

原料药持续提价, 低价药中标价大幅度提升

投资要点

- **事件:** 公司发布2017年三季报, 实现收入34.5亿(+16%)、归母净利润1.7亿(+95%)、扣非后归母净利润1.2亿(+54%); 2017Q3实现收入10.5亿(+7%)、归母净利润6690万(+54%)、扣非后归母净利润3353万(-1%)。
- **原料药持续提价, 销量略有控制。** 从Q3业绩来看, 考虑到原料药是公司最主要的利润贡献来源, 且原料药仍在持续提价, 估计Q3原料药的销量有所控制, 导致Q3整体收入和利润增速低于Q1和Q2。考虑到Q4下游制剂企业的备货需求, 预计销量和业绩均会有明显回升。且四季度正是签订2018年原料药销售订单的主要时点, 持续上涨的价格为明年业绩增长奠定了良好的基础。
- **供给侧改革推动原料药价格上涨, 显著增厚业绩。** 上游化工原材料价格提升+中游原料药产能收缩+下游低价药提价且需求增加, 推动原料药价格显著提升。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, 截止2017年8月份, 全国海关总出口的平均价格分别同比提升52%、36%、9%、2%, 仍处于持续提升阶段。我们测算新华制药原料药在2017-2018年的平均提价幅度将分别达到15.59%和8.62%, 预计将会给公司净利润带来明显增厚。
- **化学制剂一致性评价有望提升业绩和估值水平。** 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, 2016年在PDB样本医院的平均市占率为1.89%。我们预计一致性评价品种的平均市占率有望从2016年的1.89%提升至2020年的5%, 从而显著增厚制剂业务的收入和利润弹性。考虑到通过一致性评价的品种市场竞争格局更好且净利率也有望提升, 相应的估值水平也有望提升。
- **低价药提价幅度达1-3倍, 有望增厚制剂利润。** 公司有较多产品均属于低价药, 随着国家低价药政策落实, 价格明显提升。如吡哌酸片(0.25g)每片平均中标价从0.15元提升至0.45元(2016年收入估计3000万, 提价幅度200%, 目前仅9个省份低价药提价)、阿司匹林肠溶缓释片(0.05g)的每片平均中标价从0.45元提升至0.88元以上(2016年收入估计2000万, 提价幅度100%, 目前仅10个省份低价药提价)、格列美脲片的每片平均中标价从0.5元提升至1.0元(2016年收入估计2000万, 提价幅度100%, 目前仅4个省份低价药提价)、尼莫地平片的每片平均中标价从0.1元提升至0.2元(2016年收入估计1000万, 提价幅度100%, 目前仅7个省份低价药提价)、布洛芬片(0.1g)的每片平均中标价从0.05元提升至0.2元(提价幅度300%, 目前仅2个省份低价药提价)。我们估计公司未来在更多省份的中标价可能继续提升, 从而增厚制剂业务利润。
- **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, PE分别为32倍、20倍、15倍, 维持“买入”评级, 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。

| 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 | 271.50 | 429.04 | 556.84 |
| 增长率 | 47.20% | 122.05% | 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 | 70 | 32 | 20 | 15 |
| PB | 4.14 | 3.51 | 2.98 | 2.49 |

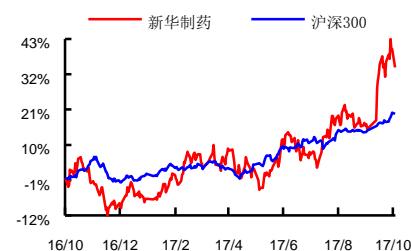
数据来源: Wind, 西南证券

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) | 4.78 |
| 流通A股(亿股) | 3.07 |
| 52周内股价区间(元) | 11.85-19.19 |
| 总市值(亿元) | 86.10 |
| 总资产(亿元) | 51.69 |
| 每股净资产(元) | 4.82 |

相关研究

1. 新华制药(000756): 三季报预告符合预期, 业绩维持快速增长 (2017-10-12)
2. 新华制药(000756): 原料药提价增厚业绩, 制剂一致性评价提估值 (2017-10-10)
3. 新华制药(000756): 员工持股绑定利益, 原料药提价和一致性评价增厚业绩 (2017-10-09)

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 4014.96 | 4952.84 | 5827.34 | 6734.93 | 净利润 | 133.05 | 295.43 | 466.85 | 605.91 |
| 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 | 68.74 | 46.55 | 30.76 |
| 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 | 68.74 | 46.55 | 30.76 | 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 | 613.43 | 694.14 |
| 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 | 335.21 | 536.31 | 693.51 | 短期借款 | 380.00 | 81.19 | -61.61 | -135.82 |
| 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 | 355.21 | 561.31 | 728.51 | 股权融资 | 0.00 | 234.60 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 26.92 | 59.78 | 94.46 | 122.60 | 支付股利 | -9.15 | -13.46 | -29.90 | -47.24 |
| 净利润 | 133.05 | 295.43 | 466.85 | 605.91 | 其他 | -167.68 | -553.02 | -46.55 | -30.76 |
| 少数股东损益 | 10.78 | 23.93 | 37.81 | 49.07 | 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 | 271.50 | 429.04 | 556.84 | 现金流量净额 | 126.45 | -66.05 | 87.45 | 90.76 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 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% | 59.99% | 29.31% |
| 其他流动资产 | 63.63 | 41.49 | 53.31 | 65.28 | 净利润增长率 | 41.53% | 122.05% | 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% | 5.96% | 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 | 991.19 | 929.57 | 793.75 | 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 | 2823.41 | 2962.88 | 3023.54 | 总资产周转率 | 0.87 | 0.99 | 1.05 | 1.09 |
| 股本 | 457.31 | 478.35 | 478.35 | 478.35 | 固定资产周转率 | 1.92 | 2.28 | 2.56 | 2.85 |
| 资本公积 | 513.09 | 726.65 | 726.65 | 726.65 | 应收账款周转率 | 12.21 | 12.55 | 11.66 | 10.98 |
| 留存收益 | 878.59 | 1136.63 | 1535.78 | 2045.37 | 存货周转率 | 5.29 | 5.46 | 5.17 | 4.95 |
| 归属母公司股东权益 | 1988.42 | 2341.64 | 2740.78 | 3250.38 | 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 | 2456.45 | 2893.41 | 3452.08 | 资产负债率 | 55.97% | 53.48% | 50.59% | 46.69% |
| 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% | 52.82% | 48.25% | 42.79% |
| | | | | | 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% |
| 业绩和估值指标 | | | | | 每股指标 | | | | |
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | | | | |
| EBITDA | 454.85 | 624.90 | 817.62 | 973.04 | 每股收益 | 0.26 | 0.57 | 0.90 | 1.16 |
| PE | 70.42 | 31.71 | 20.07 | 15.46 | 每股净资产 | 4.35 | 5.14 | 6.05 | 7.22 |
| PB | 4.14 | 3.51 | 2.98 | 2.49 | 每股经营现金 | 0.92 | 0.38 | 1.28 | 1.45 |
| PS | 2.14 | 1.74 | 1.48 | 1.28 | 每股股利 | 0.02 | 0.03 | 0.06 | 0.10 |
| EV/EBITDA | 18.78 | 14.58 | 10.96 | 8.98 | | | | | |
| 股息率 | 0.11% | 0.16% | 0.35% | 0.55% | | | | | |

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 |
| | 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 |