



000739.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 13.09

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	78.6	4.5	10.0	78.6
相对深证成指	34.6	0.4	5.5	39.8

发行股数(百万)	1,179
流通股(%)	97
总市值(人民币 百万)	15,427
3个月日均交易额(人民币 百万)	168
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
横店集团控股有限公司	28

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券  
以2019年12月19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

075582560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

## 普洛药业

### CDMO 新订单陆续落地, 集采利好原料药制剂一体化发展

公司内部持续进行整合提效, 精简优化内部治理结构后仍有较大利润释放潜力。CDMO 板块在兽药及造影剂领域的多个订单陆续落地。制剂板块在近期国内外市场均取得突破性成果: 公司首个品种视同通过一致性评价并中标第二轮全国药品集采, 首个 ANDA 也已获批。未来公司原料药制剂一体化逻辑逐步兑现, 业务也将进入放量期。看好公司长期发展, 维持买入评级, 继续重点推荐。

#### 支撑评级的要点

■ **CDMO 板块多个兽药和造影剂中间体等项目陆续落地:** 公司将 CDMO 作为未来重点发力领域之一, 在商业化及早期临床项目均做了较多储备, 近期逐渐落地。公司已公告与全球最大兽药企业硕腾签订 3 个 API 产品的供货协议, 并与全球影像诊断制剂龙头企业 Bracco 新签订 2 个产品的战略合作协议。后续仍有多个在进行验证或确认的商业化项目, 预期未来将陆续落地, 为公司提供强劲增长动力。CDMO 前期受丙肝药的负面影响已清零, 板块重回上升轨道, 预期未来 3-5 年 CDMO 业务将高速增长。

■ **首个视同通过一致性评价品种左乙拉西坦中标 25 联盟地区集采, 一体化道路已初步打通:** 第二轮集采中左乙拉西坦片由普洛和京新两家中标, 其中普洛对应保底量 600 万片 (1,440 万)。但参考去年集采实行情况及今年指导精神, 实际采购量应远大于此数量: 去年京新药业左乙拉西坦片中标 4+7 后, 今年上半年实现销售 0.48 亿元, 同比增加了 0.34 亿 (4+7 全年约定采购量对应金额仅 0.155 亿); 目前原研 UCB 价格 4.43 元左右高出中标价 85%, 普洛有望在中标地区及其他非联盟区域快速占领市场, 预计 2020 年销售额有望过亿。

■ **公司盈利能力不断提升, 整合提效仍有空间:** 公司 2019 第三季度单季收入增速 16.76%, 归母净利润增速 73.43%, 在 2019 年前两季度快速增长的基础上仍有进一步提升 (较上半年水平分别提高了 1.18 和 22.82 个百分点)。单季毛利率和净利率分别为 31.83% 和 8.08%, 较上年同期分别提高了 1.47 和 2.64 个百分点。公司自去年起持续对内部管理架构进行整合精简, 裁减冗余人员部门, 合并类同的职能体系; 同时公司加强内部绩效考核, 重视突破创新, 从多维度实现提效增利。

#### 估值

■ 公司进入全新高速成长期, 各板块均有较大增长潜力。同时内部持续整合优化, 盈利能力持续改善。原料药行业集中度持续紧缩, 制剂和 CDMO 板块未来有望贡献更多增量。我们预期 2019-2021 年净利润为 5.47/7.09/9.48 亿元, EPS 0.46/0.60/0.80 元, 当前股价对应 PE 28.2/21.8/16.3 倍。维持 **买入** 评级, 继续重点推荐。

#### 评级面临的主要风险

■ 原材料价格波动的风险; 汇率波动风险; 环保风险; 制剂研发失败及销售不达预期的风险。

#### 投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	5,552	6,376	7,419	8,700	10,473
变动(%)	16	15	16	17	20
净利润(人民币 百万)	257	371	547	709	948
全面摊薄每股收益(人民币)	0.218	0.314	0.464	0.602	0.804
变动(%)	(2.4)	44.4	47.6	29.6	33.7
先前预测每股收益(人民币)			0.455	0.623	0.802
调整幅度(%)			2.0	(3.4)	0.2
全面摊薄市盈率(倍)	60.1	41.6	28.2	21.8	16.3
价格/每股现金流量(倍)	73.5	18.5	18.9	20.7	12.7
每股现金流量(人民币)	0.18	0.71	0.69	0.63	1.03
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.6	20.7	15.0	12.3	9.1
每股股息(人民币)	0.065	0.110	0.139	0.180	0.241
股息率(%)	0.5	0.8	1.1	1.4	1.8

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	5,552	6,376	7,419	8,700	10,473
销售成本	(3,893)	(4,387)	(4,971)	(5,820)	(6,928)
经营费用	(954)	(1,247)	(1,451)	(1,691)	(2,032)
息税折旧前利润	705	742	997	1,189	1,514
折旧及摊销	(332)	(329)	(374)	(400)	(426)
经营利润(息税前利润)	373	413	624	789	1,088
净利息收入/(费用)	(95)	(2)	(24)	12	11
其他收益/(损失)	62	52	84	85	86
税前利润	340	462	684	886	1,185
所得税	(83)	(92)	(137)	(177)	(237)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	257	371	547	709	948
核心净利润	258	365	546	707	945
每股收益(人民币)	0.218	0.314	0.464	0.602	0.804
核心每股收益(人民币)	0.219	0.310	0.463	0.600	0.802
每股股息(人民币)	0.065	0.110	0.139	0.180	0.241
收入增长(%)	16	15	16	17	20
息税前利润增长(%)	41	11	51	27	38
息税折旧前利润增长(%)	24	5	34	19	27
每股收益增长(%)	(2)	44	48	30	34
核心每股收益增长(%)	(7)	42	50	30	34

资料来源: 公司公告, 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	340	462	684	886	1,185
折旧与摊销	332	329	374	400	426
净利息费用	95	2	24	(12)	(11)
运营资本变动	(435)	237	(122)	(70)	(60)
税金	(83)	(92)	(137)	(177)	(237)
其他经营现金流	(39)	(106)	(7)	(281)	(90)
经营活动产生的现金流	210	833	816	745	1,213
购买固定资产净值	(41)	(38)	230	185	185
投资减少/增加	(3)	(51)	10	8	11
其他投资现金流	(35)	(90)	(460)	(370)	(370)
投资活动产生的现金流	(79)	(179)	(220)	(177)	(174)
净增权益	(77)	(130)	(164)	(213)	(284)
净增债务	(208)	(474)	(310)	(240)	(37)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	192	(17)	(76)	(91)	(210)
融资活动产生的现金流	(93)	(594)	(498)	(441)	(310)
现金变动	38	60	98	128	728
期初现金	553	547	644	742	870
公司自由现金流	130	654	596	569	1,038
权益自由现金流	17	182	309	316	990

资料来源: 公司公告, 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	655	806	922	1,070	1,818
应收帐款	1,387	1,243	1,354	1,619	1,873
库存	727	901	899	1,176	1,255
其他流动资产	102	125	134	176	204
流动资产总计	2,870	3,075	3,309	4,040	5,150
固定资产	2,287	2,123	1,986	1,778	1,544
无形资产	401	363	357	350	343
其他长期资产	99	153	170	198	235
长期资产总计	2,787	2,640	2,513	2,326	2,123
总资产	5,691	5,751	5,833	6,346	7,211
应付帐款	934	1,113	1,095	1,267	1,393
短期债务	1,041	614	256	32	0
其他流动负债	463	476	545	603	696
流动负债总计	2,437	2,204	1,896	1,902	2,088
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	204	203	210	220	236
股本	1,179	1,179	1,179	1,179	1,179
储备	1,872	2,166	2,549	3,045	3,708
股东权益	3,050	3,344	3,727	4,224	4,887
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	5,691	5,751	5,833	6,346	7,211
每股帐面价值(人民币)	2.59	2.84	3.16	3.58	4.15
每股有形资产(人民币)	2.25	2.53	2.86	3.29	3.86
每股净负债/(现金)(人民币)	0.42	(0.03)	(0.41)	(0.71)	(1.36)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.7	11.6	13.4	13.7	14.5
息税前利润率(%)	6.7	6.5	8.4	9.1	10.4
税前利润率(%)	6.1	7.2	9.2	10.2	11.3
净利率(%)	4.6	5.8	7.4	8.1	9.0
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.4	1.7	2.1	2.5
利息覆盖率(倍)	3.9	169.2	26.3	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	16.2	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.9	1.0	1.3	1.5	1.9
估值					
市盈率(倍)	60.1	41.6	28.2	21.8	16.3
核心业务市盈率(倍)	59.9	42.3	28.3	21.8	16.3
市净率(倍)	5.1	4.6	4.1	3.7	3.2
价格/现金流(倍)	73.5	18.5	18.9	20.7	12.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.6	20.7	15.0	12.3	9.1
周转率					
存货周转天数	66.6	67.7	66.1	65.1	64.1
应收帐款周转天数	85.1	75.3	63.9	62.4	60.8
应付帐款周转天数	68.6	58.6	54.3	49.6	46.3
回报率					
股息支付率(%)	29.9	35.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	9.1	11.6	15.5	17.8	20.8
资产收益率(%)	5.0	5.8	8.6	10.4	12.8
已运用资本收益率(%)	1.6	2.3	3.4	4.3	5.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测