

# 新华制药 (000756): 原料药提价 增厚业绩弹性, 特色制剂CMO奠定 长期增量

2020年03月24日

推荐/首次

新华制药 公司报告

## 报告摘要:

公司是亚洲最大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, 多个品种国内市场占有率第一。目前公司已经形成以制剂、原料药和医药中间体三大业务板块为核心的布局, 制剂包括清热解毒、消化代谢、心血管等领域, 战略品种有舒泰得、库欣、介宁、保畅等; 原料药主要有布洛芬、安乃近、咖啡因、阿司匹林和左旋多巴等; 医药中间体主要包括甲酸三甲酯等化工产品。

在制剂方面, 公司通过整合内部资产推进大制剂战略, 目前公司主推以保畅、介宁、库欣为首的核心战略品种, 逐步优化产品结构、增强公司制剂产品竞争力, 公司营销资源向战略品种倾斜, 集中优势打造数个过亿品种, 目前公司核心制剂品种正处在快速放量之中, 市场潜力进一步释放。

特色原料药品种格局相对固定, 公司主打品种市占率均较高且相对稳定。2017年之后公司主要原料药价格增长加快, 一方面是由于环保核查原料趋严持续涨价, 增加生产成本, 另一方面部分原料药企业因环保核查限产或是停产, 市场供应趋于紧张。当前由于疫情推动叠加全球需求高涨, 主打品种需求进一步增加尤其是布洛芬, 价格有望继续提高进一步增厚业绩弹性。

公司解热镇痛原料药量级大, 下游需求非常庞大, 天生具有延伸优势, 且公司国际化历史悠久, 特色制剂 CMO 布局持续推进, 200 亿片制剂 CMO 产能预计于 2022 年底完全达产 (100 亿片属于新旧动能转换), 假设以 0.03 元/片净利润计算, 完全投产将带来 3 亿新可观增净利润。

**盈利预测与投资评级:** 预计公司 2020-2021 年净利润分别为 4.39、5.50、6.86 亿元, EPS 为 0.71、0.88 和 1.10 元, PE 为 15.7、12.6 和 10.1 倍, 首次覆盖, 给予推荐评级。

**风险提示:** 产能扩建不达预期, 制剂销售不达预期, 其他风险

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	5,207.8	5,606.02	6,615.10	7,805.82	9,366.99
增长率 (%)	15.33%	7.65%	18.00%	18.00%	20.00%
归母净利润 (百万)	250.83	299.97	439.19	550.09	686.27
增长率 (%)	23.97%	17.80%	42.11%	23.06%	24.98%
净资产收益率 (%)	9.33%	10.10%	13.16%	14.61%	15.89%
每股收益 (元)	0.40	0.48	0.71	0.88	1.10
PE	27.80	23.17	15.74	12.57	10.08
PB	2.57	2.33	2.07	1.84	1.60

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

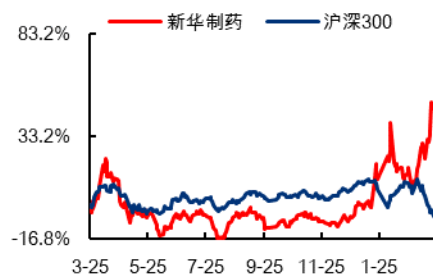
## 公司简介:

公司是我国重点骨干大型制药企业、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药物生产企业。

## 交易数据

52 周股价区间 (元)	11.12-7.68
总市值 (亿元)	69.15
流通市值 (亿元)	44.42
总股本/流通 A 股 (万股)	62186/39950
流通 B 股/H 股 (万股)	/19500
52 周日均换手率	1.87

## 52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

## 首席分析师: 胡博新

010-66554032

Huboxin@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519050003

## 研究助理: 许睿

010-66554049

Xurui@dxzq.net.cn

## 目 录

1. 解热镇痛类龙头，三大业务线协同发展.....	4
1.1 公司历经三段发展历程，坚定推行大制剂和国际化战略.....	5
1.1.1 公司起步期（1954-1996 年）——解热镇痛龙头初长成.....	5
1.1.2 扩张布局期（1996-2014 年）——完成上下游业务全面布局.....	5
1.1.3 高速增长期（2015 年至今）一启动大制剂战略，深化国际化战略.....	6
1.2 三大板块协同发展，经营质量稳步提高.....	6
2. 大制剂战略持续推进，聚焦战略品种推动高速增长.....	8
3. 原料药供给侧改革促进价格上涨，原油价格暴跌有效降低成本.....	10
3.1 公司是解热镇痛类原料药龙头企业，市占率高.....	10
3.2 公司原料药以出口为主，解热镇痛集中度高，主要品种量价齐升.....	11
3.2.1 布洛芬：涨价趋势再提速，显著增厚利润弹性.....	15
3.2.2 安乃近：出口结构逐渐转变，全球量价仍保持稳定，.....	17
3.2.3 阿司匹林：合成路径短，原油暴跌下推动成本下降最明显.....	19
3.2.4 咖啡因：终端应用广泛，竞争格局良好.....	21
4. 制剂新旧动能转换基本完成，特色制剂 CMO 奠定长期增量.....	22
3.3 公司解热镇痛原料药量级大，下游需求非常庞大，天生具有延伸优势.....	22
3.4 公司国际化历史悠久，特色制剂 CMO 布局持续推进.....	23
3.5 产品转移逐步落地，静待订单放量加速业绩增长.....	23
5. 盈利预测与投资评级.....	24
6. 风险提示.....	24

## 表格目录

表 1：三大业务板块产品布局.....	6
表 2：公司六大战略品种梳理.....	9
表 3：2015 年解热镇痛原料药出口企业排名.....	11
表 4：解热镇痛原料药不同品种出口企业排名 Top10.....	12
表 5：解热镇痛原料药所需原料.....	14
表 6：布洛芬价格弹性分析.....	17
表 7：安乃近价格弹性分析.....	19
表 8：阿司匹林价格弹性分析.....	21
表 9：咖啡因价格弹性分析.....	22
表 10：主要原料药理论制剂产能折算.....	23

## 插图目录

图 1：第一期员工持股计划资金来源前十位明细.....	4
图 2：公司股票期权行权条件.....	4

图 3: 公司股权结构及子公司架构.....	4
图 4: 营业收入及增速.....	6
图 5: 归属于母公司所有者的净利润 (百万) 及增速.....	7
图 6: 2019 年公司收入结构.....	8
图 7: 2019 年公司毛利结构.....	8
图 8: 毛利率、期间费用率及净利率.....	8
图 9: 公司三大业务毛利率.....	8
图 10: 核心制剂品种历年销量增速.....	9
图 11: 原料药收入 (百万) 及增速.....	10
图 12: 2016 年七大品种占原料药收入占比.....	10
图 13: 主打品种市场占有率.....	11
图 14: 主打原料药品种价格走势.....	12
图 15: OPEC 一揽子石油价格 (美元/桶).....	13
图 16: 石油化工产业链.....	13
图 17: 公司原料药业务的毛利率变化.....	14
图 18: 主要品种出口量 (吨).....	15
图 19: 布洛芬原料药出口量和增速.....	16
图 20: 布洛芬原料药价格走势 (元/kg).....	16
图 21: 布洛芬出口退税率提高.....	17
图 22: 安乃近出口量 (吨) 及增速.....	18
图 23: 安乃近价格走势.....	18
图 24: 邻乙酰水杨酸 (阿司匹林) 出口量及增速.....	19
图 25: 中石化天津的苯酚价格走势 (元/吨).....	20
图 26: 阿司匹林价格走势.....	20
图 27: 咖啡因出口量 (吨) 及增速.....	21
图 28: 咖啡因价格走势.....	21
图 29: 公司在制剂国际化方面的布局.....	23
图 30: 国际合作中心项目鸟瞰图.....	24
图 31: 国际合作中心 1 期智能物流中心.....	24

## 1. 解热镇痛类龙头, 三大业务线协同发展

山东新华制药有限公司前身为山东新华制药厂, 始建于 1944 年, 是我国重点骨干大型制药企业, 经过多年发展成为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, 多个品种国内市场占有率第一。目前公司控股股东为华鲁控股 (隶属山东省国资委), 通过华鲁投资、维斌公司和直接控股合计持有上市公司 36.47% 的股权,

在股权激励方面, 公司于 2017 年 9 月完成非公开发行, 第一期员工持股计划认购约 310 万股, 持股比例 0.65%, 发行价格 11.15 元/股, 解禁时间为 2020 年 10 月; 2018 年 11 月公司发布 A 股股票期权激励计划, 向激励对象授予 1625 万份股票期权, 约占总股本 2.61%, 计划股票期权行权价格为 5.98 元, 激励对象共计 185 人, 包括: 公司董事、高级管理人员、中层管理人员、核心骨干人员等, 行权考核年度为 2019 年-2021 年, 每个会计年度考核一次, 各年度业绩考核条件如表 2 所。

图 1: 第一期员工持股计划资金来源前十位明细

序号	姓名	认缴资金 (元)	占比%	资金来源
1	张代铭	1,500,000	4.33	员工薪金所得及其他合法所得
2	杜德平	1,300,000	3.75	员工薪金所得及其他合法所得
3	贺同庆	1,000,000	2.88	员工薪金所得及其他合法所得
4	侯宁	1,000,000	2.88	员工薪金所得及其他合法所得
5	李天忠	800,000	2.31	员工薪金所得及其他合法所得
6	徐列	700,000	2.02	员工薪金所得及其他合法所得
7	王小龙	700,000	2.02	员工薪金所得及其他合法所得
8	杜德清	700,000	2.02	员工薪金所得及其他合法所得
9	任福龙	500,000	1.44	员工薪金所得及其他合法所得
10	宫怀正	400,000	1.15	员工薪金所得及其他合法所得
	合计	8,600,000	24.80	

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

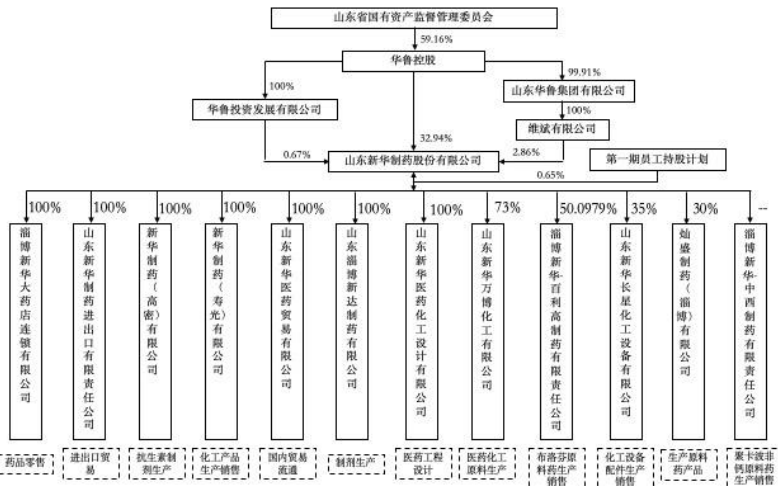
图 2: 公司股票期权行权条件

行权期	业绩考核条件
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。
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。
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。

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

公司目前下辖医药相关子公司共计十余个, 广泛覆盖中间体生产、原料药生产、制剂生产、进出口贸易及销售等多个领域, 此外还同海外多个药企共同成立了多家子公司如新华百利高、新华中西、灿盛制药等, 国际化历史悠久。

图 3: 公司股权结构及子公司架构



资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

## 1.1 公司历经三段发展历程, 坚定推行大制剂和国际化战略

### 1.1.1 公司起步期 (1954-1996 年) —— 解热镇痛龙头初长成

新华制药厂建成国内第一条解热镇痛药非那昔汀的大型生产线, 随着逐步发展, 公司解热镇痛药产量占全国同类产品总量的 1/6, 奠定龙头地位, 之后公司积极拓展新品种, 先后开发吡哌酸、布洛芬、尼莫地平 and 依诺沙星原料药及片剂, 并通过技术设备升级提高阿司匹林的生产质量, 为后续成为亚洲地区最大的解热镇痛药生产和出口基地奠定基础。1992 年新华制药获得自营进出口权, 接着成立国际贸易部对接国际业务, 主要是以代理的方式将原料药产品出口到非规范市场。

### 1.1.2 扩张布局期 (1996-2014 年) —— 完成上下游业务全面布局

公司自 1996 年开始陆续在港股和内地分别上市, 借助资本市场力量完成产品扩产、技术改造以及国家级企业技术中心改造等项目。此后公司继续通过外部合作、并购等方式逐步完善公司在原料药、中间体化工品和制剂三个板块的布局, 进一步推进国际化。

**原料药成为解热镇痛龙头:** 2000 年后开始积极扩张巩固化学原料药地位, 以解热镇痛药生产为主, 逐步扩展主要化学原料药品种咖啡因、布洛芬、阿司匹林及安乃近等。2003 年完成咖啡因技术改造项目, 产能扩至 4500 吨/年, 同年注资淄博新华-百利高制药公司, 生产销售布洛芬原料药并出口抢占国际市场。经过多次扩产我们预计公司主打解热镇痛类品种咖啡因、布洛芬、安乃近及阿司匹林的产能分别为 9000、7000、8000 和 18000 吨左右。

**医药中间体和化工品配套完善:** 2008 年 5 月公司收购山东大地盐化集团有限公司持有的新华制药(寿光)有限公司, 进入化工品和中间体领域, 主要是为公司原料药及制剂所需原料进行配套供应。

**制剂种类逐步丰富, 持续填充战略大品种:** 2012 年以 2200 万元全资收购山东天大生物制药有限公司并更名为山东新华制药(高密)公司, 扩充公司粉针剂产品线。2014 年再次收购 40% 山东淄博新达制药有限公司股权, 增加以抗生素为主的 44 个制剂品规, 进一步完善公司口服制剂产品线。当前公司已拥有 360 余个制剂品规, 包含若干个大制剂战略品种。

**国际化业务成果卓越:** 公司 2003 年已在德国设立欧洲分公司, 与美国中西公司合资成立新华中西公司, 分别对接公司在欧美的国际业务; 另外先后与日本三共制药、德国拜耳公司进行 CMO 业务合作, 分别

生产原料药左旋多巴以及制剂委托加工。2006 年成立新华进出口公司协助海外出口业务。2007 年公司共有布洛芬等 3 个产品顺利通过美国 FDA 审计，安乃近等 6 个原料药产品通过 GMP 现场审核。国际合作提升新华制剂质量管理水平，加速制剂产品走向欧美市场。2011 年 8 月新华取得制剂产品 cGMP 证书，获得进入欧盟高端市场的通行证，同年布洛芬糖衣片出口英国，实现海外制剂出口。

### 1.1.3 高速增长期（2015 年至今）—启动大制剂战略，深化国际化战略

2015 年以来公司启动大制剂战略和深化国际化战略，开始筹资建设现代医药国际合作中心扩大制剂产能，另外制剂开始成为增长最快的板块。舒泰得、介宁等大制剂战略品种持续快速增长，稳定大宗原料药经营规模的同时公司同时推进格列美脲、卡比多巴等特色原料药的销售，目前发展势头良好，陆续开展试生产和 DMF 资料准备，开展欧美国际注册进军海外市场。

公司于 2015 年 10 月 8 日公布进行非公开增发 A 股项目（其中包括推出第一期员工持股计划），2016 年 12 月证监会审核通过，2017 年 10 月完成发行股份 2104 万股，募集资金 2.35 亿元，将全部用于归还贷款降低财务费用，2018 年推出股票期权激励计划，激励公司管理层锐意进取。

## 1.2 三大板块协同发展，经营质量稳步提高

目前公司已经形成以制剂、原料药和医药中间体三大业务板块为核心的布局，制剂主要包括清热解毒、消化代谢、心脑血管、抗生素等领域，战略品种有舒泰得、库欣、介宁、保畅等；原料药主要包括清热解毒和中枢神经类，主要有布洛芬、安乃近、咖啡因、阿司匹林和左旋多巴等；医药中间体主要包括甲酸三甲酯等化工产品，除部分外售外，也主要为原料药和制剂的发展提供配套服务。

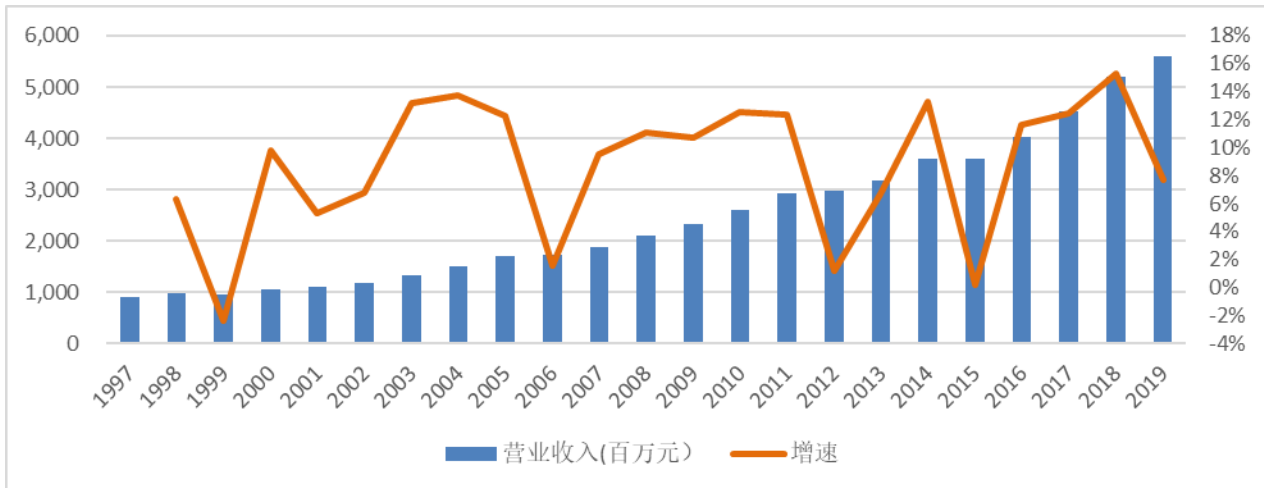
表 1：三大业务板块产品布局

产品分类	项目	具体品种
制剂	清热解毒、消化代谢系统、心脑血管、抗生素等	360 多个品种，聚焦舒泰得、库欣、介宁、保畅等战略品种及其他普药品种
原料药	清热解毒类、中枢神经等	布洛芬、安乃近、咖啡因、阿司匹林、左旋多巴等
医药中间体及其他	化工产品	甲酸三甲酯等

资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

从 2001 年开始公司营业收入持续增长，增速基本维持在 10-15% 之间，与医药行业增速基本持平，2005-06 年行业经历反商业贿赂整改，叠加国家 2 次降低药价，公司制剂收入增速出现阶段性低点而拖累公司整体业绩，2012 年原料药国际市场需求低迷，竞争激烈而增速下滑，同时制剂业务也受到招标降价的影响，从而影响公司整体增速，2015 年则是公司因为厂区搬迁改造收入增速有所下滑。2015 年由于公司战略转变，发展得以提速，收入增速逐年增加，2019 年公司收入 56.07 亿元，同比增长 6.92%，收入增速略有下滑，主要是由于化工中间体因大环境原因有所下降及公司考虑长期发展对原料药订单周期的调节。

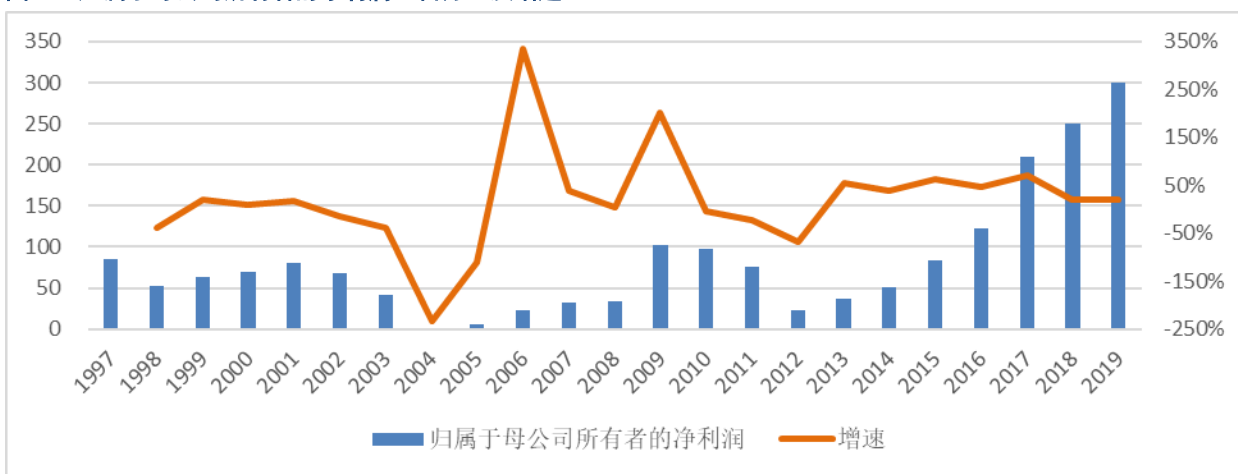
图 4：营业收入及增速



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

从过去盈利变化看, 公司净利受原料药业务影响较大, 原料药产品价格、汇率波动及上游原料价格变化导致净利的有一定的波动性。2001-2004 年受到原油等化工原料价格大幅上涨所带来成本显著上升导致净利润连续下滑, 之后随着原料药市场的回暖, 同时公司普药制剂在第三终端拓展顺利, 整体盈利状况趋好。2009 年由于采购供应管理强化, 原料成本大幅下降带来利润反弹, 从 2012 年起始公司开始启动品种聚焦战略, 积极营销潜力品种, 同时随着园区搬迁后安乃近系列、阿司匹林系列新项目启动, 市场竞争力增强, 净利显著提升, 2012 年到 2017 年净利润增速为 54.69%。2018 年开始随着各业务板块毛利率趋稳, 利润增长也随之稳定, 2019 年归母净利润 3 亿元, 同比增长 17.54%。

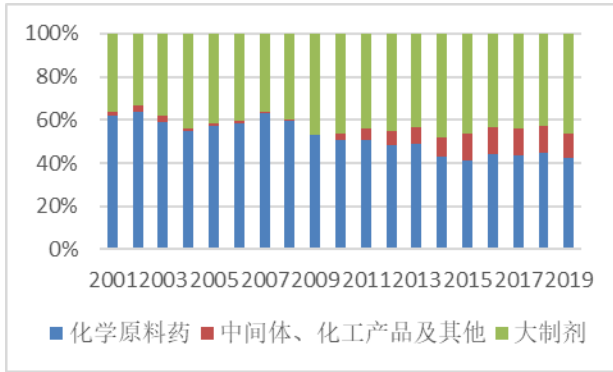
**图 5: 归属于母公司所有者的净利润 (百万) 及增速**



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

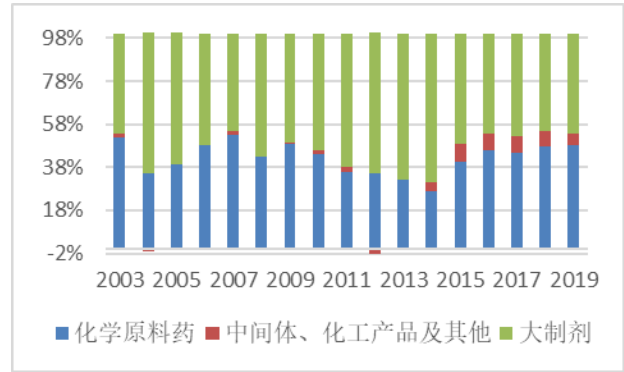
2001 年公司业务结构以原料药为主, 随着业务调整, 公司逐步加大对于制剂业务投入, 逐步形成制剂和原料药业务并重的格局 (为发展大制剂战略, 商业流通业务 2015 年被并入制剂业务)。2013 年开始公司原料药毛利率提升显著, 从 2013 年的 16.76% 提高至 2019 的 34.70%, 带动公司整体毛利率提升, 原料药毛利占比也持续扩大, 制剂业务如果剔除原本流通业务印象毛利也在持续增加。

图 6：2019 年公司收入结构



资料来源：Wind，东兴证券研究所

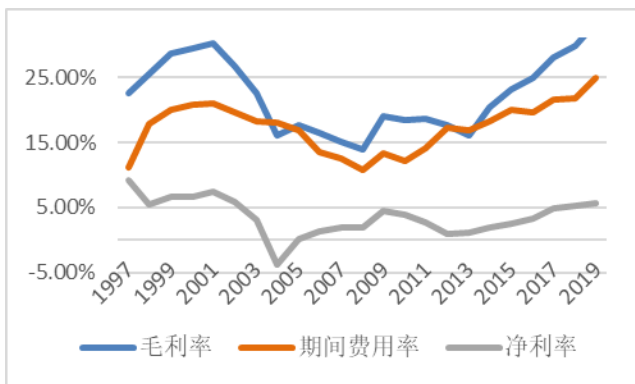
图 7：2019 年公司毛利结构



资料来源：Wind，东兴证券研究所

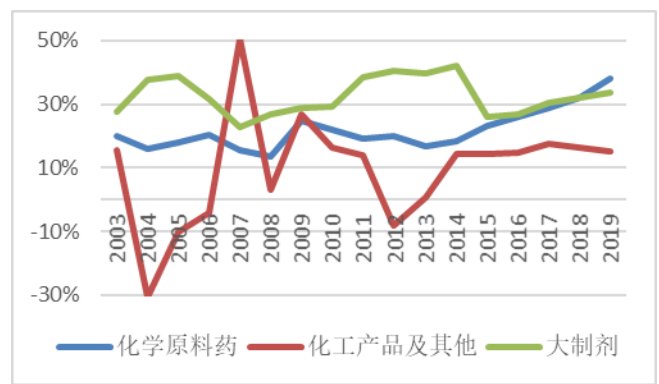
近年来公司净利润的增长从根源来看是得益于毛利率的提升，2019 年整体毛利率再创新高，达到 33.46%，较上年同期提高 3.5 个百分点，推动整体净利润的提升。净利率增速相对滞后于毛利增速，主要还是公司三项费用率保持高企的态势，侵蚀了部分利润。公司近年来高速发展，管理费用、销售费用方面的支出在加大。2019 年管理费用占比为 6.32%，主要是员工工资和折旧增加，占比同比降低约 0.5%；2019 年研发费用占比 4.2%，主要是公司新产品开发及一致性评价投入增加，2019 年取得法舒地尔及其注射剂批件，格列美脲、西利替嗪等产品通过一致性评价；2018 年开始公司财务费用率明显回落，说明公司经营状况持续好转，2019 年财务费用率为 0.87%；2019 年销售费用占比 14.07%，占比进一步提高，主要是市场开拓力度加大导致终端销售费增加。

图 8：毛利率、期间费用率及净利率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 9：公司三大业务毛利率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

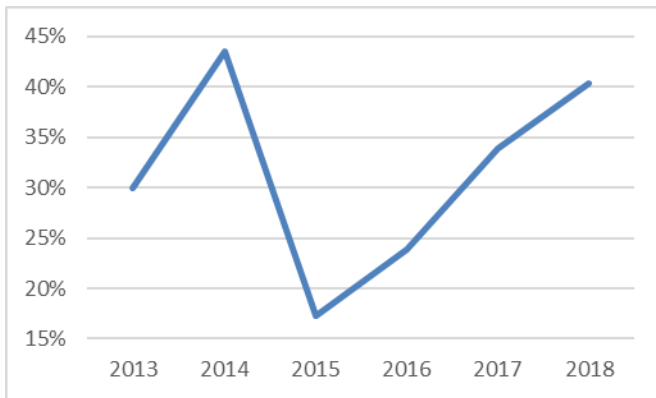
## 2. 大制剂战略持续推进，聚焦战略品种推动高速增长

公司 2019 年制剂收入为 25.93 亿元，同比增速为 33.53%。收入再次大幅提高，主要是因为制剂是未来发展的重点，公司坚持以“收入提速，盈利增强”为目标，通过整合集团内部资产扎实推进大制剂发展战略，整合营销资源。目前公司结合产品的特色和自身优势，整合既有产品，主推以保畅、介宁、



库欣为首的核心战略品种, 主要覆盖消化、心血管等主要科室, 逐步优化产品结构、增强公司制剂产品竞争力, 公司的营销资源向战略品种倾斜, 集中优势在核心品种上有所突破, 打造数个过亿品种, 目前公司核心制剂品种正处在快速放量之中, 市场潜力进一步释放 (2015 年为销量增速, 2018 年为制剂新产品销售额增速)。

图 10: 核心制剂品种历年销量增速



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司目前共有六大战略新品种: 保畅、介宁、舒泰得、库欣、佳和洛和尼立苏, 通过狠抓制剂营销和重点培育, 战略品种销售收入迅猛增长, 根据 2019 年 H1 数据, 舒泰得 (雷贝拉唑钠片) 收入同比增长 22.07%, 佳和洛 (格列美脲片) 销售收入同比增长 27.33%。

表 2: 公司六大战略品种梳理

通用名	商品名	领域	医保类型
聚卡波非钙片	保畅	消化系统	乙类
阿司匹林肠溶缓释片	介宁	心脑血管系统	乙类
雷贝拉唑钠肠溶片	舒泰得	消化系统	乙类
头孢呋辛酯分散片	库欣	抗感染	甲类
格列美脲片	佳和洛	消化代谢系统	甲类
尼莫地平缓释胶囊	尼立苏	脑血管	甲类

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

聚卡波非钙是公司 2014 年获批的 3.1 类新药, 主要用于改善肠易激综合症 (IBS) 的便秘、腹泻、腹痛及腹胀等消化道症状; 介宁主要应用于冠状动脉狭窄引起的心脑血管疾病, 是公司基于自身研发基础并结合阿司匹林生化特性而首创的小剂量肠溶缓释剂型; 舒泰得 (雷贝拉唑钠肠溶片) 属于三代质子泵抑制, 2009 年上市, 属于国家医保乙类品种, 临床上主要适用于消化系统溃疡及返流性食管炎等的治疗, 与一代质子泵抑制剂相比, 雷贝拉唑钠肠溶片具有独特优势, 总体疗效要于奥美拉唑。尼立苏 (尼莫地平缓释胶囊) 缓释胶囊生物利用度高, 主要用于缺血性脑血管病、偏头痛、轻度蛛网膜下腔出血所致脑

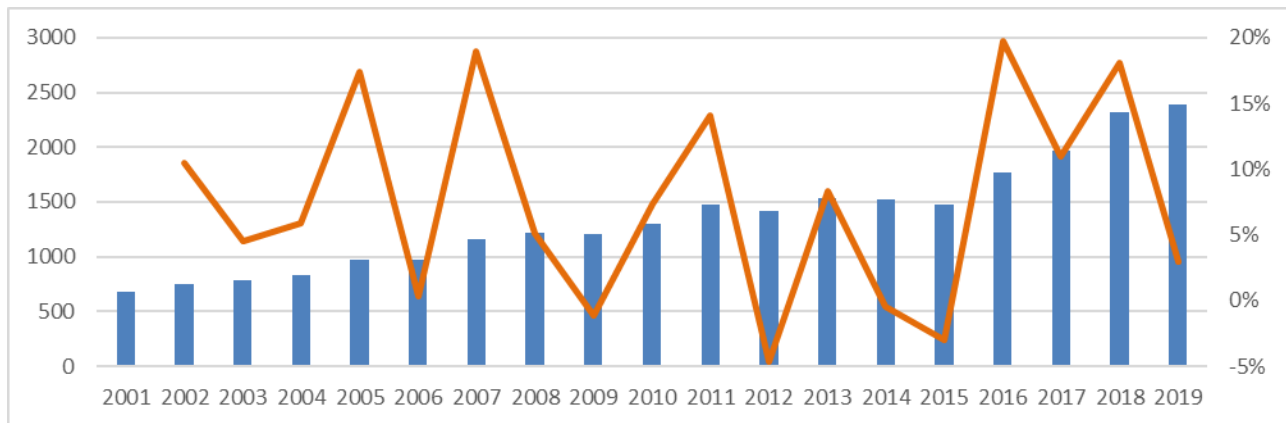
血管痉挛、突发性耳聋及轻中度高血压, 适用范围较广, 性价比较高。此外还有头孢呋辛酯和格列美脲两个制剂, 均已被纳入国家带量采购目录, 公司未来有望凭借突出的成本优势低价扩展全国市场。

### 3. 原料药供给侧改革促进价格上涨, 原油价格暴跌有效降低成本

#### 3.1 公司是解热镇痛类原料药龙头企业, 市占率高

原料药业务特色突出, 解热镇痛类领域龙头企业。公司作为解热镇痛类原料药龙头企业, 2010-2015 年之前由于原料药市场壁垒较低, 发展迅速竞争激烈, 公司收入基本没有增长, 自 2016 年后由于环保核查等原因, 中小厂家退出, 壁垒提高, 集中度提高叠加品种价格上升, 公司原料药收入明显增加, 收入增速在 10% 以上。2019 年公司原料药整体收入 23.88 亿元, 同比增速 2.94%; 销量为 3.06 万吨, 同比减少 3.84%, 增速下降主要是源于公司对未来长远发展的考虑主动调节订单周期。

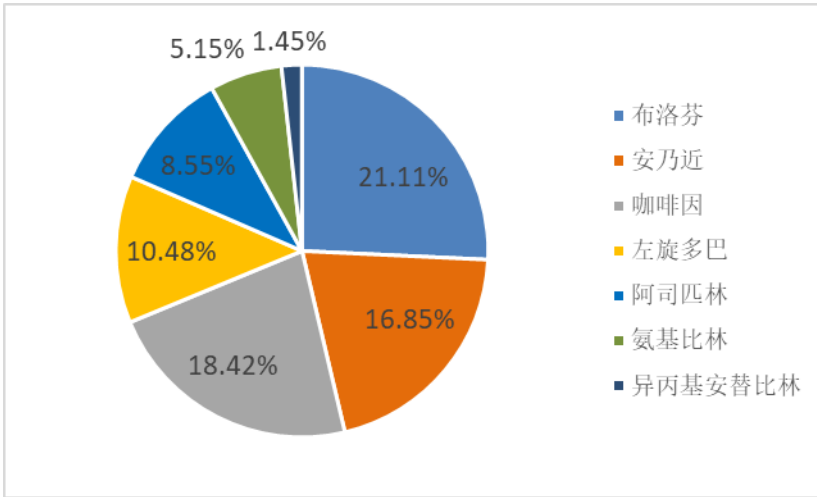
图 11: 原料药收入 (百万) 及增速



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

占公司收入比重较大的原料药主要为解热镇痛领域的布洛芬、安乃近、阿司匹林、氨基比林、异丙基安替比林和中枢神经领域的咖啡因、左旋多巴等, 以解热镇痛原料药为主。根据 2016 年年报, 主要 7 大品种占 2016 年收入比为 36.16%, 在原料药中占比为 82.01% (此后年报未披露具体品种数据), 公司不断加大在原料药基础设施和工艺技术方面的投入, 主导解热镇痛类原料药产品市场优势得到巩固, 市场掌控能力持续增强。

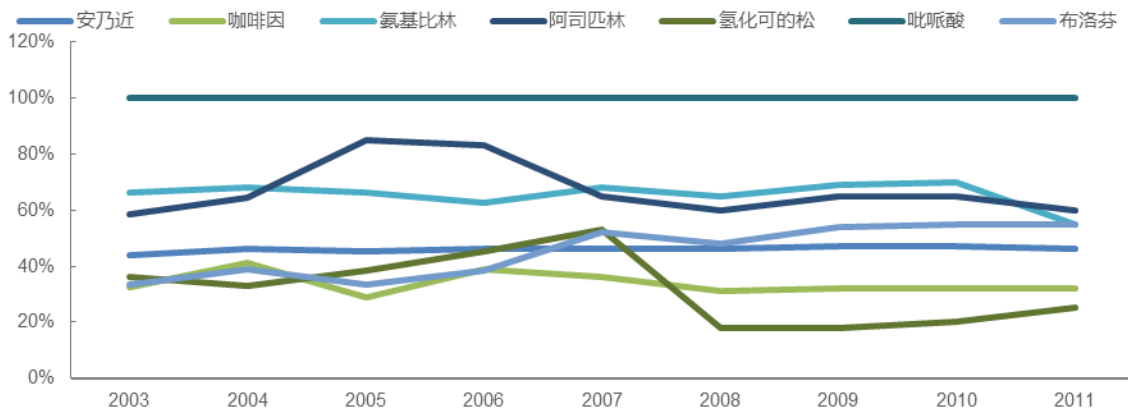
图 12: 2016 年七大品种占原料药收入占比



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

特色原料药品种格局相对固定, 根据公司此前披露数据, 公司主打品种安乃近、阿司匹林、布洛芬、咖啡因等产品在国内市场占有率均较高且相对较为稳定, 2011 年分别为 46%、60%、55% 和 32%, 呈现稳中有升的态势。

图 13: 主打品种市场占有率



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

### 3.2 公司原料药以出口为主, 解热镇痛集中度高, 主要品种量价齐升

公司原料药以出口为主。2019 年公司原料药海外销售为 2.60 亿美元, 而公司原料药总收入为 23.88 亿元, 粗略估算出口占比为 75.2%, 出口比例逐年增加。根据医保商会对 2015 年出口数据统计, 公司在解热镇痛类原料药出口企业排名第一; 此外根据健康网数据, 2019 年出口 1 亿元领先厂商中只有新华制药一家生产解热镇痛原料药, 出口额排名第 11 位。

表 3: 2015 年解热镇痛原料药出口企业排名

排名	企业
1	山东新华制药股份有限公司

2	安丘市鲁安药业有限责任公司
3	河北冀衡药业有限公司
4	罗地亚无锡制药有限公司
5	湖北百科格莱制药有限公司
6	镇江高鹏药业有限公司
7	浙江康乐药业股份有限公司
8	淄博新华-百利高制药有限责任公司
9	镇江茂源化工有限公司
10	江苏普源化工有限公司

资料来源：中国知网，中国医药保健品进出口商会（包括部分进出口贸易公司），东兴证券研究所

**解热镇痛类供应集中度高，公司议价能力强。**就公司主要解热镇痛类品种布洛芬、安乃近和阿司匹林而言，排名前 10 位的企业出口金额合计占比分别为 99.71%、94.67%和 89%，尤其以排名前三的生产厂家为主，一般供应比例超过 90%，市场集中度高，呈现明显的寡头竞争。

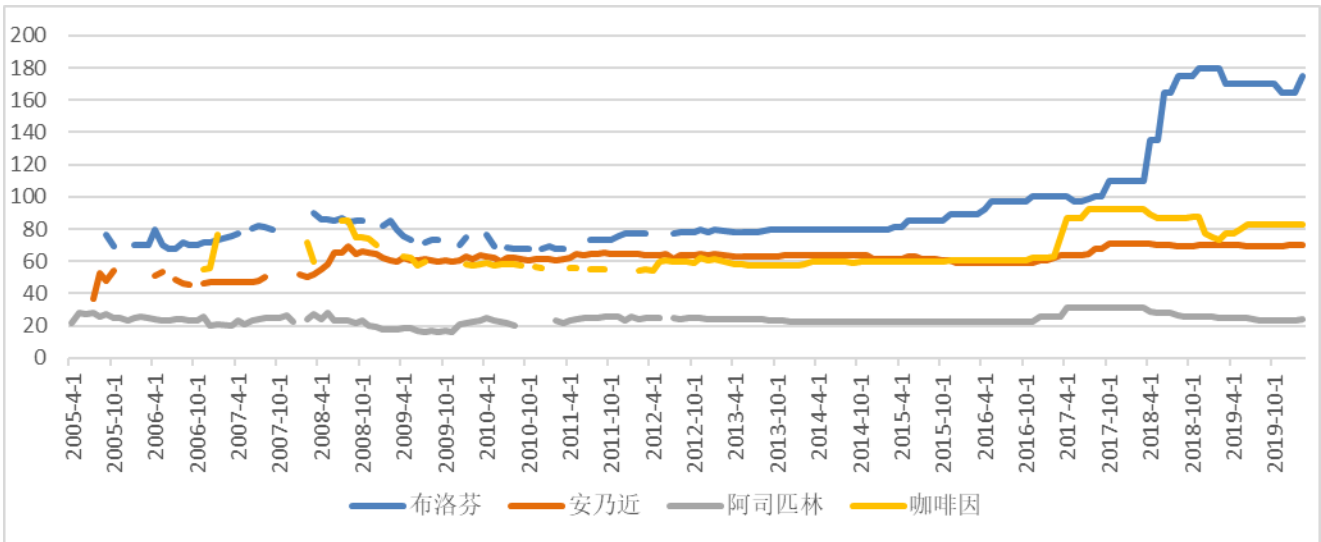
表 4：解热镇痛原料药不同品种出口企业排名 Top10

排名	布洛芬原料药出口企业	安乃近原料药出口企业	阿司匹林原料药出口企业
1	湖北百科格莱制药	山东新华制药	山东新华制药
2	淄博新华-百利高制药	武汉武药制药	华阴锦前程药业
3	山东新华制药	河北冀衡（集团）药业	江苏开元医药化工
4	湖北百科亨迪制药	浙江海森药业	苏州恒发进出口
5	江西和瑞国际	本溪雷龙商贸	常熟凯利进出口
6	深圳保赛生物技术	浙江横店普洛进出口	安徽华安进出口
7	沈阳中海药业	中国医药保健品	上海楷化国际贸易
8	南京莱昂医药化工	湖北美康国际工贸	山东华辰国际集团
9	南京佰大康国际贸易	安徽华安进出口安徽省华安进出口	中化广州进出口
10	江苏汇鸿国际集团	中国医疗卫生对外技术合作	无锡金丽洁国际贸易

资料来源：中国知网，中国医药保健品进出口商会（包括部分进出口贸易公司），东兴证券研究所

**公司主打原料药品种价格持续攀升。**自进入 2017 年之后公司主要解热镇痛类原料药价格增长幅度加快，一方面是由于上游原材料的化工能源等由于环保核查趋严而持续涨价，增加原料药生产企业的生产成本，另一方面部分原料药生产企业自身因环保核查限产或是停产，市场供应趋于紧张所造成。

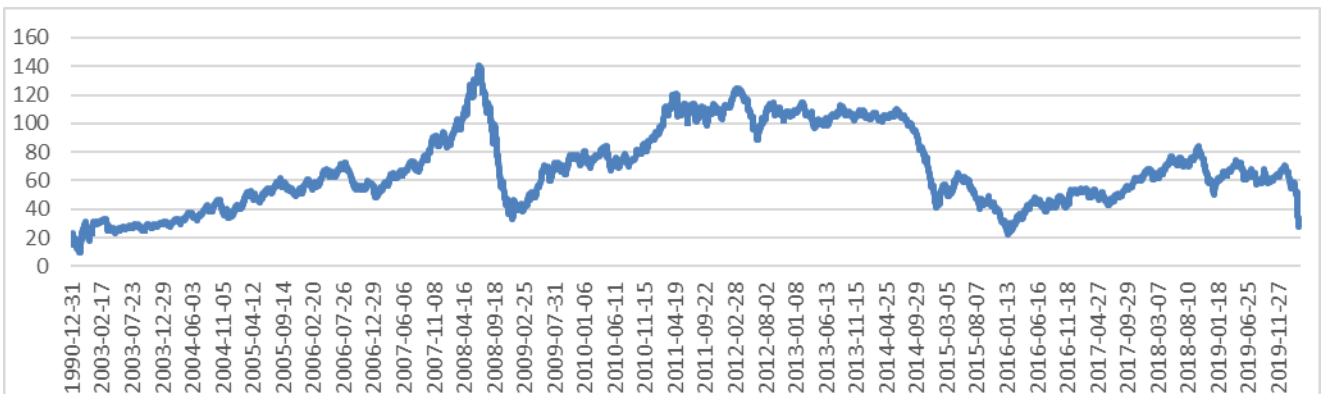
图 14：主打原料药品种价格走势



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

原油受海外产能增加影响价格近期大幅下跌。今年3月6日 OPEC+会议未能就具体减产规模和配额达成一致协议, 沙特抢先石油价格战, 宣布增加产量并下调售价, 原油期货价格一夜之间暴跌 30%。根据 OPEC 一揽子石油价格显示, 石油价格从 2 月底的 59 美元/桶降至近日的 27.3 美元一桶, 降幅超过 50%, 预计将利好下游的化工产业链。

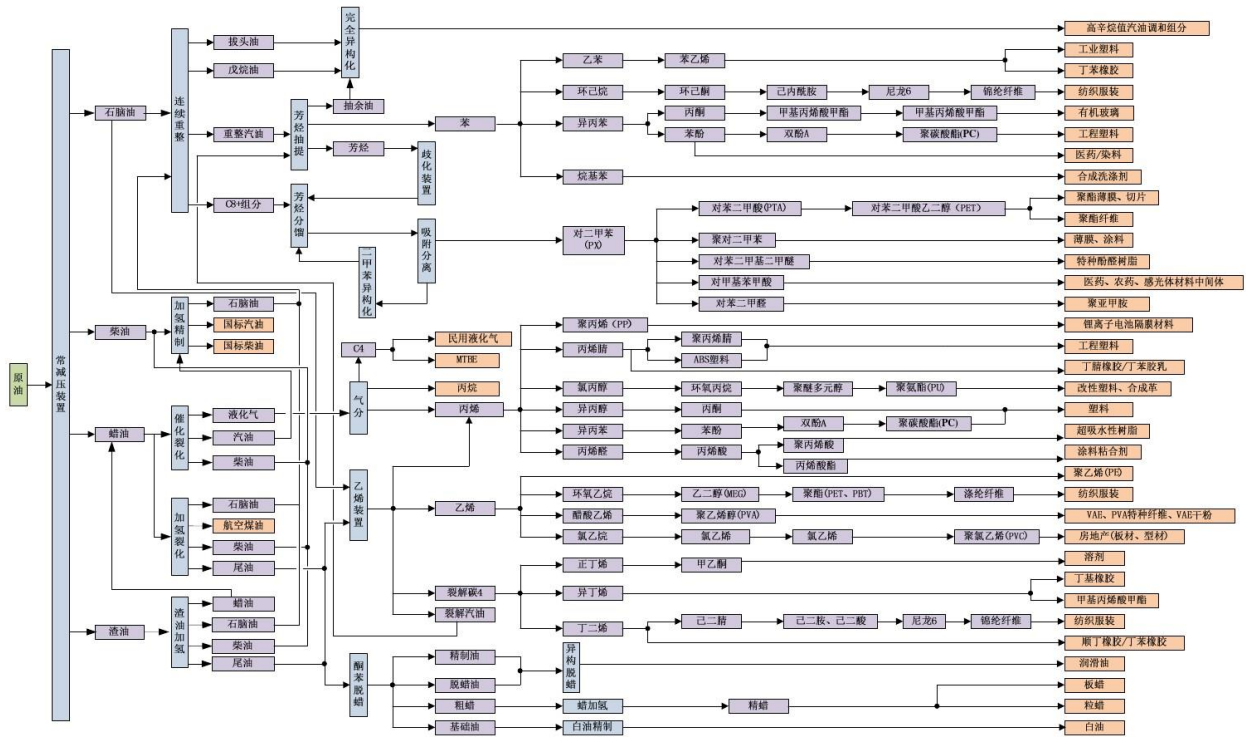
图 15: OPEC 一揽子石油价格 (美元/桶)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

原油下游有众多石化衍生品, 价格下跌有利于降低化工生产成本。原油经过炼油厂改造能够提供很多化工原料品种, 是有机化工产品的原料基地, 其中烷类、烯类、芳香烃类物质为主要的衍生品, 这些衍生品还可以进一步向下游延升成为醛类、酸类等各种化工原料用于生产, 如合成布洛芬、安乃近等解热镇痛药所需的异丁苯、甲酸、异戊二醇、苯酚等多种原料, 因此原油价位的大幅走低将大幅度降低相关原料药的生产成本, 提升公司原料药业务毛利率。

图 16: 石油化工产业链



流程简介:  
 原油通过一、二次加工装置生产出国标汽油、国标柴油、航空煤油、石脑油、液化气等产品; 部分产品经过三次加工装置向化工方向发展, 主要分为三个发展方向:  
 1、芳烃发展方向, 最终产品为工业塑料、有机玻璃、合成洗涤剂、聚酯薄膜及切片、聚酯纤维、薄膜、涂料、特种酚醛树脂、医药、农药感光体材料中间体、聚亚胺等; 2、乙烯发展方向, 最终产品为锂离子电池隔膜材料、工程塑料、丁腈橡胶/丁苯胶乳、改性塑料、合成革、树脂、涂料粘合剂、聚乙烯、纺织服装、房地产材料、溶剂、等产品; 3、润滑油发展方向, 最终产品为润滑油、板蜡、粒蜡、白油等产品。  
 注: 图中蓝色图框代表装置, 绿色图框代表原油, 紫色图框代表中间产品, 粉色图框代表最终产品。

资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

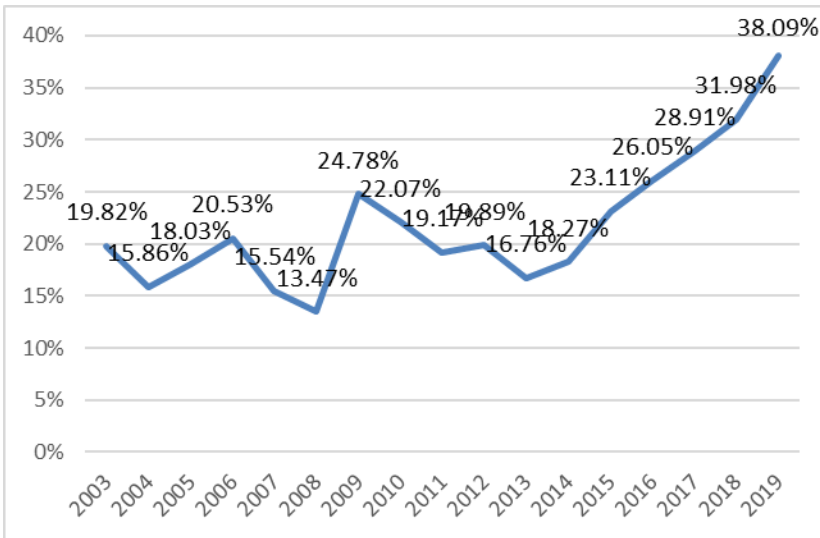
表 5: 解热镇痛原料药所需原料

主打品种	核心中间体	基础化工原料
布洛芬	异丁苯、氯丙酰氯	甲苯、丙烯、光气、新戊二醇等
安乃近	安替比林、吡唑酮等	苯胺、亚硝酸钠、甲酸、硫酸二甲酯、甲醛、亚硫酸氢钠
阿司匹林	水杨酸	苯酚、氢氧化钠、醋酐、柠檬酸、对甲苯磺酸等
咖啡因	氰乙酸、尿素	一甲胺、氯乙酸、碳酸钠、氰化钠、硫酸二甲酯等

资料来源: 中国知网, 东兴证券研究所

受价格上涨及成本降低驱动, 原料药毛利率将继续提升。公司原料药毛利率由 2013 年的 16.76% 提升至 2019 年的 38.09%; 2016 年之前公司主打原料药价格比较平稳, 毛利率的上升主要来自于生产工艺改进、内部管理效能提升和采用招标比价采购等成本控制手段所带来的降本增效, 而进入 2017 年之后则更多的是来自于原料药价格上涨的驱动, 以及环保核查行业整顿带来的集中度提高, 未来公司品种将持续得益于原料药价格提升及上游成本下降带来的利润。

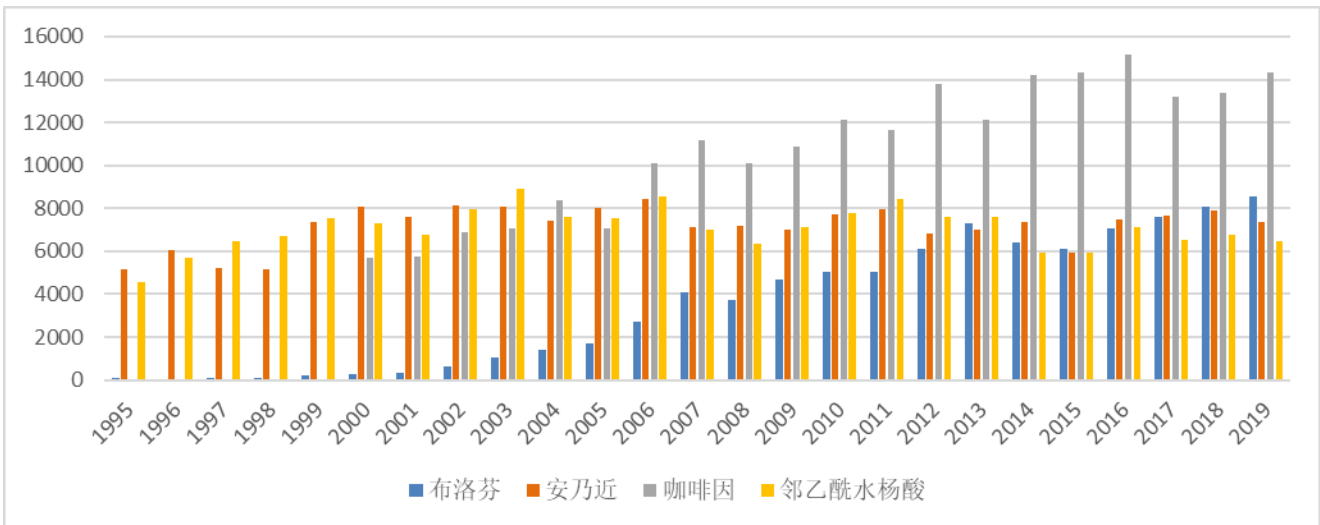
图 17: 公司原料药业务的毛利率变化



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

公司解热镇痛类药物的主要品种如布洛芬、安乃近、阿司匹林等作为全球经典的药物, 需求强劲, 从长周期的出口量来看, 主要品种的出口量均呈明显增长态势 (2017 年由于环保核查导致出口受一定影响), 且诸多新兴经济体对相关药物的需求继续增加, 且这些经典药物也在持续开发新剂型 (咖啡因的需求增加主要是因为含有相关添加剂的软饮料消费增加), 公司产品未来仍大有可为。

**图 18: 主要品种出口量 (吨)**



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

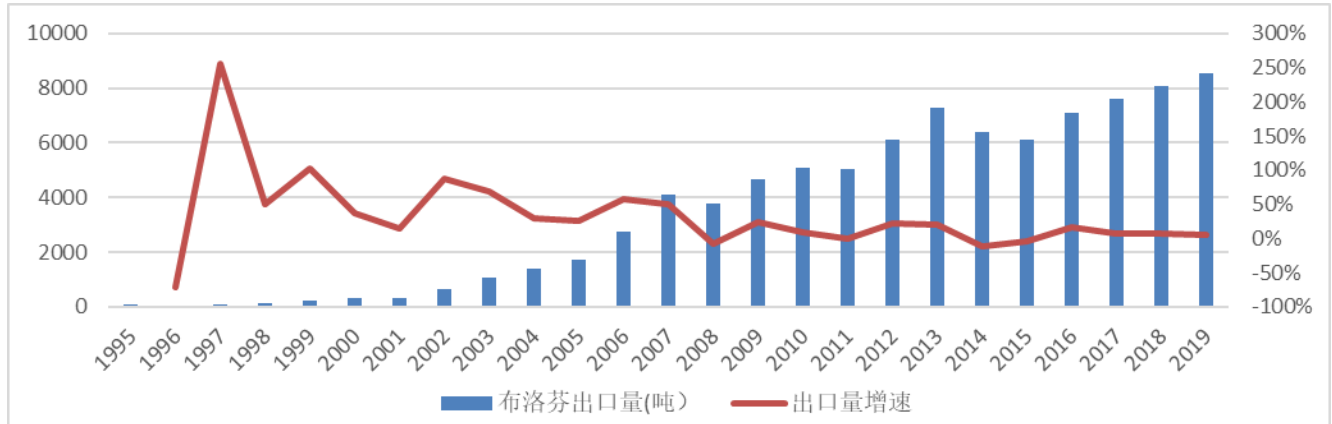
### 3.2.1 布洛芬: 涨价趋势再提速, 显著增厚利润弹性

布洛芬又名异丁苯丙酸, 为解热镇痛类的非甾体抗炎药, 抗炎、镇痛、解热作用强于阿司匹林、扑热息痛等, 已在全球广泛应用, 是最畅销的非处方药物之一, 和阿司匹林、扑热息痛并列为解热镇痛药三大支柱产品。

目前全国布洛芬原料药的总产能已达到 13000 余吨, 年产量达到 9000 余吨, 已成为全球布洛芬原料药

第一大出口国, 占据全球市场 30% 以上的份额。国内布洛芬原料药主要生产企业有新华制药、湖北百科亨迪药业等, 百科亨迪满产产能约为 5000 吨, 新华制药产能约为 8000 吨, 国外主要厂家有巴斯夫、Albemarle 公司等。

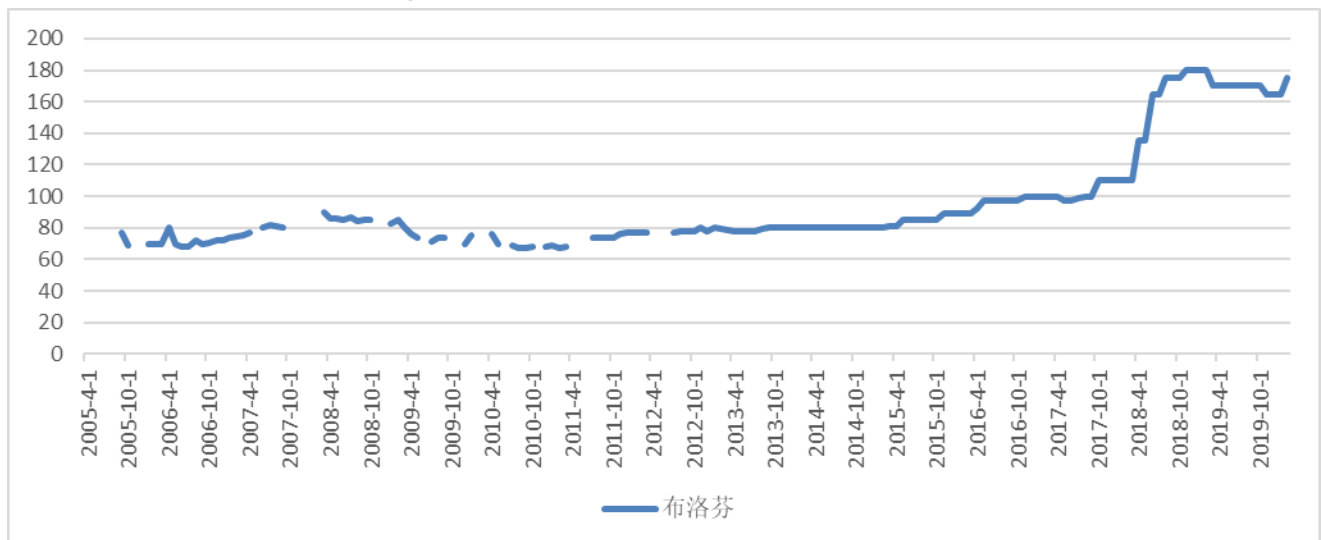
图 19: 布洛芬原料药出口量和增速



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2007-2016 年我国每公斤布洛芬原料药出口价格仅上升了 0.81 美元, 增幅为 8.6%, 受人民币升值、国内各种生产要素成本上升及环保治理的费用增长影响, 布洛芬原料药生产企业的实际利润下滑, 成本压力较大。2016 年环保核查风暴启动, 布洛芬国内价格开始有小幅提价, 从 85 元/kg 涨至 100 元/kg; 到 2018 年下半年海外企业巴斯夫以技术问题为由停产, 涉及产能约 3000 吨, 促使布洛芬价格进入快速上涨通道, 最高涨至 180 元/kg, 随后小幅回落至 165 元/kg。目前新冠疫情席卷全球, 解热镇痛类药物的使用和储备需求旺盛, 下游制剂订单快速增加使得上游原料药供应紧张, 此外布洛芬的重要厂家百科亨迪在湖北荆门受疫情影响阶段性停产更加剧了行业供不应求 (当前已经复产), 因此布洛芬价格将再次上涨, 当前报价 180 元/kg。由于当前海外疫情仍处在高峰期, 全球市场制剂需求将继续增加, 我们认为布洛芬原料价格上涨仍将持续, 将给公司带来更大利润弹性。

图 20: 布洛芬原料药价格走势 (元/kg)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所



布洛芬工业制备是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, 在进行水解、中和、脱羧反应得异丁基苯丙醛, 最后转化成布洛芬。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。此外 3 月中旬财政部发布关于提高部分产品出口退税率的公告, 将布洛芬、消毒剂等产品出口退税率提高至 13%, 公司布洛芬原料药出口占比较大, 出口退税提高将直接增厚产品净利润。

**图 21: 布洛芬出口退税率提高**

提高出口退税率的产品清单			
序号	产品编码	产品名称	调整后退税率 (%)
579	29163200	过氧化苯甲酰及苯甲酰氯	13
580	29163400	苯乙酸及其盐	13
581	29163910	邻甲基苯甲酸	13
582	29163920	布洛芬	13
583	29163990122	按 13% 征税的草芽畏、燕麦酯	13
584	29163990142	按 13% 征税的对氯苯氧乙酸及其盐	13
585	29163990162	按 13% 征税的苯乙酸	13

资料来源: 财政部, 东兴证券研究所

以目前布洛芬价格 180 元/kg 估算, 假设公司布洛芬维持产量 6000 吨左右, 为公司提供的年化净利润有望达到约 4.43 亿元。

**表 6: 布洛芬价格弹性分析**

年化净利润 (百万元)	价格 (元/kg)					
	100	120	140	160	180	200
销售量 (吨)						
5000	101.27	168.26	235.25	302.24	369.23	436.22
5500	111.40	183.1	254.8	326.5	398.2	469.9
6000	121.52	202.91	284.3	365.69	447.08	528.47
6500	131.65	218.74	305.83	392.92	480.01	567.1
7000	141.78	235.57	329.36	423.15	516.94	610.73
7500	151.91	252.41	352.91	453.41	553.91	654.41
8000	162.03	269.22	376.41	483.6	590.79	697.98

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

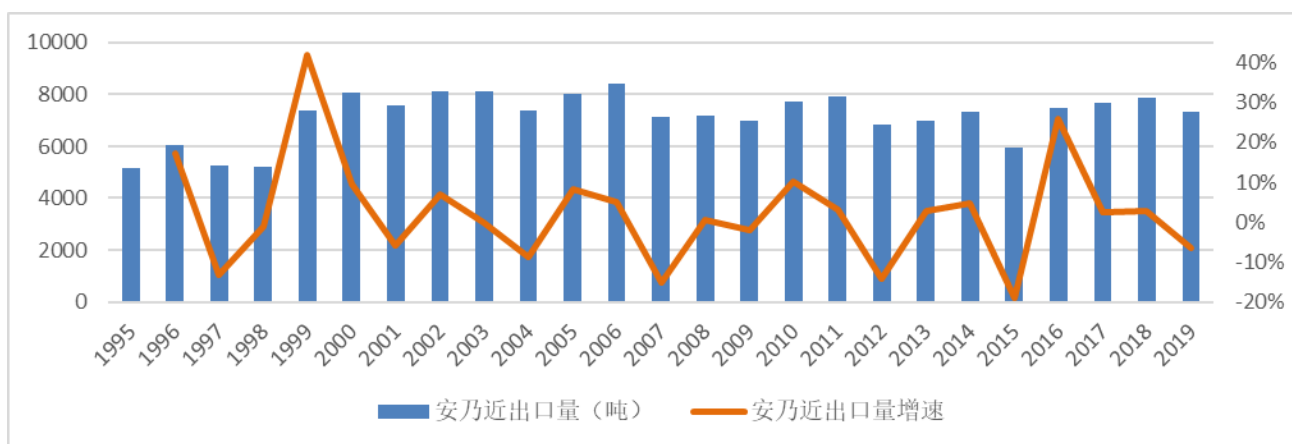
### 3.2.2 安乃近: 出口结构逐渐转变, 全球量价仍保持稳定,

安乃近作为解热镇痛药物具有吸收好、起效快、价格低等特征, 至今已有百年历史, 但由于不良反应后续被多个国家禁用, 但全球最大市场仍在欧洲, 欧洲安乃近销量占全球总销量 70%~80%, 此外由于新兴国家经济的快速发展和生活水平提高, 对疗效确切、价格低廉的安乃近等大众普药需求强劲, 使得安乃

近的市场仍呈现稳定增长的趋势, 此外目前安乃近在兽用领域的应用更加广泛。中国是世界上安乃近主要出口国之一, 出口结构也发生一定转变, 当前主要出口欧洲和拉丁美洲。

近年来我国安乃近产量维持在 1.4 万吨左右, 2018 年我国安乃近产量为 1.47 万吨。从出口量看目前我国出口量基本在 7000-8000 吨之间, 20 世纪 90 年代我国市场安乃近原料药用量逐年递增, 随着生产能力的急剧增加, 导致产销矛盾逐渐突出, 竞争日趋激烈, 目前全国常年正常生产的企业只有几家, 产量占全国总产量的比重达 90% 以上, 主要为新华制药、河北冀衡、武汉武药等, 新华制药规模最大, 产能达 8000 余吨, 河北冀衡产能为 3500 吨左右。

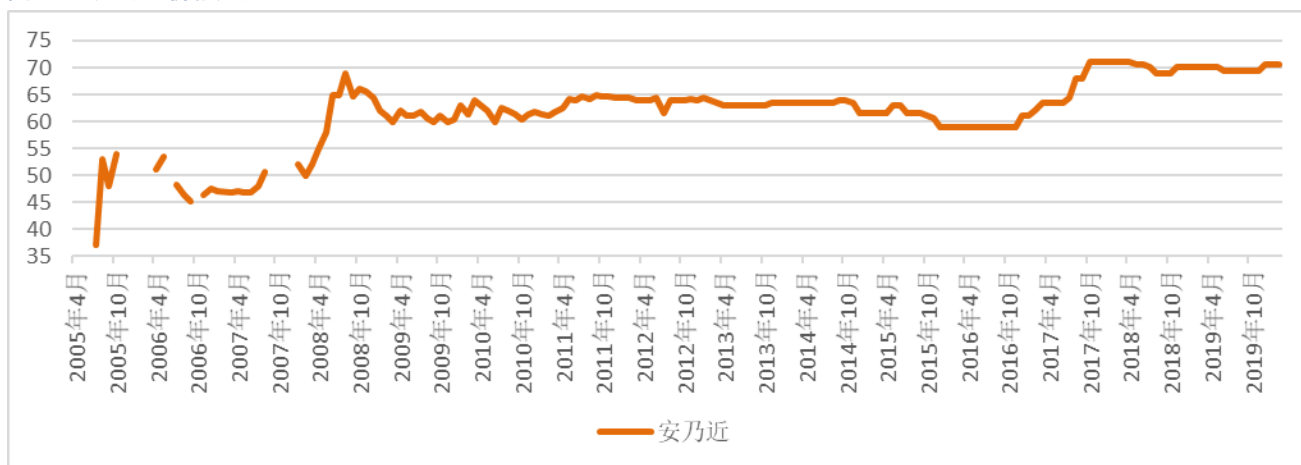
图 22: 安乃近出口量 (吨) 及增速



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

根据 Wind 统计的主要解热镇痛类原料药价格走势看, 安乃近价格上涨从 2016 年 12 月环保核查以来开始启动, 此后一直在高位运行, 近期价格为 70.5 元/kg, 国际出口均价由 8.89 美元/kg 增加到 9.15 美元/kg, 并且国内企业出口量与出口金额也稳步提升。

图 23: 安乃近价格走势



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

公司安乃近预计将维持目前的产量, 供需格局短期内难有改变, 价格高位有望继续延续。以目前安乃近价格 70 元/kg 估算, 假设安乃近维持产量 6500 吨左右, 为公司提供的年化净利润有望达到约 1.08 亿元左右。

**表 7: 安乃近价格弹性分析**

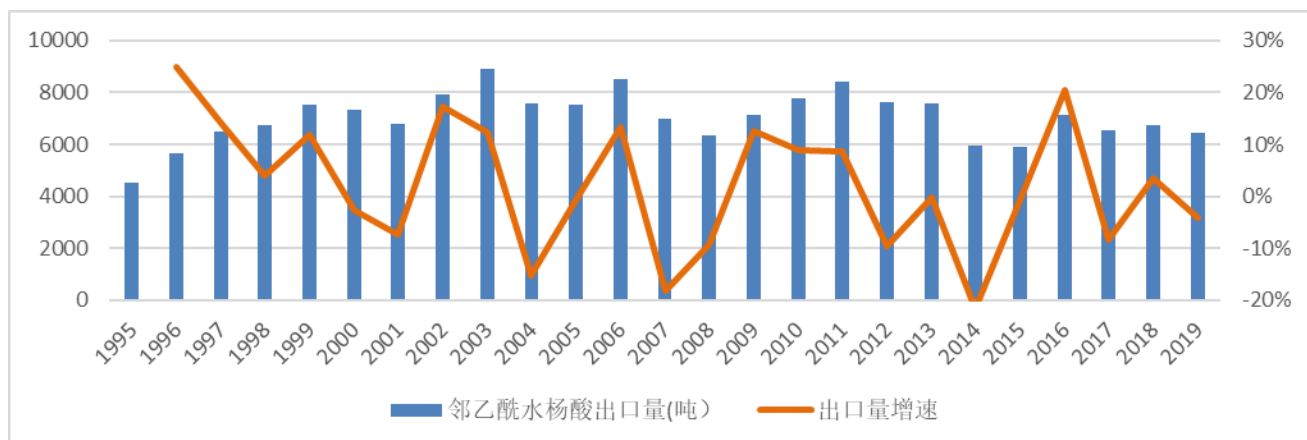
年化净利润测算 (百万元)	价格 (元/kg)					
	50	55	60	65	70	75
销售量 (吨)						
6000	18.94	39.04	59.14	79.24	99.33	119.43
6500	20.52	42.29	64.07	85.84	107.61	129.39
7000	22.10	45.55	68.99	92.44	115.89	139.34
7500	23.68	48.80	73.92	99.05	124.17	149.29
8000	25.26	52.05	78.85	105.65	132.45	159.24

资料来源: Wind、东兴证券研究所

### 3.2.3 阿司匹林: 合成路径短, 原油暴跌下推动成本下降最明显

阿司匹林(邻乙酰水杨酸)作为非处方止痛药诞生于 1899 年, 经过数百年发展阿司匹林成为医药史上三大经典药物之一, 是应用最广泛的解热、镇痛和消炎药品。近几年以来我国阿司匹林原料药产量维持在 1.6 万吨左右, 2018 年我国阿司匹林产量约为 1.61 万吨, 其中出口约 6750 吨, 占 45%。

阿司匹林原料药主要厂商为新华制药、河北敬业、华阴市锦前程、湖南中南制药等, 海外厂家主要集中在印度、南美等。新华制药从 1957 年开始生产阿司匹林, 目前是全球最大的阿司匹林原料药生产企业, 产能为 18000 吨/年, 占全球产量 40%, 且已经通过美国 FDA 认证和欧洲 COS 证书; 其余厂家产能稳定性、质量水准均较低, 难以满足拜耳等一线药企的需求。

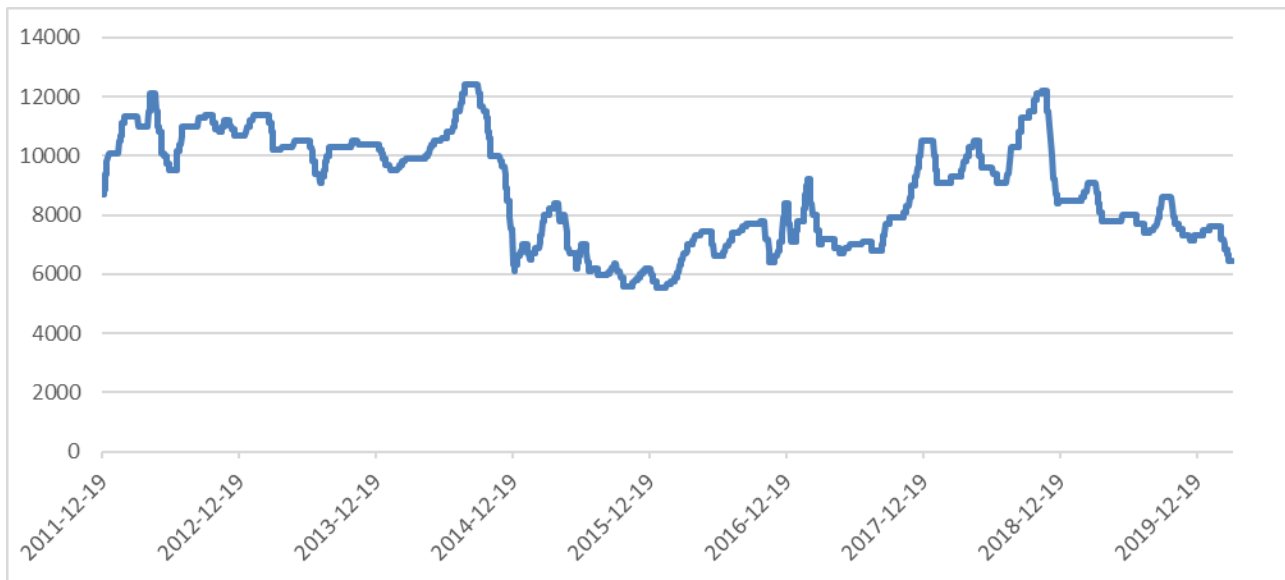
**图 24: 邻乙酰水杨酸(阿司匹林) 出口量及增速**


资料来源: Wind、东兴证券研究所

阿司匹林工业合成路径主要是由水杨酸与醋酐经过特定催化剂催化制备成阿司匹林, 水杨酸是由苯酚与

氢氧化钠反应生成苯酚钠后再羧基化制备，因此阿司匹林成本占比最大的原料是苯酚，预计占比一半以上。本次原油价格大跌引起苯酚价格暴跌，从年初的 7500 元/kg 降至目前 6450 元/kg，同比降低 14%，预计还将随着原油价格的低迷而继续下降，预计降幅超过 30%以上，将极大降低阿司匹林的生产成本，增厚毛利。

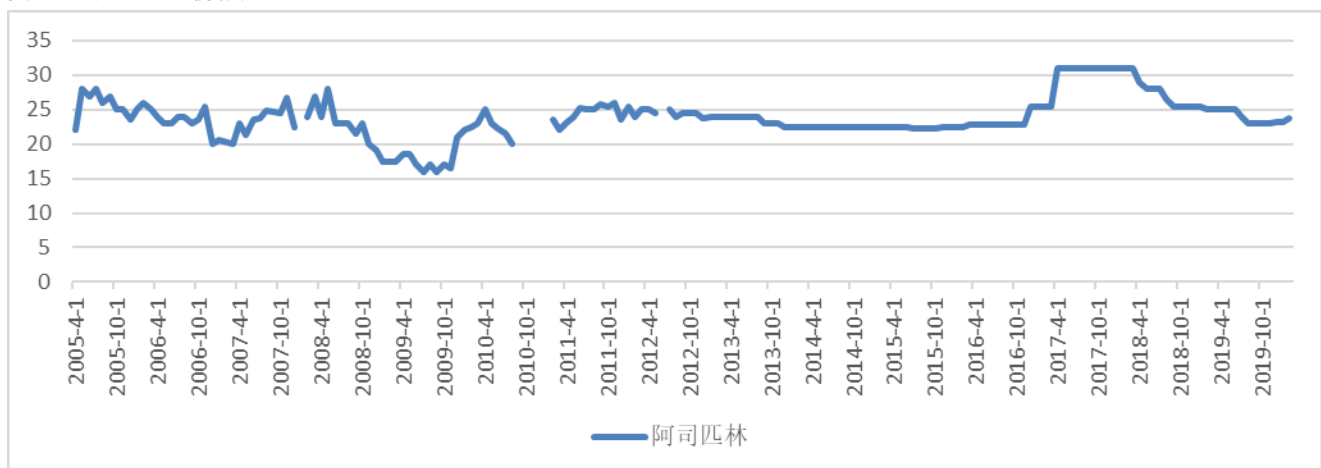
图 25：中石化天津的苯酚价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

从价格端来看，阿司匹林价格上涨也是从 2016 年 12 月开始启动，阿司匹林国内市场价格由 22.75 元/kg 上涨至最高位 31 元/kg，随着环保核查结束价格有所回落，目前为 24 元/kg。以目前阿司匹林价格 24 元/kg 估算，假设公司阿司匹林维持产量 8500 吨左右，为公司提供的年化净利润有望达到约 0.16 亿元左右。

图 26：阿司匹林价格走势



资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 8: 阿司匹林价格弹性分析

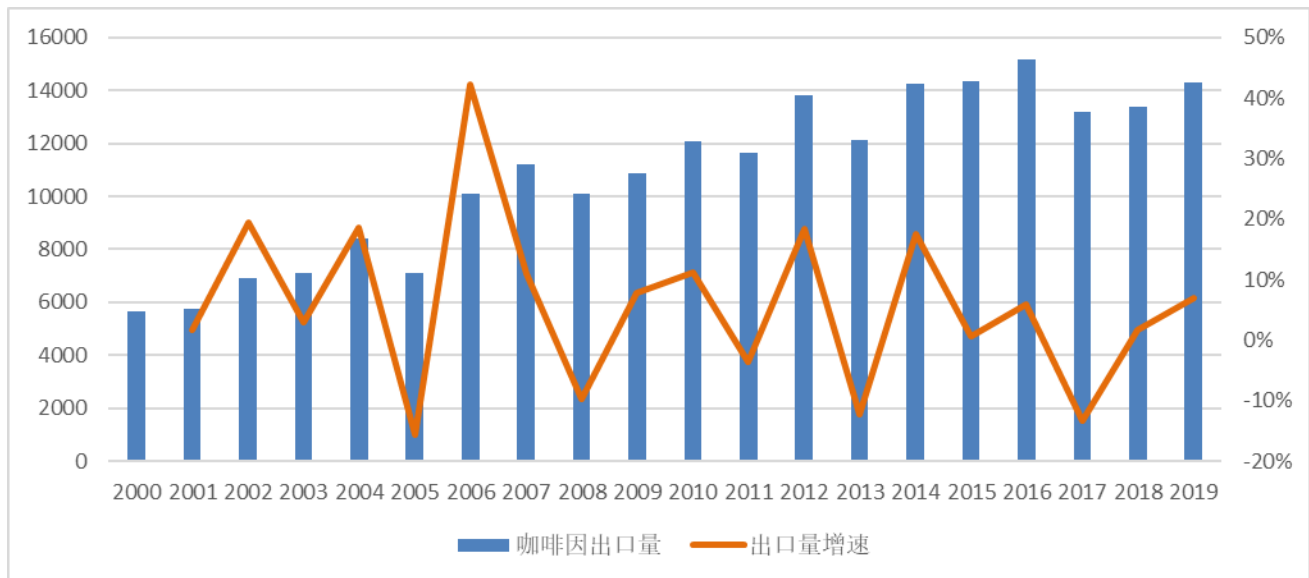
年化净利润(百万元)	价格 (元/kg)					
	25	30	35	40	45	50
销售量 (吨)						
8500	16.90	45.37	73.85	102.32	130.79	159.26
10500	20.88	56.05	91.22	126.39	161.57	196.74
12500	24.86	66.73	108.60	150.47	192.34	234.21
14500	28.83	77.40	125.97	174.55	223.12	271.69
16500	32.81	88.08	143.35	198.62	253.89	309.16
18500	36.79	98.76	160.73	222.70	284.67	346.63

资料来源: Wind、东兴证券研究所

### 3.2.4 咖啡因: 终端应用广泛, 竞争格局良好

咖啡因作为食品添加剂广泛用于功能饮料中, 具有提神醒脑、抗疲劳的作用, 此外还具有药用用途, 临床上可用作中枢兴奋药, 属于第二类精神药品。在全球范围内, 中国、印度和德国是全球咖啡因的主要供应地, 我国咖啡因占全球市场的 60-70%。基本由几家具有咖啡因生产资格的企业定点生产, 行业竞争程度低, 主要厂家有新诺威、新华制药和舒兰合成, 新华制药产能 9000 吨/年, 新诺威 12000 吨/年。近年来我国咖啡因出口量基本在 14000 吨左右, 2019 年出口 14300 吨。

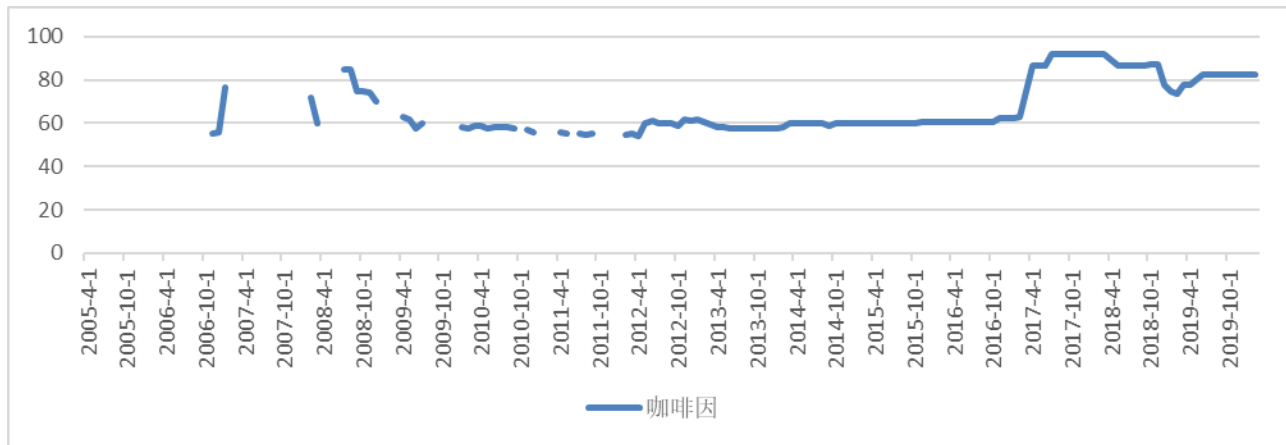
图 27: 咖啡因出口量 (吨) 及增速



资料来源: Wind、东兴证券研究所

咖啡因在 2016 年开始的环保核查风暴中启动时间稍晚而涨幅最大, 国内市场价格由 63 元/kg 最高涨至 92 元/kg, 最大涨幅 46%, 当前价格稍有回落, 为 82.5 元/kg, 国际出口均价由 8.80 美元/kg 增加到 9.16 美元/kg, 终端饮料市场需求旺盛促进咖啡因量价齐升。

图 28: 咖啡因价格走势



资料来源：Wind，东兴证券研究所

以目前咖啡因价格 80 元/kg 估算，假设公司咖啡因维持产量 6500 吨左右，为公司提供的年化净利润有望达到约 1.09 亿元左右。

表 9：咖啡因价格弹性分析

年化净利润测算 (百万元)	价格 (元/kg)					
	70	75	80	85	90	95
销售量 (吨)						
6000	59.97	80.07	100.17	120.27	140.37	160.47
6500	64.97	86.75	108.52	130.29	152.06	173.84
7000	69.97	93.42	116.87	140.31	163.76	187.21
7500	74.97	100.09	125.21	150.34	175.46	200.58
8000	79.97	106.76	133.56	160.36	187.16	213.95

资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 4. 制剂新旧动能转换基本完成，特色制剂 CMO 奠定长期增量

### 3.3 公司解热镇痛原料药量级大，下游需求非常庞大，天生具有延伸优势

公司作为亚洲最大的解热镇痛原料药生产基地，相关原料药的产能量级庞大，预计公司主打品种咖啡因、布洛芬、安乃近及阿司匹林的产能分别为 9000、7000、8000 和 18000 吨左右，原料药成本跟产能规模息息相关，在庞大规规模体量加持下公司原料药成本优势明显，尤其在本次原油暴跌相关大炼化产品成本下降的背景下，公司的原料药成本优势将提升的更加明显。

另外由于解热镇痛药使用量级庞大，且单片制剂中活性成分用量较小，大体量的原料药规模较为适合向下游延伸，公司上万吨的原料药满产可以生产百亿片规模以上的制剂，尤其阿司匹林理论上可以生产 1800 亿片，能够将原料药成本优势继续延续至下游，做大普药品种的原料制剂一体化战略，极大降低生产成本并实现普药制剂的快速放量。

表 10: 主要原料药理论制剂产能折算

产品	原料药产能 (吨)	单片中原料药含量	理论制剂产能 (片/胶囊)
布洛芬	7000	0.3g (中美史克芬必得)	175 亿
安乃近	8000	0.5g	160 亿
阿司匹林	18000	0.1g	1800 亿
咖啡因	9000	-	多用于饮料

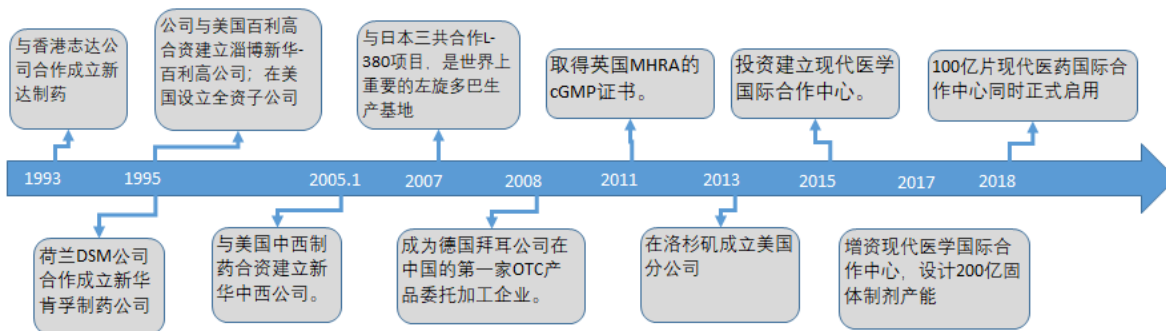
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

### 3.4 公司国际化历史悠久, 特色制剂 CMO 布局持续推进

新华制药在 20 世纪 90 年代就开始国际化工作, 在国际化前期, 基于历史原因公司产品出口发展长期偏重于原料药板块, 在原料药的注册方面投入了巨大精力, 多个关键品种获得了美国、欧盟认证, 奠定公司原料药良好的口碑, 起到很好的辐射作用, 近年来为进一步优化产业结构, 公司适时推出了“制剂国际化战略”, 实施产业链升级改造, 如美国第新华公司合资成立新华-百利高公司, 成为世界上最大的布洛芬生产企业; 与美国中西公司合资成立了新华中西公司, 先后与日本三共制药、德国拜耳公司进行合同加工生产, 分别生产原料药新产品左旋多巴以及制剂委托加工。

2015 年 3 月底公司拟投资 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, 按国际先进 GMP 标准建设, 年生产能力 200 亿片, 该项目启用后, 将大大推进新华制药新旧动能转换和产业升级步伐, 成为新华制药发展的新起点。

图 29: 公司在制剂国际化方面的布局



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

### 3.5 产品转移逐步落地, 静待订单放量加速业绩增长

新制剂产能方面: 2018 年 11 月国际合作中心项目 (1 期) 正式启用, 已经通过国内 GMP、英国 MHRA 和美国 FDA 相关认证, 完全达产后年产能将有 200 亿片/年, 公司借此契机推进现有重点国际合作项目, 尽快开始商业化生产。拜耳、罗氏、百利高等公司与公司在制剂 CMO 方面的密切合作已有多多年, 本次公司百亿元级制剂车间的投入使用给制剂 CMO 方面的国际化提供更加广阔的发展空间, 尤其是公司解热镇痛类药物的成本优势也得以向下游制剂延续, 项目建设期间拜耳、罗氏、百利高、帝斯曼等国际知名医药企业纷纷与新华制药洽谈合作、签订协议, 提交订单。

合作制剂品种方面: 新华百利高 50 亿片固体制剂项目产品转移已经完成, 已经取得 FDA 的 ANDA 注册号 3 个, 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 现场审计, 2020 年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。随着合作企业 CMO 制剂品种的陆续投放生产, 预计 200 亿片的固体制剂项目将于 2022 年底完全达产 (100 亿片属于新旧动能转换), 假设以 0.03 元/片的净利润计算, 国际合作中心完全投产将给公司带来 3 亿新增净利润, 将给公司业务带来新的增长点。推进制剂产品的国际化是新华制药实现转型发展的重要一环, 与国际医药巨头的合作将进一步加快新华制药制剂走向国际高端市场, 提升新华制药的国际竞争力。

图 30: 国际合作中心项目鸟瞰图



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图 31: 国际合作中心 1 期智能物流中心



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资评级

预计公司 2020-2021 年净利润分别为 4.39、5.50、6.86 亿元, EPS 为 0.71、0.88 和 1.10 元, PE 为 15.7、12.6 和 10.1 倍, 首次覆盖, 给予推荐评级。

## 6. 风险提示

产能扩建不达预期, 制剂销售不达预期, 其他风险



**附表：公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产合计</b>	2349	2428	2755	2945	3074	<b>营业收入</b>	5208	5606	6615	7806	9367
货币资金	778	690	735	726	735	<b>营业成本</b>	3650	3731	4300	5035	5995
应收账款	342	309	350	350	350	营业税金及附加	62	58	66	78	94
其他应收款	35	20	23	27	33	营业费用	655	789	1017	1201	1441
预付款项	32	30	56	80	113	管理费用	260	322	364	429	515
存货	952	1130	1310	1450	1500	财务费用	34	49	58	69	82
其他流动资产	74	103	130	160	190	研发费用	187	235	284	343	422
<b>非流动资产合计</b>	3567	4008	3887	4177	4631	资产减值损失	54.64	-79.65	20.00	20.00	20.00
长期股权投资	20	61	61	61	61	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2631	2807	2582	2650	2890	投资净收益	7.12	5.16	5.00	5.00	5.00
无形资产	333	412	387	436	475	加:其他收益	21.17	40.28	40.28	40.28	40.28
其他非流动资产	49	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	337	387	551	677	845
<b>资产总计</b>	5916	6436	6642	7122	7704	营业外收入	2.66	2.38	2.00	2.00	2.00
<b>流动负债合计</b>	2360	2486	2408	2515	2523	营业外支出	14.90	8.42	8.00	8.00	8.00
短期借款	235	540	550	550	550	<b>利润总额</b>	325	381	545	671	839
应付账款	463	434	435	442	450	所得税	51	58	86	106	133
预收款项	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	274	323	459	565	706
一年内到期的非流动	607	349	349	349	349	少数股东损益	23	23	20	15	20
<b>非流动负债合计</b>	760	840	735	665	665	归属母公司净利润	251	300	439	550	686
长期借款	523	590	590	520	520	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	3120	3325	3143	3180	3188	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	109	142	162	177	197	营业收入增长	15.33%	7.65%	18.00%	18.00%	20.00%
实收资本(或股本)	622	622	622	622	622	营业利润增长	19.75%	14.86%	42.31%	22.81%	24.76%
资本公积	623	634	634	610	610	归属于母公司净利	19.68%	19.59%	46.41%	25.25%	24.76%
未分配利润	1044	1251	1514	1844	2256	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益	2687	2969	3336	3764	4319	毛利率(%)	29.92%	33.44%	33.14%	33.11%	33.20%
<b>负债和所有者权益</b>	5916	6436	6642	7122	7704	净利率(%)	5.27%	5.76%	6.94%	7.24%	7.54%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	4.24%	4.66%	6.65%	7.81%	9.08%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	9.33%	10.10%	13.16%	14.61%	15.89%
<b>经营活动现金流</b>	345	348	337	350	360	<b>偿债能力</b>					
净利润	274	323	459	565	706	资产负债率(%)	73%	74%	72%	77%	83%
折旧摊销	302.33	343.74	249.25	248.82	248.32	流动比率	1.00	0.98	1.14	1.17	1.22
财务费用	34	49	58	69	82	速动比率	0.59	0.52	0.60	0.59	0.62
应付帐款的变化	-30	33	-41	0	0	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	-123	0	0	0	0	总资产周转率	0.93	0.91	1.01	1.13	1.26
<b>投资活动现金流</b>	-398	-413	-45	17	17	应收账款周转率	16	17	20	22	27
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.49	12.50	15.22	17.80	21.00
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	7	5	5	5	5	每股收益(最新摊)	0.40	0.48	0.71	0.88	1.10
<b>筹资活动现金流</b>	45	-46	0	0	0	每股净现金流(最新)	-0.01	-0.18	5.27	5.72	6.36
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.32	4.77	5.37	6.05	6.94
长期借款增加	-409	67	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	144	0	0	0	0	P/E	27.80	23.17	15.74	12.57	10.08
资本公积增加	-106	11	0	-24	0	P/B	2.57	2.33	2.07	1.84	1.60
<b>现金净增加额</b>	-9	-111	292	367	377	EV/EBITDA	11.13	9.88	6.40	7.66	6.47

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：胡博新

药学专业，10 年证券从业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

## 研究助理简介

### 研究助理：许睿

医药生物行业分析师，复旦大学药学硕士，曾就职于凯盛产业研究院，2019 年加盟东兴证券研究所，主要覆盖原料药、化学药、制剂出口等领域。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。