

新华制药 (000756) \医药生物

——防御价值凸显 踏实进取待来日

投资建议: **推荐**
 上次建议: **推荐**
 当前价格: 7.32 元
 目标价格: 元

投资要点:

➤ 布洛芬原料药量价齐升, 整体原料药业务有望持续稳定增长。

公司是国内解热镇痛原料药龙头企业, 由于环保和成本因素使得原料药价格上涨得以持续, 尤其是占比最大的布洛芬原料药有望量价齐升。考虑到公司搬迁早已完成, 目前进行的工艺改进和降本增效, 原料药业务毛利率有望进一步提高。我们认为未来三年整体原料药业务有望维持10%以上增长, 为公司业绩增长提供确定性。

➤ 制剂核心品种持续快速增长, 低价普药降价压力较小。

受益于持续加大的销售投入和品牌优势, 我们认为6大核心战略新品种有望维持快速增长势头, 尤其是最大单品舒泰得收入继续放量, 2019年有望达到2亿元。而其他普药品种受益于低价药提价的趋势, 由于是成本推动, 因此我们认为即使是新一轮降价, 整体价格水平有望稳定, 销量的提升因素将远大于降价的影响, 整体有望高于仿制药行业增速。

➤ 国际加工业务有望成为新的利润增长点。

新华制药现代医药国际合作中心建成于2017年10月, 设计固体制剂生产能力200亿片/年, 2018年11月新华现代医药国际合作中心(1期)正式启用。目前整体项目处于试生产阶段, 假设现代医药中心未来五年内能顺利达产, 即每年200亿片, 按照每片制剂价格0.3元计算, 收入规模可达60亿元, 按照15%-20%净利润率计算, 每年新增净利润9亿元-12亿。

➤ 维持“推荐”评级。

我们保守预计公司2019-2021年EPS分别为0.46元、0.52元和0.60元, 我们认为可以给与公司20倍的合理估值, 目标价为9.20元。公司作为解热镇痛原料药龙头, 竞争优势稳固, 长期看好公司发展, 维持“推荐”评级。

➤ 风险提示:

产品价格招标进一步下降; 市场推广弱于预期; 费用增长过快等;

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	622/594
流通A股市值(百万元)	2,924
每股净资产(元)	4.49
资产负债率(%)	51.88
一年内最高/最低(元)	10.01/5.07

一年内股价相对走势



周静 分析师

执业证书编号: S0590516030001

电话: 025-84578368

邮箱: zhoujing@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《新华制药 (000756) \医药生物行业》
《收入持续增长 毛利率进一步提高》
- 2、《新华制药 (000756) \医药生物行业》
《业绩符合预期 原料药量价齐升》
- 3、《新华制药 (000756) \医药生物行业》
《股票期权草案发布 利益捆绑利好长期》

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,515.72	5,207.87	5,878.38	6,607.09	7,421.99
增长率(%)	12.47%	15.33%	12.87%	12.40%	12.33%
EBITDA(百万元)	542.93	653.21	935.84	1,002.24	1,095.76
净利润(百万元)	209.59	250.83	285.89	321.21	374.65
增长率(%)	71.42%	19.68%	13.97%	12.35%	16.64%
EPS(元/股)	0.44	0.40	0.46	0.52	0.60
市盈率(P/E)	26.54	19.49	15.92	14.17	12.15
市净率(P/B)	1.84	1.69	1.55	1.41	1.27
EV/EBITDA	7.65	7.87	5.08	4.51	3.75

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

正文目录

1.	原料药业务有望量价齐升	3
1.1.	布洛芬价格上涨贡献业绩弹性	3
1.2.	阿司匹林价格高位震荡	5
1.3.	原料药业务有望持续增长	6
2.	制剂业务：低价药在集采背景下提供良好防御	9
2.1.	公司主要品种多数为低价药	9
2.2.	公司有望充分受益仿制药一致性评价	10
2.3.	制剂业务有望维持稳定增长势头	10
3.	国际加工有望成为新的利润增长点	12
4.	盈利预测	14
4.1.	营业收入预测	14
4.2.	估值和投资建议	15
5.	风险提示	15
5.1.	产品价格招标进一步下降	15
5.2.	市场推广弱于预期	15
5.3.	费用增长过快	15

图表目录

图表 1：公司主要原料药产品销售收入情况和总体占比	3
图表 2：国内布洛芬原料药价格（元/kg）走势图	4
图表 3：布洛芬原料药总产量和出口量（吨）情况	4
图表 4：布洛芬原料药出口价格（美元/公斤）变化	4
图表 5：新华制药布洛芬原料药总产量和出口量（吨）情况图	5
图表 6：新华制药和华阴锦前程阿司匹林原料药产量（吨）分布图	5
图表 7：阿司匹林原料药出口情况图	6
图表 8：阿司匹林国内价格（元/kg）走势图	6
图表 9：公国家和地方主要环境保护政策法规	7
图表 10：2018 年至今化学药品原料药制造工业生产者出厂价格指数	8
图表 11：公司原料药业务收入变化情况	8
图表 12：公司原料药业务毛利率（%）变化	8
图表 13：公司主要品种中属于低价药的列示情况	9
图表 14：政府历年来主要常用药降价情况一览表	9
图表 15：阿司匹林 2008-2018 年主要省份中标价（元）	10
图表 16：公司开展一致性评价进展情况和市场份额情况	10
图表 17：六大战略新品种近年来收入和增速情况	11
图表 18：公司整体制剂业务历年收入情况	11
图表 19：全球 CMO（广义）行业市场规模变化情况	12
图表 20：中国 CMO（广义）行业市场规模变化情况	12
图表 21：生产外包市场渗透率较高	13
图表 22：公司现代医药国际合作中心概图	13
图表 23：国际合作中心主要生产线情况	13
图表 24：公司营业收入分类别预测情况	14
图表 25：可比公司估值情况	15
图表 26：财务预测摘要	16

公司是全球重要的解热镇痛药生产和出口基地，国内重要的心脑血管类、抗感染类、中枢神经类、生物药物等生产企业，拥有化学原料药、医药制剂、医药中间体、医药商业物流四大支柱产业。经过厂房搬迁和国企改革等一系列变化进程，公司内外竞争力进一步提高，在整体化药承压的背景下，我们看好公司的品牌和质量优势，再加上低价药降价压力较小，我们再次重点推荐，下文主要分析公司近2-3年来主要业务的新进展和新变化。

1. 原料药业务有望量价齐升

1.1. 布洛芬价格上涨贡献业绩弹性

公司是亚洲主要的解热镇痛类药物生产出口基地。公司原料药主要产品包括布洛芬、安乃近和阿司匹林、咖啡因以及左旋多巴等6个品种，这6个品种占原料药总收入的比例在80%左右（注：具体产品销售数据只披露到2016年）。

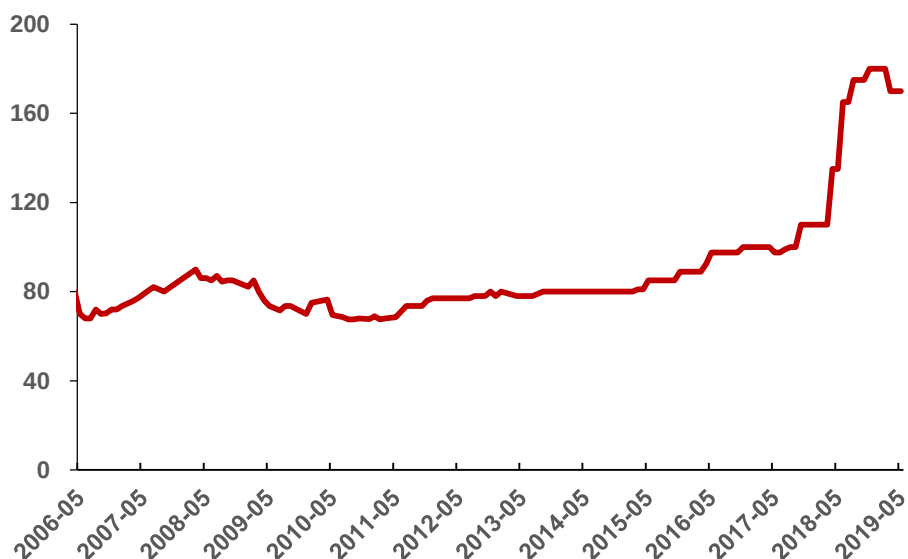
图表 1：公司主要原料药产品销售收入（百万元）和总体占比

产品名称	2014 年销售额	2015 年销售额	2016 年销售额
布洛芬	325.95	329.28	373.86
安乃近	266.36	213.39	298.28
阿司匹林	109.49	129.19	151.33
氨基比林	95.13	84.03	91.07
咖啡因	229.03	254.52	326.01
左旋多巴	207.49	167.41	185.67
合计	1233.45	1177.82	1426.22
占原料药总收入	83.35%	81.58%	82.01%

来源：公司公告，国联证券研究所

国内布洛芬原料药价格上涨明显。布洛芬是公司原料药中收入占比最大的品种，根据wind数据，截止到2019年05月，国内原料药价格为170元/千克，相较于2017年01月价格上涨70%。根据前5个月价格，我们算出2019年前5月平均价格为174元/kg，相较于2018年同期（120元/kg），同比上涨45%。我们认为这主要与2018年下半年巴斯夫（BASF）以技术问题为由停产，产能约3000吨有关，考虑到整体环保要求对成本的压力和供给缩小，布洛芬原料药价格有望维持高位态势。

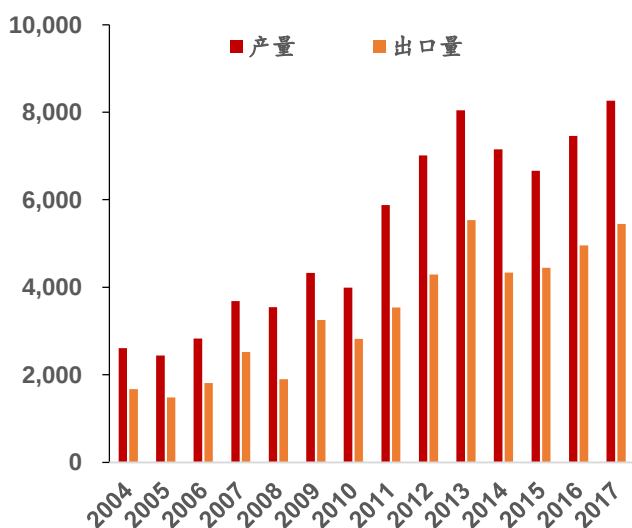
图表 2：国内布洛芬原料药价格（元/kg）走势图



来源：Wind，国联证券研究所

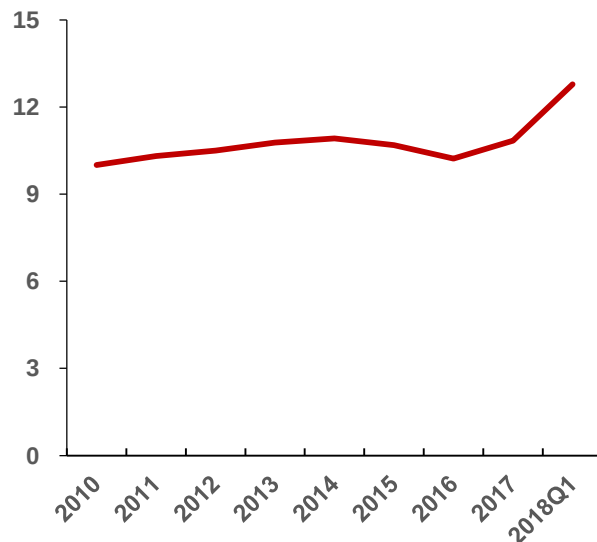
布洛芬出口价格也随之上涨。我国是世界上最大的布洛芬出口国，总产能13000多吨。企业也将大部分产品出口美国、印度、波兰等国，其中美国是我们最大的出口国，占到30%左右份额。根据PDB数据，截止到2017年我国布洛芬原料药总体产量为8622.33吨，出口量在5448.13吨，占比63.19%。从出口价格来看，根据医药经济报数据，2018年一季度出口价格已经同比上涨了17.90%，为12.78美元/公斤。

图表 3：布洛芬原料药总产量和出口量（吨）情况



来源：PDB，国联证券研究所

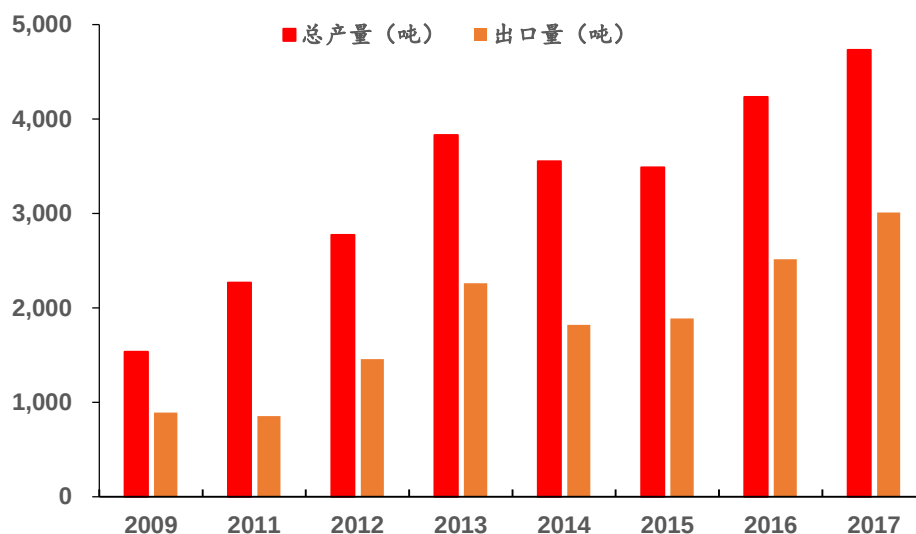
图表 4：布洛芬原料药出口价格（美元/公斤）变化



来源：医药经济报，国联证券研究所

新华制药是国内出口布洛芬的最大企业。根据PDB数据，2017年新华制药布洛芬产量为4733.33吨，出口量3010.13吨，占全国出口总量的55.25%。我们认为公司总体布洛芬产能在6000吨左右，目前尚有余力，因此随着布洛芬原料药价格的上涨，公司产量也有望提高，该品种有望迎来量价齐升局面。

图表 5：新华制药布洛芬原料药总产量和出口量（吨）情况图

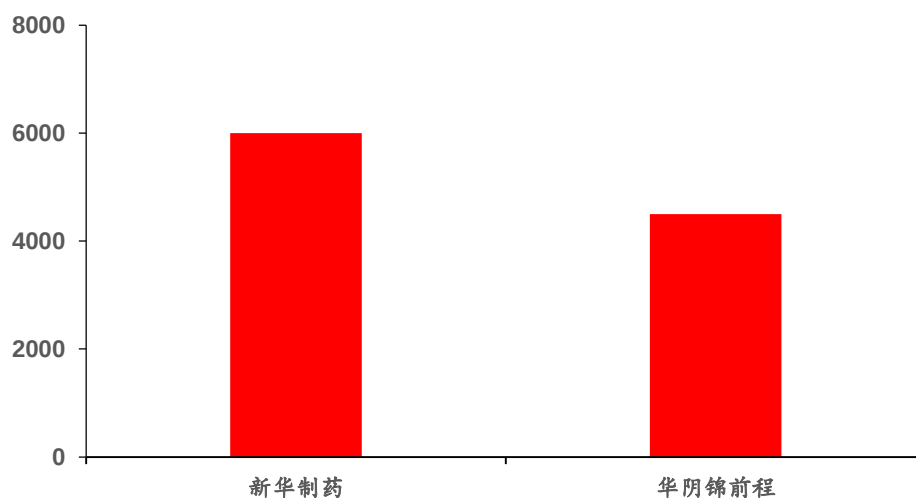


来源：PDB，国联证券研究所

1.2. 阿司匹林价格高位震荡

公司是阿司匹林原料药龙头企业。我国是全世界最大的阿司匹林原料药生产国。国内有阿司匹林原料药生产批文的企业11家，主要是新华制药、河北敬业和华阴锦前程等。不过目前有大批量生产并出口的仅两家，即山东新华制药股份有限公司和陕西华阴市锦前程药业有限公司。新华制药是目前我国乃至全世界产量最大的阿司匹林生产企业，年生产能力达8000余吨，年产量6000余吨，华阴锦前程年产量则在4500余吨左右。新华制药80%用于出口，华阴锦前程出口则在30%左右，因此新华制药是阿司匹林原料药出口绝对优势企业。

图表 6：新华制药和华阴锦前程阿司匹林原料药产量（吨）对比图

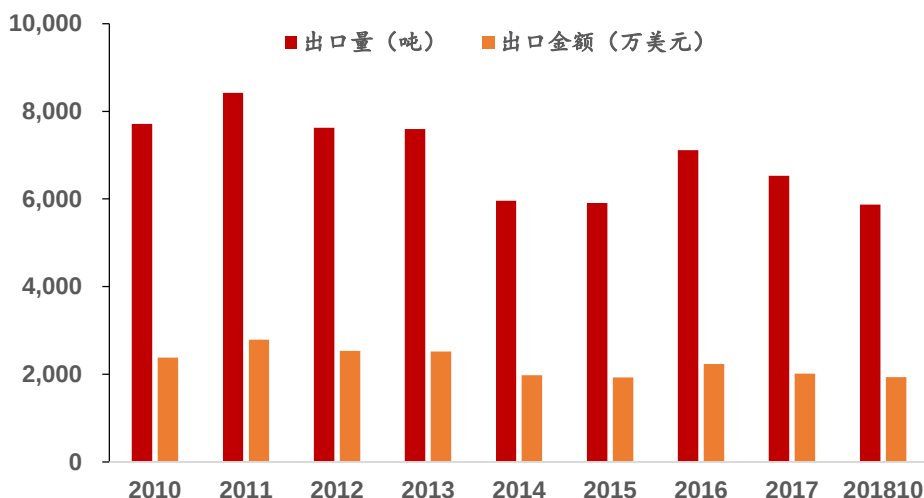


来源：健康网，国联证券研究所

阿司匹林2018年出口量价齐升。根据健康网数据，截止到2018年10月，我国阿司匹林的出口总量达5,872吨，同比上年同期出口量增长10.94%。出口总金额1939

万美元，同比出口总额增长了19.55%。

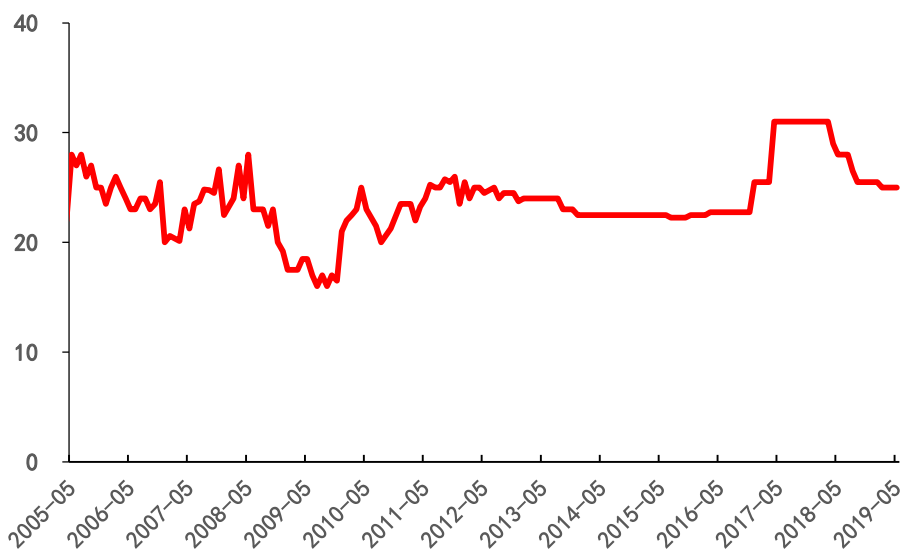
图表 7：阿司匹林原料药出口情况图



来源：健康网，国联证券研究所

阿司匹林国内价格高位震荡。根据wind数据，截止到2019年5月，阿司匹林国内报价25元/kg，同比下滑19.35%，我们认为主要是成本上涨因素减弱，总体趋势来看，处于高位震荡回落。考虑到国内环保压力的加大，我们认为阿司匹林价格继续向下可能不大，未来三年有望震荡走高。

图表 8：阿司匹林国内价格（元/kg）走势图



来源：Wind，国联证券研究所

1.3. 原料药业务有望持续增长

环保压力和关联审批利好龙头企业。由于环保政策持续收紧，各地原料药厂和化工企业成为治污重点。随着各地环保政策法规陆续发布和检查及其带来的设备投入和环保税的征收使得成本上升，大量中小原料药厂和化工企业被关停。因此行业集中度持续提升，龙头优质企业受益于市场份额的提高，规模扩大，从而盈利能力提高。另

一方面，2017年底发布药品与药用原辅料和包装材料关联审批后，原料药不再单独发放原料药批准文号，而是与制剂企业绑定，在审批药品注册申请时一并审评审批，因此有利于优质原料药企业进一步扩大份额。

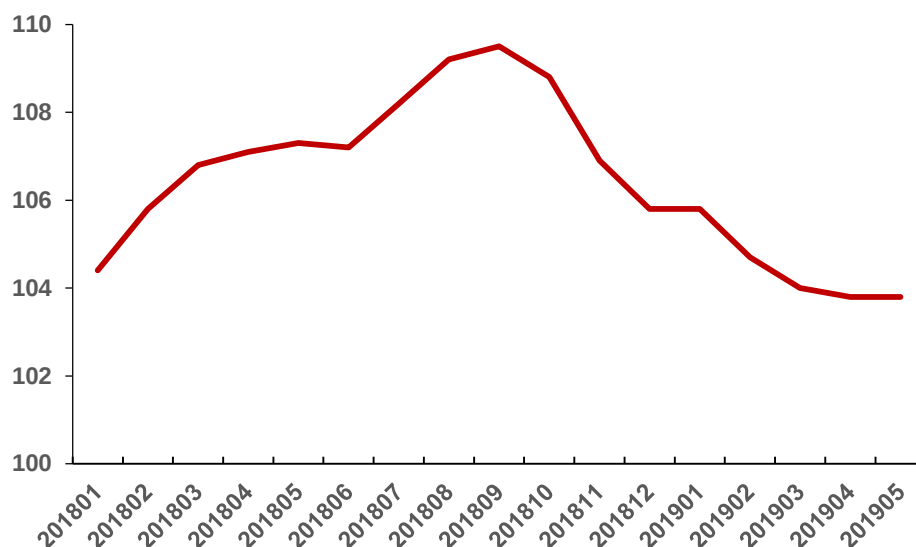
图表 9：公国家和地方主要环境保护政策法规

时间	政策法规	主要内容
2016. 11	《石家庄市利剑斩污行动实施方案》	对全市制药、化工等行业实行清单式管理，原则上所有挥发性有机物生产工序全部停产。
2016. 12	中华人民共和国环境保护税法	对超标、超总量排放污染物的，加倍征收环保税。
2016. 12	"十三五" 生态环境保护规划	要求原料药制造业推进行业达标排放改造。
2017. 3	《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	全面推进石油化工，医药等 VOCs 治理，10 月底前基本完成整治工作。
2017. 05	浙江省 2017 年大气污染防治实施计划	以石化、化工、制鞋等行业为重点，大力推进重点区域、重点企业挥发性有机物污染综合治理。
2017. 05	甘肃省 2017 年大气污染防治工作方案	强化工业污染源治理，切实化解过剩产能和清理整顿违法违规项目。
2017. 07	黑龙江省 2017 年度大气污染防治实施计划	2017 年，全省二氧化硫、氮氧化物污染物排放总量分别下降比例达到国家下达“十三五”目标的 70% 和 40%，
2017. 07	杭州市 2017 年大气污染防治实施计划的通 知	确保 PM2.5 年均浓度和空气质量优良率达到国家、省下达的考核目标。
2017. 07	山东省印发：《2017 年环境保护突出问题综合 整治攻坚方案》	铸造、涉及原料药生产的医药企业 VOCs 排放工序，按照《实施细则》要求落实。
2018. 04	关于加强固定污染源氮磷污染防治的通知	以重点行业企业、污水集中处理设施、规模化畜禽养殖场氮磷排放达标整治为突破口，强化污染源氮磷污染防治。
2018. 07	生态环境部贯彻落实〈全国人民代表大会常 务委员会关于全面加强生态环境保护 依法 推动打好污染防治攻坚战的决定〉实施方案	紧紧围绕全面加强生态环境保护、坚决打好污染防治攻坚战，用最严格的制度最严密的法治保护生态环境，确保各项工作任务落地见效，推动生态环境质量持续改善。
2018. 10	汾渭平原 2018-2019 年秋冬季大气污染综合 治理攻坚行动方案	2018 年 10 月底前向生态环境部报送“散乱污”企业清理整顿项目清单、重污染天气应急预案减排项目清单。
2018. 11	长三角地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综 合治理攻坚行动方案	全面推进产业结构、能源结构、运输结构和用地结构调整优化；深入实施“散乱污”企业综合整治。
2019. 03	关于印发地下水污染防治实施方案的通知	结合重点区域、重点行业特点，加强地下水 污染风险防控体系建设。

来源：公开资料整理，国联证券研究所

原料药整体价格处于高景气度。在环保升级和成本上涨推动下，原料药整体价格上涨。根据国家统计局数据，化学药品原料药制造工业生产者出厂价格指数（上年同月=100）2019年5月为103.8，虽然2019年整体来看，相较08年数据有所下滑，但依然大于100，表示每月价格指数均超过去年同期水平，价格走势一直维持上涨态势。

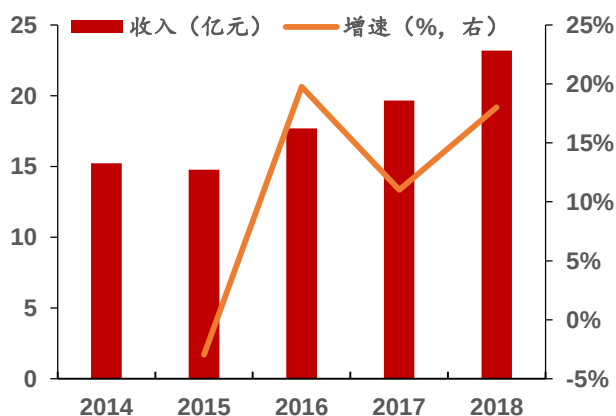
图表 10：2018 年至今化学药品原料药制造工业生产者出厂价格指数



来源：国家统计局，国联证券研究所

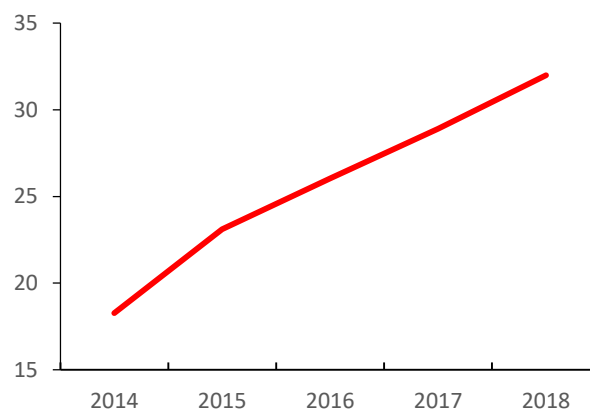
公司原料药业务收入和盈利提高。根据公司公告，2018年原料药业务实现收入23.19亿元，同比增长18.02%。2018年原料药整体毛利率为31.98%，处于5年来最高值。我们认为凭借公司在解热镇痛原料药的龙头优势，在需求稳定增长的基础上，该项业务有望持续10%以上增长势头，毛利率受益于持续改进工艺和降本增效，有望进一步提高。

图表 11：公司原料药业务收入变化情况



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 12：公司原料药业务毛利率 (%) 变化



来源：公司公告，国联证券研究所

综上所述，公司是国内解热镇痛原料药龙头企业，下游需求稳定，由于环保和成本因素使得原料药价格上涨得以持续，尤其是占比最大的布洛芬原料药有望量价齐升。考虑到公司搬迁早已完成，目前进行的工艺改进和降本增效，原料药业务毛利率有望进一步提高。我们认为未来三年整体原料药业务有望维持10%以上增长，为公司业绩增长提供确定性。

2. 制剂业务：低价药在集采背景下提供良好防御

2.1. 公司主要品种多数为低价药

公司制剂产品多为化药普药。公司制剂品种众多，治疗领域为解热镇痛抗炎抗风湿药、抗感染药和消化系统用药以及心血管、神经系统用药等。从主要品种来看，多数品种属于国家低价药目录（2014版），如下表所列。

图表 13：公司主要品种中属于低价药的列示情况

序号	通用名	功能主治	序号	通用名	功能主治
1	阿司匹林	心血管用药	13	尼美舒利	非甾体抗炎药
2	格列美脲	降糖药	14	氯霉素	抗感染药
3	尼莫地平	神经系统用药	15	氯雷他定	抗过敏药
4	乙酰螺旋霉素	抗感染药	16	罗红霉素	抗感染药
5	西替利嗪	抗过敏类	17	格列吡嗪	糖尿病药
6	维生素 C	维生素类	18	复方磺胺甲噁唑	抗感染药
7	维生素 B6	维生素类	19	地塞米松	激素类药
8	土霉素	抗感染药	20	地尔硫卓	心血管用药
9	头孢拉定	抗感染药	21	茶碱	呼吸系统用药
10	头孢氨苄	抗感染药	22	吡哌酸	抗感染药
11	葡萄糖酸钙	营养类药	23	阿昔洛韦	抗病毒药
12	泼尼松	激素类药	24	抗骨增生片	骨骼用药

来源：公开资料整理，国联证券研究所

低价药目前已经放开限价。之前为了减轻患者负担，常用化药在政府定价基础上经历了一轮又一轮降价，如下图所示。经过历次降价，常用化药价格已经一跌再跌，为保障低价药生产供应，国家发改委于2014年4月发出通知，对低价药品取消政府制定的最高零售价格，在日均费用标准（化学药品3元、中成药5元）内，由药品生产经营者根据药品生产成本和市场供求情况制定具体购销价格。对于低价药实行直接挂网采购，不再竞价招标，避免价格恶性竞争。随着成本上涨，低价药逐渐开始提价趋势，2018年随着原料药价格大涨，部分低价药涨幅较大，我们认为在成本上涨压力下，新华制药的低价药品种降价压力不大，可以很大程度规避仿制药这一轮“4+7”带来的新一轮降价潮。

图表 14：政府历年来主要常用药降价情况一览表

日期	主要文件	平均降幅
2001	国家计委关于制定公布 69 种化学药品价格的通知	平均降低 20%
2001	国家计委关于公布 383 种药品价格的通知	平均降幅约为 20%
2002	国家计委关于公布 199 种西药价格的通知	平均降幅约为 20%
2004	国家发展改革委降低 24 种抗感染类药品零售价格的通知	平均降幅约为 40%
2005	降低 22 种药品的最高零售价格	平均降幅 40% 左右
2006	国家发展改革委精氨酸等 354 种药品最高零售价格通知	平均降幅 20% 左右
2007	限定部分常用处方药最高零售价	平均降价幅度 21.6%
2010	降低头孢曲松等部分单独定价药品的最高零售价格，涉及	平均降低 19%

抗生素、心脑血管等十七大类药品		
2011	关于调整部分抗微生物类和循环系统类药品最高零售价格的公告	平均降幅约为 21%
2012	下调 53 个品种的消化系统类药品最高零售限价	平均降幅约为 17%
2013	决定从 2013 年 2 月 1 日起调整呼吸、解热镇痛和专科特殊用药等药品最高零售限价，	平均降幅 15%

来源：公开资料整理，国联证券研究所

公司主要产品近3年来中标价呈提高态势。拿阿司匹林（50mg/24片）举例，根据PDB数据，我们选取了2008-2018年主要中标省份的中标价，可以明显看出限价放开后，中标价呈现上涨趋势。

图表 15：阿司匹林 2008-2018 年主要省份中标价（元）

年份	2008	2009	2010	2012	2011	2014	2015	2016	2017	2018
省份	湖北	天津	江苏	陕西	山东	新疆	山西	上海	湖北	湖北
中标价	10.79	9.4	9.02	8.92	10.32	8.16	20	31.3	19.2	24

来源：PDB，国联证券研究所

2.2. 公司有望充分受益仿制药一致性评价

通过一致性评价有望迅速提升公司市场份额。2016年3月5日，国务院办公厅正式印发《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，开启了仿制药一致性评价的序幕，随着政策的陆续颁布和实施，对于仿制药企业来说，一致性评价成为新基准。另外2018年12月第一批“4+7”带量采购，是通过一致性评价品种进行招标的具体落实，通过之后带来的销量提高也显而易见。截止到2019年5月底，公司共有10个品种通过BE，8个品种已经在审评当中，1个品种顺利通过。我们认为公司目前制剂品种较多，市场份额较低，假设能够顺利通过一致性评价，中标之后，销量有望大幅提高，市场份额提升空间明显。

图表 16：公司开展一致性评价进展情况和市场份额情况

品种	进展	受理家数	通过家数	2018 年市场份额
格列美脲片	已通过	9	4	0.74%
盐酸地尔硫卓片	在审评	2	0	
头孢拉定胶囊	在审评	7	1	0.18%
卡托普利片	在审评	13	2	1.67%
盐酸西替利嗪片	在审评	6	0	
克拉霉素片	在审评	4	1	0.33%
布洛芬片	在审评	10	1	0.13%
头孢氨苄	在审评	13	2	2.74%
盐酸苯海拉明片	BE 备案	1	0	
葡萄糖酸钙片	在审评	2	0	1.28%

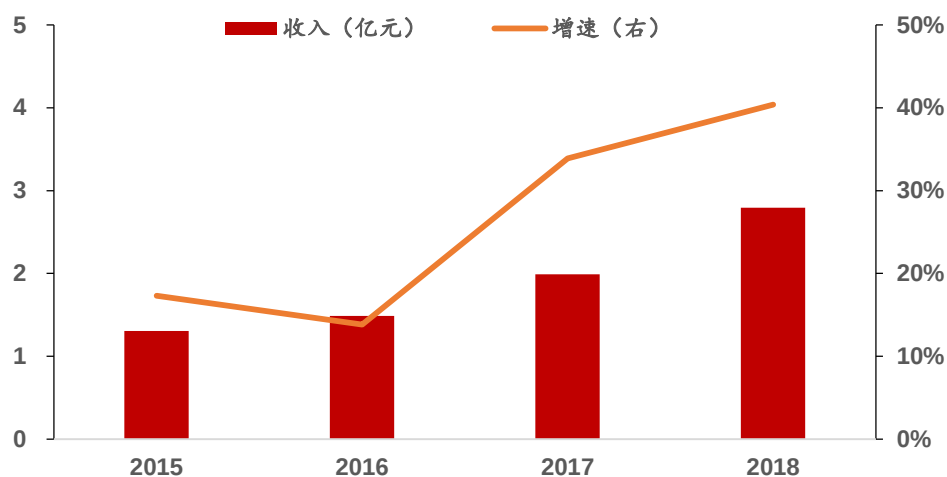
来源：经七纬五，PDB，国联证券研究所

注：公司品种市场份额是根据PDB样本医院数据所得

2.3. 制剂业务有望维持稳定增长势头

6大核心制剂快速增长。公司生产品种较多，单个品种盈利能力偏弱，早些年公司就制定大产品战略，筛选出具有良好前景的产品做大做强，为其他产品的推广拓展渠道。经过筛选，介宁、库欣和舒泰得、尼立苏以及保畅、佳和洛这六个品种作为公司的战略新品种，加大销售投入，近年来持续快速增长势头。截止到2018年，6大战略新品种合计销售额为2.79亿元，同比增长40.40%

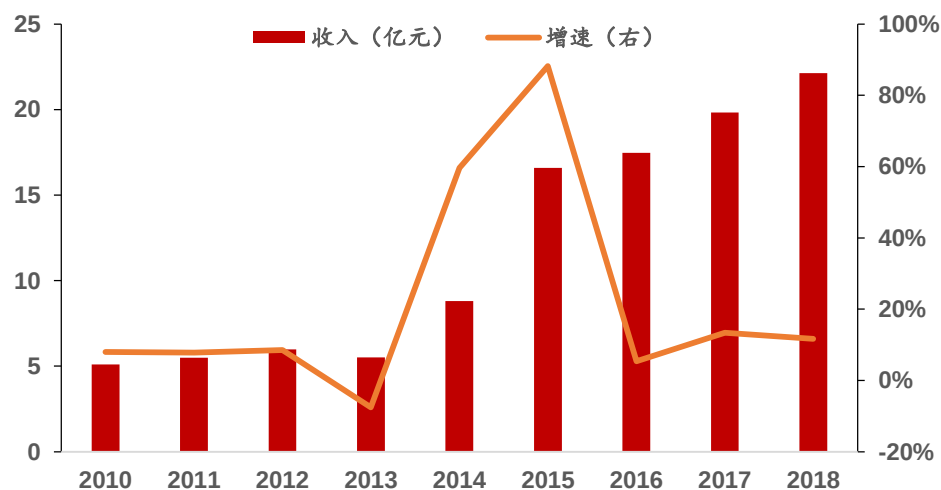
图表 17：六大战略新品种近年来收入和增速情况



来源：公司公告，国联证券研究所

整体制剂业务有望稳定增长。受益于持续加大的销售投入和品牌优势，我们认为6大核心战略新品种有望维持快速增长势头，尤其是最大单品舒泰得（雷贝拉唑钠肠溶片）收入继续放量，2019年有望达到2亿元。而其他普药品种受益于低价药提价的趋势，由于是成本推动，因此我们认为即使是新一轮降价，整体价格水平有望稳定，销量的提升因素将远大于降价的影响，整体有望高于仿制药行业增速。不过由于公司自产制剂业务是和商业销售在2015年以后统一归类在制剂这一类别，两者比例大约在一半一半，考虑到商业增速较低，我们认为整体制剂业务有望稳定增长。

图表 18：公司整体制剂业务历年收入情况



来源：公司公告，国联证券研究所

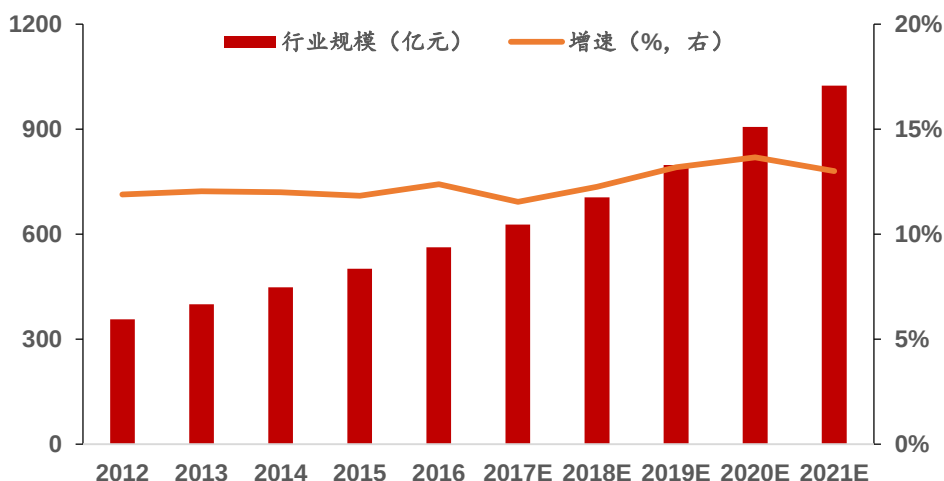
3. 国际加工有望成为新的利润增长点

公司凭借稳定的质量优势和下游国外制剂企业建立了长期合作关系,经过多年积累已经与拜耳和百里高等企业签订了长期的委托加工(CMO)协议,较早的开始了国际化战略。

CMO行业发展前景广阔。广义的药品CMO,是指接受制药公司的委托,提供产品生产时所需要的工艺开发、配方开发、临床试验用药、化学或生物合成的原料药生产、中间体制造、制剂生产(如粉剂、针剂)以及包装等服务。而狭义的药品CMO,则仅限为已上市药品的委托生产活动,也是新华制药目前所进行的业务。

据 Business Insights统计,2017年全球 CMO(广义) 市场规模为 628 亿美元,预计将以13.03%的增速发展,2021年达到1025亿美元规模。

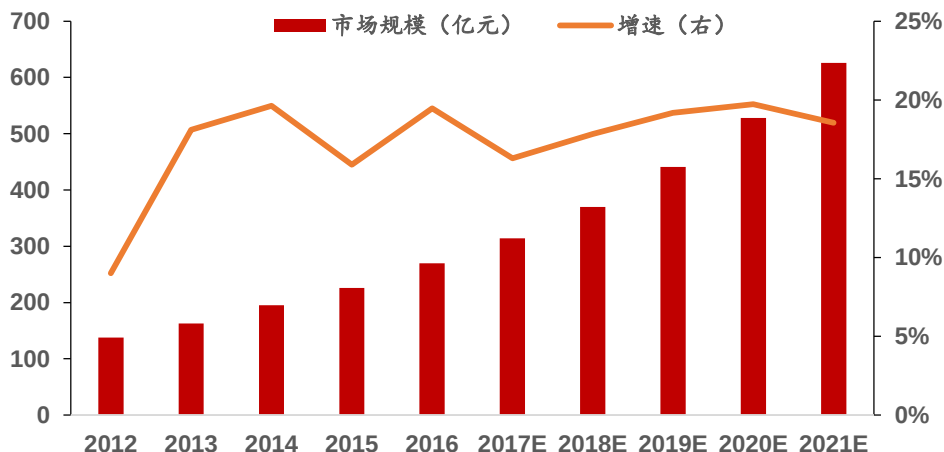
图表 19: 全球 CMO(广义) 行业市场规模变化情况



来源: Business Insights, 国联证券研究所

中国CMO行业年均复合增长率为18.07%。根据国家药监局南方所数据,2016 年,我国 CMO(广义)市场已达270亿元,并将保持年均 18.3%的复合增长率,预计到2021年达到 626 亿元市场规模。

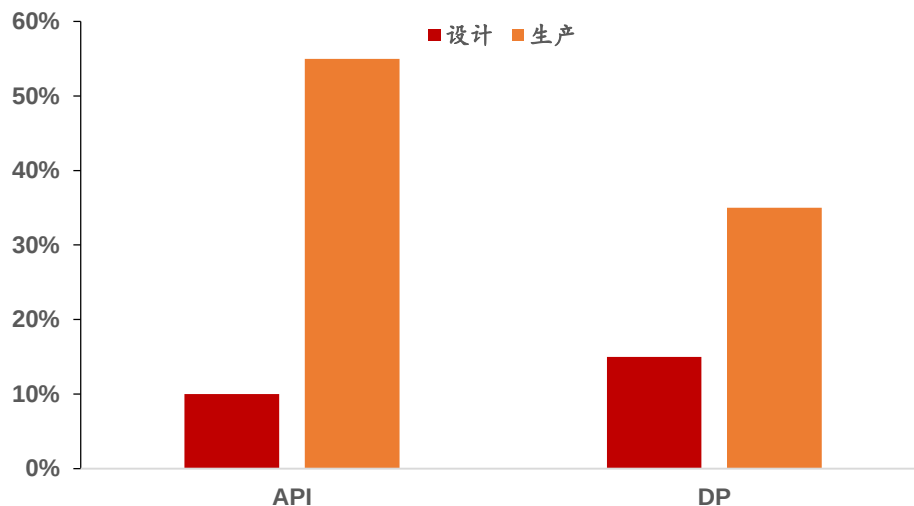
图表 20: 中国 CMO(广义) 行业市场规模变化情况



来源：南方所，国联证券研究所

化药生产外包在整体CMO行业占比最大。根据Evaluate Pharma数据，2017年化学药物外包是 CMO 收入的主要部分，约为 515 亿美元，占据 CMO 市场 82% 的份额。而在CMO 细分领域，API和DP具有开发设计能力的业务渗透率相对较低，大部分份额都是普通的生产外包。考虑到成本优势和专利悬崖效应，我们认为狭义上的CRO'市场整体有望保持15%以上增速。

图表 21：生产外包市场渗透率较高



来源：Patheon 招股文件，国联证券研究所

现代医药国际中心是公司国际加工业务新基点。2015年3月公司公告，为完成对现有固体制剂车间搬迁扩产改造计划，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。

新华制药现代医药国际合作中心建成于2017年10月，位于淄博高新区鲁泰大道1号。项目计划总投资8亿多元，设计固体制剂生产能力200亿片/年，2018年11月新华现代医药国际合作中心（1期）正式启用。

图表 22：公司现代医药国际合作中心概况



来源：公司网站，国联证券研究所

图表 23：国际合作中心主要生产线情况



来源：公司网站，国联证券研究所

经过多年发展，新华制药已经与拜耳、百利高开展了委托加工合作，根据公司2017年年报，国际加工产品收入1.14亿元，同比增长 102.4%。结合公司近2年新增的合同来看，百里高新增50亿片；上海罗氏4亿片以及帝斯曼进一步合作的新增，我们认为公司该项业务进展顺利，也体现了公司被国际市场的认可。目前整体项目处于试生产阶段，假设现代医药中心未来五年内能顺利达产，即每年200亿片，按照每片制剂价格0.3元计算，即收入规模可达60亿元，按照15%-20%净利润率计算，每年新增净利润9亿元-12亿。结合公司目前规模，我们认为现代医药国际中心顺利发展下去，有望成为公司另一利润贡献点。

4. 盈利预测

4.1. 营业收入预测

根据现有产品线，我们做出如下假设：

1) 原料药价格2018下半年涨价效应在2019年体现，再加上环保压力，我们预计2019-2021年收入增速分别为15%、12%和10%；

2) 化学制剂方面，由于一致性评价通过不确定，2019年承压较大，保守预计增速10%，2020年和2021年国际代工开始正式运行达产，预计整体增速提高，分别为12%和15%；

3) 医药中间体和其他业务受益品牌优势和需求增加，预计2019-2021年增速分别为15%、15%和12%；

4) 原料药毛利率方面，由于价格提升和工艺持续改进，我们预计2019-2021年年毛呈上升趋势；制剂毛利率方面，尽管价格承压，但由于整体毛利率水平本身就比较低，再加上销量的扩大，我们预计2019-2021年毛利率保持平稳态势；而医药中间体和其他方面，我们预计毛利率维持上升态势；

图表 24：公司营业收入分类别预测情况

单位（百万）	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
化学制剂					
收入	1982.19	2213.08	2434.388	2726.515	3135.492
增速（%）	13.42%	11.65%	10.00%	12.00%	15.00%
毛利	600.38	705.75	730.32	817.95	940.65
毛利率(%)	30.29%	31.89%	30.00%	30.00%	30.00%
化学原料药					
收入	1964.52	2319.42	2667.333	2987.413	3286.154
增速（%）	10.97%	18.07%	15.00%	12.00%	10%
毛利	567.90	741.66	853.55	955.97	1084.43
毛利率(%)	28.91%	31.98%	32.00%	32.00%	33.00%
医药中间体及其他					
收入	569.01	675.358	776.6617	893.1609	1000.34

增速 (%)	14.48%	12.97%	15.00%	15.00%	12.00%
毛利	99.82	110.79	155.33	196.50	230.08
毛利率 (%)	17.54%	16.40%	20.00%	22.00%	23.00%
营业收入	4,515.72	5,207.87	5,878.38	6,607.09	7,421.99
增速 (%)	12.47%	15.33%	12.87%	12.40%	12.33%
总毛利	1268.10	1558.20	1739.20	1970.42	2255.16
毛利率 (%)	28.08%	29.92%	29.59%	29.82%	30.38%

来源：公司公告，国联证券研究所

4.2. 估值和投资建议

我们保守预计公司2019-2021年EPS分别为0.46元、0.52元和0.60元，结合同类公司估值比较，可以看出平均估值在25倍。考虑到化学制药整体收到集采降价带来的估值压力，再加上公司业绩增速维持在15%左右，我们认为可以给予公司20倍的合理估值，目标价为9.20元。公司作为解热镇痛原料药龙头，竞争优势稳固，原料药业务有望持续稳定现金流，在高景气度下还将贡献部分业绩弹性，而制剂业务随着品牌和销售深入推进，提升空间较大，我们长期看好公司发展，维持“推荐”评级。

图表 25：可比公司估值情况（截止到2019.06.28）

证券代码	证券简称	最新收盘价（元）	2019EPS（元）	2019PE
002001	新和成	19.29	1.30	14.84
000597	东北制药	11.07	0.19	58.26
002020	京新药业	11.52	0.64	18.00
300497	富祥股份	15.01	1.20	12.51
002550	千红制药	4.64	0.22	21.09
000739	普洛药业	9.83	0.42	23.40
平均值				24.68
000756	新华制药	7.15	0.46	15.54

来源：Wind，国联证券研究所

5. 风险提示

5.1. 产品价格招标进一步下降

5.2. 市场推广弱于预期

5.3. 费用增长过快

图表 26：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	501.04	536.08	605.44	945.19	1,449.8	营业收入	4,515.7	5,207.8	5,878.3	6,607.0	7,421.9
应收账款+票据	480.89	513.53	584.00	661.00	740.00	营业成本	3,247.6	3,649.6	4,139.1	4,636.6	5,166.8
预付账款	22.81	31.79	35.00	37.00	40.00	营业税金及附加	60.66	61.86	69.36	77.30	86.84
存货	713.21	951.72	1,090.0	1,200.0	1,500.0	营业费用	509.75	654.91	764.19	865.53	979.70
其他	61.96	73.70	80.00	85.00	90.00	管理费用	384.71	259.89	499.66	568.21	645.71
流动资产合计	1,779.9	2,106.8	2,394.4	2,928.1	3,819.8	财务费用	79.75	34.43	22.27	34.50	48.17
长期股权投资	0.00	19.59	19.59	19.59	19.59	资产减值损失	16.14	54.64	10.00	5.00	5.00
固定资产	2,152.9	2,631.1	2,391.4	2,155.5	1,909.5	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	434.55	253.21	280.00	300.00	350.00	投资净收益	0.00	-0.03	0.00	0.00	0.00
无形资产	323.56	332.70	288.22	243.75	199.27	其他	0.00	-187.37	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	331.58	118.34	255.89	213.44	180.98	营业利润	281.68	337.31	373.71	419.88	489.74
非流动资产合计	3,242.6	3,355.0	3,235.1	2,932.2	2,659.4	营业外净收益	-13.51	-12.24	0.00	0.00	0.00
资产总计	5,022.5	5,461.8	5,629.5	5,860.4	6,479.2	利润总额	268.17	325.08	373.71	419.88	489.74
短期借款	151.84	235.00	0.00	0.00	0.00	所得税	26.43	50.79	56.06	62.98	73.46
应付账款+票据	738.29	889.61	1,025.0	1,125.0	1,235.0	净利润	221.25	274.28	317.65	356.90	416.27
其他	498.35	901.41	878.88	680.00	800.00	少数股东损益	11.66	23.45	31.77	35.69	41.63
流动负债合计	1,388.4	2,026.0	1,903.8	1,805.0	2,035.0	归属于母公司净	209.59	250.83	285.89	321.21	374.65
长期带息负债	931.50	522.64	522.64	522.64	522.64	主要财务比率					
长期应付款	47.54	66.90	70.00	75.00	85.00		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
其他	75.52	49.72	47.44	47.44	47.44	成长能力					
非流动负债合计	1,054.5	639.27	640.08	645.08	655.08	营业收入	12.47%	15.33%	12.87%	12.40%	12.33%
负债合计	2,443.0	2,665.2	2,543.9	2,450.0	2,690.0	EBIT	18.49%	35.23%	12.85%	9.70%	14.62%
少数股东权益	99.43	109.30	141.07	176.76	218.39	EBITDA	14.34%	20.31%	43.27%	7.10%	9.33%
股本	478.35	621.86	621.86	621.86	621.86	归属于母公司净	47.20%	19.68%	13.97%	12.35%	16.64%
资本公积	728.45	622.82	622.82	622.82	622.82	获利能力					
留存收益	1,273.2	1,442.5	1,699.8	1,988.9	2,326.1	毛利率	28.08%	29.92%	29.59%	29.82%	30.38%
股东权益合计	2,579.4	2,796.5	3,085.6	3,410.3	3,789.2	净利率	4.06%	4.94%	5.40%	5.40%	5.61%
负债和股东权益总	5,022.5	5,461.8	5,629.5	5,860.4	6,479.2	ROE	6.92%	8.69%	9.71%	9.93%	10.49%
现金流量表						ROIC	8.69%	9.93%	10.27%	11.73%	13.23%
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
净利润	184.82	267.70	317.65	356.90	416.27	资产负债	48.64%	48.80%	44.50%	41.14%	40.92%
折旧摊销	283.46	302.33	539.86	567.86	597.86	流动比率	1.28	1.04	1.26	1.62	1.88
财务费用	67.01	51.21	22.27	14.50	8.17	速动比率	0.72	0.53	0.64	0.91	1.10
存货减少	-153.72	-263.37	-138.28	-110.00	-300.00	营运能力					
营运资金变动	0.98	-76.42	32.89	-182.88	143.00	应收账款周转率	10.36	10.88	10.67	10.47	10.38
其它	37.31	46.69	10.00	5.00	5.00	存货周转率	4.55	3.83	3.80	3.86	3.44
经营活动现金流	419.87	328.15	784.39	651.38	870.30	总资产周转率	0.90	0.95	1.04	1.13	1.15
资本支出	261.11	385.99	280.00	300.00	350.00	每股指标 (元)					
长期投资	0.00	26.03	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.44	0.40	0.46	0.52	0.60
其他	92.57	13.67	-150.00	30.00	20.00	每股经营现金流	0.68	0.53	1.26	1.05	1.40
投资活动现金流	-168.54	-398.35	-430.00	-270.00	-330.00	每股净资产	3.99	4.32	4.74	5.20	5.74
债权融资	-197.50	194.31	-235.00	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	223.40	46.94	0.00	0.00	0.00	市盈率	26.54	19.49	15.92	14.17	12.15
其他	-51.13	-196.72	-50.03	-41.62	-35.63	市净率	1.84	1.69	1.55	1.41	1.27
筹资活动现金流	-25.23	44.53	-285.03	-41.62	-35.63	EV/EBITDA	7.65	7.87	5.08	4.51	3.75
现金净增加额	219.67	-19.87	69.36	339.76	504.67	EV/EBIT	16.00	14.66	12.01	10.40	8.26

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-85603281

上海

国联证券股份有限公司研究所

中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元

电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210