



2009 年 11 月 19 日 星期四

新华制药 (000756.SZ)

谨慎推荐 (维持)

所属行业: 医药行业
行业评级: 推荐 (上调)

股价数据

12 个月区间 (元)	3.41-8.99
最新收盘价 (元)	8.99

股本结构

总市值 (亿元)	37.17
流通 A 股市值 (亿元)	9.72
总股本 (亿股)	4.57
流通 A 股 (亿股)	3.07

股价表现图



齐鲁证券有限公司
 研究所
 行业公司部

分析师

吕国启
 许均华

Tel: (8621) 58306455
 Email: lugq@qlzq.com.cn

联系人: 胡德军

Tel: (86531) 81776395
 Email: hudj@qlzq.com.cn

成本下降促进公司总体利润增长

——新华制药 (000756) 深度研究报告

投资要点:

- ◇ **公司解热镇痛类药物龙头。**公司是中国及亚洲地区最大的解热镇痛类药物生产与出口基地,也是国内抗感染类、心脑血管类、中枢神经类等多类药物的重要生产企业。
- ◇ **09 前三季利润显著。**09 前三季度公司实现营业利润 8851 万元,同比增长 236.64%,实现净利润 6546 万元,同比增长 117.78%,实现每股收益 0.138 元。报告期内公允价值变动贡献利润 759 万元,去年同期为-2282 万元,投资收益为 669 万元,去年同期为 161 万元,扣除该部分后利润实际增长 56.28%,其中 30%归功于目前公司医药商业的增长,实体经济基本和去年持平。
- ◇ **受益化工原料价格低位,毛利率有望维持。**石油价格目前维持在 80 美元/桶,甲醇价格和醋酸价格也有望继续保持低位,尽管部分产品价格下降,但公司毛利率水平仍然有望维持高位。
- ◇ **主营产品价格平稳。**从长期来看,安乃近已经逐步进入行业周期的衰退阶段,市场容量的缩小将是大势所趋;随着国外经济环境好转,咖啡因的主要需求终端饮料行业有望放大,价格有望缓慢回升;阿司匹林市场价格近期平稳,但随着目前石油价格的回升、基本能源、环保治理、人工费用等各项开支都在不断上涨,产品毛利率回落可能性较大。
- ◇ **制剂业务有望借力“医改”。**随着医改的来临,国内市场必定扩容,公司作为解热镇痛类药物的龙头企业,有望借此扩大市场份额,实现快速增长。
- ◇ **估值及投资建议:**根据估值方法,我们认为公司合理的股价区间为 8.48-10.17 元,给予公司谨慎推荐评级。

财务数据与盈利预测

单位: 百万元

财务数据摘要	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1886.98	2096.96	2302.47	2548.37	2938.27
主营业务收入增长率	9.52%	11.13%	9.80%	10.68%	15.30%
归属母公司净利润	32.72	33.97	90.60	102.24	109.70
归母净利润增长率	38.85%	3.80%	166.74%	12.85%	7.29%
每股收益 (元)	0.072	0.074	0.198	0.224	0.240
P/E	125.64	121.04	45.38	40.21	37.48
P/B	2.47	2.83	2.73	2.62	2.52
净资产收益率	1.96%	2.34%	6.01%	6.52%	6.71%

重要声明: 本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但我公司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,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,可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,我公司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,我公司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投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



正文目录

一、公司介绍	- 4 -
1.1 公司基本情况	- 4 -
1.2 公司股权结构	- 4 -
1.3 公司产品构成	- 5 -
二、行业分析	- 7 -
2.1 产业景气与出口关系紧密	- 7 -
2.2 上游产业分析：石油产业关系化学原料药成本	- 8 -
2.3 需求面分析：制剂药品收益基本药物目录，低端市场有望放大	- 10 -
三、公司业务分析	- 11 -
3.1 公司收入构成	- 11 -
3.2 公司以原料药出口为主，是解热镇痛药龙头	- 13 -
3.3 安乃近价格有望维持高位，但市场将逐渐萎缩	- 14 -
3.4 咖啡因量价齐降，年底有望缓慢恢复	- 15 -
3.5 阿司匹林出口压力巨大	- 16 -
3.6 制剂份额比例不断提高	- 18 -
四、公司未来发展情况分析	- 19 -
4.1 开拓市场，调整产业结构，发展医药商业和制剂产业	- 19 -
4.2 狠抓技术进步，降低产品成本	- 20 -
五、公司估值及投资建议	- 20 -
5.1 FCFE估值	- 20 -
5.2 相对估值	- 21 -
5.3 投资建议	- 22 -
六、风险提示	- 22 -



