

投资评级：买入(首次)

新华制药(000756)

目标价:16.0元

解热镇痛原料药龙头转型 CMO 加速之年

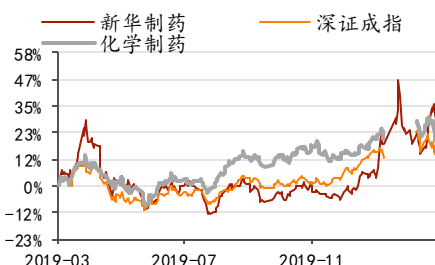
## 市场数据 2020-03-13

收盘价(元)	9.25
一年内最低/最高(元)	6.22/11.50
市盈率	15.5
市净率	1.52

## 基础数据

净资产收益率(%)	9.77
资产负债率(%)	52.7
总股本(亿股)	6.22

## 最近12月股价走势



## 联系信息

张文录 分析师  
SAC 证书编号: S0160517100001  
zhangwenlu@ctsec.com

## 相关报告

## ● 解热镇痛类原料药布洛芬等供应中长期趋紧,带来业绩弹性。

公司是解热镇痛原料药全球龙头企业。在全球疫情蔓延、产业链发生风险越来越大的背景下,原料药行业供应趋紧将成常态。各国将加紧储备原料药库存,以应对产业链危机,原料药价格上涨将成为中长期趋势。为保证本国供应,印度3月4日宣布对扑热息痛等26个原料药和制剂限制出口,此举将更加加剧解热镇痛类原料的供应紧张。公司贡献业绩的主要力量是核心产品布洛芬和阿司匹林,解热镇痛原料药价格上涨的同时,由于沙特等国增产原油量涨价跌,化工产品价格看跌。一涨一跌带来业绩弹性。

## ● 国际大制药企业制剂 CMO,打破增长天花板,意味重新估值定价

制剂 CMO 是有很大发展潜力的,不只是原料药 CMO。原料药的产业链全在中国,中国企业有能力做出更好的美欧制剂,没有必要在做一次出口进口的动作。从百利高与新华的合作逻辑上能看出,所有制造环节都可以在中国进行,拿到欧美去做是没有成本优势的。医药行业的哑铃型结构将愈发明显。在产业链的前端研发和后端营销是企业核心竞争力,其他均可外包。新华制药通过制剂 CMO 实现企业中长期全球发展战略,打破增长天花板,转型发展的确定性增强对资本市场意味着对企业重新估值定价。目前年产 50 亿片出口制剂的新华-百利高制药顺利通过 MHRA 的现场审计。随着新华百利高 CMO 制剂品种陆续投放生产,预计 2021 年底能完全达产,今年是公司发展动能上升的元年。新华制药先后与辉瑞、百利高、上海罗氏制药和拜耳制药等签订 CMO 制剂委托加工合作协议,预计 200 亿固体制剂项目 2022 年全部达产。按照平均每片价格 0.15 元测算,预计年销售额 30 亿元,按照 10% 的净利润计算,净利润 3 亿元,预期内部 ROE 20%。

**盈利预测:** 市场忽视了公司在转型 CMO 的能力;同时,全球经济的下行也必然带来医疗筹资能力的下降,整体医疗消费能力的下降,仿制药的消费量将更大。公司的估值也将回归合理中枢。预计 2019-2021 年净利润 3.00/4.01/5.06 亿, EPS 为 0.48/0.64/0.81 元, PE 为 19.2/14.3/11.4 倍,对标普洛药业、九洲药业和美诺华等,给予公司 2020 年 25 倍 PE,目标价 16 元。

**风险提示:** 股市大幅波动风险; CMO 合作进程的不确定性风险;

表 1:公司财务及预测数据摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	4,516	5,208	5,607	6,869	8,267
增长率	12.5%	15.3%	7.7%	22.5%	20.3%
归属母公司股东净利润(百万)	210	251	300	401	506
增长率	71.4%	19.7%	19.5%	33.8%	26.1%
每股收益(元)	0.34	0.40	0.48	0.64	0.81
市盈率(倍)	27.4	22.9	19.2	14.3	11.4

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

## 内容目录

1、解热镇痛原料药价格升、成本降，将大幅增厚业绩.....	3
1.1 公司经营情况分析.....	3
1.2 原料药价格涨、成本下降带来业绩弹性.....	4
1.2.1 布洛芬原料市场分析.....	5
1.2.2 阿司匹林原料市场分析.....	6
2、公司转型 CMO 的能力被市场严重低估，预期差大。.....	6
2.1 制剂 CMO/CDMO 行业介绍.....	7
2.2 看百利高和新华制药合作的契机.....	7
2.3 制剂 CMO 商业模式.....	8
2.4 新华制药国际 CMO 项目进展与收益预期.....	8
3、仿制药业务的增长：ANDA 制剂出海和原料药基础上的一致性评价.....	9
3.1 欧美市场 ANDA 认证.....	9
3.2 一致性评价和带量采购.....	9
4、公司基本情况介绍.....	11
4.1 公司发展历程.....	11
4.2 主要子公司情况.....	12
4.3 国有企业改革推进增产增效、发展新动能.....	12
4.4 员工激励计划.....	13
4.4.1 员工持股计划：.....	13
4.4.2 股权激励计划.....	13
4.5 公司股东情况.....	14
5、盈利预测与估值.....	15

## 图表目录

图 1：扑热息痛原料药国内参考价.....	3
图 2：布洛芬原料药国内参考价.....	3
图 3：公司 2017-2019 年分大类营业收入与增速情况.....	4
图 4：分大类公司营业成本构成情况.....	4
图 5：分大类公司产品毛利率情况.....	4
图 6：中国布洛芬出口量情况.....	5
图 7：中国布洛芬出口金额情况.....	5
图 8：阿司匹林原料药国内参考价.....	6
图 9：山东地区高端苯酚参考价.....	6
图 10：国际合作中心项目 1 期项目大楼.....	8
图 11：国际合作中心 1 期项目生产线.....	8
图 12：新华制药过去五年市盈率变化情况.....	16
图 13：医药生物行业相对新华制药市盈率比值.....	16
表 1：公司财务及预测数据摘要.....	1
表 2：公司研发费用明细.....	8
表 3：已经通过再评价和集采品种的情况.....	10
表 4：公司再评价品种以基本药物为主，适合公司发展路径.....	10
表 5：公司主要子公司情况.....	12
表 6：管理和技术水平提升带来的人均创收持续高增长.....	13
表 7：股权激励计划内容.....	13
表 8：公司前十大股东情况.....	14
表 9：可比公司估值情况对比.....	15
表 10：公司营业收入预测表.....	16

## 1、解热镇痛原料药价格升、成本降，将大幅增厚业绩

解热镇痛原料药以布洛芬为主的产品价格中长期看涨。同时受益于原油跌价成本下降，将大幅增厚业绩。原料药产业链的价值在上升，供给侧改革带来原料药企业价值提升，同时后带量采购时代仿制药的竞争核心也变成了原料药，中国拥有完善的上游化工产业链，中国原料药的全球地位在提升。这些已经成为市场共识。公司是全球最重要的、亚洲最大的解热镇痛类药物生产与出口基地，主要解热镇痛类原料产品线丰富，布洛芬、阿司匹林、咖啡因和安乃近等产品寡头竞争。疫情带来解热镇痛类产品的终端需求扩大。解热镇痛类原料供不应求，主要产品布洛芬等价格上涨。同时，为了保证本国供应，印度 3 月 4 日宣布对扑热息痛等 26 个原料药和制剂限制出口。中国和印度均是全球重要的解热镇痛中间体和原料药供应国，印度的此举将加剧解热镇痛类原料的供应紧张，原料药价格中长期趋势看涨。

解热镇痛的产品主要有布洛芬、阿司匹林和扑热息痛等，欧美疫情发生之前扑热息痛和布洛芬的价格已经开始大幅上涨，印度的出口限制会加剧布洛芬和阿司匹林的供应紧张。以下是扑热息痛国内的价格，扑热息痛从一月份的 53 元/Kg 跳到 2 月份的 70 元/Kg。布洛芬 1 月份的从 165 元/Kg 上涨到 2 月份的 175 元/Kg，但这是内销价，涨幅较小。布洛芬原料 70%以上用于出口外销，预计外销价格涨幅 20%左右，后续将继续稳步上涨。供应的紧张，中长期易涨难跌。

解热镇痛原料药价格上涨的同时，由于沙特等国增产原油量涨价跌，向下游大炼化行业精细化学品传导，化工产品价格看跌。一涨一跌带来解热镇痛原料的价差扩大，将对新华制药带来业绩弹性。

图 1：扑热息痛原料药国内参考价



数据来源：Wind、财通证券研究所

图 2：布洛芬原料药国内参考价



数据来源：Wind、财通证券研究所

### 1.1 公司经营情况分析

公司 2018 年营业收入 52 亿，同比增长 15.33%。其中，制剂收入 22 亿，同比增

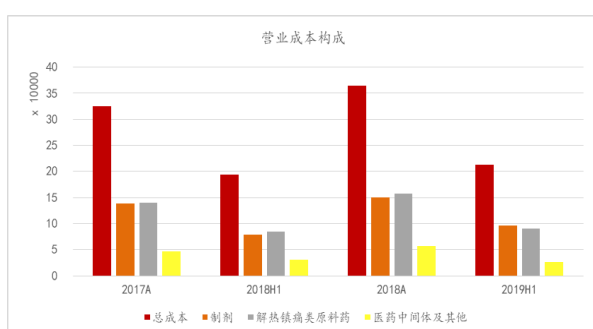
长 12%；原料药收入 23 亿，同比增长 18%；中间体收入 6.8 亿。2019 年上半年营业收入 31 亿，同比增长 15.34%，其中制剂收入 14 亿，同比增长 19%；原料药收入 14 亿，同比增长 19%；中间体收入 3.0 亿。中间体毛利率较低，主要原因是为公司内部原料药自用，剩余部分外销。解热镇痛原料药的毛利率为 34.70%，制剂的毛利率为 31.75%。原料药整体销售费用较制剂产品低，贡献利润的主要力量是解热镇痛原料药，解热镇痛的原料药中附加值最高的是公司核心产品布洛芬和阿司匹林，预计这两个品种占比原料药收入 70%以上。

图 3：公司 2017-2019 年分大类营业收入与增速情况



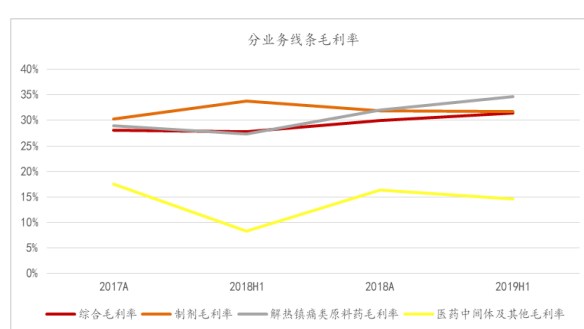
数据来源：Wind、财通证券研究所

图 4：分大类公司营业成本构成情况



数据来源：Wind、财通证券研究所

图 5：分大类公司产品毛利率情况



数据来源：Wind、财通证券研究所

## 1.2 原料药价格涨、成本下降带来业绩弹性

全球主要医用化学原料药产业链在中国和印度等国家，而且印度的原料药及上游医用化工产业链越来越依赖于中国。解热镇痛类产品亦是如此。在全球疫情蔓延、产业链发生风险越来越大的背景下，原料药行业供应趋紧将成常态。各国将加紧

储备原料药库存，以应对产业链危机，原料药价格上涨将成为中长期趋势，这个势头在中国各大品类原料药上都有走强的迹象。同时，解热镇痛等原料药上游主要是大炼化产业链精细化工行业，部分产业受成本等大幅降价影响，毛利率将提高，并且原油价格长期弱势或成必然，终端原料药涨价、成本下降将大幅增厚业绩。

公司主要的原料药有布洛芬、阿司匹林、咖啡因、安乃近和左旋多巴等产品，布洛芬和阿司匹林是解热镇痛的主要用药，受益于疫情。咖啡因主要是制药和食品饮料类，如可乐和提神特饮类等；左旋多巴主要是帕金森等神经系统类用药，应用广泛；安乃近在人用药中基本退出了，目前以兽药为主。布洛芬和阿司匹林等原料药占比公司原料药收入预计在 70% 左右，是高附加值高毛利产品，是公司核心盈利贡献点，下面主要分析下这两个品种。

### 1.2.1 布洛芬原料市场分析

预计全球布洛芬总产能在 1.5 万吨以上，按照日常应用产能 80% 以上计算，产量在 12000 吨以上。主要厂家有新华制药和湖北百科亨迪，其他有巴斯夫等公司。2018 年中国布洛芬出口 8087 吨。其中，百科亨迪 2018 年布洛芬销售金额为 3.53 亿，按照 2018 年内销均价 140 元/Kg 计算，估计产量在 2500 吨左右，产能在 3000 吨以上。2019 年中国布洛芬出口量 8537 吨，约人民币 11.6 亿元（按照美元对人民币汇率 6.85 计算），预计新华制药出口在 6000 吨左右，内销 2000-2500 吨计算，总产量在 8000-8500 吨，预计新华制药产能在 8500 吨以上。按照 2020 年 8500 吨产量，175 元/Kg 的价格，预计贡献收入 15 亿元左右。由于百科亨迪在湖北荆门，受到疫情影响阶段性停产，同时国外下游制剂和医院的备货需求极高，今年布洛芬全球供应将持续紧张。

图 6：中国布洛芬出口量情况



数据来源：Wind、财通证券研究所

图 7：中国布洛芬出口金额情况



数据来源：wind、财通证券研究所

布洛芬的工业制备是有由异丁苯与乙酰氯经付克酰化反应得异丁基苯乙酮，再与氯乙酸异丙酯发生 Darzens 缩合反应，在经过水解、中和、脱羧反应得异丁基苯

丙醛，最后将其转化得到布洛芬。异丁苯是主要成本端，以大炼化的甲苯、丙烯为原料制备而得。原油价格的大幅下降对成本端有一定利好。实际上，利好最大的是阿司匹林，阿司匹林最重要的生产成本在苯酚。

### 1.2.2 阿司匹林原料市场分析

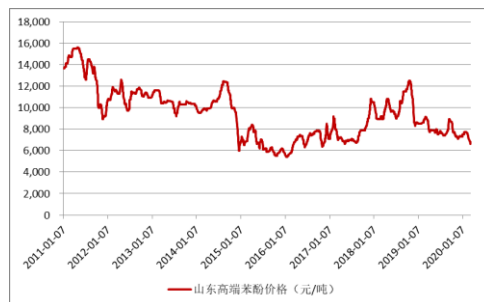
阿司匹林的工业化合成路径较短，主要是由水杨酸乙酰化制备成阿司匹林。而水杨酸是通过苯酚与氢氧化钠反应生成苯酚钠，蒸馏脱水后，通二氧化碳进行羧基化反应，制得水杨酸钠盐，再用硫酸酸化而得粗品。最主要的原料是苯酚，占比了生产成本的一半以上。所以，原油价格大跌引起苯酚价格暴跌，且原油中长期价格还没有任何能涨起来的迹象。预计苯酚价格下降 30%以上，带来整体成本端下降 20%左右。

图 8：阿司匹林原料药国内参考价



数据来源：Wind、财通证券研究所

图 9：山东地区高端苯酚参考价



数据来源：Wind、财通证券研究所

阿司匹林由于生产壁垒低，规模化和品牌力是核心竞争力。预计全球阿司匹林产能在 30,000 吨以内，中国阿司匹林市场产能在 20,000 吨以上。2019 年产量在 16,500 吨以上，预计新华制药产量在 10,000 吨以上，其次是陕西华阴锦前程和河北敬业药业，分别在 4500 吨和 2000 吨左右。外销市场上基本新华制药一家独大，海关数据显示，2018 年中国阿司匹林出口在 6,500 吨以上。按照新华制药 1 万吨、28,000 元/吨计算，销售收入 2.8 亿元。苯酚之前占比成本 50-60%，苯酚价格下降 30%以上，单品种新增业绩弹性 0.3 亿元以上。

## 2、公司转型 CMO 的能力被市场严重低估，预期差大。

原料药/仿制药企业转型升级已见曙光，提升公司估值水平。原料药/仿制药企业后发展四条路径提升其产业价值：第一，产业链横向并购做大市占率，掌握产业定价权，如司太立等；第二，从原料药企业产业链纵到 CMO/CDMO，依赖有力的大制药企业成长，如九洲药业和诺华制药的合作、美诺华和先声制药的合作、普洛药业切入 CDMO 等；第三，制剂出口，获得美欧等仿制药准入，提升公司在全

球产业链的附加值，如普利制药和健友股份等；第四，并购引导的创新药转型，由原料药等业务提供现金流。新华制药属于第二类路径，通过与美国 Perrigo (百利高、美股 PRGO.US)、罗氏制药、德国拜耳制药、美国强生等大企业合作制剂产品 CMO，将全球的制剂生产基地转移到国内，实现企业中长期全球发展战略。转型发展的确定性增强对资本市场意味着对企业重新估值定价。

## 2.1 制剂 CMO/CDMO 行业介绍

CMO/CDMO 行业简介：预计 2019 年全球 CMO/CDMO 行业规模超过 750 亿美元，中国市场近 60 亿美元，其中 80%以上是中间体/原料药行业 CMO/CDMO，鲜有国际制剂产品合作生产的 CMO。上市公司只有华海药业对默克有少量抗 HIV 药物的 CMO。我们认为制剂 CMO 领域一定是有发展未来的，中国企业将越来越多参与其中。我们说医药行业具有哑铃型结构，在产业链的前端研发和后端营销是核心竞争力。大制药公司前端除了研发外，更加注重投资并购补充新产品线，消灭潜在竞争。社会化分工使得研发的中后段和生产段外包越来越多。这样更有利于大企业降低成本，提高企业净资产收益率；轻资产，遇到重大风险容易规避。在此背景下，中国企业将凭借工程师人员红利，完善的产业链优势和物流优势，现代化高效率的智造工厂赢得未来。

## 2.2 看百利高和新华制药合作的契机

美国 Perrigo (百利高、美股 PRGO.US) 是一家全球医疗保健供应商，从事开发、生产及销售非处方药品及非专利处方药品、婴儿配方奶粉、营养品以及医疗诊断产品，全球非处方药龙头公司。非处方药百利高在欧美是有很强品牌影响力的，通过一系列并购成为欧美地区 OTC 龙头。2019 年收入折合人民币 337 亿元，但其过去十年毛利率只有 37%。反观中国的华润三九是国内最大的 OTC 企业，OTC 业务收入超过 60 亿，毛利率一直稳定在 60%。毛利率低的主要原因一是不掌握 API 原料药，二是百利高的制造工厂主要在美国，在英国、比利时、法国也有制造工厂。品牌力相当，但毛利率相差之大。

百利高和新华制药有合资公司，新华百利高。其成立于 2003 年，新华制药持股 50.10%的股权，主要是为美国百利高提供布洛芬原料。2018 年合资公司营业收入 2.02 亿，净利润 3809 万，净利润率 18.86%；2019 年收入 1.25 亿元，同比增长 32.32%；实现利润总额为人民币 3080 万元，同比增长 70.59%，净利润率 24.64%。效益非常好，也是百利高看准了新华制药的智造能力。

新华制药最近三年研发费用上升非常较快，看研发费用明细中新技术和新工艺占比高于新产品。以目前公司的发展情况来看，投入到原料药和制剂的工艺开发和产品线技术升级改造上是合理的。有了原料药优势的制剂代工项目比如布洛芬和阿司匹林等相关固体制剂品种，毛利率要比新品没有原料药优势的利润率更高。

表 2：公司研发费用明细

研发费用（万元）	2017A	2018H1	2018A	2019H1
新产品	3,298	1,749	4,652	2,352
新技术与新工艺	12,820	6,865	14,045	10,892
合计	16,117	8,613	18,698	13,244
增长率	46%		16%	54%

数据来源：公司公告、财通证券研究所

### 2.3 制剂 CMO 商业模式

1、技术转让+产品欧美认证：外资企业技术转让给中国 CMO 公司使用、产品注册文号转移至国内，CMO 企业对国内的制剂生产线进行美国 FDA 和欧盟等 GMP 认证。

2、利润分配：一般行业的合作模式是 API 原料药+制造成本+加成率，有 API 原料的实际上扩展了全产业链的附加值，没有 API 原料药的一般加价幅度在 API 价格基础上浮至 30%以内，净利润率在 10%左右。

### 2.4 新华制药国际 CMO 项目进展与收益预期

2015 年 3 月底，公司对现有固体制剂车间搬迁扩产改造计划，投资 1.82 亿元建设现代医药国际合作中心项目，包括固体制剂车间以及配套医药仓储物流中心。2017 年 10 月对新华制药现代医药国际合作中心计划总投资 8 亿多元，设计固体制剂生产能力 200 亿片/年。2018 年 11 月国际合作中心项目（1 期）正式启用。2018 年年报显示，新华百利高 50 亿片固体制剂项目已经开始产品转移，年内取得美国 FDA 的 ANDA 注册号 3 个，公司生产的布洛芬片获准进入美国市场。2019 年 8 月，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。随着百利高 CMO 制剂品种陆续投放生产，预计 2021 年底能完全达产。

图 10：国际合作中心项目 1 期项目大楼



数据来源：公司官网、财通证券研究所

图 11：国际合作中心 1 期项目生产线



数据来源：公司官网、财通证券研究所

新华制药先后与辉瑞、百利高、上海罗氏制药和拜耳制药等签订 CMO 制剂委托加



工合作协议, 预计 200 亿固体制剂项目 2022 年全部达产。2019 年中报, 有 14 个产品通过美国 FDA 检查, 10 个产品取得欧洲 COS 证书, 产品出口到全球 50 多个国家和地区。公司为全国首批 15 家实施制剂国际化战略先导企业之一。国际合作项目一期、二期制剂车间与配套物流园等项目预计投资将达到 15 亿元。按照平均每片价格 0.15 元测算, 预计年销售额 30 亿元, 按照 10% 的净利润计算, 净利润 3 亿元, 预期内部 ROE 20%。

### 3、仿制药业务的增长：ANDA 制剂出海和原料药基础上的一致性评价

公司制剂产品多为普药和低价药, 涉及解热镇痛、抗感染、神经系统、心脑血管和消化类产品。主要普药的核心品种有阿司匹林肠溶缓释片、聚卡波非钙片、尼莫地平缓释胶囊、头孢呋辛酯分散片、雷贝拉唑钠肠溶片和格列美脲片等。低价药品种有抗过敏类的氯雷他定、西替利嗪; 抗感染类如红霉素、罗红霉素、头孢拉定和头孢氨苄等; 激素类如地塞米松和泼尼松等; 维生素 C 和维生素 B6 等。

公司 2018 年营业收入 52 亿, 同比增长 15.33%。其中, 制剂收入 22 亿, 同比增长 12%。2019 年上半年营业收入 31 亿, 同比增长 15.34%, 其中制剂收入 14 亿, 同比增长 19%; 原料药收入 14 亿, 同比增长 19%。公司普药和低价药的发展思路推进海外注册 ANDA, 扩大全球盈利能力; 积极推进一致性评价, 发挥配套优势, 做好原料制剂协同发展, 加快战略制剂品种和“品牌普药”市场培育。针对制剂战略品种, 实施“一品一策”, 大力培育过亿元产品群。加快电商新业态、新模式的发展, 加深电商平台合作, 扩大代理范围, 加快跨境电商及新零售发展, 积极布局互联网医药。预计 2020 年随着国际化和一致性评价集采范围的扩大, 公司营业收入将进入发展快车道, 收入端增速将达到 20% 以上。收入端的上升将直接对公司估值水平有正向刺激。

#### 3.1 欧美市场 ANDA 认证

2020 年 1 月, 公司第一个重磅 ANDA 布洛芬片的现代医药国际合作中心 206XY 车间通过美国 FDA 认证, 表明公司布洛芬片正式进入美国市场。国外布洛芬片生产、销售厂商主要有 Johnson & Johnson (强生公司) 和 Perrigo (百利高公司) 等, 布洛芬系列制剂 2018 年全球销售额约 47.03 亿美元, 其中美国市场销售额约 17.56 亿美元; 2019 年 1-9 月全球销售额约 44.93 亿美元, 其中美国市场销售额约 16.27 亿美元。

#### 3.2 一致性评价和带量采购

公司精准投入一致性评价的优势突显。已经过评的六个品种, 有两个格列美脲和头孢拉定年初进行了带量采购, 公司均中标。格列美脲片 (1mg、2mg)、头孢拉定胶囊 (0.25g), 2 个品种三个规格均中标本次集中采购。格列美脲片在 5 家中标企业中, 中标价格位列第二高位, 头孢拉定胶囊在本次 3 家中标企业中, 中

标价格最高。原料药集群优势突显。在已经过评还未有带量采购的品种西替利嗪、卡托普利和依达拉奉预计有原料药优势，依达拉奉是合成公司原料药氨基比林的中间产物。

**表 3：已经通过再评价和集采品种的情况**

已经通过再评价	规格	国内销售情况（米内）（万元）		
依达拉奉注射液	10ml：15mg	119,807		
卡托普利片	25 mg	10,940		
西替利嗪片	10mg	17,467		
盐酸法舒地尔注射液	2ml：30mg	63,177		
已经采购	规格	中选价格	降价幅度	预计采购金额（万）
格列美脲	1mg	1.61	95%	2000
头孢拉定胶囊	0.25g	3.04	65%	1000

数据来源：公司公告、米内数据、财通证券研究所

**表 4：公司再评价品种以基本药物为主，适合公司发展路径**

药品名称	批文数	289 品种	参比制剂备案	一致性评价进度	最后更新时间
头孢氨苄片	2	是	是(已备案)	在审评审批中	2019/10/23
碳酸氢钠片	2	是		在审评审批中	2019/6/12
葡萄糖酸钙片	1	是		在审评审批中	2020/2/6
克拉霉素片	2	是	是(已备案)	在审评审批中	2019/5/15
盐酸地尔硫卓片	1	是		在审评审批中	2018/11/21
布洛芬片	2	是	是(已备案)	在审评审批中	2019/5/8
盐酸苯海拉明片	1	是	是(已备案)	在审评审批中	2019/7/15
盐酸西替利嗪片	1	否	是(已备案)	已发件批准	2019/8/13
头孢拉定胶囊	2	是	是(已备案)	已发件批准	2019/9/17
头孢氨苄胶囊	2	是	是(已备案)	已发件批准	2020/2/5
卡托普利片	1	是	是(已备案)	已发件批准	2019/11/22
格列美脲片	2	是	是(已备案)	已发件批准	2019/5/15
阿司匹林片	2	是	是(已备案)		
阿司匹林肠溶片	1	是	是(已备案)		
三苯双胍肠溶片	3	否			
盐酸小檗碱片	3	是	是(已备案)		
维生素 B6 片	1	是			
维生素 B2 片	2	是			
氢化可的松片	2	是			
醋酸泼尼松片	1	是	是(已备案)		

诺氟沙星胶囊	1	是	
尼群地平片	1	是	是(已备案)
尼莫地平片	2	是	是(已备案)
奈韦拉平片	1	是	
利福平胶囊	1	是	
雷贝拉唑钠肠溶片	1	否	是(已备案)
克拉霉素颗粒	2	是	
克拉霉素颗粒	4	是	是(已备案)
克拉霉素胶囊	1	是	是(已备案)
甲氧氯普胺片	1	是	
醋酸甲萘氢醌片	2	是	
己烯雌酚片	3	是	
红霉素肠溶片	2	是	
复方利血平片	1	是	
小儿复方磺胺甲噁唑片	1	是	是(已备案)
复方磺胺甲噁唑片	1	是	是(已备案)
伏格列波糖片	0	否	
醋酸地塞米松片	1	是	
地高辛片	1	是	
茶碱缓释片	1	是	是(已备案)
磷酸伯氨喹片	1	是	
苯妥英钠片	2	是	
苯巴比妥片	3	是	是(已备案)
氨茶碱片	2	是	是(已备案)
硫酸阿托品片	1	是	

数据来源：米内数据、财通证券研究所

## 4、公司基本情况介绍

### 4.1 公司发展历程

新华制药厂的前身诞生于1943年，1944年胶东军区卫生部正式命名为新华制药厂。1948年迁至山东淄博张店至今。1996年港交所上市，1997年深交所上市，公司已成为A+H上市公司。公司是全球最重要、亚洲最大的解热镇痛类药物生产与出口基地，以及国内重要的心脑血管类、抗感染类及中枢神经类等药物生产企业。公司与140多家知名跨国企业建立了长期战略合作关系，为全国原料药出口五强企业，全国首批15家实施制剂国际化战略先导企业之一和全国制剂出口十强企业，已有十几亿片高品质制剂产品出口到欧美高端市场。投资8亿元、产能200亿片的现代医药国际合作中心一期工程已经投用，二期即将封顶，以此为依托，一大批国际制剂合作项目纷纷落户新华，新华制药具有国际质量水平的制剂

产品正在大规模走向高端国际市场，“中国药”正成为国际市场上越来越亮丽的民族品牌。

#### 4.2 主要子公司情况

新华制药的大部分工业生产类业务均是在母公司进行。子公司新华制药(寿光)公司主要从事精细化工和医药中间体的生产和销售。新华-百利高主要是为百利高提供布洛芬等原料药产品。山东新华医药贸易有限公司主要是内销公司，淄博新达子公司主要是抗生素、解热镇痛制剂生产与销售。新华制药(高密)公司主要从事阿奇霉素、克拉霉素、罗红霉素、青霉素和西替利嗪等制剂产品等生产。新华制药(美国)和新华制药(欧洲)主要进出口认证、原料药与中间体的经销与服务。

**表 5：公司主要子公司情况**

控股公司	直接持股比例	投资额(万元)	2018 营业收入(万元)	总资产	主营业务
新华制药(寿光)有限公司	100.00	23,071	43,355	81,681	医药化工制造
淄博新华-百利高制药有限责任公司	50.10	7,228	12,473	27,930	百利高自用布洛芬等原料药的生产与销售
山东淄博新达制药有限公司	100.00	13,807			抗生素、解热镇痛制剂生产与销售
山东新华医药贸易有限公司	100.00	4,858	113,100	41,182	医药化工销售
新华(淄博)置业有限公司	100.00	2,000			房地产开发
新华制药(高密)有限公司	100.00	3,500			制剂产品生产
山东新华制药(美国)有限责任公司	100.00	937			美国等产品销售与服务
山东新华制药(欧洲)有限公司	65.00	460			欧洲地区产品销售与服务

数据来源：Wind、财通证券研究所

#### 4.3 国有企业改革推进增产增效、发展新动能

近几年，由于混合所有制、国有企业员工激励等大胆推出，国有企业的面貌也焕然一新，员工的主观能动性大大增强。国有企业的管理者要做出更好的效益，股权激励的收益会更好。提高管理效率，核心技术工艺优化，自动化水平等等带来新华制药的效益越来越好，是国有企业发展的典范。过去四年，我们发现公司的员工并没有增加，生产、销售和技术人员数目保持稳定，国有企业曾经臃肿的行

政人员数量大幅下降，从 2016 年的 520 人下降到 2019 年中期的 305 人。2019 年全员人均创收 90 万，较 2016 年提高了 42%；人均创利 4.81 万元，较 2016 年的 1.93 万元提高了 149%。这些活生生的数字更让人相信新华制药是一个非常有活力、有竞争力的制药企业。

**表 6：管理和技术水平提升带来的人均创收持续高增长**

	2016A	2017A	2018H1	2018A	2019H1
生产	3,472	3,466	3,448	3,585	3,598
销售	1,029	1,049	1,015	1,096	1,068
技术	1,187	1,234	1,230	1,189	1,137
财务	96	96	89	84	84
行政	520	504	538	359	305
采购仓储	42	35	41	44	48
员工总人数	6,346	6,384	6,361	6,357	6,240
员工薪酬(万元)	57,792	60,553	31,785	70,369	34,476
人均薪酬(万元)	9.11	9.49	5.00	11.07	5.53
人均创收(万元)	63.27	70.73	42.25	81.92	49.68
增长率		12%		16%	18%
人均创利(万元)	1.93	3.28	1.94	3.95	2.36
增长率		70%		20%	22%

数据来源：Wind、财通证券研究所

#### 4.4 员工激励计划

##### 4.4.1 员工持股计划：

2017 年 12 月公司通过定增完成第一期员工持续计划。非公开发行实际募集资金总额为 2.23 亿元，募集资金全部用于偿还银行贷款和补充流动资金。最终认购方为山东聚赢产业基金合伙企业和第一期员工持股计划，其中员工持股计划认购金额 3467 万元。按照目前除权除息后不扣除资金成本的成本价为 8.54 元/股。  
解禁期 2020 年 10 月 13 日。

##### 4.4.2 股权激励计划

2018 年公司推出限制性股票期权，向公司董事（不含独立董事）、高级管理人员、中层管理人员、核心骨干人员等 185 名激励对象授予 1,625 万份股票期权，约占本激励计划草案公告时公司总股本 62,186 万股的 2.61%。股票期权的行权价格为 5.98 元。

**表 7：股权激励计划内容**

行权期	业绩考核条件	行权时间	行权比例
第一个行权期	1、2019 年营业收入不低于 52 亿，且比授予权益时该指标所处同行业分位值 水平有所提高，该指标不低于同行业平均水平； 2、以 2015 年-2017 年净资产收益率均值为基数，2019 年净资产收益率增长率不低于 55%，该指标不低于同行业平均水平。	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	34%
第二个行权期	1、2020 年营业收入不低于 56 亿，且比授予权益时该指标所处同行业分位值 水平有所提高，该指标不低于同行业平均水平； 2、以 2015 年-2017 年净资产收益率均值为基数，2020 年净资产收益率增长率不低于 60%，该指标不低于同行业平均水平。	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	33%
第三个行权期	1、2021 年营业收入不低于 60 亿，且比授予权益时该指标所处同行业分位值 水平有所提高，该指标不低于同行业平均水平； 2、以 2015 年-2017 年净资产收益率均值为基数，2021 年净资产收益率增长率不低于 65%，该指标不低于同行业平均水平。	自授予日起 48 个月后的首个交易日起至授予日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	33%

数据来源：公司公告、财通证券研究所

#### 4.5 公司股东情况

公司通过山东省国资委控股的华鲁控股持有公司 32.94%的股权，同时公司是 A+H 上市公司，华鲁控股通过间接控股子公司维斌有限公司 (WELL BRING LTD, 香港) 持有本公司 H 股已发行总股份的 2.86%，华鲁控股合并持有公司已发行总股份的 35.80%。基于看好公司中长期发展，从 2019 年 5 月 21 日到 2019 年 11 月 20 日华鲁控股通过其全资子公司华鲁投资增持公司股份 414 万股，占公司总股份的 0.67%，增持金额 2948 万元，增持均价 7.12 元。增持后大股东华鲁控股合并持有公司股份 36.47%。

2017 年 12 月公司定增发行完成，非公开发行实际募集资金总额为 2.23 亿元，募集资金全部用于偿还银行贷款和补充流动资金。最终认购方为山东聚赢产业基金有限合伙企业和第一期员工持股计划，其中员工持股计划认购金额 3467 万元。按照目前除权除息后不扣除资金成本的成本价为 8.54 元/股。解禁期 2020 年 10 月 13 日。

