

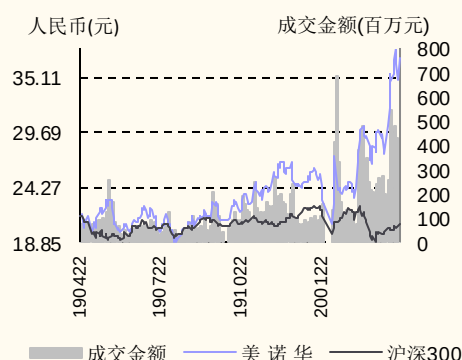
美诺华 (603538.SH) 买入 (上调评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 37.07 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.50
已上市流通 A 股(亿股)	1.46
总市值(亿元)	55.49
年内股价最高最低(元)	37.93/27.54
沪深 300 指数	3853
上证指数	2853



相关报告

- 1.《与先声合作阿比多尔, 共同开拓抗病毒领域-美诺华公司点评》, 2020.2.11
- 2.《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
- 3.《“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

业绩符合预期, 看好客户定制服务及制剂业务

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.646	1.008	1.357	1.778	2.286
每股净资产(元)	8.03	9.11	10.08	11.14	12.52
每股经营性现金流(元)	0.31	1.19	2.49	2.91	3.43
市盈率(倍)	57.38	36.77	27.32	20.85	16.21
净利润增长率(%)	115.66%	56.62%	34.57%	31.08%	28.57%
净资产收益率(%)	8.05%	11.06%	13.46%	15.96%	18.27%
总股本(百万股)	149.13	149.68	149.68	149.68	149.68

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 昨日, 公司发布 2019 年报及 20Q1 季报, 年报收入 11.8 亿元、归母净利润 1.5 亿元、扣非归母 1.4 亿元, 增速分别为 39.02%、56.62%、134.53%。20Q1 收入 2.9 亿元、归母净利润 0.44 亿元、扣非归母 0.4 亿元, 增速分别为 12.21%、3.25%、9.25%。年报业绩符合预期, Q1 疫情背景下符合预期。

经营分析

- **特色原料药业务稳健发展, 公司基石稳固:** 丰富的高规格的原料药品种和国际高标准的生产基地保证核心业务稳定增长。公司特色原料药核心品种主要为缬沙坦、培哌普利、氯吡格雷、瑞舒伐他汀、阿托伐他汀等慢性主流大品种, 全球需求稳健增长, 预计公司将受益于全球原料药产业链转移, 疫情或成催化剂。19 年原料药及中间体收入约 9.74 亿, 毛利率约 44.2%, 同比提升 7.78%; 预计与缬沙坦及降血栓业务快速增长有关。
- **原料药-制剂一体化业务逐步落地, 初显成效, 今年或将高速增长:** 公司以原料药为基石, 以与公司战略大客户 KRKA 成立合资公司为契机, 凭借通过欧盟和中国 GMP 认证的制剂生产基地, 打造“中间体、原料药、制剂”一体化的全产业链。2019 年制剂收入约 6313.23 万元, 初显成效; 预计今年下半年, 或将看到公司制剂一体化品种落地国内批件, 未来有望受益于增量采购增量业绩。目前制剂管线包括中枢神经及心脑血管等重磅制剂品种。
- **客户定制生产服务订单稳步增加:** 基于 2019 年宣城新产能投放和规范运营的质量体系, 积极拓展与海内外龙头药企的紧密合作。公司积极拓展对外合作 BD 业务, 稳健的原料药基石业务为公司打造了扎实的质量生产体系。公司国际化生产、质量体系、以及技术商业能力获得国内外龙头药企的认可肯定, 目前客户定制生产服务订单已初现端倪, 预计未来订单稳步增加。
- **公司可转债预案发布, 预计募资主要用于高端制剂项目:** 公司可转债预案发布, 此次可转债募集资金总额不超过 5.2 亿元, 预计主要用于高端制剂项目, 为公司制剂业务板块增添新产能, 稳健发展, 未来可期。

盈利预测及投资建议

- 考虑到特色原料药业务稳健增长, 转型客户定制生产业务订单落地, 以及制剂一体化等战略进展顺利, 故上调评级, 给予“买入”评级。我们预计未来三年 EPS 分别为 1.36/1.78/2.29 元, 对应 PE 分别为 27.3/20.9/16.2 倍。

风险提示

- 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; 公司海外业务存在不确定性; 产品研发申报不达预期; 可转债进度存在不确定性; 客户定制生产业务存在不确定性。

王麟

分析师 SAC 执业编号: S1130520030001
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	605	849	1,180	1,516	1,927	2,429
增长率		40.2%	39.0%	28.5%	27.1%	26.1%
主营业务成本	-399	-572	-728	-917	-1,156	-1,445
%销售收入	65.9%	67.4%	61.7%	60.5%	60.0%	59.5%
毛利	206	276	453	599	771	984
%销售收入	34.1%	32.6%	38.3%	39.5%	40.0%	40.5%
营业税金及附加	-9	-10	-11	-15	-19	-24
%销售收入	1.6%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-17	-19	-21	-27	-39	-56
%销售收入	2.9%	2.2%	1.8%	1.8%	2.0%	2.3%
管理费用	-110	-109	-163	-197	-250	-316
%销售收入	18.2%	12.9%	13.8%	13.0%	13.0%	13.0%
研发费用	0	-39	-53	-76	-116	-158
%销售收入	0.0%	4.6%	4.5%	5.0%	6.0%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	69	99	204	284	347	430
%销售收入	11.4%	11.7%	17.3%	18.7%	18.0%	17.7%
财务费用	-10	-11	-20	-26	-16	-5
%销售收入	1.6%	1.3%	1.7%	1.7%	0.8%	0.2%
资产减值损失	-1	-8	-12	-6	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0	0
投资收益	0	28	7	0	0	0
%税前利润	n.a	26.5%	3.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	64	113	190	252	330	424
营业利润率	10.6%	13.3%	16.1%	16.6%	17.1%	17.5%
营业外收支	0	-6	-2	0	0	0
税前利润	64	107	187	252	330	424
利润率	10.6%	12.6%	15.9%	16.6%	17.1%	17.5%
所得税	-14	-2	-26	-35	-46	-59
所得税率	22.4%	1.6%	14.1%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	50	105	161	216	284	365
少数股东损益	5	9	10	13	17	22
归属于母公司的净利润	45	96	151	203	266	342
净利率	7.4%	11.3%	12.8%	13.4%	13.8%	14.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	50	105	161	216	284	365
少数股东损益	5	9	10	13	17	22
非现金支出	35	59	76	69	70	77
非经营收益	10	-11	15	40	24	14
营运资金变动	-15	-107	-73	46	58	57
经营活动现金净流	80	47	178	372	436	513
资本开支	-85	-298	-325	-82	-125	-105
投资	-309	-30	-52	0	0	0
其他	-28	2	26	0	0	0
投资活动现金净流	-422	-326	-351	-82	-125	-105
股权募资	403	39	116	27	0	0
债权募资	88	337	57	-179	-152	-151
其他	-24	7	-72	-119	-131	-151
筹资活动现金净流	468	382	101	-270	-283	-302
现金净流量	126	103	-71	19	28	106

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	259	370	342	362	389	496
应收款项	88	174	198	232	294	371
存货	146	299	400	622	690	784
其他流动资产	285	230	196	246	258	273
流动资产	777	1,073	1,136	1,462	1,632	1,923
%总资产	51.4%	47.3%	43.5%	49.9%	51.7%	55.3%
长期投资	256	164	184	184	184	184
固定资产	359	739	927	1,038	1,074	1,082
%总资产	23.7%	32.5%	35.5%	35.5%	34.0%	31.1%
无形资产	109	229	240	245	266	286
非流动资产	736	1,198	1,478	1,468	1,523	1,552
%总资产	48.6%	52.7%	56.5%	50.1%	48.3%	44.7%
资产总计	1,514	2,271	2,614	2,929	3,155	3,475
短期借款	155	428	473	312	160	9
应付款项	159	313	351	671	847	1,060
其他流动负债	26	39	52	91	116	147
流动负债	340	779	876	1,075	1,123	1,216
长期贷款	0	108	123	123	123	123
其他长期负债	11	44	46	5	5	5
负债	351	931	1,045	1,203	1,251	1,344
普通股股东权益	1,116	1,197	1,364	1,508	1,668	1,873
其中：股本	120	149	150	150	150	150
未分配利润	479	553	668	790	950	1,155
少数股东权益	46	143	204	218	235	258
负债股东权益合计	1,514	2,271	2,614	2,929	3,155	3,475

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.372	0.646	1.008	1.357	1.778	2.286
每股净资产	9.302	8.027	9.114	10.077	11.144	12.516
每股经营现金净流	0.668	0.312	1.192	2.485	2.910	3.429
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.543	0.711	0.915
回报率						
净资产收益率	4.00%	8.05%	11.06%	13.46%	15.96%	18.27%
总资产收益率	2.95%	4.24%	5.77%	6.93%	8.44%	9.85%
投入资本收益率	4.07%	5.16%	8.01%	11.28%	13.64%	16.33%
增长率						
主营业务收入增长率	4.71%	40.25%	39.02%	28.47%	27.07%	26.08%
EBIT增长率	-30.23%	43.89%	105.30%	38.92%	22.31%	23.97%
净利润增长率	-43.33%	115.66%	56.62%	34.57%	31.08%	28.57%
总资产增长率	58.45%	50.03%	15.10%	12.06%	7.70%	10.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	38.6	49.0	50.7	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	132.6	142.0	175.4	250.0	220.0	200.0
应付账款周转天数	83.7	85.6	87.0	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	149.8	196.5	203.5	161.1	127.7	102.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.91%	12.38%	9.77%	-1.52%	-10.84%	-21.75%
EBIT利息保障倍数	7.3	9.0	10.4	11.1	21.3	86.8
资产负债率	23.20%	40.99%	39.99%	41.07%	39.67%	38.68%

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	0	0	0	4	8
增持	0	0	0	1	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.20	1.27

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
3	2020-02-11	增持	23.96	N/A

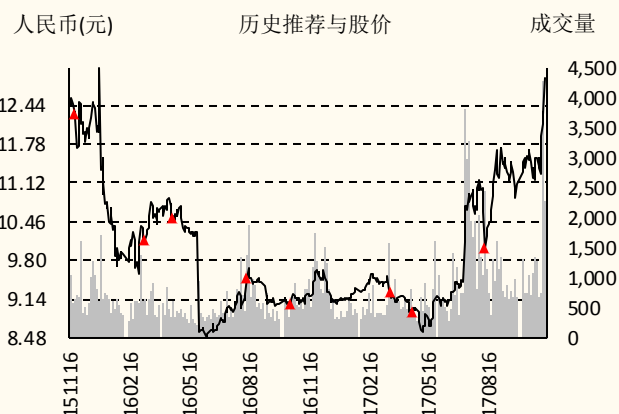
来源：国金证券研究所

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