



环环相扣海外并购接连落地，国际化迈开脚步即是路

——京新药业（002020）事件点评

2017年04月05日

强烈推荐/维持

京新药业 | 事件点评

事件：

公司于3月10日发布公告，以自有资金人民币800万港币在香港注册成立全资子公司，作为公司海外业务的发展平台，支持公司国际市场的拓展。

公司于2017年3月22日发布公告，以自有资金50万美元对控股子公司美国Pharmula Laboratories Inc.进行增资。持股比例由50.1%增加到56.267%。

同时公司公告以自有资金400万美元投资以色列Perflow Medical Ltd.，取得Perflow不超过16%的股权及拥有StreamTM在中国市场的权益。

同时公司自有资金500万美元投资以色列Pharma Two B Ltd.，取得P2B不超过5%的股权及拥有P2B001在中国市场的权益。

主要观点：

1. 接二连三，海外并购加速落地超预期

公司公告成立成立全资子公司主要是为了加强国际交流与合作，推动国际贸易的开展，同时满足公司海外并购的需求。而在成立香港子公司后短短十天，便有数个外延相关动作落地，效率超高。我们认为这仅仅是个开始，推测公司未来会持续推进国际化战略。

自有资金400万美元投资Perflow，取得Perflow不超过16%的股权同时拥有Stream在中国市场的权益。Stream是革新型取栓介入器械，具有实时调控的功能，可以更加安全有效的进行介入治疗，该产品已经获得CE认证。公司还有BridgeTM和GateTM两个产品将进行CE认证。

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

联系人：胡偌碧

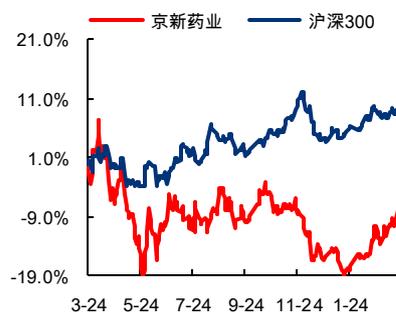
010-66554044

hurb@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	10.56-14.55
总市值(亿元)	78.11
流通市值(亿元)	55.27
总股本/流通A股(万股)	63918/45228
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.62

52周股价走势图



资料来源：wind, 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《京新药业（002020）2016年中报点评：核心品种延续高速增长健康产业基金助力外延战略》2016-08-19

自有资金 500 万美元投资以色列 Pharma Two B Ltd. (P2B)，取得 P2B 不超过 5% 的股权及拥有 P2B001 在中国市场的权益。P2B001 为革新型的复方制剂，适应症为帕金森综合症，现处于临床试验阶段。

公司这两单并购都紧紧围绕着“做强药品主业，发展医疗器械，孕育健康产业”的战略方向。目前公司增发已经获得发审委审核通过的公告。我们认为非公开发行后医药并购基金的成立将为外延发展打好资金基础，预计未来数年之内，外延并购及各战略合作（尤其是海外优质资产）是公司发展的主要方向之一。

- ◆ 一方面，公司将延续自身在药物领域的优势，通过并购获得新品种，丰富公司产品线，未来公司可能会更聚焦精神神经治疗领域；
- ◆ 另一方面，进军医疗健康产业的细分领域，如医疗器械、健康服务等，以提高公司的实力，增强业务弹性，提升公司估值，实现未来爆发式增长。

2、业绩快报符合预期，药品板块稳步增长，器械板块略超预期

公司 2016 年业绩快报营业收入 18.91 亿元，同比增长 33.57%。分板块来看医药产品收入 15.30 亿元，同比增长 13.64%；巨峰显示收入 3.32 亿元，去年巨峰整体收入 2.90 亿元，增速 14.48%（去年 12 月收购完成，并表一个月，4757.64 万，故医疗器械板块比去年增加了 2.85 亿元）。

公司净利润 2.27 亿元，同比增速 36.76%，主要源于销售增长和巨峰并表。分产品来看，公司核心品种维持高增速。我们根据样本医院终端数据测算估计公司核心产品瑞舒伐他汀增速约 30%、康复新液增速略微放缓约 20%，地衣芽孢杆菌放量较快增速在 50% 以上，舍曲林增速约 30%。我们推测医药产品部分收入端增速略低于预期主要原因是原料药业务拉低整体，加上一些普药品种拖累。

3、定增彰显大股东信心，未来公司增长点再梳理

目前公司增发已经获得发审委审核通过的公告。大股东控股的京新控股将认购 20-30%（京新控股锁三年，其他认购对象锁一年），彰显管理层对公司长期发展的充足信心。同时公司公告与京新控股共同发起规模不低于 10 亿元的健康产业投资基金，首期不低于 3 亿元，京新药业与京新控股出资合计不超过 1 亿元。健康产业投资基金用于医药制造、精准医疗、健康管理和移动医疗等领域的布局，为公司未来长期利润增长点奠定坚实基础。

我们认为公司未来 3-5 年仍将维持 20-30% 快速增长，有以下驱动因素

主力品种方面：瑞舒伐他汀、康复新液、地衣芽孢杆菌仍处于快速增长期。公司一致性评价进展顺利，瑞舒伐他汀如果率先完成一致性评价，则相当于为此品种延长了生命周期。康复新液 30ml 独家规格中标价格理想。地衣芽孢杆菌菌种优势不需冷链运输。

二线品种方面：舍曲林增速较快，公司在精神领域有一定竞争力。匹伐他汀分散片独家剂型进入医保目录未来有望快速增长（作为对瑞舒的补充）

制剂出口方面：辛伐他汀出口英国（国内有望通过一致性评价改变竞争格局）。除此之外，左乙拉西坦通过COS（CEP）认证，环丙沙星片生产线通过德国GMP认证，子公司上虞京新药业及浙江京新药业通过欧洲GMP认证，多个制剂品种在正在准备开始进行FDA认证。

外延方面：外延式发展呈现加速趋势，并购对象也从单一的药品品种，拓展到新药研发、医疗器械、医学服务等多个领域，从国内拓展到国外。

结论：

我们预计公司2016-2018年归母净利润分别为2.27亿元、2.86亿元、3.73亿元，增长分别为36.81%、25.89%、30.39%。暂不考虑增发摊薄，EPS分别为0.36、0.45、0.58，对应PE分别为34x、27x、21x。我们认为公司在三大品种的强势拉动下，近两三年内生高增长确定性较强。公司受益于医保目录和一致性评价，另外，公司外延式发展尤其是国际化布局连续落地，决心大、执行力强，再加上可动用现金充裕，外延预期较强，值得期待。我们看好公司长期发展，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

瑞舒伐他汀降价压力，新药研发低于预期

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				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1140	1433	2101	2458	2889	营业收入	1235	1416	1891	2283	2777
货币资金	380	433	1261	1456	1693	营业成本	660	699	955	1137	1341
应收账款	182	277	414	500	609	营业税金及附加	10	14	17	21	25
其他应收款	10	22	30	36	44	营业费用	312	363	445	539	652
预付款项	5	13	14	15	15	管理费用	135	177	189	228	292
存货	179	252	302	359	424	财务费用	-2	-7	0	0	0
其他流动资产	348	380	28	28	28	资产减值损失	1.66	2.26	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	925	1507	1449	1390	1329	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	50	58	58	58	58	投资净收益	5.17	18.23	0.00	0.00	0.00
固定资产	590	603	565	540	533	营业利润	124	186	285	358	467
无形资产	108	191	172	152	133	营业外收入	6.66	13.99	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	5	1	1	1	1	营业外支出	4.14	3.38	0.00	0.00	0.00
资产总计	2065	2940	3550	3848	4218	利润总额	127	197	285	358	467
流动负债合计	604	617	754	851	959	所得税	20	30	57	72	93
短期借款	39	52	0	0	0	净利润	107	167	228	287	374
应付账款	150	153	210	250	295	少数股东损益	0	1	1	1	1
预收款项	9	20	20	20	21	归属母公司净利润	107	166	227	286	373
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	275	421	342	418	528
非流动负债合计	62	62	56	56	56	BPS (元)	0.40	0.58	0.36	0.45	0.58
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	666	679	810	907	1015	成长能力					
少数股东权益	0	44	44	45	46	营业收入增长	26.79%	14.59%	33.57%	20.75%	21.63%
实收资本 (或股	286	320	639	639	639	营业利润增长	97.53%	49.59%	53.13%	25.80%	30.30%
资本公积	866	1528	1528	1528	1528	归属于母公司净利	66.41%	55.07%	36.81%	25.89%	30.39%
未分配利润	218	335	448	591	778	获利能力					
归属母公司股东	1399	2217	2695	2896	3157	毛利率 (%)	46.60%	50.64%	49.50%	50.20%	51.70%
负债和所有者权	2065	2940	3550	3848	4218	净利率 (%)	8.67%	11.77%	12.06%	12.56%	13.46%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
	单位: 百万元						4.77%	5.19%	5.65%	6.40%	7.43%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)					
						7.66%	7.49%	8.43%	9.88%	11.81%	
经营活动现金流	210	145	624	281	348	偿债能力					
净利润	107	167	228	287	374	资产负债率 (%)	32%	23%	23%	24%	24%
折旧摊销	153	242	0	59	61	流动比率	1.89	2.32	2.79	2.89	3.01
财务费用	-2	-7	0	0	0	速动比率	1.59	1.91	2.39	2.47	2.57
应收账款减少	0	0	-138	-86	-108	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.73	0.57	0.58	0.62	0.69
投资活动现金流	-493	-316	8	0	0	应收账款周转率	8	6	5	5	5
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.28	9.36	10.43	9.93	10.20
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	5	18	0	0	0	每股收益 (最新摊	0.40	0.58	0.36	0.45	0.58
筹资活动现金流	371	228	197	-86	-112	每股净现金流 (最新	0.31	0.18	1.30	0.31	0.37
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	4.88	6.94	4.22	4.53	4.94
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	34	33	320	0	0	P/E	30.78	21.07	34.38	27.31	20.95
资本公积增加	465	662	0	0	0	P/B	2.50	1.76	2.90	2.70	2.47
现金净增加额	89	56	828	195	236	EV/EBITDA	11.48	8.38	19.14	15.22	11.58

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

胡偌碧

医药行业分析师。2016年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。北京大学医学部分子药理学博士，和君商学院六届学子。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、精准医疗等投资机会。

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。

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。