

中信证券研究部

核心观点



田加强
首席医药分析师
S1010515070002



陈竹
医药分析师
S1010516100003

公司 2018 年业绩高增长符合预期；量价齐升逻辑持续兑现，海外制剂出口业务打开新蓝海，制剂+原料药协同发展值得长期看好；继续推荐，维持“增持”评级。

■ **全年业绩高增长，符合预期。**公司 2018 年实现营收 63.76 亿元，同比增长 14.85%；归母净利润 3.71 亿元，同比增长 44.42%；扣非归母净利润 3.42 亿元，同比增长 63.45%；经营性现金流净额 8.33 亿元，同比增长 296.90%；实现 EPS 0.31 元，同比增长 40.86%。单季度看，2018Q4 分别实现营收、归母净利润、扣非归母净利润 17.08/0.97/1.01 亿元，分别同比增长 8.25%/3.88%/37.36%。公司全年业绩高增长，符合预期。

■ **量价齐升逻辑持续兑现，期间费用率受益汇兑损益大幅改善。**报告期内公司毛利率同比提升 1.09PCTs 至 31.93% 主要受制剂板块低开转高开影响。分板块来看，传统 API 领域受益于头孢类、硫酸多粘菌素类、对羟酸等多个规模优势品种的价格上行，公司盈利能力持续改善，预计毛利率提升明显；CDMO 板块考虑到因此前签订的部分业务订单期限较长，原材料涨价未能及时在价格上反映，预计毛利率有所下降，叠加 2018 年整体人民币汇率相比 2017 年较强势（预计向下影响公司约一个点毛利率），整体公司中间体和 CDMO 板块毛利率下降 2.54PCTs 至 23.08%，预计 2019 年公司整体原料药和中间体业务毛利率有望加速回升，进一步验证行业量价齐升的逻辑。报告期内公司销售费用率受制剂低开转高开影响上升 3.41PCTs 至 12.69%；管理费用率下降 6.01PCTs 至 7.23%，主要受益公司持续整合管理团队、事业部架构带来的运营效率提升及研发费用单独列示影响；财务费用率下降 1.68PCTs 至 0.04%，主要由于汇兑损益由去年同期损失 3652 万元转为报告期内收益 3517 万元。

■ **海外制剂出口业务打开新蓝海，长期看好制剂+原料协同发展。**预计随着国内环保政策的不断紧缩，公司优势原料药业务的盈利能力有望继续提升。此外 2018 年公司海外业务营收 25.72 亿元，占总营收 40.33%。出口退税税率调整，叠加未来海外原料出口占比和毛利率的提升，预计将进一步提振公司 2019 年业绩。报告期内公司盐酸安非他酮缓释片已申报美国 ANDA 评审，借助完善的国际原料业务营销网络和渠道，2019 年上市公司制剂出口业务有望迎来快速发展，且公司有望在优势原料品种领域打通原料+制剂一体化布局，多个高端制剂品种有望在未来落地。公司积极开展一致性评价工作，目前开展品种 16 个，其中 2 个已申报，公司国内制剂领域市场有望得到巩固。创新药领域方面公司索法地尔的 II 期临床已完成。公司于 2018 年 9 月 11 日公告转让康裕医药 100% 股权，旨在剥离医药流通业务，集中精力做优做强主导产业，打造制剂+原料药协同发展道路，具备长期价值。

■ **风险因素：**海外出口风险；CDMO 战略推进不达预期。

■ **投资建议：**公司作为国内化学原料药生产及出口龙头企业，前瞻性布局 CDMO 以及海外制剂出口业务有望迎来新的成长点。调整公司 2019-2020 年 EPS 预测为 0.42/0.53 元（原为 0.38/0.49 元），并新增 2021 年 EPS 预测 0.72 元，参考可比公司给予公司 2019 年 25 倍 PE，调整目标价为 10.5 元，维持“增持”评级。