表 8：公司前十大股东情况

	2019 三季报	持股比例 (%)
1	华鲁控股集团有限公司	32.94
2	香港中央结算(代理人)有限公司	31.13
3	巨能资本管理有限公司-山东聚赢产业基金合伙企业(有限合伙)	3.75
4	黄佩玲	1.37
5	齐鲁证券资管-民生银行-齐鲁民生 2 号集合资产管理计划	1.26

6	林穗贤	0.82
7	全国社保基金一零七组合	0.69
8	华鲁投资发展有限公司	0.67
9	山东新华制药股份有限公司-第一期员工持股计划	0.65
10	香港中央结算有限公司(陆股通)	0.61
	合 计	73.89

数据来源: Wind、财通证券研究所

## 5、盈利预测与估值

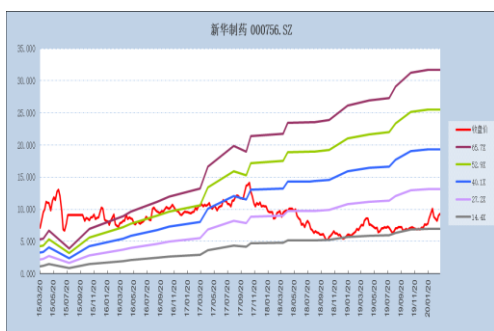
表 9: 可比公司估值情况对比

公司市值	普洛药业	196 亿		美诺华	44 亿	
	2019A	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
净利润 (百万元)	553.40	744.09	980.31	148.10	210.99	299.46
增速 (%)	49.34	34.46	31.75	53.71	42.46	41.93
PE	27.62	26.32	19.98	29.57	20.76	14.63
ROE	14.69	17.11	19.10	10.88	13.80	16.52
公司市值	司太立	88 亿		九洲药业	159 亿	
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
净利润 (百万元)	178.75	250.96	339.49	259.32	373.88	575.99
增速 (%)	90.81	40.40	35.27	65.02	44.18	54.06
PE	49.48	35.24	26.05	61.27	42.49	27.58
ROE	16.90	19.83	21.77	9.00	12.20	17.00
	2019E	2020E	2021E			
PE (算数平均)	41.99	31.20	22.06			
增速 (%) (算数平均)	64.72	40.38	40.75			
PE/G	0.65	0.77	0.54			

数据来源: Wind、财通证券研究所

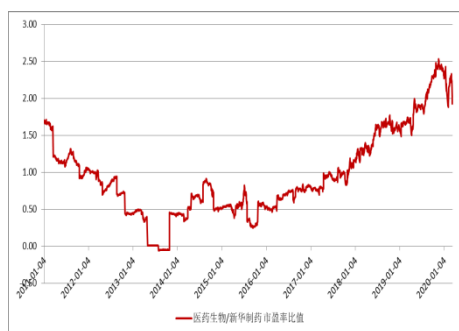
我们再次重申: 制剂 CMO 领域是有很大发展潜力的, 不只是创新药 CMO。原料药的产业链全在中国, 出口原料药后欧美分装成制剂, 最终销往全球。中国企业有能力做出制剂产品美欧 GMP 认证, 做出更多更好的 ANDA, 没有必要在做一次出口进口的动作。从百利高与新华的合作逻辑上能看出, 所有制造环节都可以在中国进行, 拿到欧美去做是没有成本优势的, 外资大企业只做好国际营销即可。中国企业将越来越多参与其中。医药行业的哑铃型结构将愈发明显, 在产业链的前端研发和后端营销是企业核心竞争力, 其他均可外包。和普洛药业相比, 短期是看到的原料药和普药企业降本增效, 中期均是业务延伸到 CMO 的可持续发展。与九洲药业相比, 新华制药也是把最优质的的客户合作做到极致。

图 12：新华制药过去五年市盈率变化情况



数据来源：Wind、财通证券研究所

图 13：医药生物行业相对新华制药市盈率比值



数据来源：Wind、财通证券研究所

2012 年前，整体原料药需求增速非常快，目前属于成长性行业；2015 年后创新药、医疗器械、CMO 等新兴细分领域成为行业发展新动能，在估值溢价率上更高，新华制药因此与医药行业整体估值差越来越大。市场忽视了公司在转型 CMO 领域的的能力，未来三到五年公司有望成为国内最大的全球大制药企业的制剂工厂；另外，全球经济的下行也必然带来医疗筹资能力的下降，整体医疗消费能力的下降，仿制药的消费量将更大。公司的估值也将回归合理中枢，相对医药行业整体估值也将回归合理水平。

表 10：公司营业收入预测表

营业收入与增速情况	2017A	2018H1	2018A	2019H1	2019E	2020E	2021E
营业收入	451,572	268,768	520,787	309,990	560,745	686,909	826,660
营业收入增速			15.33%	15.34%	7.67%	22%	20%
制剂	198,219	118,263	221,308	140,418	247,865	302,395	374,970
制剂收入增速			12%	19%	12%	22%	24%
解热镇痛类原料药	196,452	117,358	231,942	139,204	262,094	314,513	361,690
解热镇痛类原料药收入增速			18%	19%	13%	20%	15%
医药中间体及其他	56,901	33,147	67,537	30,367	50,786	70,000	90,000
医药中间体及其他收入增速			19%	-8%	-25%	38%	29%

数据来源：Wind、财通证券研究所

预测制剂收入提速的主要带动因素是国际 CMO 业务的带动和 ANDA 的放量；今年解热镇痛原料药将供应紧张，增速 20% 超过过去三年，同时，原料药毛利率将上升。同期研发费用、销售费用保持稳定，折旧摊销等稳定。预计 2019-2021 年净利润 3.00/4.01/5.06 亿，EPS 为 0.48/0.64/0.81 元，PE 为 19.2/14.3/11.4 倍，对标普洛药业、九洲药业和美诺华等，给予公司 2020 年 25 倍 PE，目标价 16 元。



**公司财务报表及指标预测**

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>4,516</b>	<b>5,208</b>	<b>5,607</b>	<b>6,869</b>	<b>8,267</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	3,248	3,650	3,869	4,740	5,704	营业收入增长率	12.5%	15.3%	7.7%	22.5%	20.3%
营业税费	61	62	67	79	97	营业利润增长率	91.4%	19.8%	13.4%	33.8%	27.5%
销售费用	510	655	757	907	1,058	净利润增长率	71.4%	19.7%	19.5%	33.8%	26.1%
管理费用	385	260	503	618	744	EBITDA 增长率	28.9%	42.6%	-16.7%	18.9%	18.7%
财务费用	80	34	22	7	2	EBIT 增长率	52.2%	76.3%	-24.2%	28.0%	26.3%
资产减值损失	16	55	21	22	26	NOPLAT 增长率	80.2%	5.2%	7.5%	28.0%	26.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	5.1%	14.4%	-15.4%	13.3%	-3.5%
投资和汇兑收益	6	7	15	15	17	净资产增长率	24.1%	8.4%	11.4%	12.2%	13.3%
<b>营业利润</b>	<b>282</b>	<b>337</b>	<b>382</b>	<b>512</b>	<b>652</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-14	-12	6	7	6	毛利率	28.1%	29.9%	31.0%	31.0%	31.0%
<b>利润总额</b>	<b>268</b>	<b>325</b>	<b>388</b>	<b>518</b>	<b>658</b>	营业利润率	6.2%	6.5%	6.8%	7.4%	7.9%
减: 所得税	47	51	65	87	111	净利润率	4.6%	4.8%	5.3%	5.8%	6.1%
<b>净利润</b>	<b>210</b>	<b>251</b>	<b>300</b>	<b>401</b>	<b>506</b>	EBITDA/营业收入	13.0%	16.1%	12.4%	12.1%	11.9%
						EBIT/营业收入	6.7%	10.3%	7.2%	7.5%	7.9%
<b>资产负债表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	731	778	449	550	959	固定资产周转天数	170	165	164	125	96
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	7	3	-7	-3	8
应收帐款	358	342	437	517	631	流动资产周转天数	148	151	138	124	131
应收票据	123	136	174	202	242	应收帐款周转天数	30	24	25	25	25
预付帐款	23	32	17	43	29	存货周转天数	51	58	55	55	55
存货	713	952	763	1,338	1,190	总资产周转天数	398	387	370	314	285
其他流动资产	62	109	120	140	160	投资资本周转天数	208	198	181	144	125
可供出售金融资产	258	-	173	186	194	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	8.5%	9.3%	10.1%	12.0%	13.5%
长期股权投资	-	20	94	176	271	ROA	4.2%	4.6%	5.8%	6.8%	8.1%
投资性房地产	73	69	99	129	159	ROIC	11.7%	11.8%	11.1%	16.7%	18.6%
固定资产	2,153	2,631	2,478	2,305	2,110	<b>费用率</b>					
在建工程	435	253	309	376	459	销售费用率	11.3%	12.6%	13.5%	13.2%	12.8%
无形资产	324	333	323	314	305	管理费用率	8.5%	5.0%	9.0%	9.0%	9.0%
其他非流动资产	21	261	186	104	10	财务费用率	1.8%	0.7%	0.4%	0.1%	0.0%
<b>资产总额</b>	<b>5,274</b>	<b>5,916</b>	<b>5,621</b>	<b>6,379</b>	<b>6,717</b>	三费/营业收入	21.6%	18.2%	22.9%	22.3%	21.8%
短期债务	152	235	102	157	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	810	463	827	753	1,148	资产负债率	51.1%	52.7%	44.6%	45.2%	41.1%
应付票据	208	427	218	572	379	负债权益比	104.4%	111.6%	80.5%	82.6%	69.6%
其他流动负债	321	1,235	1,095	1,088	965	流动比率	1.35	1.00	0.87	1.09	1.29
长期借款	932	523	-	50	-	速动比率	0.87	0.59	0.53	0.56	0.81
其他非流动负债	272	237	265	265	265	利息保障倍数	3.80	15.51	18.00	76.92	262.43
<b>负债总额</b>	<b>2,694</b>	<b>3,120</b>	<b>2,507</b>	<b>2,885</b>	<b>2,758</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	99	109	133	163	205	DPS(元)	0.04	0.10	0.06	0.10	0.14
股本	478	622	622	622	622	分红比率	11.4%	24.8%	12.1%	16.1%	17.6%
留存收益	1,802	1,923	2,359	2,709	3,133	股息收益率	0.4%	1.1%	0.6%	1.1%	1.6%
<b>股东权益</b>	<b>2,579</b>	<b>2,797</b>	<b>3,114</b>	<b>3,494</b>	<b>3,960</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EPS(元)	0.34	0.40	0.48	0.64	0.81
净利润	221	274	300	401	506	BVPS(元)	3.99	4.32	4.79	5.36	6.04
加: 折旧和摊销	283	302	292	310	328	PE(X)	27.4	22.9	19.2	14.3	11.4
资产减值准备	-2	40	21	22	26	PB(X)	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-56.6	98.0	-39.6	34.8	11.8
财务费用	67	51	22	7	2	P/S	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7
投资收益	-6	-7	-15	-15	-17	EV/EBITDA	7.9	7.3	7.7	6.5	4.9
少数股东损益	12	23	24	30	42	CAGR(%)	24.9%	25.9%	34.5%	24.9%	25.9%
营运资金的变动	-109	-126	359	-459	-16	PEG	1.1	0.9	0.6	0.6	0.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>390</b>	<b>345</b>	<b>1,003</b>	<b>296</b>	<b>871</b>	ROIC/WACC	1.2	1.2	1.1	1.7	1.8
投资活动产生现金流量	-169	-398	-394	-245	-253	REP	1.5	1.7	1.9	1.1	0.9
融资活动产生现金流量	-25	45	-939	50	-208						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所 注: 管理费用率中包含研发费用率

## 信息披露

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。