

新华制药 (000756.SZ)

动态分析

布洛芬量价齐升带来业绩弹性，国际化战略有序推进估值有望提升

医药 | 化学原料药 III

投资评级

买入-A(首次)

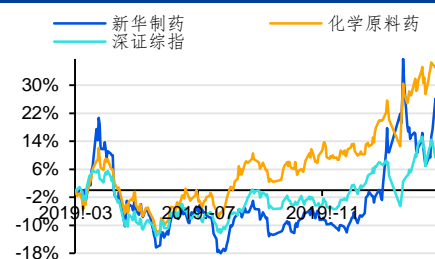
股价(2020-03-13)

9.25 元

交易数据

总市值(百万元)	5,752.20
流通市值(百万元)	3,695.33
总股本(百万股)	621.86
流通股本(百万股)	399.50
12个月价格区间	6.22/11.50 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.0	26.31	17.14
绝对收益	2.1	34.64	26.74

分析师

 周新明
 SAC 执业证书编号: S0910519070001
 zhouxinming@huajinsec.cn
 021-20377037

分析师

 王睿
 SAC 执业证书编号: S0910519080003
 wangrui@huajinsec.cn
 021-20377036

相关报告

投资要点

- ◆ **原料药竞争格局良好，布洛芬量价齐升带来业绩弹性。**公司原料药产品主要系布洛芬、安乃近、咖啡因、阿司匹林等清热解毒产品，其产能和品牌度均居全球前列。近年来，受益于国内环保的加严和中国 API 产业链在全球综合竞争力的提升，公司各类原料药竞争格局日趋良好，产品价格也稳步上涨，产量也逐步爬坡。以布洛芬为例，短单产品价格自 2018 年 1 月份 110 元/kg 上涨到 2020 年 2 月份 175 元/kg；布洛芬具有降温和抑制肺部炎症的双重作用，在疫情下需求量进一步提升，而国内最大竞争对手湖北百科 4000 吨产能停产，国外印度厂家和巴斯夫美国厂家产能也无法正常开工，公司产品供不应求，公司布洛芬原料药出货量由过去的 500 吨/月上升到目前的 600 余吨/月，布洛芬量价齐升带来可观的业绩弹性。
- ◆ **大制剂战略初见成效，仿制药一致性评价后预计制剂业务的费用率显著下降。**2015 年以来，公司对业务重心进行了调整。制剂业务开始实施大制剂战略，重点发展舒泰得、库欣、介宁、保畅、佳和洛、尼立苏等几个大品种，在生产和营销向大品种倾斜，获得了显著的效果，2019 年上半年实现收入 14 亿元，同比增长 18.8%，其中十大战略品种销售收入同比增长 33.6%。公司制剂以普药为主，因此公司多个产品进行一致性评价且获得通过，并有格列美脲等产品在全国药品集中采购中标。此前，公司的制剂销售费用率和研发（主要用于一致性评价）费用率高企，一致性评价后，这两项费用率预计将显著下降。
- ◆ **国际化战略加快推进，培育公司新的增长点。**公司近年来加快了国际化布局，2019 年上半年年产 50 亿片出口制剂的淄博新华-百利高制药顺利通过 MHRA 的现场审计，2020 年公司现代医药国际合作中心 206XY 车间符合美国药品 cGMP 质量体系要求，公司所生产的布洛芬片可以在美国市场销售。按照公司产能规划，200 亿固体制剂项目 2022 年全部达产。其中 100 亿片是对内老厂转新厂自有品种生产，100 亿片加工主要出口外销，预计满产后销售额 20 亿元，净利润 2 亿元，国际化战略的推进将给公司培育新的业务增长点。
- ◆ **投资建议：**我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 56、61、68 亿元，增速分别为 7%、10%、11%；预计公司 2019-2021 年的归母净利润分别为 3.00、3.83、4.85 亿元，增速分别为 20%、27%、27%。2019 年-2021 年每股收益分别为 0.48、0.62、0.78 元，当前股价对应 PE 分别为 19 倍、15 倍、12 倍。基于（1）布洛芬量价齐升带来显著业绩弹性（2）国际化战略有序推进带来公司估值提升，给予公司买入-A 建议。
- ◆ **风险提示：**行业政策风险，汇率波动风险，国际化业务发展进度低于预期，环保风险。

