明书
新药定义	改变使用途径和疗程也属于新药	改变使用途径和疗程不属于新药范畴
监管	FDA	FDA、USDA、EPA

资料来源: FDA, 中银证券

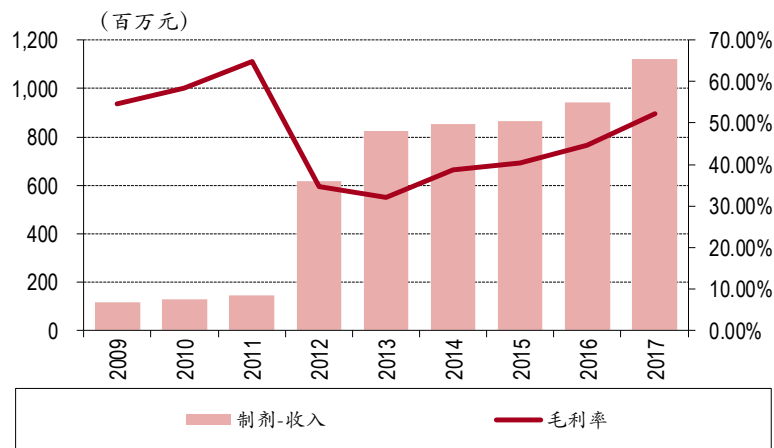
全球来看，兽药市场最大的一块为宠物（伴侣动物）用药，约占总体市场的四成左右，这主要是因为欧美等发达国家经济发展水平较高，家庭饲养宠物较为普遍且关爱程度较高，导致宠物兽药需求量较大。美国宠物药物审批权在 CVM（美国兽医医学中心），该机构属于美国 FDA，而监管权在 FDA（食品药品监督管理局）、USDA（美国农业部）、EPA（美国环境保护署）三个部门手上。此外，国外肉类消费结构以牛类为主，因此牛类兽药的使用量也比较大，市场份额约为 26%。这两类动物对于抗感染药和抗寄生虫药的需求比较高，因此兽用化药目前仍是兽药市场的最主要组成部分。

公司与 Zoetis 等兽药巨头企业已有合作，未来会重点开发承接更多兽药品种。目前兽药自产及 CMO 业务总计近十亿规模，其中三到四成为 CMO 业务。随着公司兽药 API 新订单落地及不断的市场开拓，兽药 CMO 业务也将成为业绩增长的主要驱动力之一。

制剂业务：国际化生产基地建成，投入研发加快结构转型

制剂业务在公司营业总收入中占比为两成左右。2017年制剂板块收入11.21亿元，同比增长18.8%，收入占比20.2%；实现毛利5.86亿元，同比增长38.86%，毛利占比34.2%，较16年的31.8%提高了2.4个百分点。近五年来，公司制剂业务的毛利率不断提高，2017年制剂毛利率提高达到52.3%，较上年同期大幅提升了7.5个百分点。公司未来将逐步拓宽制剂业务，进一步提高制剂业务在营业总收入中的占比。

图表 38. 制剂板块收入及毛利率



资料来源：公司公告，中银证券

主要生产品种

公司主要制剂品种包括乌苯美司胶囊、阿莫西林克拉维酸钾胶囊，口服抗感染药头孢克肟系列等，并拥有阿莫西林克拉维酸钾胶囊、氟氯西林钠颗粒、复方头孢克洛片、治伤软膏等多个国内独家制剂品种，其中乌苯美司胶囊为公司生产的国内首创抗肿瘤药物，抗感染类药物阿莫西林克拉维酸钾胶囊等在国内占据重要市场地位。

图表 39. 公司主要制剂品种

药品名称	适应症	获批时间
乌苯美司胶囊	白血病、肺鳞癌、恶性黑色素瘤、胃癌等的治疗，以及和放疗联合用于鼻咽癌等的治疗	2010/6/24
头孢克肟胶囊、分散片	第三代口服头孢菌素，抗菌谱广	2012/12/11
阿莫西林克拉维酸钾胶囊	敏感细菌引起的各种感染	2008/7/17

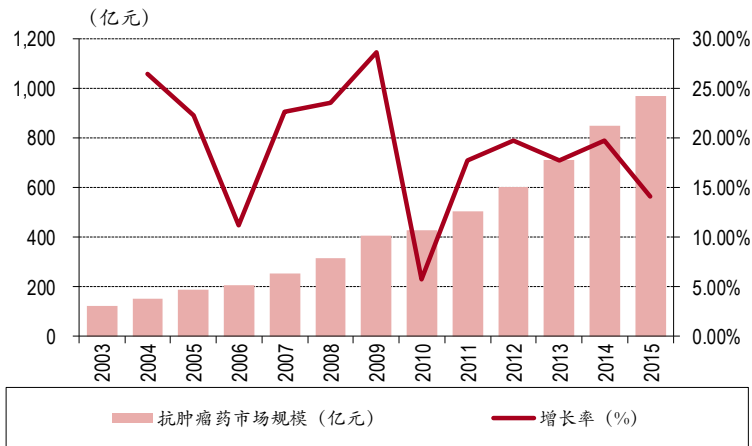
资料来源：公司年报及中银证券

乌苯美司胶囊

乌苯美司胶囊是一种竞争性、可逆性的氨基肽酶抑制剂，常用于抗癌化疗、放疗的辅助治疗和老年性免疫功能缺陷等。其主要成分 $C_{16}H_{24}N_2O_4$ ，化学式为 $N-[(2S,3R)-3-氨基-2-羟基-4-苯基丁酰基]-L-亮氨酸$ ，是从链霉菌属的培养液中分离所得的二肽化合物，对多种氨基肽酶及白三烯 A4 水解酶等都有抑制作用，可以增强 T 细胞的功能，使 NK 细胞的杀伤活力增强，且可使集落刺激因子合成增加而刺激骨髓细胞的再生及分化。同时， $C_{16}H_{24}N_2O_4$ 是临床上唯一的 CD13 拮抗剂，可全面阻击多种肿瘤细胞的发生和发展，从而抑制肿瘤转移和复发，抑制肿瘤新生血管形成，抑制肿瘤细胞增生，促进肿瘤细胞凋亡。

近年来，由于老龄化问题及环境污染情况的突出，我国恶性肿瘤患者人数不断增加。根据国家癌症中心统计数据显示，我国每年新发癌症病例超过 350 万，死亡病例超 200 万。随着健康意识的不断增强，肿瘤医疗服务的需求不断增加。因此，在患病人数攀升与患者治疗意愿增强的双重驱动下，我国抗肿瘤药市场规模持续扩张。2017 年，我国抗肿瘤及免疫调节剂药物销售金额已跃居大类药物市场份额占比的首位。乌苯美司胶囊作为一种有效的抗癌药物，具有广阔的市场空间。

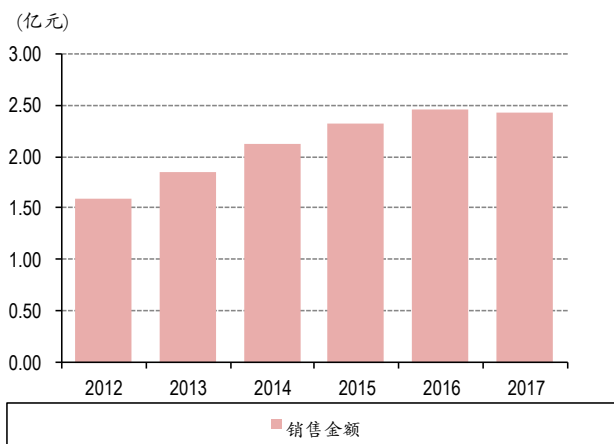
图表 40. 我国抗肿瘤药市场规模



资料来源：万得，中银证券

乌苯美司于 1987 年由日本化药株式会社研发上市。在 2010 年，普洛药业获批生产乌苯美司胶囊，由其子公司浙江普洛康裕制造生产。其后的五年中，普洛药业的乌苯美司销售金额不断提升，成为普洛药业重要制剂品种。除普洛药业外，我国共有七家其他药企生产乌苯美司，2017 年普洛药业的乌苯美司在样本医院市占率近 10%，远超其他同业竞争公司，是我国最大的乌苯美司胶囊生产企业。

图表 41. 普洛乌苯美司胶囊样本医院销售额及市占率



资料来源：PDB，中银证券

图表 42. 乌苯美司胶囊同业竞争情况

企业名称	获批时间
成都倍特药业有限公司	2007/10/23
北京博康健基因科技有限公司	2008/8/29
四川宝光药业股份有限公司	2009/1/16
北京市燕京药业有限公司	2009/6/18
成都苑东药业有限公司	2014/12/1
甘肃成纪生物药业有限公司	2017/6/14
苏州二叶制药有限公司	2008/10/24

资料来源：药智网，中银证券

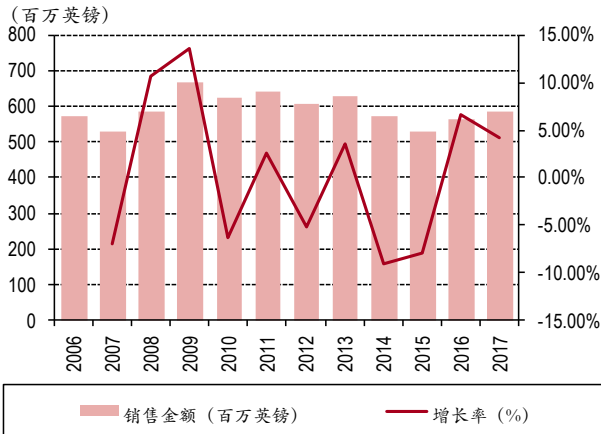
阿莫西林克拉维酸钾胶囊

阿莫西林克拉维酸钾胶囊适用于敏感菌引起的各种感染，例如呼吸道感染、泌尿系统感染、皮肤和软组织感染等，其主要成分为阿莫西林和克拉维酸钾。其中，阿莫西林主要作用在微生物的繁殖阶段，通过抑制细胞壁粘多肽的生物合成而起作用。克拉维酸钾能通过阻断 β -内酰胺酶的活性部位，使大部分细菌所产生的这些酶失活。

由于阿莫西林克拉维酸钾抗菌谱广，对许多菌种具有良好作用，因此是一种非常常用的抗生素。阿莫西林克拉维酸钾由葛兰素史克研发，于1984年获FDA批准上市，是最大的阿莫西林克拉维酸钾销售商。根据葛兰素史克的销售数据，全球阿莫西林克拉维酸钾销售情况稳定在600万英镑左右。

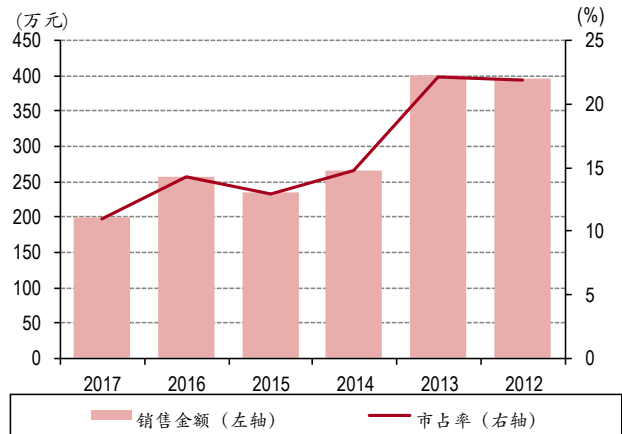
由于国内限抗及招标降价等因素，普洛药业子公司巨泰药业生产的阿莫西林克拉维酸钾的销售额有明显下滑，而且市场总量也呈下降趋势，但公司仍在该市场中占有重要地位。限抗的实施虽然会导致医院用药量下降，但一致性评价将加速优胜劣汰，可抓住机遇实现弯道超车。预计销售将逐渐趋缓企稳，同时公司也会通过更多独家高端制剂提高制剂板块收入。

图表 43. GSK 阿莫西林克拉维酸钾销售情况



资料来源：彭博，中银证券

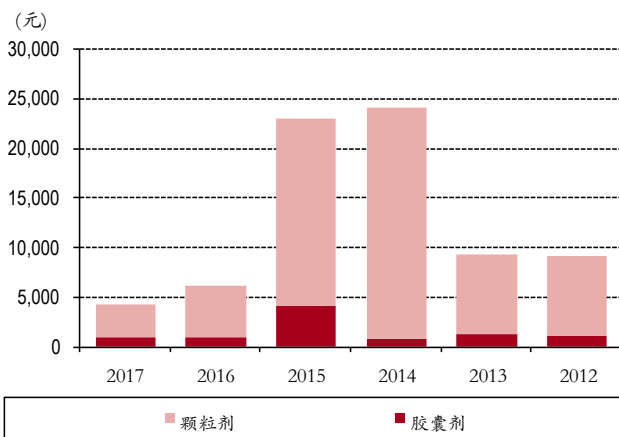
图表 44. 普洛阿莫西林复方胶囊样本医院销售额及市占率



资料来源：PDB，中银证券

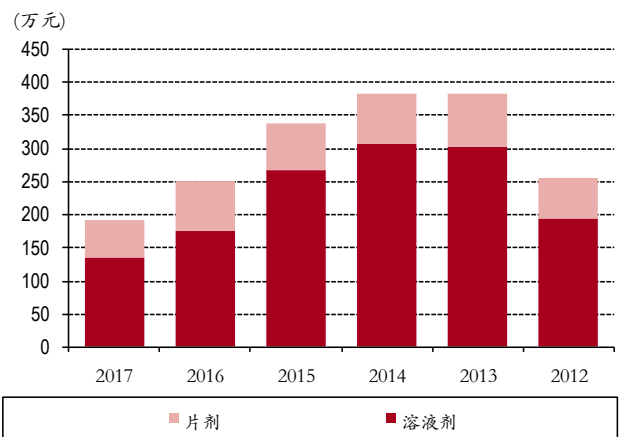
公司2017年有头孢拉定混悬剂和注射用卡络磺钠进入新版国家医保目录，同时重点品种盐酸金刚乙胺和氧氟沙星进行了目录内调整，将利于公司产品进一步放量。

图表 45. 普洛药业头孢拉定样本医院销售额



资料来源：PDB，中银证券

图表 46. 普洛药业金刚乙胺样本医院销售额



资料来源：PDB，中银证券

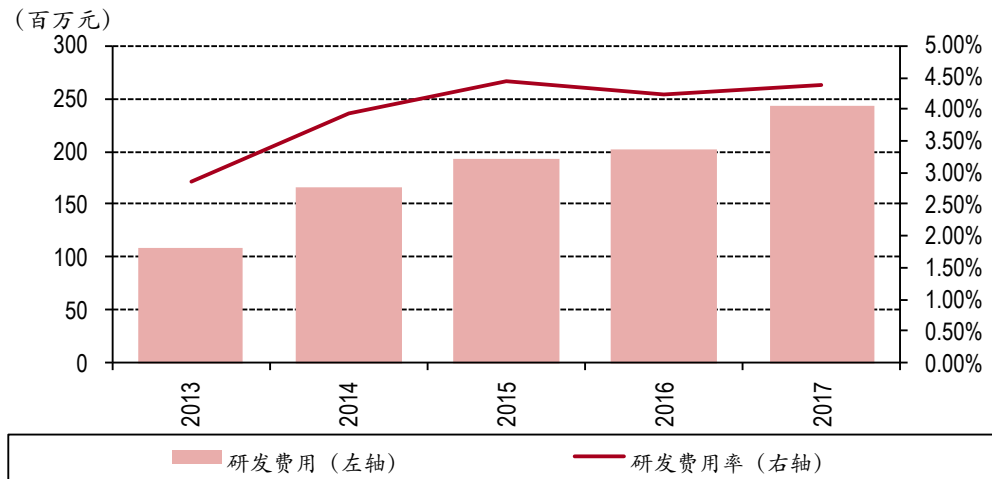
图表 47. 公司新进国家医保目录及目录内调整药品情况

药品名称	适应症或功能主治	备注
头孢拉定干混悬剂	适用于敏感菌所致的急性咽炎、扁桃体炎、中耳炎、支气管炎和肺炎等呼吸道感染、泌尿生殖道感染及皮肤软组织感染等。	新进 2017 年版国家医保
注射用卡络磺钠	用于泌尿系统、上消化道、呼吸道和妇产科出血疾病。对泌尿系统出血疗效较为显著，亦可用于手术出血的预防及治疗等。	新进 2017 年版国家医保
氧氟沙星片	适用于敏感菌引起的泌尿生殖系统感染、呼吸道感染、胃肠道感染、伤寒、骨和关节感染、皮肤软组织感染、败血症等全身感染。	医保类别从乙类调为甲类
盐酸金刚乙胺片/口服液	适用于预防和治疗 A 型（包括 H1N1、H2N2、H3N2）流感病毒感染。	取消“限儿童”

资料来源：公司年报及中银证券

在研品种

为落实公司“制剂做优，原料做强”的发展战略，公司持续加大在研发上的投入，以保障公司的创新药及仿制药的研发，遵循“仿创结合”，不断寻求差异化、价值化的发展。2017 年公司研发费用支出 2.43 亿，研发费用的收入占比达到 4.37%，比 2013 年的 2.85% 提高 1.52 个百分点，支出金额增长一倍有余，年均复合增长率达到 21.95%。

图表 48. 公司不断加大研发投入


资料来源：公司年报及中银证券

截至 2017 年，公司拥有两家省级院士工作站、两家国家级博士后科研工作站，一家手性药物及中间体技术国家工程研究中心；有全职博士 32 名，浙江省“千人计划”专家 4 人及专职研发人员 400 余人，研发团队还在继续壮大。同时拥有专利技术 143 项，其中发明专利 103 项，实用新型专利 40 项。目前 15 个药品已进入注册程序，首个创新药索法地尔顺利进入临床 II 期。盐酸安非他酮缓释片已在美申报 ANDA，最快可于明年上市。公司制剂国际化生产基地也已建成，为后续高难度制剂技术产品落地及高品质制剂出口到欧、美、日等规范市场提供硬件基础。公司制剂研发重点集中在抗感染、心脑血管、抗肿瘤等重大疾病领域，力求发展优势产品，建立优势制剂技术平台，最终形成优势治疗领域。多样化同时有聚焦的在研产品管线也为公司的长足发展和结构转型提供了有利保障。

图表 49. 已进入注册程序的 15 个药品情况

药品名称	注册分类	功能主治	注册所处阶段	进展情况
盐酸安非他酮缓释片	ANDA	抑郁	已报美国 FDA	等待评审
右旋糖酐铁注射液	4	补血	国家局, 待审评	省所注册检验
吸入用乙酰半胱氨酸溶液	4	化痰	山西省局, 受理	省所注册检验
奥拉西坦注射液	4	脑损伤	国家局, 发补	补充资料已上报
盐酸法舒地尔注射液	4	脑血管痉挛	国家局, 发补	补充资料已上报
盐酸表柔比星注射液	4	肿瘤	国家局, 发补	补充资料已上报
注射用帕瑞昔布钠	4	止痛	国家局, 发补	补充资料研究中
左乙拉西坦片	4	癫痫	已有临床批件	BE 完成, 报生产
头孢地尼颗粒	4	抗菌	已有临床批件	待 BE
头孢呋辛酯片	4	抗菌	已有临床批件	待 BE
缬沙坦氢氯地平片	4	高血压	已有临床批件	待 BE
头孢克肟胶囊	4	抗菌	已有临床批件	待 BE
盐酸氟西汀胶囊	4	抑郁	已有临床批件	待 BE
盐酸氟西汀分散片	4	抑郁	已有临床批件	待 BE
头孢丙烯片	4	抗菌	已有临床批件	待 BE
门冬氨酸鸟氨酸注射液	4	肝病	国家局, 发补	补充资料研究中

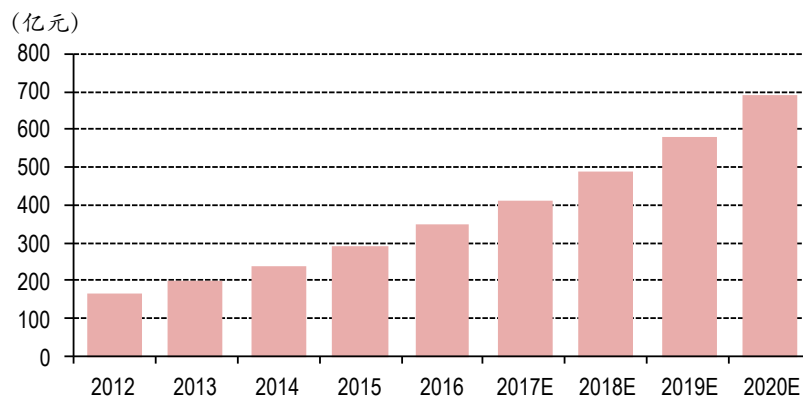
资料来源: 公司年报及中银证券

索法地尔

索法地尔是普洛药业在研的 1.1 类创新药, 是一种具有全新化学结构的小分子化合物。索法地尔适应症为急性缺血性脑卒中, 是迄今为止全球首创的具有双重作用机制的脑神经保护剂。

我国是全球脑卒中患者最多的国家, 国家卫生服务中心五年一度的调查数据显示, 我国脑卒中发病率已由 1993 年的 0.40% 上升至 2013 年的 1.23%, 并有继续上升趋势。世卫组织数据显示, 中国的脑卒中发生率仍在以每年 8.7% 的增长速度不断增加, 且我国缺血性脑卒中的年复发率高达 17.7%。目前我国脑卒中患者人数约 1300 万, 该疾病每年给中国造成的经济负担每年高达 400 亿元。全球每年新发脑卒中患者数约为 1700 万人, 死于卒中及相关疾病患者约 600 万人。

脑卒中发病时会导致脑组织失去正常血液供应, 而神经细胞在血流完全中断时, 最多存活 5-8 分钟。所以脑卒中的死亡率很高。据世界卫生组织报告, 脑卒中是全球范围内第二大致死原因, 占有所有死亡的 11.9%。而在中国, 脑卒中是第一位的致死原因, 在每年所有死亡病例中约占 1/5。而且脑卒中幸存者中 3/4 都留有不同程度的后遗症, 重度致残率占 40% 以上。

图表 50. 我国脑卒中用药市场规模


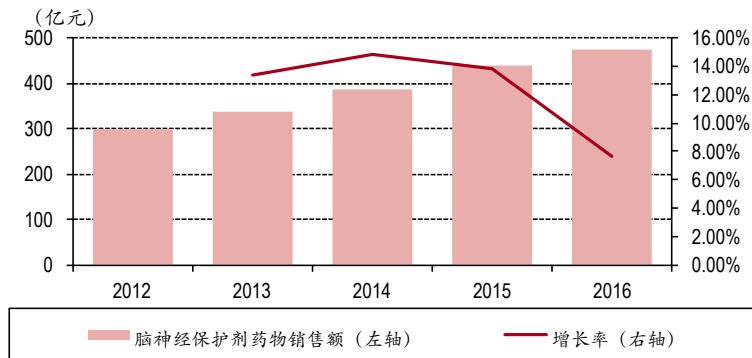
资料来源: 米内网, 中银证券

脑卒中包括缺血性卒中和出血性卒中, 缺血性卒中的发病率高于出血性卒中, 占脑卒中总数的 60%~70%。

引发急性缺血性脑卒中症状的根本原因是脑血流中断，神经细胞缺氧，而造成血液供应中断的原因有三种。第一种是动脉本身病变导致的管腔狭窄或闭塞，第二种是动脉栓塞，堵塞了血液流动，第三种是各种因素导致血压显著降低，脑灌注压降低，脑血流量减少。大部分缺血性脑卒中为栓塞形成所致，也有三种机制都有参与的情况。

脑卒中治疗根据发病机理及治疗手段不同，用药类型也有很多种，最主要的是两类药物：抗血栓类药物和神经保护剂。而索法地尔为目前全球首个具有双重作用机制的脑神经保护剂。在国内乃至海外都有巨大市场空间。

图表 51. 我国脑神经保护剂市场规模及增长情况

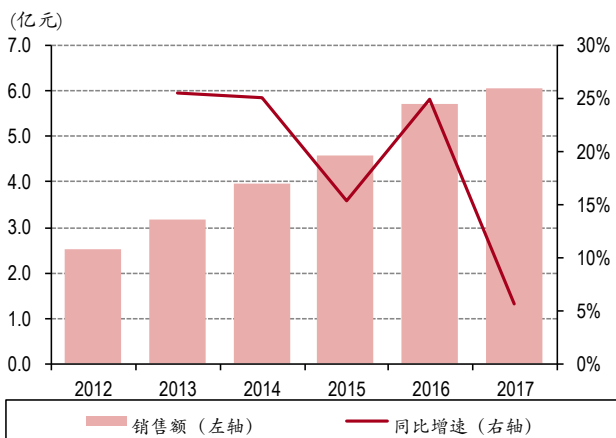


资料来源：产业信息网，中银证券

2014年7月，公司注射用索法地尔获批进入I期临床。2016年，索法地尔的II期临床研究申请先后获得韩国食品医药品安全厅和中国CFDA批准，已经在韩国和中国进入II期临床试验。另外该项目于2017年底获得国家“重大新药创制”科技重大专项立项支持，获得中央财政经费补助。

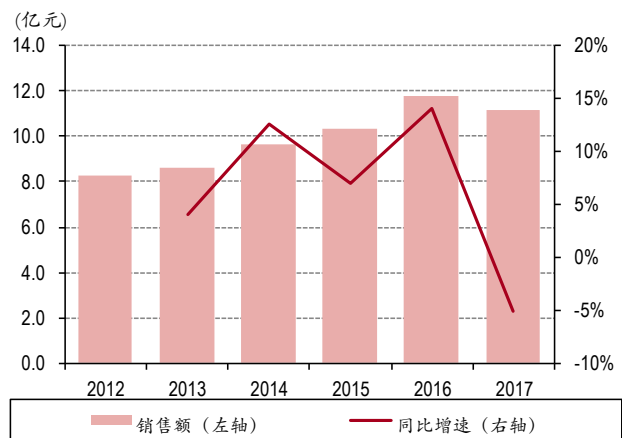
目前，市场上治疗脑卒中的同类药物有依达拉奉注射液和恩必普（丁苯酞软胶囊）等。据米内网数据显示，2015年依达拉奉和恩必普在中国城市公立医院年度销售达54.5亿人民币。其中，恩必普是石药集团研发的创新药，是其独家产品。丽珠集团及南京优科的仿制药正处于临床评审状态中。恩必普销售金额增长速度非常快，虽然近年来有所放缓，但增速仍然在20%以上。依达拉奉生产企业较多，预计2015-2020年复合增长率约14.0%，2020年市场规模将达到65.0亿元。2017年销售有所放缓主要是招标及医保降价影响，但恩必普和依达拉奉销售金额的快速增长表明脑卒中药物的市场空间仍然很大，新药索法地尔进入市场后将具有很好的发展空间。

图表 52. 丁苯酞软胶囊样本医院销售额及增速



资料来源：PDB，中银证券

图表 53. 依达拉奉注射液样本医院销售额及增速

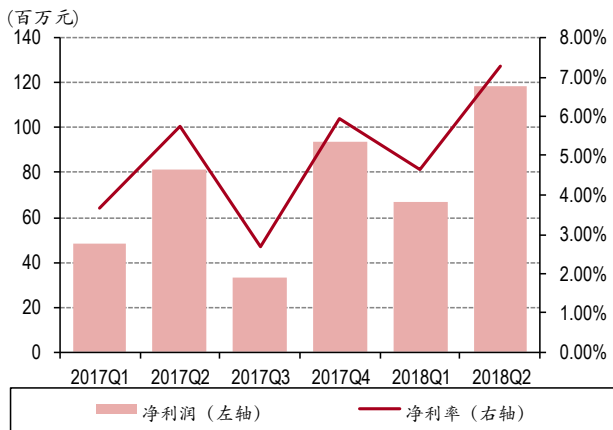


资料来源：PDB，中银证券

财务比较及分析

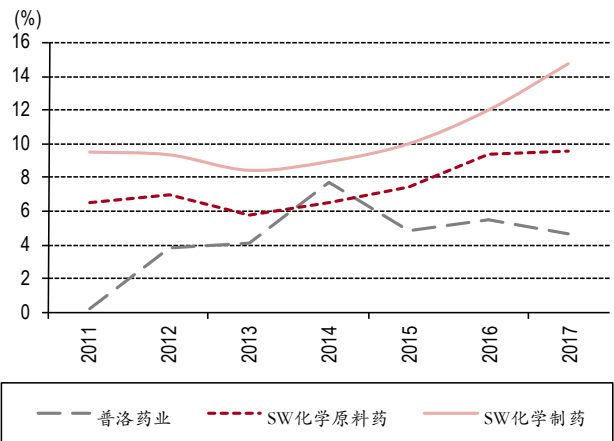
公司在之前由于资产重组和历史原因，下属控参控股子公司关联复杂、经营效率较低，业务条线间未能进行有效整合，发挥规模优势，因此盈利水平偏低，利润率均明显低于化药原料板块及制剂板块的平均水平。新管理层上任后重点进行内部降本增效，对于采购、生产、销售、管理等各方面均有较大的效率提升空间，且自进入 2018 年以来已有明显成效：2018 年一季度净利率较上年同期上涨近 1 个百分点达 4.63%，二季度单季净利率较上年同期增加 1.54 个百分点达 7.28%。随着公司内部进一步整合及相关举措落地，相信公司净利率可以进一步提升。

图表 54. 单季净利润及净利率



资料来源：公司公告，中银证券

图表 55. 公司净利率与板块平均水平相比有较大提升空间

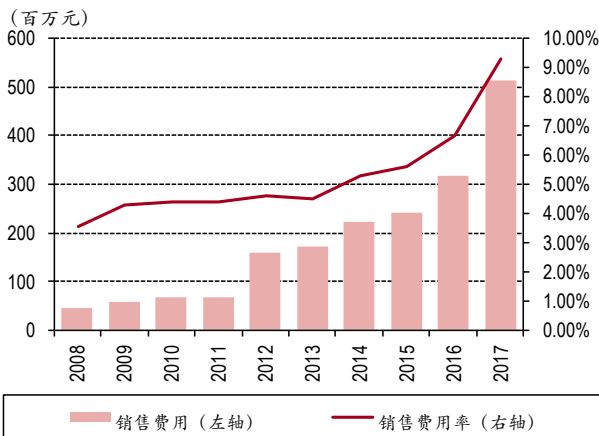


资料来源：公司公告，中银证券

费用支出分析

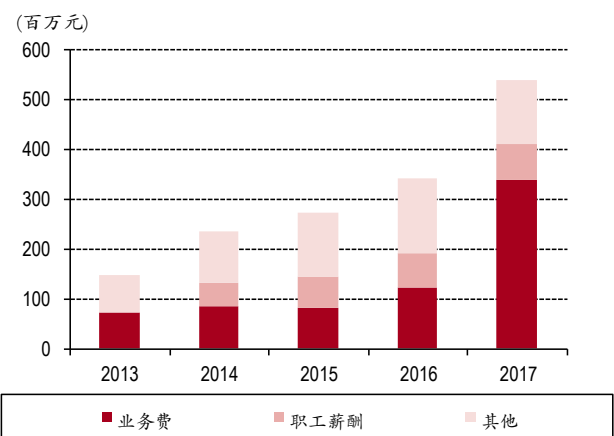
随着公司规模扩大和营业收入的增长，公司销售费用在近十年中持续攀升，销售费用率由 3.55% 上升至 9.28%，其中主要构成为业务费、员工薪酬、运杂费、差旅费、广告费等。2016-2017 年，公司积极拓宽制剂业务市场，以期公司主打品种乌苯美司胶囊、头孢类及阿莫西林克拉维酸钾等可以进一步提高市场份额。2017 年度公司销售费用率涨幅较大的原因为对制剂业务市场的积极开拓和海外业务规模扩张，导致业务费用大幅增加 2.26 亿，引起销售费用的大幅上涨。

图表 56. 销售费用及销售费用率



资料来源：公司公告，中银证券

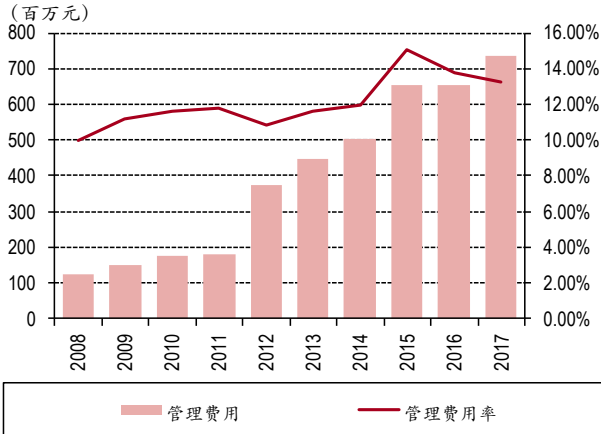
图表 57. 销售费用构成



资料来源：公司公告，中银证券

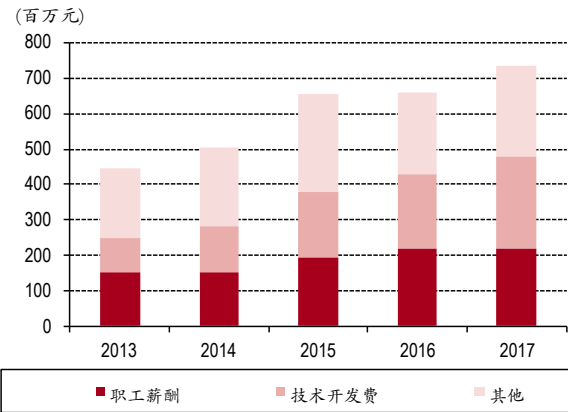
近几年公司的管理费用稳定在 12%左右，长期来看有所上升，但增长速度较慢，管理费用利用效率不断提升。自 2013 年以来，公司开始对其子公司进行大规模整合，通过子公司间吸收兼并和收购少数股东权益的方式，提高管理效率，降低管理费用和财务费用。公司的整体管理费用并未下降，但其中技术开发费用占比逐年上升，说明管理费用结构在不断优化。随着后续整合完成和内部架构重组，管理费用率有望继续降低。

图表 58. 管理费用及管理费用率



资料来源：公司公告，中银证券

图表 59. 销售费用构成



资料来源：公司公告，中银证券

盈利预测及估值

我们预计公司 18-20 年实现净利润 3.54/4.55/5.72 亿元，全面摊薄每股收益 0.30/0.39/0.49 元，对应 PE 25.8/20.1/16.0 倍。公司原料药行业集中度不断提高可享受提价，CMO 行业订单量有持续增长空间，制剂做强带来估值提升；同时精简冗余架构降本增效可使公司盈利能力得到释放。与行业平均净利率及估值水平相比公司仍有较大提升空间。首次覆盖，给予**买入**评级，重点推荐。

图表 60. 主营业务预测拆分

(百万元)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
原料药和中间体									
收入	1,206.1	1,344.4	1,339.8	2,832.4	3,056.0	3,362.2	3,448.2	3,808.9	4,287.4
增长率(%)		11.5	(0.3)	111.4	7.9	10.0	2.6	10.5	12.6
毛利	225.1	231.4	190.3	588.5	616.5	766.8	831.8	897.3	1,098.3
制剂									
收入	116.5	129.1	145.9	617.2	823.2	852.3	865.9	943.4	1121.0
增长率(%)		10.8	13.0	323.2	33.4	3.5	1.6	9.0	18.8
毛利	63.7	75.3	94.6	214.0	264.8	330.2	349.6	422.2	586.3
其他主营业务									
收入	1.5	2.0	0.8	9.2	10.0	5.8	10.6	7.3	118.4
增长率(%)		32.7	(59.6)	1,020.7	8.8	(42.2)	83.4	(31.5)	1,531.0
毛利	(1.9)	(1.2)	(3.8)	(1.8)	(1.5)	0.8	2.9	2.6	10.1
其他业务合计									
收入	22.1	17.1	7.8	21.3	(33.9)	12.5	13.2	12.6	25.0
增长率(%)		(22.9)	(54.1)	172.8	(258.9)	(136.9)	5.3	(4.3)	98.6
毛利	3.2	3.3	0.6	6.7	2.9	3.6	3.9	5.8	17.2
总收入合计									
收入	1,367.9	1,521.0	1,534.5	3,480.1	3,899.8	4,232.8	4,337.9	4,772.2	5,551.8
增长率(%)		11.2	0.9	126.8	12.1	8.5	2.5	10.0	16.3
毛利	298.93	319.86	297.58	807.4	882.8	1,101.4	1,188.2	1,327.9	1,711.9

资料来源：公司公告，中银证券

风险提示

原料药价格下行风险：虽然目前大部分原料药品种处于高景气度时期，且国家对于环保的趋严监控及供给端收紧会使此轮景气度周期高于历史水平，竞争格局亦在不断优化，但原料药及中间体行业价格波动较大，存在周期性变化，公司有由于主要品种价格下滑带来的收入和利润率下降的风险。

市场开拓不达预期的风险：公司近年来加大营销投入，对制剂及 CMO 板块进行大力市场开拓，存在行业竞争加剧、市场拓展及销售不达预期的风险。

汇兑损失风险：公司为国内大型医药出口企业，上一年度有 43.51% 的收入来自海外，且账面上有外币货币资金，有汇率变化带来的汇兑损失风险。

制剂在研品种研发进度慢于预期的风险：目前公司有多个产品在研，分别处于临床前、临床及新药申报阶段，存在新药研发失败或进度慢于预期的风险，同时存在新药上市后的推广销售不达预期的风险。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	4,772	5,552	6,435	7,608	8,964
销售成本	(3,487)	(3,893)	(4,435)	(5,226)	(6,141)
经营费用	(717)	(954)	(1,198)	(1,451)	(1,740)
息税折旧前利润	567	705	802	931	1,083
折旧及摊销	(302)	(332)	(344)	(359)	(370)
经营利润(息税前利润)	265	373	458	572	714
净利息收入/(费用)	(13)	(95)	(61)	(50)	(41)
其他收益/(损失)	83	62	56	62	61
税前利润	335	340	454	584	734
所得税	(72)	(83)	(100)	(128)	(161)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	263	257	354	455	572
核心净利润	276	258	355	456	573
每股收益(人民币)	0.229	0.218	0.301	0.386	0.486
核心每股收益(人民币)	0.241	0.219	0.302	0.387	0.486
每股股息(人民币)	0.069	0.065	0.090	0.116	0.146
收入增长(%)	10	16	16	18	18
息税前利润增长(%)	10	41	23	25	25
息税折旧前利润增长(%)	8	24	14	16	16
每股收益增长(%)	26	(5)	38	28	26
核心每股收益增长(%)	28	(9)	38	28	26

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	335	340	454	584	734
折旧与摊销	302	332	344	359	370
净利息费用	13	95	61	50	41
运营资本变动	(432)	(435)	56	(386)	(45)
税金	(72)	(83)	(100)	(128)	(161)
其他经营现金流	34	(39)	(160)	(94)	(154)
经营活动产生的现金流	180	210	655	384	783
购买固定资产净值	(33)	(41)	80	115	85
投资减少/增加	14	(3)	1	6	2
其他投资现金流	(282)	(35)	(152)	(230)	(170)
投资活动产生的现金流	(300)	(79)	(71)	(109)	(83)
净增权益	(79)	(77)	(106)	(137)	(172)
净增债务	66	(208)	(320)	105	(339)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	60	165	(113)	(153)	(262)
融资活动产生的现金流	47	(93)	(487)	(82)	(551)
现金变动	(72)	38	96	193	149
期初现金	795	553	547	643	837
公司自由现金流	(119)	130	583	275	700
权益自由现金流	(40)	17	323	431	402

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	647	655	754	952	1,106
应收帐款	1,201	1,387	1,627	1,974	2,308
库存	693	727	876	985	1,169
其他流动资产	100	102	141	159	210
流动资产总计	2,642	2,870	3,398	4,070	4,793
固定资产	2,340	2,287	2,032	1,798	1,523
无形资产	442	401	392	382	372
其他长期资产	162	99	129	131	119
长期资产总计	2,944	2,787	2,553	2,311	2,015
总资产	5,619	5,691	5,983	6,413	6,839
应付帐款	1,152	934	1,229	1,176	1,448
短期债务	1,019	1,041	694	800	470
其他流动负债	478	463	547	598	668
流动负债总计	2,649	2,437	2,470	2,574	2,585
长期借款	180	0	0	0	0
其他长期负债	174	204	215	222	236
股本	1,147	1,179	1,179	1,179	1,179
储备	1,470	1,872	2,120	2,439	2,839
股东权益	2,617	3,050	3,298	3,617	4,018
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	5,619	5,691	5,983	6,413	6,839
每股帐面价值(人民币)	2.28	2.59	2.80	3.07	3.41
每股有形资产(人民币)	1.90	2.25	2.47	2.74	3.09
每股净负债/(现金)(人民币)	0.56	0.42	0.04	(0.03)	(0.44)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.9	12.7	12.5	12.2	12.1
息税前利润率(%)	5.6	6.7	7.1	7.5	8.0
税前利润率(%)	7.0	6.1	7.1	7.7	8.2
净利率(%)	5.5	4.6	5.5	6.0	6.4
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.2	1.4	1.6	1.9
利息覆盖率(倍)	19.9	3.9	7.6	11.4	17.5
净权益负债率(%)	24.7	16.2	1.5	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.7	0.9	1.0	1.2	1.4
估值					
市盈率(倍)	33.9	35.7	25.8	20.1	16.0
核心业务市盈率(倍)	32.3	35.6	25.8	20.1	16.0
市净率(倍)	3.4	3.0	2.8	2.5	2.3
价格/现金流(倍)	49.4	43.6	14.0	23.8	11.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.3	13.7	11.5	9.8	8.0
周转率					
存货周转天数	74.1	66.6	66.0	65.0	64.0
应收帐款周转天数	77.5	85.1	85.5	86.4	87.2
应付帐款周转天数	95.0	68.6	61.3	57.7	53.4
回报率					
股息支付率(%)	30.1	29.9	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	10.4	9.1	11.2	13.2	15.0
资产收益率(%)	3.8	5.0	6.1	7.2	8.4
已运用资本收益率(%)	1.8	1.6	2.2	2.7	3.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371