普洛药业	000739
评级	增持（维持）
当前价	8.70 元
目标价	10.5 元
总股本	1,179 百万股
流通股本	1,147 百万股
52 周最高/最低价	9.4/5.73 元
近 1 月绝对涨幅	6.62%
近 6 月绝对涨幅	25.00%
近 12 月绝对涨幅	51.19%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5552	6376	7566	9018	10781
增长率 YoY %	16	15	19	19	20
净利润(百万元)	257	371	492	628	845
增长率 YoY%	-2	44	33	28	35
每股收益(元)	0.22	0.31	0.42	0.53	0.72
毛利率%	30.8	31.9	32.3	32.2	32.5
净资产收益率%	8.4	11.1	13.3	15.2	17.9
市盈率 PE (x)	40	28	21	16	12
市净率 PB (x)	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	17	11	11	9	8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 3 月 8 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,552	6,376	7,566	9,018	10,781
营业成本	3,840	4,341	5,120	6,118	7,273
毛利率	30.8%	31.9%	32.3%	32.2%	32.5%
营业税金及附加	53	46	65	76	87
营业费用	515	809	968	1,127	1,339
营业费用率	9.28%	12.69%	12.80%	12.50%	12.42%
管理费用	735	461	530	636	746
管理费用率	13.24%	7.23%	7.01%	7.05%	6.92%
财务费用	95	2	18	-11	-14
财务费用率	1.71%	0.04%	0.24%	-0.12%	-0.13%
投资收益	1	13	10	10	10
营业利润	336	417	644	822	1,106
营业利润率	6.05%	6.55%	8.51%	9.12%	10.26%
营业外收入	11	2	2	2	2
营业外支出	7	31	2	2	2
利润总额	340	389	644	822	1,106
所得税	83	92	152	194	261
所得税率	24.4%	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	257	371	492	628	845
净利率	4.62%	5.81%	6.50%	6.97%	7.84%
EPS (元) (摊薄)	0.22	0.31	0.42	0.53	0.72

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	547	644	764	911	1,091
存货	727	901	1,012	1,205	1,461
应收账款	1,094	1,024	1,361	1,528	1,832
其他流动资产	502	505	552	628	728
流动资产	2,870	3,075	3,689	4,272	5,112
固定资产	2,121	1,972	1,863	1,750	1,728
长期股权投资	36	101	101	101	101
无形资产	377	343	348	353	358
其他长期资产	288	261	244	263	293
非流动资产	2,821	2,676	2,556	2,467	2,480
资产总计	5,691	5,751	6,245	6,739	7,592
短期借款	1,041	614	440	212	0
应付账款	663	791	1,008	1,125	1,365
其他流动负债	734	798	906	1,071	1,304
流动负债	2,437	2,204	2,354	2,408	2,669
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	204	203	203	203	203
非流动性负债	204	203	203	203	203
负债合计	2,641	2,406	2,557	2,610	2,872
股本	1,179	1,179	1,179	1,179	1,179
资本公积	434	434	434	434	434
股东权益合计	3,050	3,344	3,689	4,129	4,721
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	5,691	5,751	6,245	6,739	7,592

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	257	371	492	628	845
少数股东损益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	333	331	224	238	257
营运资金变动	-483	41	-133	-154	-191
其他	103	91	-20	-10	-9
经营现金流	210	833	563	703	902
资本支出	-163	-82	-110	-160	-280
投资收益	1	2	10	10	10
资产变卖	197	271	0	0	0
其他	-114	-371	-2	0	0
投资现金流	-79	-179	-103	-150	-270
发行股票	244	0	0	0	0
负债变化	-220	-474	-174	-228	-212
股息支出	-77	-130	-148	-189	-254
其他	-40	10	-18	11	14
融资现金流	-93	-594	-340	-406	-451
现金及现金等价物变动	38	60	120	147	180

主要财务指标

主要财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率 (%)					
营业收入	16.34	14.85	18.66	19.19	19.54
营业利润	22.68	24.33	54.23	27.73	34.53
净利润	(2.40)	44.42	32.79	27.73	34.53
利润率 (%)					
毛利率	30.84	31.93	32.33	32.16	32.54
EBIT Margin	7.37	11.29	11.66	11.76	12.39
EBITDA Margin	13.36	16.47	14.63	14.41	14.77
净利率	4.62	5.81	6.50	6.97	7.84
回报率 (%)					
净资产收益率	8.41	11.08	13.34	15.22	17.91
总资产收益率	4.51	6.44	7.88	9.33	11.14
其他 (%)					
资产负债率	46.41	41.85	40.94	38.74	37.82
所得税率	24.45	23.55	23.55	23.55	23.55
股利支付率	29.85	34.98	30.00	30.00	30.00

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。