



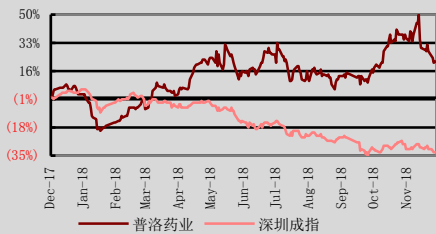
000739.SZ

买入

市场价格：人民币 7.50

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	14.8	(10.0)	7.6	18.5
相对深证成指	49.2	(2.8)	20.3	52.5

发行股数(百万)	1,179
流通股(%)	97
流通股市值(人民币 百万)	8,487
3个月日均交易额(人民币 百万)	67
净负债比率(%) (2018E)	1
主要股东(%)	
横店集团控股有限公司	28

资料来源：公司数据，聚源及中银国际证券
以2018年12月24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

邓周宇

(0755)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

高睿婷

(8621)20328514

ruiting.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001

普洛药业

API 行业高景气度持续，内外双动力推动业绩高增长

公司是国内 API 中间体生产及出口龙头企业。原料药行业受益于供给收缩和质量标准提升带来的景气度上行，公司作为行业龙头充分享受提质提价红利，由于原来产能可随提价涌入的周期逻辑被打破，且原料药在整个医药制造产业链中的地位随质量提高而升高，因此我们判断此轮景气周期可持续。同时公司内部整合提升盈利能力，内外均处于向上拐点。维持买入评级，继续重点推荐。

支撑评级的要点

■ 行业供给出清，价格稳定上行

原料药大部分品种价格近两年随产能收紧稳定上行，由于环保压力持续，新增产能难以进入，供给偏紧，竞争格局趋于稳定，具有良好提价基础，短期难以颠覆，同时一致性评价和关联审评对原料药质量要求提高，原有劣币充斥市场的局面不复存在，优质原料药企可享受质量带来的价值提升，因此景气度仍可保持，且过往原料药的周期属性将减弱，有望迎来业绩估值双升。前三季度归母净利润增长 67.67%，预计全年 50% 以上高增长。

■ 海外市场增长及价格持续性更强

公司有近半原料药销往海外市场，一年或多年长单为主，因此今年海外销售尚未充分体现涨价优势，明年订单执行价格将明显上涨。且由原材料价格上涨压缩毛利，明年转嫁成本后利润将进一步释放。

■ 公司内部整合收效明显

去年管理层换届后对子公司和人员进行全面整合，除生产外的采购、财务、人力、销售等均统一整合到 API 中间体、CDMO、制剂三个事业部中，裁减冗余人员近 1/10。三季度净利率 5.44%，比去年同期高出 2.75 个百分点，盈利能力明显提升。

评级面临的主要风险

■ 原料药价格波动的风险；CMO 业务开拓低于预期的风险；制剂大幅降价的风险。

估值

■ 公司前三季度高增长奠定全年基础，全年上佳表现可期。我们预计 2018-2020 年净利润 3.92/5.05/6.53 亿元，EPS0.33/0.43/0.55 元，当前股价对应 PE 22.2/17.3/13.3 倍。维持买入评级，继续重点推荐。

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	6,404	7,555	8,972
变动(%)	10	16	15	18	19
净利润(人民币 百万)	263	257	392	505	653
全面摊薄每股收益(人民币)	0.223	0.218	0.333	0.428	0.554
变动(%)	26.3	(2.4)	52.8	28.8	29.4
全面摊薄市盈率(倍)	33.2	34.0	22.2	17.3	13.3
价格/每股现金流量(倍)	48.3	41.6	13.8	20.6	10.4
每股现金流量(人民币)	0.15	0.18	0.54	0.36	0.71
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.5	13.1	11.3	8.8	7.0
每股股息(人民币)	0.067	0.065	0.100	0.128	0.166
股息率(%)	0.9	0.9	1.4	1.7	2.2

