

员工持股绑定利益，原料药提价和一致性评价增厚业绩

投资要点

- **事件：**公司公告称已于9月26日向中国证券登记结算公司提交了非公开发行的股份登记申请资料，员工持股计划和山东聚赢产业基金所认购股份完成登记并获准在深交所交易后将进一步公告。
- **员工持股提升积极性，经营管理效率有望持续改善。**根据非公开发行方案，聚赢产业基金和员工持股计划拟认购不超过2.3亿元，根据定价方案，我们测算非公开发行价格不低于发行首日前20日均价的70%，即11.1412元/股，估计最终发行价格不低于11.15元，发行A股数量不超过2107万股。员工持股计划总金额不超过3505万元，共涉及人员共492人，包括董监高12人和其他核心员工480人，覆盖了公司高管及核心骨干成员，有助于深度绑定员工和公司利益，提升工作积极性。近年来公司内部经营管理效率持续改善，推行原料比价招标、严控生产成本等措施，毛利率从2014年的37%提升至2017H1的49%。随着3年期员工持股计划落地，公司管理层和员工有更强的动力提升效率、严控成本和降低费用，盈利能力有望持续提升。
- **供给侧改革推动原料药价格上涨，有望显著增厚业绩。**国家环保监督力度加大，尤其是2017年中央环境保护督察全面启动，整个原料药行业出现明显的供给侧改革。公司原料药价格显著提升：1）原料药企业均面临巨大的环保压力，部分竞争对手一方面增加环保投入，另一方面主动减产或停产以符合环保要求推动原料药价格上涨，以公司四大主要原料药产品咖啡因、阿司匹林、安乃近、布洛芬（合计占原料药收入的比例为65%）为例，全国海关总出口的平均价格从年初开始持续上涨，截至目前分别同比提升52%、36%、9%、2%，且仍处于持续提升阶段。2）公司主要原料药的下游制剂大多数均属于低价药，随着低价药终端销售价格提升和需求增加，原料药价格也有所上涨。新华制药是全球最大的解热镇痛类原料药供应商，且过去3年陆续搬迁到环保要求更高的新厂区，环保压力小，随着竞争对手停产，产能利用率有望从原来的不到80%进一步释放，叠加原料药价格提升，享受量价提升带来的业绩增厚。假设原料药价格保持当前水平，预计四大品种在2017-2018年的平均提价幅度将分别达到15.59%和8.62%，推动公司净利润快速增长。
- **大制剂战略推动化学制剂放量，一致性评价有望提升市场空间。**公司持续推进大制剂战略，销售费率稳步提升，目前已经初见成效，2013-2016年核心品种

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	4014.96	4952.84	5827.34	6734.93
增长率	11.62%	23.36%	17.66%	15.57%
归属母公司净利润（百万元）	122.27	271.51	429.05	556.85
增长率	47.20%	122.06%	58.02%	29.79%
每股收益EPS（元）	0.26	0.57	0.90	1.16
净资产收益率ROE	6.40%	12.03%	16.13%	17.55%
PE	60	27	17	13
PB	3.55	3.01	2.55	2.14

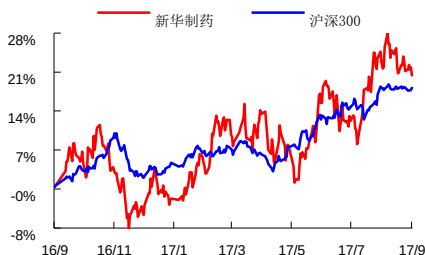
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
 执业证号：S1250513070001
 电话：021-68413530
 邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：周平
 执业证号：S1250517080004
 电话：023-67791327
 邮箱：zp@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.57
流通A股(亿股)	3.07
52周内股价区间(元)	11.85-16.45
总市值(亿元)	70.65
总资产(亿元)	49.98
每股净资产(元)	4.64

相关研究

的销量平均增速达到 29%，2017H1 销售额增速提升至 24%，制剂产品进入相对快速增长阶段。公司积极推动一致性评价战略，38 个品种已申报参比制剂备案，在国内企业中排名靠前，卡托普利片已完成 BE 备案。这些品种市场竞争激烈，平均批文数量超过 30 个，公司大部分品种的市占率都低于 1%，估计未来单个品种通过一致性评价的数量不超过 20 个，平均市占率有望提升至 5%。结合 PDB 数据库，新华制药的 26 个一致性评价参比制剂申报品种在 2016 年样本医院的销售额为 2893 万元，平均市占率为 1.89%，我们预计到 2020 年平均市占率有望提升至 5%，一致性评价将使得制剂业务增厚 12.5 亿收入，按照 20% 的净利率测算可增厚 2.5 亿净利润，相对 2019 年有望提升约 45%。

- **盈利预测与投资建议：**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.57 元、0.90 元、1.16 元，对应 PE 分别为 27 倍、17 倍、13 倍。考虑到员工持股有望提升经营管理效率，原料药提价提升短期业绩，一致性评价打开长期增长空间，我们首次覆盖，给予“买入”评级。预计公司 2018 年 4.3 亿净利润，其中制剂净利润 0.6 亿，原料药和中间体 3.7 亿，分别给予 2018 年行业平均估值 31 倍和 25 倍 PE，对应目标价为 23.25 元。
- **风险提示：**原料药增速或低于预期的风险，制剂销售或低于预期的风险，一致性评价或低于预期的风险。



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

关键假设：

根据公司调研和基本面分析，我们对 2017-2019 年公司主营业务的预测如下：

1、参照海关平均出口价格变化幅度，预计 2017-2019 年公司的布洛芬提价幅度分别为 7%、0%、0%；安乃近提价幅度分别为 5%、3%、0%；咖啡因的提价幅度分别为 27%、20%、0%；阿司匹林的提价幅度分别为 23%、12%、0%。随着原料药提价，毛利率有所提升，预计 2017-2019 年公司原料药综合毛利率分别为 33%、38%、39%；

2、预计制剂业务 2017-2019 年销量增速分别为 18%、15%、22%，成本控制和规模效应推动毛利率逐步提升，2017-2019 年毛利率分别为 29%、30%、31%。

表 1：公司业务分拆收入预测（百万元）

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	3589.8	3597.0	4015.0	4952.8	5827.3	6734.9
yoy		0%	12%	23%	18%	16%
毛利率	20%	23%	25%	30%	32%	33%
营业成本	2854.9	2760.4	3013.6	3491.2	3942.6	4506.8
原料药						
收入	1522.8	1477.9	1770.3	2248.3	2675.5	2916.2
Yoy		-3%	20%	27%	19%	9%
毛利率	18%	23%	26%	33%	38%	39%
营业成本	1244.6	1136.3	1309.2	1506.3	1658.8	1778.9
制剂（含化学制剂和药品流通）						
收入	1705.1	1658.8	1747.6	2058.4	2376.5	2888.2
Yoy		-3%	5%	18%	15%	22%
毛利率	25%	26%	27%	29%	30%	31%
营业成本	1286.8	1299.1	1280.9	1461.4	1663.5	1992.8
中间体及其他						
收入	325.9	460.4	497.1	646.2	775.4	930.5
Yoy		41%	8%	30%	20%	20%
毛利率	14%	14%	15%	19%	20%	21%
营业成本	278.9	395.0	423.5	523.4	620.3	735.1

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4014.96	4952.84	5827.34	6734.93	净利润	133.05	295.44	466.87	605.93
营业成本	3013.58	3491.20	3942.64	4506.85	折旧与摊销	255.85	220.95	234.75	248.77
营业税金及附加	50.36	62.12	73.09	84.47	财务费用	51.84	68.73	46.53	30.74
销售费用	404.32	544.81	699.28	808.19	资产减值损失	19.68	15.00	15.00	15.00
管理费用	335.87	445.76	524.46	606.14	经营营运资本变动	195.41	-384.80	-124.73	-181.30
财务费用	51.84	68.73	46.53	30.74	其他	-216.47	-31.76	-25.00	-25.00
资产减值损失	19.68	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	439.35	183.57	613.42	694.13
投资收益	7.85	10.00	10.00	10.00	资本支出	-161.01	-400.00	-400.00	-400.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-82.28	1.08	12.09	10.44
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-243.29	-398.92	-387.91	-389.56
营业利润	147.17	335.22	536.33	693.53	短期借款	380.00	80.80	-61.63	-135.83
其他非经营损益	12.80	20.00	25.00	35.00	长期借款	-278.20	400.00	0.00	0.00
利润总额	159.97	355.22	561.33	728.53	股权融资	0.00	234.98	0.00	0.00
所得税	26.92	59.78	94.47	122.61	支付股利	-9.15	-13.46	-29.90	-47.24
净利润	133.05	295.44	466.87	605.93	其他	-167.68	-553.01	-46.53	-30.74
少数股东损益	10.78	23.93	37.81	49.08	筹资活动现金流净额	-75.02	149.31	-138.06	-213.82
归属母公司股东净利润	122.27	271.51	429.05	556.85	现金流量净额	126.45	-66.05	87.45	90.76
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	561.33	495.28	582.73	673.49	成长能力				
应收和预付款项	526.14	859.68	1043.96	1246.21	销售收入增长率	11.62%	23.36%	17.66%	15.57%
存货	559.49	683.24	812.95	976.51	营业利润增长率	59.85%	127.78%	60.00%	29.31%
其他流动资产	63.63	41.49	53.31	65.28	净利润增长率	41.53%	122.06%	58.02%	29.79%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	17.31%	37.39%	30.84%	19.01%
投资性房地产	75.64	75.72	76.23	75.96	获利能力				
固定资产和在建工程	2395.42	2512.47	2615.74	2704.98	毛利率	24.94%	29.51%	32.34%	33.08%
无形资产和开发支出	283.27	345.26	407.25	469.24	三费率	19.73%	21.39%	21.80%	21.46%
其他非流动资产	257.87	266.71	264.12	263.94	净利率	3.31%	5.97%	8.01%	9.00%
资产总计	4722.79	5279.86	5856.29	6475.61	ROE	6.40%	12.03%	16.13%	17.55%
短期借款	910.00	990.80	929.17	793.33	ROA	2.82%	5.60%	7.97%	9.36%
应付和预收款项	838.36	855.94	1027.97	1191.83	ROIC	5.53%	10.26%	12.78%	14.36%
长期借款	100.00	500.00	500.00	500.00	EBITDA/销售收入	11.33%	12.62%	14.03%	14.45%
其他负债	795.12	476.28	505.35	537.96	营运能力				
负债合计	2643.48	2823.02	2962.48	3023.12	总资产周转率	0.87	0.99	1.05	1.09
股本	457.31	478.38	478.38	478.38	固定资产周转率	1.92	2.28	2.56	2.85
资本公积	513.09	727.00	727.00	727.00	应收账款周转率	12.21	12.55	11.66	10.98
留存收益	878.59	1136.64	1535.80	2045.41	存货周转率	5.29	5.46	5.17	4.95
归属母公司股东权益	1988.42	2342.03	2741.18	3250.79	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	74.53%	—	—	—
少数股东权益	90.89	114.82	152.63	201.70	资本结构				
股东权益合计	2079.31	2456.84	2893.81	3452.49	资产负债率	55.97%	53.47%	50.59%	46.68%
负债和股东权益合计	4722.79	5279.86	5856.29	6475.61	带息债务/总负债	38.21%	52.81%	48.24%	42.78%
					流动比率	0.75	1.01	1.14	1.32
					速动比率	0.51	0.68	0.77	0.88
					股利支付率	7.48%	4.96%	6.97%	8.48%
					每股指标				
					每股收益	0.26	0.57	0.90	1.16
					每股净资产	4.35	5.14	6.05	7.22
					每股经营现金	0.92	0.38	1.28	1.45
					每股股利	0.02	0.03	0.06	0.10
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	454.85	624.90	817.62	973.04					
PE	60.45	27.22	17.23	13.27					
PB	3.55	3.01	2.55	2.14					
PS	1.84	1.49	1.27	1.10					
EV/EBITDA	16.21	12.63	9.47	7.73					
股息率	0.12%	0.18%	0.40%	0.64%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn