

评级：增持 维持评级

公司点评

市场价格(人民币)：10.75元

## 收入增速超预期，利润拐点可期

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)	510.59
总市值(百万元)	7,913.34
年内股价最高最低(元)	13.54/9.44
沪深 300 指数	4058.98
深证成指	10807.54



## 相关报告

- 《三季报点评-收入增速抬升，利润增速符合预期》，2017.10.23
- 《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
- 《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

## 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	29.40	23.73	19.34
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

- 公司 2017 实现收入 22.45 亿，增速 19.73%，相比前三季度、中报的 11.94%、14.51%，加速趋势明显；实现归母净利润 2.65 亿，同比增长 25.27%，高于前三季度的 24.28%。

## 经营分析

- 收入端成品药有高开因素，考虑到原料药相对稳定，我们预计巨峰收入增速超预期。
  - 1) 成品药增速 23.5%，远高于中报的 11.0%，我们预计核心品种增速符合预期同时叠加高开因素，此外 OEM 代工业务预计恢复。
  - 2) 假设原料药业务增速低于 10%，于此推算巨峰收入增速近 30%，超预期。
- 利润端符合预期，未来有望超预期，基于对公司未来成长的信心，公司也推出了大额的回购计划用于员工激励。

## 盈利预测

- 公司制剂业务还处于成长期，老品种通过一致性评价在短期调整后增速有望回升，新品种借助招标放量。未来中枢神经板块多个在研品种有望落地。
- 由于年报具体财务数据尚未披露，暂时维持盈利预测 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 18 年估值 23.7x (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。

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

**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
<b>主营业务收入</b>	<b>1,235</b>	<b>1,416</b>	<b>1,875</b>	<b>2,160</b>	<b>2,509</b>	<b>2,924</b>
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
<b>%销售收入</b>	<b>53.4%</b>	<b>49.4%</b>	<b>46.1%</b>	<b>44.6%</b>	<b>42.3%</b>	<b>40.6%</b>
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%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>119</b>	<b>163</b>	<b>241</b>	<b>298</b>	<b>380</b>	<b>464</b>
%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%
<b>营业利润</b>	<b>124</b>	<b>186</b>	<b>236</b>	<b>314</b>	<b>390</b>	<b>480</b>
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
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>107</b>	<b>166</b>	<b>212</b>	<b>269</b>	<b>333</b>	<b>409</b>
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
<b>经营活动现金净流</b>	<b>209</b>	<b>140</b>	<b>246</b>	<b>355</b>	<b>387</b>	<b>454</b>
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-493</b>	<b>-316</b>	<b>-424</b>	<b>-55</b>	<b>-125</b>	<b>-98</b>
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
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>371</b>	<b>232</b>	<b>92</b>	<b>809</b>	<b>-31</b>	<b>-207</b>
<b>现金净流量</b>	<b>88</b>	<b>55</b>	<b>-86</b>	<b>1,108</b>	<b>230</b>	<b>150</b>

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%
<b>资产总计</b>	<b>2,065</b>	<b>2,940</b>	<b>3,291</b>	<b>4,473</b>	<b>4,839</b>	<b>5,123</b>
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
<b>负债</b>	<b>666</b>	<b>679</b>	<b>864</b>	<b>791</b>	<b>964</b>	<b>1,016</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,399</b>	<b>2,217</b>	<b>2,381</b>	<b>3,630</b>	<b>3,816</b>	<b>4,041</b>
少数股东权益	0	44	45	52	59	66
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,065</b>	<b>2,940</b>	<b>3,291</b>	<b>4,473</b>	<b>4,839</b>	<b>5,123</b>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
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
<b>回报率</b>						
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%
<b>增长率</b>						
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%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
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	0	2	4	7	19
增持	0	2	5	7	16
中性	0	1	1	1	4
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.80	1.70	1.60	1.62

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。

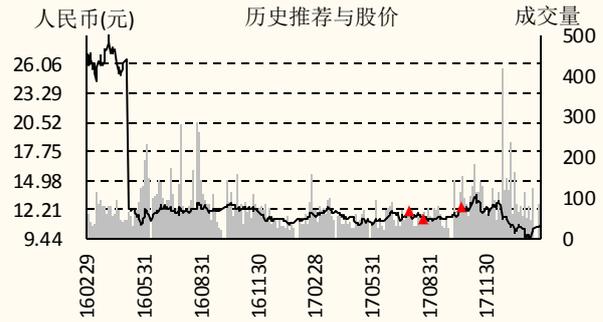
最终评分与平均投资建议对照：

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
3	2017-10-23	增持	12.23	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