

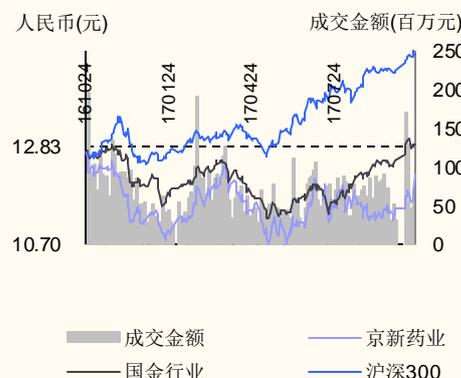
市场价格 (人民币): 12.23 元

收入增速抬升, 利润增速符合预期

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	486.45
总市值(百万元)	9,002.80
年内股价最高最低(元)	12.72/10.70
沪深 300 指数	3926.85
深证成指	11238.88



相关报告

1. 《京新药业-中报点评-巨峰业务符合预期, 医药制造业务结构改善》, 2017.8.24
2. 《京新药业深度-短期蛰伏不改趋势, 定增落地储备未来》, 2017.8.1

孙炜 联系人
weisun@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.520	0.332	0.366	0.453	0.556
每股净资产(元)	6.94	3.73	4.92	5.18	5.48
每股经营性现金流(元)	0.44	0.39	0.48	0.52	0.62
市盈率(倍)	64.57	34.14	31.59	25.50	20.78
行业优化市盈率(倍)	25.38	25.38	25.38	25.38	25.38
净利润增长率(%)	55.07%	27.64%	26.99%	23.88%	22.71%
净资产收益率(%)	7.49%	8.90%	7.41%	8.74%	10.12%
总股本(百万股)	319.59	639.18	736.12	736.12	736.12

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 京新药业 2017 年前三季度实现收入 15.46 亿, 同比增长 14.51%, 其中三季度增速 19.51%, 远超中报 11% 的增速; 归母净利润 2.49 亿, 同比增长 24.28%, 扣非归母净利润 2.22 亿, 同比增长 20.05%。

经营分析

- 三季度整体收入增速接近 20%, 考虑到原料药稳定在个位数增速和普药资源配置逐步减少, 我们认为核心制剂恢复较快增长, 与销售费用率提升相匹配。成品药 2017 年上半年实现收入 5.08 亿, 同比增长 11%, 仅完成全年目标的 40%, 一方面由于减少低毛利普药品种的资源配置导致这部分对收入形成拖累, 另一方面由于汇率波动 OEM 代工收入上半年减少近 50%。但是我们看到中报成品药毛利率从 16 年的 63.2% 提升到当前财报的 68.3%, 预计毛利增速接近 25%。三季报我们观察到销售费用单季同比增速达到 57.75%, 与此同时整体收入增速也恢复到 20%, 我们认为这主要来源于核心制剂的拉动, 尤其是新产品的推广放量。
- 销售费用率大幅提升, 与制剂产品结构调整相符: 销售费用三季度单季达到 1.77 亿, 上半年仅 2.43 亿。从中报来看, 主要增长是业务费和商务服务费, 相比去年同期增长近 30%, 与高毛利品种增速匹配。
- 管理费用率相比上半年有所下降, 截至三季报还未体现研发资本化的影响。公司上半年研发支出较大 (7,700 万, +61%), 我们也看到瑞舒、左乙的一致性评价已申报生产。公司本轮定增后, 未来研发投入将进一步加大, 财务处理上将适当进行研发资本化, 截至三季度还未开始相关处理 (无形资产未增加)。

盈利预测

- 基于公司制剂业务还处于成长期, 老品种在短期调整后有望复苏, 新品种借助招标放量, 未来一年内中枢神经板块多个在研品种有望落地, 预计 2017/2018/2019 年归母净利润为 269/333/409 百万人民币, 对应增速 26.75%/24.07%/22.74%。

投资建议

- 我们认为公司制剂业务不仅受益于一致性评价等政策，而且产品线目前拥有较好的梯队，有望恢复增长；收购医疗器械业务不及业绩承诺对公司的影响已经被消化；定增已经落地，布局研发，公司有未来成长空间。
- 目前对应 17 年估值 31.6x（增发摊薄后），维持“增持”评级。