财务数据与估值

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,516	5,208	5,568	6,139	6,829
YoY(%)	12.5	15.3	6.9	10.3	11.2
净利润(百万元)	210	251	300	382	485
YoY(%)	71.4	19.7	19.7	27.4	26.9
毛利率(%)	28.1	29.9	29.0	30.5	30.5
EPS(摊薄/元)	0.34	0.40	0.48	0.62	0.78
ROE(%)	8.5	9.3	12.9	14.6	16.3
P/E(倍)	27.4	22.9	19.2	15.0	11.9
P/B(倍)	2.3	2.1	2.5	2.2	1.9
净利率(%)	4.6	4.8	5.4	6.2	7.1

数据来源: 贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、清热解暑类全球原料药龙头企业，布洛芬有望量价齐升	4
----------------------------------	---

二、大制剂战略初见成效，仿制药一致性评价后预计制剂业务的费用率显著下降.....	5
三、国际化战略加快推进，培育公司新的增长点。	6
四、投资建议.....	6
五、风险提示.....	6

图表目录

图 1：布洛芬产品价格近年来稳步上升（单位：元/kg）	4
图 2：安乃近产品价格近年来小幅上升（单位：元/kg）	4
图 3：阿司匹林产品价格近年来较为稳定（单位：元/kg）	5
图 4：咖啡因产品价格近年来上涨为主（单位：元/kg）	5
表 1：公司原料药相关产品情况	4
表 3：公司原料药相关产品情况	5

一、清热解毒类全球原料药龙头企业，布洛芬有望量价齐升

公司原料药主要应用为解热镇痛抗炎类（布洛芬、阿司匹林等）、中枢神经类（咖啡因等）、抗震颤麻痹类（左旋多巴等）。公司是亚洲第一大解热镇痛类药物生产与出口基地，同时是全球第一大安乃近、氨基比林、布洛芬、阿司匹林、咖啡因、左旋多巴等药物生产和供应商。公司该类别的产能和品牌度均居全球前列，8个原料药主导品种市场占有率居国内第一位，解热镇痛类药物生产总量占到亚洲市场的25%以上。

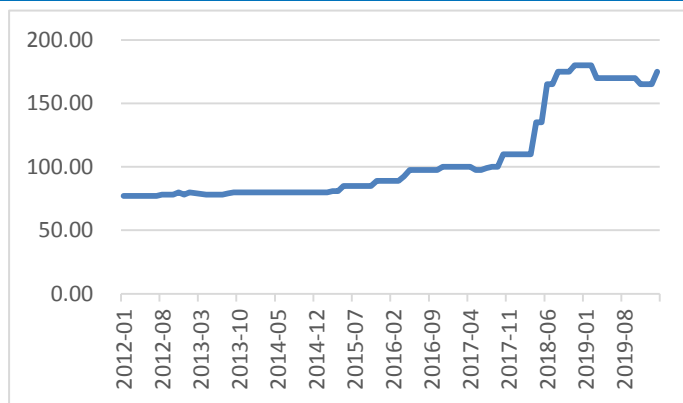
表 1：公司原料药相关产品情况

产品	产能（吨）	价格	竞争格局
布洛芬	8000	175 元/kg	湖北百科产能 3500 吨，处于停工状态；巴斯夫美国 3000 多吨产能受限；印度数千吨产能供应困难。
咖啡因	8000	82.5 元/kg	石药新诺威 1 万多吨，吉林舒兰合成药业小几千吨产能
安乃近	10000	70.5 元/kg	新华 50%，浙江海森 8-9%，河北冀衡 3500 吨产能 10%，武汉制药 17%。
阿司匹林	20000	23.75 元/kg	国内锦前程（陕西华阴）、仁航（江苏）、敬业化工（河北）合计 1.5 万吨，海外还有 1.5 万吨主要在南美

资料来源：wind，华金证券研究所

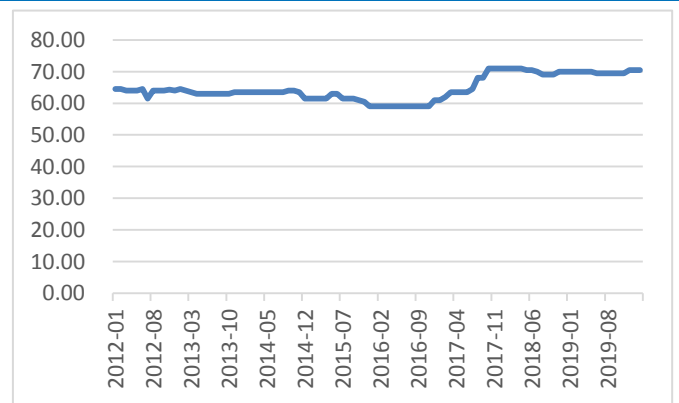
近年来，受益于国内环保的加严和中国 API 产业链在全球综合竞争力的提升，公司各类原料药竞争格局日趋良好，产品价格也稳步上涨，产量也逐步爬坡。以布洛芬为例，短单产品价格自 2018 年 1 月份 110 元/kg 上涨到 2020 年 2 月份 175 元/kg；布洛芬具有降温和抑制肺部炎症的双重作用，在疫情下需求量进一步提升，而国内最大竞争对手湖北百科 4000 吨产能停产，国外印度厂家和巴斯夫美国厂家产能也无法正常开工，公司产品供不应求，公司布洛芬原料药出货量由过去的 500 吨/月上升到目前的 600 余吨/月。按照产品年化来计算（实际上出于各种因素不会与报表中反应的完全一致，比如说长单价格提前锁定，波动较小），布洛芬价格涨幅 15 元/kg，产量增加 1200 吨，则新增含税收入 $17.5(\text{万元/吨}) \times 0.72(\text{万吨}) - 16(\text{万元/吨}) \times 0.6(\text{万吨}) = 3$ 亿，由于成本变化不大，新增收入扣税后大部分可以体现到业绩中，量价齐升带来业绩弹性十分可观。

图 1：布洛芬产品价格近年来稳步上升（单位：元/kg）



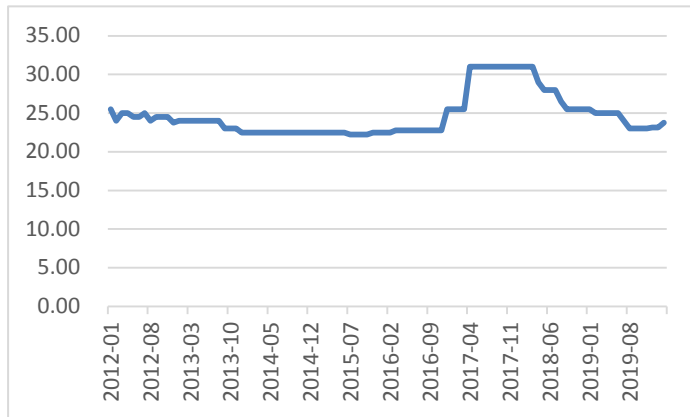
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：安乃近产品价格近年来小幅上升（单位：元/kg）



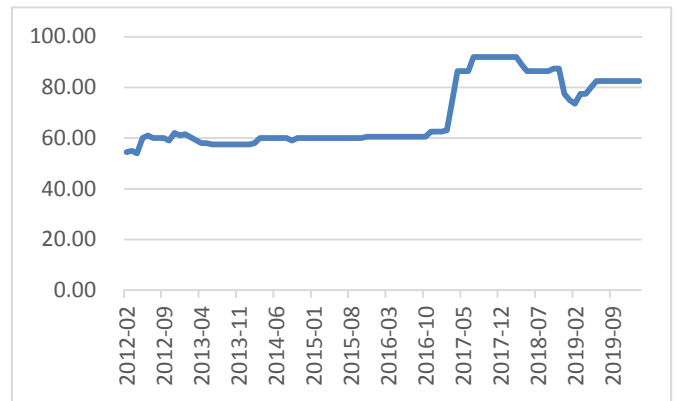
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：阿司匹林产品价格近年来较为稳定（单位：元/kg）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：咖啡因产品价格近年来上涨为主（单位：元/kg）



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、大制剂战略初见成效，仿制药一致性评价后预计制剂业务的费用率显著下降

公司制剂生产品种较多，单个品种收入规模盈利能力偏弱，近些年公司制定大产品战略，筛选出具有良好前景的产品做大做强。2016 年以来制剂业务板块发展较快，公司拥有舒泰得、佳和洛、介宁等几大优势制剂战略品种，近年来重点普药品种销量同比大幅增长，大制剂品种初见成效。2019 年上半年实现收入 14 亿元，同比增长 18.8%，其中十大战略品种销售收入同比增长 33.6%。

表 2：公司原料药相关产品情况

通用名	商品名	剂型	适应症	中标情况	医保	竞争格局
头孢呋辛酯分散片	库欣	片剂	敏感菌引起的呼吸道感染、泌尿道感染、皮肤和软组织感染	非常好，中标大部分省市	甲类	另一家广州南新制药，格局较好，头孢类产品空间较大
雷贝拉唑钠肠溶片	舒泰得	片剂	主治十二指肠溃疡、胃溃疡	江西、吉林、山东、贵州、陕西、西藏、海南、江苏有中标	乙类	原研卫材，国内济川、豪森、丽珠等，大品种，竞争较激烈
阿司匹林肠溶缓释片	介宁	缓释片	抑制血小板粘附和聚集、减少动脉粥样硬化患者的心肌梗塞、暂时性脑缺血或中风发生	在山东、云南、贵州、江苏、上海等省市中标	乙类	大品种，产品竞争较为激烈，市场超过 85% 为原研拜耳。拜耳大部分销售来自 OTC 端
聚卡波非钙片	保畅	片剂	改善肠易激综合症的便秘、腹泻、腹痛及腹胀等症状	非常好，中标大部分省市	乙类	格局较好，另一家企业苏州中化，
尼莫地平缓释胶囊	尼立苏	胶囊	缺血性脑血管病、偏头痛、轻度蛛网膜下腔出血所致脑血管痉挛、突发性耳聋及轻中度高血压	贵州、海南、江苏等中标	口服甲类，注射剂乙类	市场 85% 在原研拜耳，公司是国内第二大厂家，胶囊剂只有迪耳药业竞争
格列美脲片	佳和洛	片剂	饮食控制、运动疗法及减	山东、河北、内蒙	甲类	89% 在原研赛诺菲，国内扬

通用名	商品名	剂型	适应症	中标情况	医保	竞争格局
			轻体重均不能充分控制 血糖的 2 型糖尿病患者	古、青海、新疆等 部分省市中标		子江、石药等，竞争较为激烈

资料来源：药智网，华金证券研究所

公司制剂以普药为主，因此公司多个产品进行一致性评价且获得通过，并有格列美脲等产品在全国药品集中采购中标。此前，公司的制剂销售费用率和研发（主要用于一致性评价）费用率高企，一致性评价后，这两项费用率预计将显著下降，制剂业务利润将得以体现。

三、国际化战略加快推进，培育公司新的增长点。

公司近年来加快了国家化布局，2019 年上半年年产 50 亿片出口制剂的淄博新华-百利高制药顺利通过 MHRA 的现场审计，2020 年公司现代医药国际合作中心 206XY 车间符合美国药品 cGMP 质量体系要求，公司所生产的布洛芬片可以在美国市场销售。按照公司产能规划，200 亿固体制剂项目 2022 年全部达产。其中 100 亿片是对内老厂转新厂自有品种生产，100 亿片加工主要出口外销，预计满产后销售额 20 亿元，净利润 2 亿元，国家化战略的推进将给公司培育新的业务增长点。

四、投资建议

我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 56、61、68 亿元，增速分别为 7%、10%、11%；预计公司 2019-2021 年的归母净利润分别为 3.00、3.83、4.85 亿元，增速分别为 20%、27%、27%。2019 年-2021 年每股收益分别为 0.48、0.62、0.78 元，当前股价对应 PE 分别为 19 倍、15 倍、12 倍。基于（1）布洛芬量价齐升带来显著业绩弹性（2）国际化战略有序推进带来公司估值提升，给予公司买入-A 建议。

五、风险提示

行业政策风险，汇率波动风险，国际化业务发展进度低于预期，环保风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2010	2349	2879	2311	3880	营业收入	4516	5208	5568	6139	6829
现金	731	778	-	491	546	营业成本	3248	3650	3953	4267	4746
应收票据及应收账款	481	514	422	448	436	营业税金及附加	61	62	66	73	81
预付账款	23	32	32	35	39	营业费用	510	655	646	700	710
存货	713	952	2,414	1,326	2,848	管理费用	385	260	278	307	341
其他流动资产	62	74	10	10	10	研发费用	0	187	195	215	225
非流动资产	3,264	3,567	3,299	3,028	2,752	财务费用	80	34	49	60	74
长期投资	0	20	20	20	20	资产减值损失	16	55	-17	18	18
固定资产	2153	2631	2367	2103	1839	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	324	333	323	314	305	投资净收益	6	7	8	9	11
其他非流动资产	21	261	117	133	170	营业利润	282	337	405	510	643
资产总计	5274	5916	6177	5340	6632	营业外收入	11	3	2	5	3
流动负债	1491	2360	2977	2285	2637	营业外支出	24	15	18	19	17
短期借款	152	235	1198	294	420	利润总额	268	325	389	496	629
应付票据及应付账款	738	890	838	1042	1052	所得税	47	51	61	77	98
其他流动负债	88	346	175	203	242	税后利润	221	274	328	418	531
非流动负债	1203	760	734	256	802	少数股东损益	12	23	28	36	45
长期借款	932	523	474	0	550	归属母公司净利润	210	251	300	382	485
其他非流动负债	272	237	261	256	251	EBITDA	586	649	727	843	990
负债合计	2694	3120	3711	2541	3439						
少数股东权益	99	109	137	173	218	主要财务比率					
股本	478	622	622	622	622	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	728	623	150	137	96	成长能力					
留存收益	1074	1300	1557	1866	2257	营业收入(%)	12.5	15.3	6.9	10.3	11.2
归属母公司股东权益	2480	2687	2329	2625	2975	营业利润(%)	91.4	19.8	20.0	25.9	26.2
负债和股东权益	5274	5916	6177	5340	6632	归属于母公司净利润(%)	71.4	19.7	19.7	27.4	26.9
						获利能力					
						毛利率(%)	28.1	29.9	29.0	30.5	30.5
						净利率(%)	4.6	4.8	5.4	6.2	7.1
						ROE(%)	8.5	9.3	12.9	14.6	16.3
						ROIC(%)	11.7	11.8	12.6	11.6	23.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	51.1	52.7	60.1	47.6	51.8
						流动比率	1.3	1.0	1.0	1.0	1.5
						速动比率	0.9	0.6	0.2	0.4	0.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.1	1.0
						应收账款周转率	12.1	14.2	15.0	16.3	17.7
						应付账款周转率	9.4	10.5	10.1	10.2	10.3
						估值比率					
						P/E	27.4	22.9	19.2	15.0	11.9
						P/B	2.3	2.1	2.5	2.2	1.9
						EV/EBITDA	11.7	5.9	10.4	6.8	6.6

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周新明、王睿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com