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

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	6,404	7,555	8,972
销售成本	(3,487)	(3,893)	(4,387)	(5,085)	(5,944)
经营费用	(717)	(954)	(1,245)	(1,495)	(1,867)
息税折旧前利润	567	705	772	975	1,160
折旧及摊销	(302)	(332)	(344)	(359)	(370)
经营利润 (息税前利润)	265	373	428	616	791
净利息收入/(费用)	(13)	(95)	6	(47)	(35)
其他收益/(损失)	83	62	56	62	61
税前利润	335	340	490	631	817
所得税	(72)	(83)	(98)	(126)	(163)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	263	257	392	505	653
核心净利润	276	258	393	505	654
每股收益 (人民币)	0.223	0.218	0.333	0.428	0.554
核心每股收益 (人民币)	0.234	0.219	0.333	0.429	0.555
每股股息 (人民币)	0.067	0.065	0.100	0.128	0.166
收入增长(%)	10	16	15	18	19
息税前利润增长(%)	10	41	15	44	28
息税折旧前利润增长(%)	8	24	10	26	19
每股收益增长(%)	26	(2)	53	29	29
核心每股收益增长(%)	28	(7)	53	29	29

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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	490	631	817
折旧与摊销	302	332	344	359	370
净利息费用	13	95	(6)	47	35
运营资本变动	(432)	(435)	47	(410)	(69)
税金	(72)	(83)	(98)	(126)	(163)
其他经营现金流	34	(39)	(144)	(77)	(153)
经营活动产生的现金流	180	210	633	423	836
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)	(118)	(151)	(196)
净增债务	66	(208)	(357)	74	(367)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	60	165	(47)	(150)	(256)
融资活动产生的现金流	47	(93)	(469)	(124)	(598)
现金变动	(72)	38	93	191	156
期初现金	795	553	547	640	831
公司自由现金流	(119)	130	562	315	754
权益自由现金流	(40)	17	199	435	421

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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	751	946	1,107
应收帐款	1,201	1,387	1,612	1,964	2,323
库存	693	727	860	951	1,133
其他流动资产	100	102	138	154	204
流动资产总计	2,642	2,870	3,362	4,015	4,767
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	5,948	6,358	6,813
应付帐款	1,152	934	1,207	1,134	1,407
短期债务	1,019	1,041	657	732	373
其他流动负债	478	463	544	591	662
流动负债总计	2,649	2,437	2,408	2,458	2,441
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	2,146	2,500	2,957
股东权益	2,617	3,050	3,325	3,678	4,135
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	5,619	5,691	5,948	6,358	6,813
每股帐面价值 (人民币)	2.22	2.59	2.82	3.12	3.51
每股有形资产 (人民币)	1.90	2.25	2.49	2.80	3.19
每股净负债/(现金)(人民币)	0.56	0.42	0.01	(0.08)	(0.52)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

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	12.1	12.9	12.9
息税前利润率(%)	5.6	6.7	6.7	8.2	8.8
税前利润率(%)	7.0	6.1	7.7	8.4	9.1
净利率(%)	5.5	4.6	6.1	6.7	7.3
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.2	1.4	1.6	2.0
利息覆盖率(倍)	19.9	3.9	n.a.	13.2	22.9
净权益负债率(%)	24.7	16.2	0.5	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.7	0.9	1.0	1.2	1.5
估值					
市盈率(倍)	33.2	34.0	22.2	17.3	13.3
核心业务市盈率(倍)	31.6	33.9	22.2	17.3	13.3
市净率(倍)	3.3	2.9	2.6	2.4	2.1
价格/现金流(倍)	48.3	41.6	13.8	20.6	10.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.5	13.1	11.3	8.8	7.0
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	61.0	56.6	51.7
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	12.3	14.4	16.7
资产收益率(%)	3.8	5.0	5.9	8.0	9.6
已运用资本收益率(%)	1.8	1.6	2.4	3.0	3.7

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测