风险提示

- 一致性评价鼓励政策落实低预期、产品放量低预期、药品审评进度低预期、收购资产整合不利、研发投入费用化加大。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,235	1,416	1,875	2,160	2,509	2,924
增长率		14.6%	32.5%	15.2%	16.1%	16.6%
主营业务成本	-660	-699	-864	-963	-1,060	-1,186
%销售收入	53.4%	49.4%	46.1%	44.6%	42.3%	40.6%
毛利	576	717	1,011	1,197	1,449	1,738
%销售收入	46.6%	50.6%	53.9%	55.4%	57.7%	59.4%
营业税金及附加	-10	-14	-27	-32	-38	-44
%销售收入	0.8%	1.0%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	-312	-363	-502	-571	-702	-861
%销售收入	25.2%	25.7%	26.8%	26.4%	28.0%	29.5%
管理费用	-135	-177	-241	-296	-329	-369
%销售收入	11.0%	12.5%	12.8%	13.7%	13.1%	12.6%
息税前利润 (EBIT)	119	163	241	298	380	464
%销售收入	9.6%	11.5%	12.9%	13.8%	15.1%	15.9%
财务费用	2	7	0	-1	2	1
%销售收入	-0.2%	-0.5%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%
资产减值损失	-2	-2	-14	-7	-14	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	18	9	24	22	20
%税前利润	4.1%	9.3%	3.4%	7.4%	5.5%	4.1%
营业利润	124	186	236	314	390	480
营业利润率	10.1%	13.1%	12.6%	14.5%	15.6%	16.4%
营业外收支	3	11	19	10	10	10
税前利润	127	197	255	324	400	490
利润率	10.3%	13.9%	13.6%	15.0%	16.0%	16.8%
所得税	-20	-30	-39	-49	-60	-73
所得税率	15.6%	15.3%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	107	167	217	275	340	416
少数股东损益	0	1	5	6	7	7
归属于母公司的净利润	107	166	212	269	333	409
净利率	8.7%	11.7%	11.3%	12.5%	13.3%	14.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	107	167	217	275	340	416
少数股东损益	0	0.5728	4.7825	6.2529	6.8782	7.2221
非现金支出	52	61	94	88	102	107
非经营收益	-2	-22	-5	-28	-25	-19
营运资金变动	52	-66	-59	19	-31	-50
经营活动现金净流	209	140	246	355	387	454
资本开支	-94	-114	-95	-78	-148	-119
投资	-398	-222	-349	-1	1	1
其他	0	20	20	24	22	20
投资活动现金净流	-493	-316	-424	-55	-125	-98
股权募资	499	279	0	1,091	0	0
债权募资	-97	7	142	-165	123	-11
其他	-31	-54	-50	-117	-155	-196
筹资活动现金净流	371	232	92	809	-31	-207
现金净流量	88	55	-86	1,108	230	150

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	380	433	262	320	550	700
应收款项	218	348	398	448	507	591
存货	179	252	254	272	293	322
其他流动资产	362	401	650	1,704	1,704	1,705
流动资产	1,140	1,433	1,563	2,743	3,055	3,318
%总资产	55.2%	48.8%	47.5%	61.3%	63.1%	64.8%
长期投资	181	188	394	396	395	394
固定资产	614	664	705	732	771	741
%总资产	29.7%	22.6%	21.4%	16.4%	15.9%	14.5%
无形资产	118	637	600	573	590	642
非流动资产	925	1,507	1,728	1,729	1,784	1,806
%总资产	44.8%	51.2%	52.5%	38.7%	36.9%	35.2%
资产总计	2,065	2,940	3,291	4,473	4,839	5,123
短期借款	39	52	200	38	162	150
应付款项	534	500	527	604	647	702
其他流动负债	31	65	72	84	91	100
流动负债	604	617	798	727	900	951
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	62	62	66	64	64	64
负债	666	679	864	791	964	1,016
普通股股东权益	1,399	2,217	2,381	3,630	3,816	4,041
少数股东权益	0	44	45	52	59	66
负债股东权益合计	2,065	2,940	3,291	4,473	4,839	5,123

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.374	0.520	0.332	0.366	0.453	0.556
每股净资产	4.882	6.937	3.725	4.924	5.176	5.481
每股经营现金净流	0.730	0.437	0.385	0.482	0.525	0.616
每股股利	0.150	0.150	0.100	0.150	0.200	0.250
回报率						
净资产收益率	7.66%	7.49%	8.90%	7.41%	8.74%	10.12%
总资产收益率	5.19%	5.65%	6.44%	6.02%	6.89%	7.99%
投入资本收益率	6.97%	5.95%	7.79%	6.80%	8.00%	9.27%
增长率						
主营业务收入增长率	26.79%	14.59%	32.48%	15.18%	16.14%	16.56%
EBIT增长率	62.03%	36.71%	48.36%	23.43%	27.62%	22.18%
净利润增长率	66.41%	55.07%	27.64%	26.99%	23.88%	22.71%
总资产增长率	55.87%	42.39%	11.93%	35.92%	8.20%	5.87%
资产管理能力						
应收账款周转天数	48.5	59.1	56.8	57.0	56.0	56.0
存货周转天数	95.4	112.5	106.8	103.0	101.0	99.0
应付账款周转天数	82.6	79.0	69.4	70.0	68.0	66.0
固定资产周转天数	174.2	155.6	119.5	99.8	91.6	77.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-24.38%	-16.84%	-2.54%	-7.65%	-10.03%	-13.38%
EBIT利息保障倍数	-62.1	-21.8	11,600.9	356.8	-167.6	-326.3
资产负债率	32.26%	23.11%	26.26%	17.67%	19.93%	19.84%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	7	9	9
增持	0	0	6	6	6
中性	0	0	1	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.57	1.59	1.59

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

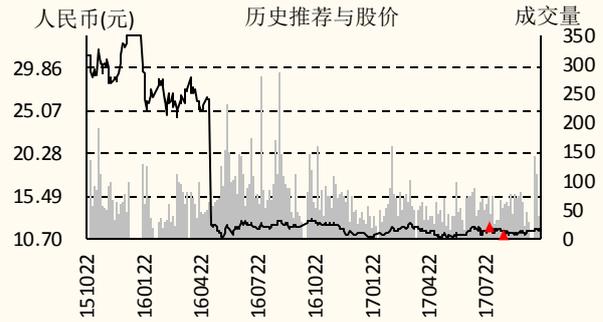
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-08-01	增持	11.86	11.40~13.60
2	2017-08-24	增持	11.55	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH