

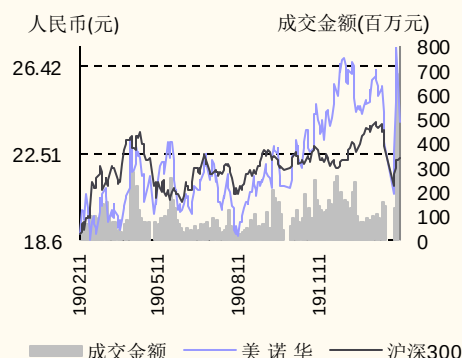
美诺华 (603538.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 23.96 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.50
已上市流通 A 股(亿股)	.91
总市值(亿元)	35.86
年内股价最高最低(元)	27.34/20.73
沪深 300 指数	3916
上证指数	2890



相关报告

- 1.《公司业绩符合预期, 原料药有竞争力快速增长 - 美诺华 2019Q3...》, 2019.10.24
- 2.《“中间体-原料药-制剂”一体化产业升级, 原料药和制剂业务双轮...》, 2019.7.30

与先声合作阿比多尔, 共同开拓抗病毒领域

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.372	0.646	1.003	1.403	1.867
每股净资产(元)	9.30	8.03	9.14	10.35	12.01
每股经营性现金流(元)	0.67	0.31	1.16	1.73	2.42
市盈率(倍)	64.35	37.09	23.88	17.08	12.84
净利润增长率(%)	-43.33%	115.66%	55.32%	39.77%	33.10%
净资产收益率(%)	4.00%	8.05%	10.97%	13.56%	15.54%
总股本(百万股)	120.00	149.13	149.13	149.13	149.13

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 今日, 公司控股子公司宣城美诺华拟与南京先声东元制药合作, 共同研发抗病毒领域原料药盐酸阿比多尔及其他多种抗病毒原料药。将于 3 月 31 日前完成注册验证申报批的生产, 并向先声制药交付该验证批产品。

点评

- 阿比多尔流感刚需品种, 对原料药产能需求较大, 目前原料预计紧缺: 阿比多尔片, 适应症为 A/B 型流感病毒等引起的上呼吸道感染, 属于预防和治疗流行性感感冒药, 通过抑制流感病毒脂膜与宿主细胞的融合而阻断病毒的复制。阿比多尔制剂目前拥有批件的企业包括: 先声药业(分散片)、石药欧意(片剂)、江苏吴中(片剂)、石四药(胶囊)、江苏涟水(颗粒)等 6 家。根据样本医院销售数据, 该品种销售体量目前相对较小。
- 2019nCoV 肺炎疫情潜在可能有效药物, 公司与先声双赢, 为公司增厚业绩: 此次武汉新冠病毒肺炎, 阿比多尔预计与疫情治疗有一定的相关性, 市场需求释放。另外, 流感疫情对于阿比多尔的需求较大, 整体市场需求未来将进一步增加。目前与公司合作的先声制药, 本身有阿比多尔分散片片在售, 与公司原料药战略合作未来也将保证阿比多尔片剂上游原料药供应, 我们预计该品种未来有望成为流感市场的大品种, 今明两年增厚公司业绩。
- 公司与先声合作, 未来有望拓展抗病毒领域及其他领域在研管线: 前期, 公司与先声药业的合作证明这一点, 子公司宣城美诺华(年产 1600 吨原料药项目)获先声药业投资 1.12 亿元, 先声药业获得 49% 股份, 公司放弃未来增资优先认购权。此次, 公司与先声制药就阿比多尔原料药的合作协议, 为双方未来在抗病毒领域其他品种(伐昔洛韦、利巴韦林、扎那米韦等)的合作, 以及肿瘤、抗感染、风湿免疫、心血管等重磅领域的合作, 打造了良好的基础和开端, 期待公司与先声制药未来在更多的品种上实现合作协议, 实现双赢。

盈利预测及投资建议

- 考虑到特色原料药业务的快速增长, 燎原业绩并表, 以及未来与先声制药合作制剂一体化等战略进展顺利。我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 1.00/1.40/1.87 元, 对应 PE 分别为 23.9 /17.1/12.8 倍。

风险提示

- 先声制药阿比多尔未来销售存在不确定性; 医药行业环保压力, 对业绩影响存在不确定性; 上游原料涨价, 对成本及毛利率影响存在不确定性; 汇率波动, 公司海外业务存在不确定性; 产品研发申报不达预期; 制剂业务存在不确定性, 有可能增加应收、存货等项目。

王麟

联系人
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

图表 1：美诺华公司财务模型（单位：百万人民币）

损益表（人民币百万元）						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	578	605	849	1,199	1,584	2,000
增长率		4.7%	40.2%	41.2%	32.1%	26.3%
主营业务成本	-362	-399	-572	-791	-1,045	-1,300
% 销售收入	62.5%	65.9%	67.4%	66.0%	66.0%	65.0%
毛利	217	206	276	408	538	700
% 销售收入	37.5%	34.1%	32.6%	34.0%	34.0%	35.0%
营业税金及附加	-7	-9	-10	-12	-16	-20
% 销售收入	1.2%	1.6%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-13	-17	-19	-24	-30	-48
% 销售收入	2.2%	2.9%	2.2%	2.0%	1.9%	2.4%
管理费用	-98	-110	-149	-201	-255	-326
% 销售收入	16.9%	18.2%	17.5%	16.8%	16.1%	16.3%
息税前利润（EBIT）	99	69	99	170	238	306
% 销售收入	17.1%	11.4%	11.7%	14.2%	15.0%	15.3%
财务费用	5	-10	-11	-22	-25	-22
% 销售收入	-0.9%	1.6%	1.3%	1.9%	1.6%	1.1%
资产减值损失	-8	-1	-8	-5	-2	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	0	28	10	10	10
% 税前利润	1.8%	n.a	26.5%	6.5%	4.5%	3.4%
营业利润	98	64	113	153	220	293
营业利润率	17.0%	10.6%	13.3%	12.7%	13.9%	14.6%
营业外收支	7	0	-6	0	0	0
税前利润	105	64	107	153	220	293
利润率	18.2%	10.6%	12.6%	12.7%	13.9%	14.6%
所得税	-20	-14	-2	-3	-11	-15
所得税率	19.1%	22.4%	1.6%	2.0%	5.0%	5.0%
净利润	85	50	105	150	209	278
少数股东损益	6	5	9	0	0	0
归属于母公司的净利润	79	45	96	150	209	278
净利率	13.6%	7.4%	11.3%	12.5%	13.2%	13.9%

资产负债表（人民币百万元）						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	125	259	370	532	574	726
应收款项	64	85	174	201	266	363
存货	143	146	299	343	510	529
其他流动资产	14	287	230	86	91	106
流动资产	347	777	1,073	1,162	1,442	1,723
% 总资产	36.3%	51.4%	47.3%	44.2%	48.7%	53.4%
长期投资	187	256	164	214	214	214
固定资产	290	359	739	928	932	871
% 总资产	30.4%	23.7%	32.5%	35.3%	31.5%	27.0%
无形资产	112	109	229	260	306	350
非流动资产	609	736	1,198	1,469	1,518	1,502
% 总资产	63.7%	48.6%	52.7%	55.8%	51.3%	46.6%
资产总计	955	1,514	2,271	2,631	2,960	3,225
短期借款	67	155	428	626	647	573
应付款项	124	159	312	350	462	537
其他流动负债	22	26	40	40	56	72
流动负债	214	340	779	1,016	1,166	1,183
长期贷款	0	0	108	108	108	108
其他长期负债	11	11	44	0	0	0
负债	224	351	931	1,124	1,274	1,291
普通股股东权益	690	1,116	1,197	1,364	1,543	1,791
少数股东权益	41	46	143	143	143	143
负债股东权益合计	955	1,514	2,271	2,631	2,960	3,225

比率分析						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.876	0.372	0.646	1.003	1.403	1.867
每股净资产	7.668	9.302	8.027	9.143	10.346	12.012
每股经营现金净流	1.303	0.668	0.312	1.160	1.730	2.416
每股股利	0.000	0.000	0.180	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	11.43%	4.00%	8.05%	10.97%	13.56%	15.54%
总资产收益率	8.25%	2.95%	4.24%	5.69%	7.07%	8.63%
投入资本收益率	10.04%	4.07%	5.16%	7.44%	9.25%	11.12%
增长率						
主营业务收入增长率	-3.19%	4.71%	40.25%	41.19%	32.13%	26.30%
EBIT增长率	28.36%	-30.23%	43.89%	71.21%	39.57%	28.83%
净利润增长率	2.37%	-43.33%	115.66%	55.32%	39.77%	33.10%
总资产增长率	15.42%	58.45%	50.03%	15.84%	12.51%	8.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	24.4	38.6	49.0	55.0	55.0	60.0
存货周转天数	155.2	132.6	142.0	160.0	180.0	150.0
应付账款周转天数	69.6	83.7	85.6	85.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	155.3	149.8	196.5	151.1	131.5	105.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.96%	-8.91%	12.38%	13.43%	10.72%	-2.29%
EBIT利息保障倍数	-18.8	7.3	9.0	7.7	9.5	14.0
资产负债率	23.48%	23.20%	40.99%	42.73%	43.04%	40.02%

来源：公司公告，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	3	4	4	10
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.17

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-07-30	增持	21.80	24.00~24.00
2	2019-10-24	增持	22.73	N/A

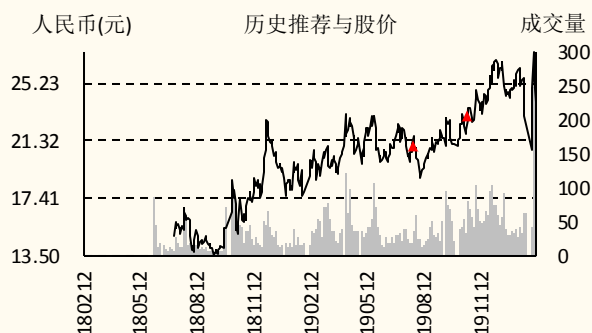
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH