

京新药业 (002020)

强烈推荐

行业：化学原料药

增长靓丽，持续关注外延并购

公司发布 2014 年年报，全年实现营业收入 12.35 亿元，同比增 27%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.07 亿元，同比增 66%，扣非后归属上市公司股东的净利润 1.06 亿元，同比增 96%，实现 EPS 0.40 元。

现金分红：每 10 股派发现金股利 1.5 元（含税）。

投资要点：

- ◇ **原料药增长超预期，成品药继续实现高速增长。**分业务来看：（1）原料药销售实现 5.5 亿元，同比增 22%，扭转上年收入负增长的局面，同时毛利率大幅提升 7.8 个百分点，主要原因在于传统左氟系列在国内市占率提升，毛利较高的环丙、恩诺原料国际市场拓展显著；（2）成品药销售实现 6.6 亿元，同比增 38%，毛利率提升 1.7 个百分点，主要原因在于核心制剂品种继续保持高增长趋势，收入占比进一步提高。
- ◇ **核心品种 2015 年依然将保持高增长势头。**（1）我们预计 2014 年公司核心制剂品种中，瑞舒伐他汀收入约 2 亿元，同比增长超过 60%，康复新液销售过亿，同比增长约 20%，地衣芽孢杆菌收入约 5000 万元，同比增 80% 左右；（2）展望 2015 年，我们认为核心品种将依然保持高速的增长态势，瑞舒伐他汀增速有望达到 70%，康复新液、地衣芽孢杆菌、舍曲林及辛伐他汀预计 45-50% 增长。
- ◇ **成品药大幅提升公司整体盈利能力，同时销售费用率略有增加。**报告期内，公司整体毛利率 47%，较上年提升 5.6 个百分点，销售费用率 25%，较上年增加 4 个百分点，主要系公司成品药销售占比增加所致，考虑到核心制剂品种的高速增长，预计未来整体毛利率及销售费用率仍将有所提升。另外，公司管理费用率 11%，财务费用率-0.2%，均较上年略有下降，反映公司费用控制良好。
- ◇ **内生增长驱动力强，持续关注外延并购。**（1）我们认为公司未来持续性内生增长无忧，主要逻辑是公司已经形成了心脑血管、消化道等制剂产品梯队，后续多个在研品种也将陆续获批，随着 2015 年新一轮招标的陆续完成，可以判断近 3-4 年公司核心制剂品种竞争格局不会有明显变化，预计继续保持较高速增长问题基本不大；（2）通过并购基金收购的益和堂 2014 年也实现了利润 50% 的高增长，并入体内可期，有望进一步增厚公司业绩；（3）公司外延发展战略较为明确，虽然一直在关注合适的并购机会，但 2013 年并购益和堂后再无动作，因此我们分析公司在 15 年通过外延并购实现跳跃式发展的预期较强，值得持续关注。
- ◇ **维持强烈推荐评级。**我们预计公司 15-17 年归属母公司净利润为 1.8、2.5、3.3 亿元，EPS 为 0.63、0.86、1.15 元，对应当前股价 PE 为 43、32、24

作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：梅梅

S0960115030011

0755-82026810

meimei@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 28.26

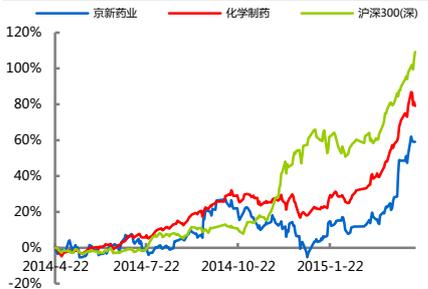
当前股价： 27.21

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	286
流通股本(百万股)	204
总市值(亿元)	78
流通市值(亿元)	55
成交量(百万股)	6.07
成交额(百万元)	167.39

股价表现



相关报告

《京新药业-业绩符合预期，全年高增长确定》2015-03-31

《京新药业-高成长典范，基药招标及整合并购值得期待》2015-03-11

倍。我们维持公司 2015 年 45 倍, 28.26 元的目标价, 给予强烈推荐评级。

✧ **风险提示**: 招标推进不及预期; 新品获批不及预期; 原料药价格下跌。

主要财务指标

单位: 百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1235	1664	2224	2970
收入同比(%)	27%	35%	34%	34%
归属母公司净利润	107	181	245	330
净利润同比(%)	66%	69%	36%	35%
毛利率(%)	46.6%	51.7%	55.1%	57.1%
ROE(%)	7.7%	11.8%	14.3%	17.0%
每股收益(元)	0.37	0.63	0.86	1.15
P/E	72.79	43.15	31.80	23.59
P/B	5.57	5.07	4.56	4.02
EV/EBITDA	42	27	21	16

资料来源: 中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1140	1437	1802	2268
现金	380	918	1130	1387
应收账款	182	245	327	437
其它应收款	10	14	19	25
预付账款	5	6	8	10
存货	179	218	271	346
其他	383	35	47	63
非流动资产	925	806	747	688
长期投资	50	0	0	0
固定资产	590	544	492	436
无形资产	108	108	108	108
其他	177	153	147	144
资产总计	2065	2242	2550	2956
流动负债	604	672	796	970
短期借款	39	39	39	39
应付账款	150	182	227	289
其他	415	451	530	641
非流动负债	62	34	45	46
长期借款	0	0	0	0
其他	62	34	45	46
负债合计	666	706	841	1016
少数股东权益	0	0	0	0
股本	286	286	286	286
资本公积	866	866	866	866
留存收益	246	384	557	789
归属母公司股东权益	1399	1536	1709	1941
负债和股东权益	2065	2242	2550	2956

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	210	518	280	350
净利润	107	181	245	330
折旧摊销	52	58	58	59
财务费用	-2	-3	-3	-3
投资损失	-5	-2	-2	-3
营运资金变动	52	300	-30	-35
其它	6	-16	11	1
投资活动现金流	-493	60	2	3
资本支出	95	0	0	0
长期投资	-398	-50	0	0
其他	-796	10	2	3
筹资活动现金流	371	-40	-70	-96
短期借款	-74	0	0	0
长期借款	-12	0	0	0
普通股增加	34	0	0	0
资本公积增加	465	0	0	0
其他	-42	-40	-70	-96
现金净增加额	89	538	212	257

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1235	1664	2224	2970
营业成本	660	803	999	1275
营业税金及附加	10	13	17	23
营业费用	312	441	635	903
管理费用	135	200	289	386
财务费用	-2	-3	-3	-3
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	2	2	3
营业利润	124	210	286	386
营业外收入	7	6	6	6
营业外支出	4	3	4	3
利润总额	127	213	288	389
所得税	20	32	43	58
净利润	107	181	245	330
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	107	181	245	330
EBITDA	174	265	342	442
EPS (元)	0.37	0.63	0.86	1.15

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	26.8%	34.7%	33.7%	33.5%
营业利润	97.5%	68.7%	36.4%	35.0%
归属于母公司净利润	66.4%	68.7%	35.7%	34.8%
获利能力				
毛利率	46.6%	51.7%	55.1%	57.1%
净利率	8.7%	10.9%	11.0%	11.1%
ROE	7.7%	11.8%	14.3%	17.0%
ROIC	11.1%	30.9%	44.5%	63.0%
偿债能力				
资产负债率	32.3%	31.5%	33.0%	34.4%
净负债比率	5.88%	5.55%	4.66%	3.86%
流动比率	1.89	2.14	2.27	2.34
速动比率	1.59	1.81	1.92	1.98
营运能力				
总资产周转率	0.73	0.77	0.93	1.08
应收账款周转率	7	8	8	8
应付账款周转率	4.42	4.84	4.89	4.94
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.63	0.86	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	1.81	0.98	1.22
每股净资产(最新摊薄)	4.88	5.36	5.97	6.78
估值比率				
P/E	72.79	43.15	31.80	23.59
P/B	5.57	5.07	4.56	4.02
EV/EBITDA	42	27	21	16

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2015-03-31	《京新药业-业绩符合预期，全年高增长确定》
2015-03-11	《京新药业-高成长典范，基药招标及整合并购值得期待》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镞，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

梅梅，中国中投证券研究总部医药行业研究员，澳门大学中药学硕士，3 年医药行业相关从业经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434