图 目 录

图 1: 股本构成	- 4 -
图 2: 2004-2009 年化学原料药主营业务累计收入变化	- 7 -
图 3: 2007-2009 年化学原料药利润总额累计变化	- 8 -
图 4: 2008 年国内医药行业出口额占比	- 8 -
图 5: 2005-2009 年石油价格走势	- 9 -
图 6: 2006-2009 年国内醋酐走势	- 9 -
图 7: 2009 年近期甲醇价格变化趋势	- 10 -
图 8 : 公司按产品类别的收入构成	- 11 -
图 9: 公司按地区划分的收入构成	- 11 -
图 10: 历年产品构成占收入比例变化情况	- 12 -
图 11: 历年产品毛利率变化趋势	- 12 -
图 12: 08 和 09 上半年毛利率变化	- 12 -
图 13: 2001-2009 年药品单月出口量及金额变化	- 13 -
图 14: 公司历年原料药产品占年销售总额比例变化	- 13 -
图 15: 2004-2008 年化学原料药产品市场占有率变化	- 14 -
图 16: 2007-2009 年安乃近价格变化	- 14 -
图 17: 2003-2009 年安乃近出口量和出口价格变化	- 15 -
图 18: 2003-2009 年咖啡因单月出口量和单月出口价格变化	- 16 -
图 19 : 2007-2009 年咖啡因价格变化	- 16 -
图 20: 2003-2009 年阿司匹林单月出口量和单月出口价格变化	- 17 -
图 21: 2007-2009 年阿司匹林价格变化	- 18 -
图 22: 2004-2009 年制剂分类产品占销售总额比例变化	- 18 -
图 23: 2008 年新华制药临床用药销售品种格局	- 19 -
图 24: 2004-2009 年制剂分类产品市场占有率变化	- 19 -

表 目 录

表 1: 截止至 2008 年 12 月 31 日持有新华制药股份前十名股东情况	- 5 -
表 2: 主要产品介绍	- 5 -
表 3: 公司 FCFF 估值测算	- 21 -
表 4: 同类上市公司相对估值法比较	- 21 -
附表 1: 公司财务分析及预测 (单位: 百万元)	- 23 -
附表 2: 公司财务分析和估值指标汇总	- 24 -



一、公司介绍

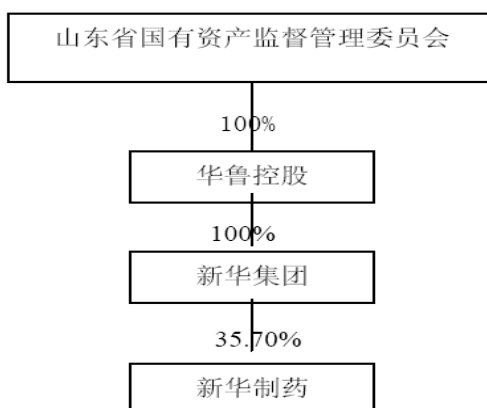
1.1 公司基本情况

公司是国内主要骨干企业之一、国家高新技术企业，拥有国家级技术开发中心，是首批国家一级企业，“新华牌”商标被认定为“中国驰名商标”。公司主要从事化学合成原料药、医药制剂、化工原料、医药中间体、化工防腐设备、制药机械等六大类产品的研发、制造及销售，进行自营进出口贸易，是中国及亚洲地区最大的解热镇痛类药物生产与出口基地，也是国内抗感染类、心脑血管类、中枢神经类等多类药物的重要生产企业。拥有乙氧苯柳胺、马蔺子素、吡哌酸、巴比妥、斯梯黑克等多个国内独家品种，“两氨”、咖啡因、阿司匹林、布洛芬、TMP、吡哌酸等主导品种国内市场占有率均居第一位。

1.2 公司股权结构

公司控股股东为山东新华医药集团有限责任公司（“新华集团”），新华集团成立于1995年6月15日，为国有独资公司，注册资本为人民币29,850万元，法人代表为郭琴，其经营范围为：投资于建筑工程设计、房地产开发、餐饮；包装装潢、化工机械设备、仪器、仪表的制造、销售；化工产品（除化学危险品）销售；经营进出口业务（资质证范围内经营）。新华集团的控股股东为华鲁控股有限公司（“华鲁控股”），成立于2005年1月28日，注册资本人民币8亿元，为国有独资公司，法人代表为李同道，经营范围为：对化肥、石化产业投资，其他非国家（或地方）禁止性行业的产业投资，资产管理。

图 1：股本构成



数据来源：公司资料，齐鲁证券研究所


表 1: 截止至 2008 年 12 月 31 日持有新华制药股份前十名股东情况

序号	前十大股东名称	持股数	股份性质	比例 %
1	山东新华医药集团有限责任公司	163,258,735	限售A股	35.7
2	香港中央结算(代理人)有限公司	148,729,998	流通H股	32.52
3	青岛豪威投资发展有限公司	15,000,000	限售A股	3.28
4	淄博高新技术风险投资股份有限公司	7,632,600	限售A股	1.67
5	葫芦岛八家子矿业有限责任公司	1,550,000	限售A股	0.34
6	韦小华	1,464,373	流通A股	0.32
7	陈正旭	636,301	流通A股	0.14
8	山东大成农药股份有限公司	500,000	流通A股	0.11
9	楼钱坤	496,800	流通A股	0.11
10	刘世大	458,900	流通A股	0.10

数据来源: 公司资料, 齐鲁证券研究所

1.3 公司产品构成

公司产品构成分为三大块, 分别为化学原料药、制剂药品以及化工产品, 化学原料药是公司的重中之重, 占公司收入的 50% 以上, 产品众多, 包括解热镇痛药、中枢神经系统用药、呼吸系统用药等。其中解热镇痛药类原料药方面的优势十分明显, 该大类中的绝大多数品种, 包括安乃近、咖啡因、氨基比林、阿斯匹林、布洛芬等产销量全部位居国内第 1, 已经成为了亚洲地区最大的解热镇痛类药物生产与出口企业。此外, 公司还拥有乙氧苯柳胺、马蔺子素、吡哌酸、巴比妥等多个国内独家品种。目前医药商业流通领域也正逐步建立起来, 比例逐年提高, 09 上半年达到 26.27%, 成为公司收入的一个重要组成部分。

表 2: 主要产品介绍

产品构成	分类	细分产品名称
化学原料药	解热镇痛药	安乃近系列、氨基比林、阿斯匹林系列、布洛芬、安替比林、美洛昔康、盐酸曲马多
	中枢神经系统用药	咖啡因系列、巴比妥、盐酸纳络酮、异戊巴比妥
	呼吸系统用药	茶碱、氨茶碱
	激素类	氢化可的松
	磺胺类	甲氧苄啶
	抗感染药	吡哌酸、克拉霉素、克林霉素磷酸酯
	化工原料	米安尔



制剂产品	消毒及外科用药	水杨酸
	心血管用药	尼莫地平, 尼索地平
	抗寄生虫药	三苯双脒、葡萄糖酸锑钠
	消化系统用药	聚卡波菲钙
	非甾体抗炎抗过敏药	乙氧苯柳胺
	抗癌放疗增敏剂	马蔺子素
	抗感染药	头孢氨苄系列、磺胺嘧啶钠注射液、诺氟沙星胶囊、利巴韦林片、克拉霉素等
	抗肿瘤药	马蔺子素胶囊
	麻醉药、麻醉辅助药	盐酸麻黄碱注射液
	解热、镇痛、抗炎、抗痛风药	阿司匹林系列、安乃近片、布洛芬片、氨基比林系列等
	治疗神经系统疾病的药物	胞磷胆碱钠注射液、果糖二磷酸钠注射液、吡拉西坦注射液、异戊巴比妥片、氯酯酸片、氯酯酸注射液
	心血管系统药物	盐酸多巴酚丁胺注射液、肌苷注射液系列、尼莫地平系列、藻酸双酯钠片、盐酸奈福泮注射液、甘露醇烟酸酯片、卡托普利片等
	呼吸系统药物	复方甘草片、氨茶碱片、氨茶碱注射液、复方茶碱麻黄碱片、茶碱缓释片、茶碱麻黄碱片、麻黄碱苯海拉明片等
	消化系统药物	碳酸氢钠片、法莫替丁氯化钠注射液、颠茄磺苄啉片、复方二氯醋酸二异丙胺片、甲氧氯普胺片、硫酸阿托品注射液
	泌尿系统药物	苦参素注射液、苦参素氯化钠注射液、酚磺乙胺注射液
	激素类及影响内分泌的药物	格列美脲片、地塞米松磷酸钠注射液、醋酸地塞米松片、氢化可的松注射液、醋酸泼尼松片、普鲁卡因肾上腺素注射液
	抗变态反应药	盐酸苯海拉明片、盐酸苯海拉明注射液
	维生素、肠内、肠外营养药及矿物质类	维生素 B1 系列, 维生素 C 系列, 葡萄糖酸钙系列、
	其他新华牌制剂	门冬氨酸钾镁注射液、乙酰胺注射液、乙氧苯柳胺软膏、葡萄糖酸锑钠注射等
化工产品	除草剂	草甘膦、百草枯、氟草津、烟嘧磺隆、果尔、氟乐灵、乙草胺、丁草胺、异丙甲草胺、莠去津
	杀虫剂、杀菌剂和中间体	敌敌畏、甲氰菊酯、百菌清、三乙磷酸铝、双甘膦、间苯二甲腈

数据来源：公司资料，齐鲁证券研究所



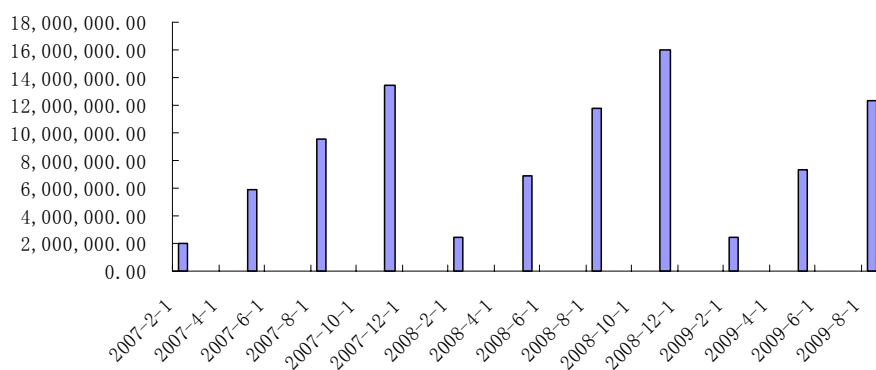
二、行业分析

09 上半年，医药行业整体保持了两位数的增长，各子行业均处于产销两旺的态势。在原料药方面，由于去年同期基数过大和部分大宗医药品出口疲软拖累，09 年初化学原料药行业收入和利润总额增速下降较为明显。受部分产品价格大幅下降和原材料价格上涨等因素影响，原料药市场虽然近期收入增速企稳，但利润增速仍落后于收入增速。

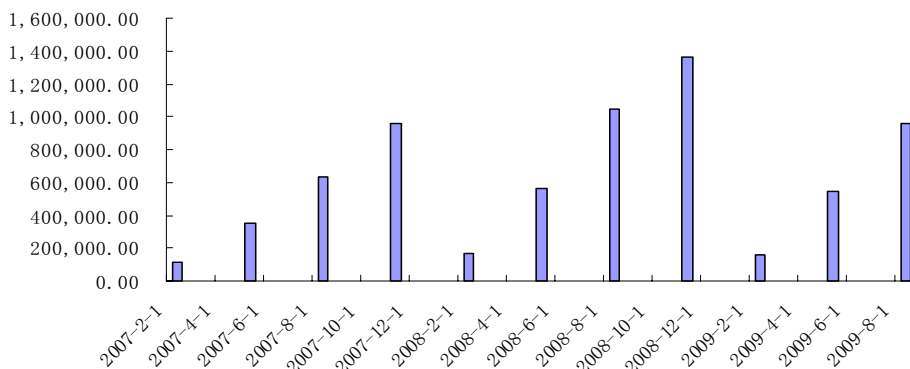
2.1 产业景气与出口关系紧密

化学原料药是我国医药出口主营业务收入的主要部分，从国际市场来看，我国原料药占据主导地位，但在价格方面缺少话语权，产品价格的上涨主要由短期供求关系变化引起；国外价格上涨主要源于化工中间体价格上涨以及国际产能变化，随着国内自身环保成本上升以及人民币升值促使企业存在价格恢复性更涨的动力。因此随着国际经济的缓慢恢复，出口的增加原料药行业将进入景气上升期。从数据分析来看，前三季度化学原料药营业收入同比增长速度放缓，分别为 7.17%、8.30%和 8.51%，分别实现累计同比营业收入为 243.24、728.80 以及 1232.04 亿元，与 08 年同期相比只是小幅上升。利润总额同比在二、三季度有所下滑，前三季度分别为 6.85%、-4.13%和-5.32%。

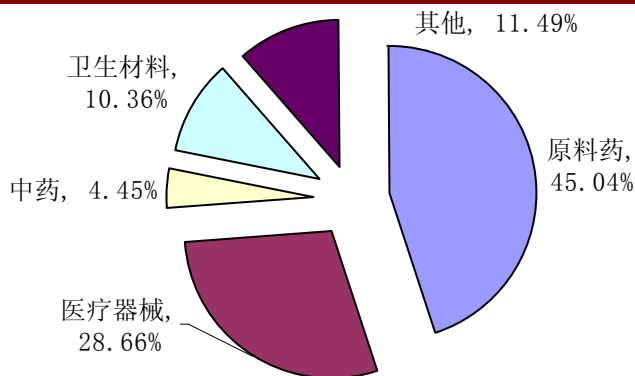
图 2：2004-2009 年化学原料药主营业务累计收入变化



数据来源：wind 资讯，齐鲁证券研究所


图 3：2007-2009 年化学原料药利润总额累计变化


数据来源：wind 资讯，齐鲁证券研究所

图 4：2008 年国内医药行业出口额占比


数据来源：wind 资讯，齐鲁证券研究所

2.2 上游产业分析：石油产业关系化学原料药成本

10月21日，纽约原油期货的收盘价一年来首次突破每桶81美元。时隔两年，布伦特原油价格重新站上80美元/桶，突破60-70美元/桶的煤化工比较优势临界点。此外，石油输出国组织发出了12月份可能增产的早期信号。欧佩克秘书长称，如果石油库存恢复到正常水平，并且全球经济真正实现增长。

目前原油平均价格平缓上行，同时波动率正在加大，表明影响原油价格的不确定性因素依旧较多，市场行为表明近期原油价格可能继续在70-80美元之间震荡。



图 5: 2005-2009 年石油价格走势



数据来源: 化工在线, 齐鲁证券研究所

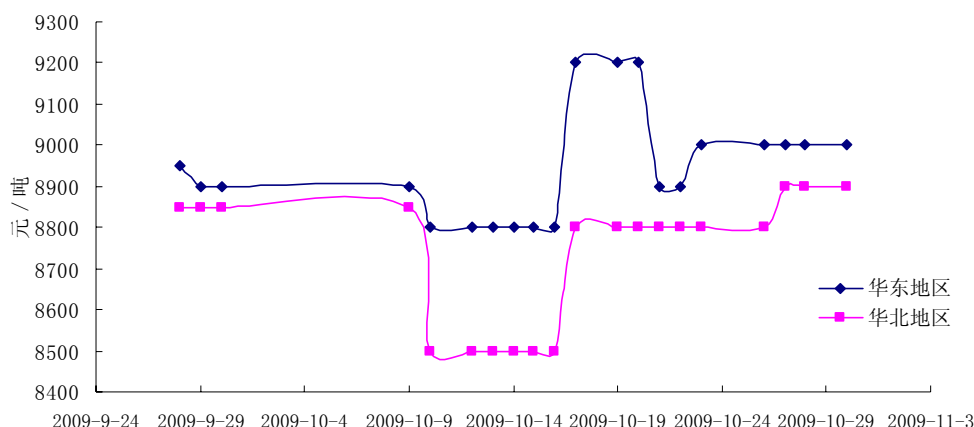
由于油价短期上涨, 醋酸市场心态乐观, 下游需求有所上升。目前, 华东地区 2700-2800 元/吨, 华南地区 2800-2900 元/吨, 华北地区 2700-2750 元/吨。后市看, 在油价带动下, 醋酸价格有望继续上涨。

图 6: 2006-2009 年国内醋酐走势图



数据来源: 中宇资讯, 齐鲁证券研究所

目前国内甲醇市场平稳, 略有下降。从整体态势看, 市场中观望气氛浓重, 山东等部分地区由于部分企业装置停产, 价格短期会有所上涨。下游企业仍以按需购买为主。后市看, 甲醇市场仍将以平稳为主。从近期价格来看华东地区在经历短暂上涨后又归为平稳, 价格稳定, 长期仍受石油价格影响。


图 7：2009 年近期甲醇价格变化趋势图


数据来源：隆众石化商务网，，齐鲁证券研究所

综合分析，目前石油化工业仍处于低位徘徊阶段，价格近期仍能保持对化学原料药的利好态势，成本的下降可以保证原料药行业利润额的相对高位和较高增速，但同时行业受到价格下降等因素影响，长期将对产业构成利益影响，因此还有待观察出口市场的回暖和供求关系的变化。

2.3 需求面分析：制剂药品收益基本药物目录，低端市场有望放大

2009年最重大的事件就是国家发布了国家基本药物目录，包括基层医疗卫生机构配备使用和其他医疗机构配备使用两部分，先期公布的《国家基本药物目录》包括化药、中成药307个药品品种。《国家基本药物目录（其他部分）》是目录基层部分的扩展，将配合公立医院改革试点尽快制定出台。

最新的价格管理办法文件显示：药品价格制定分为统一定价和单独定价两种形式。而单独定价药品主要针对中药独家品种和化学药的专利药、原研药以及首仿药。为配合国家基本药物制度的实施，国家发展改革委发出通知，公布了国家基本药物的零售指导价格，共涉及2349个具体剂型规格品。调整后的价格从10月22日起执行。与现行规定价格比，有45%的药品降价，平均降幅12%左右；有49%的药品价格未做调整；有6%的短缺药品价格有所提高。而对于基本药物，发改委表示将实行全国统一定价，不区别单独定价。

基本药物目录的实施将从使基层医疗单位全面配备和使用基本基本药物，结果将是基本药物使用品种明显增多，用药金额明显上升，同时受用药品种限制，非基本药物部分品种将逐步退出基层市场，随着药品价格下调，总体用药金额短期内会呈现下降趋势，但随着市场扩大和就诊人数的增加，长期仍是处于利好。



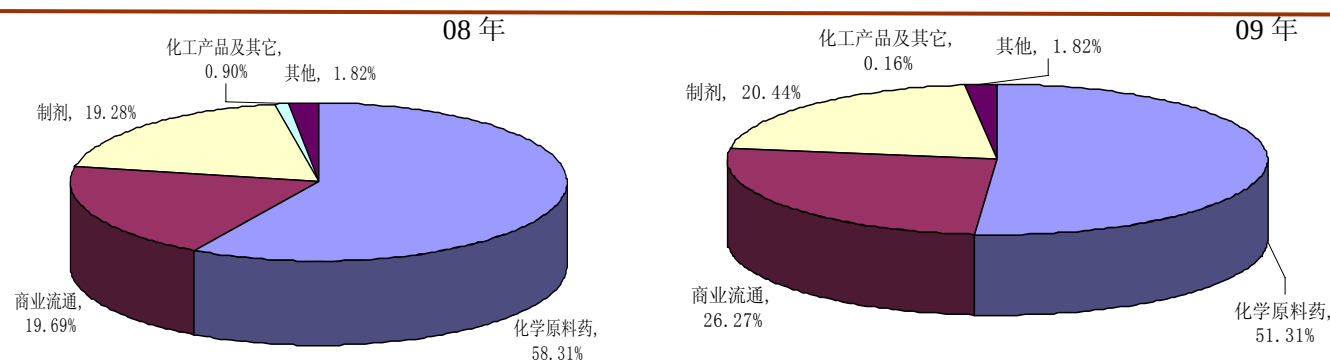
三、公司业务分析

3.1 公司收入构成

公司以化学原料药为主营业务，09 上半年占总业务收入的 51.83%，占利润总额的 50%以上；与 08 年相比整体比例有所下降，一方面受国外市场需求萎缩影响，出口萎缩；另一方面为公司其他业务也正在不断调整，销售收入逐年增加，使公司收入构成趋于合理。

制剂销售业务占主营业务收入的 20.44%，相比 08 年增长 1.16 个百分点，比重有所扩大，历年数据也表明制剂销售收入比例正逐年增加，随着国家基本药物目录的出台，公司有意将制剂板块的销售收入比例提高到总收入的 50%，提高公司整体毛利率水平。

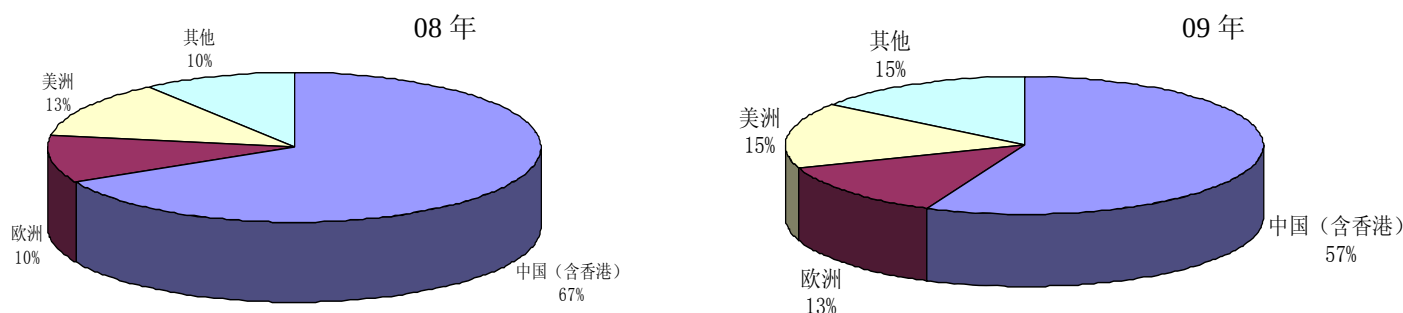
图 8：公司按产品类别的收入构成



数据来源：公司资料，齐鲁证券研究所

公司产品销售地区除国内外，还包括美洲、欧洲等地区，其中原料药出口占公司出口业务的主要部分，占总业务收入的 40%以上。

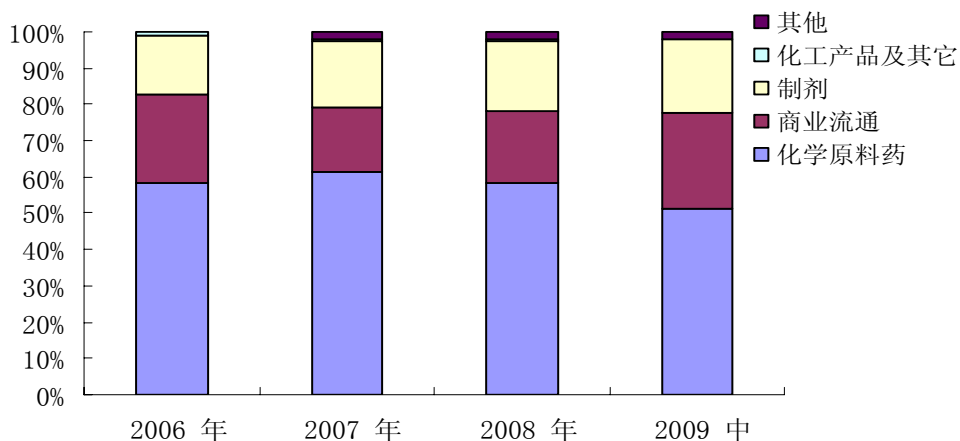
图 9：公司按地区划分的收入构成



数据来源：公司资料，齐鲁证券研究所

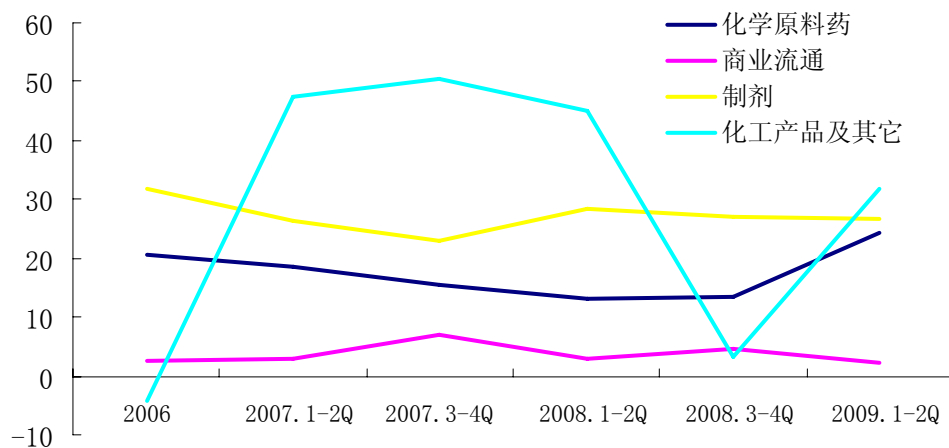


图 10: 历年产品构成占收入比例变化情况



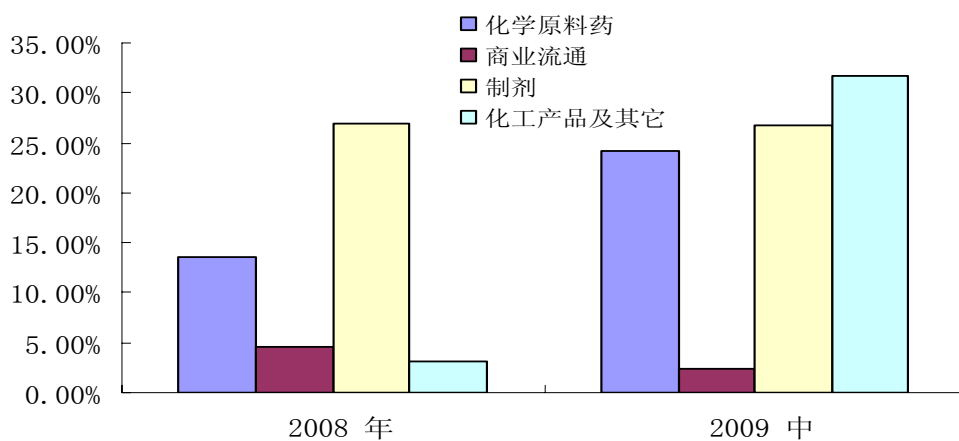
数据来源: 公司资料, 齐鲁证券研究所

图 11: 历年产品毛利率变化趋势图



数据来源: 公司资料, 齐鲁证券研究所

图 12: 08 和 09 上半季度毛利率变化情况



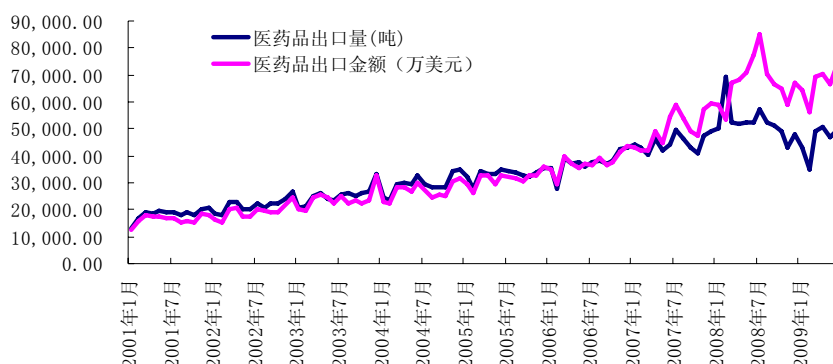
数据来源: 公司资料, 齐鲁证券研究所



3.2 公司以原料药出口为主，是解热镇痛药龙头

目前国内出口产品众多，超过 300 中西药类商品，出口到 185 个国家和地区。按出口额排序，前 100 名企业的出口额占西药类商品出口额比重为 33.58%，集中度价位分散。数据分析表明国内药品出口量和金额一直保持增长态势，08 年 7 月达到最高点，此后受金融危机影响下降明显。进入 09 后医药品出口量和出口金额开始缓慢进入恢复阶段，到今年 9 月已基本达到 08 年平均水平，年底有望进一步提升。

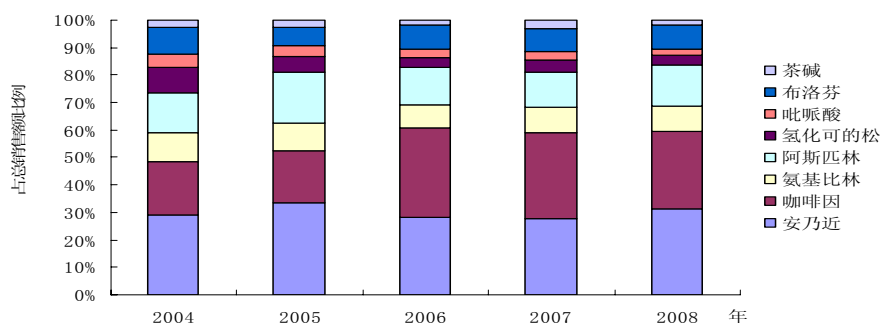
图 13: 2001-2009 年药品单月出口量及金额变化图



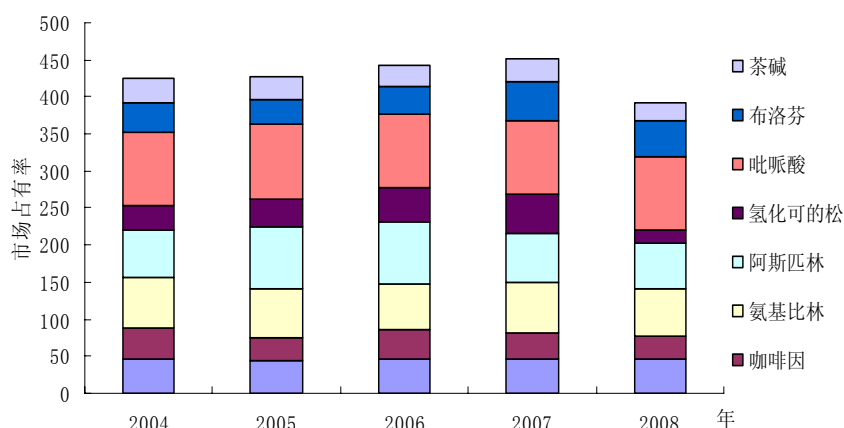
数据来源: wind 资讯, 齐鲁证券研究所

公司解热镇痛药产品齐全，产品包括安乃近系列、氨基比林、阿斯匹林系列、布洛芬、安替比林、美洛昔康、盐酸曲马多。公司是亚洲地区最大的解热镇痛类药物生产与出口企业，同时公司也是抗感染类、心脑血管类、中枢神经类等多种药物的大型生产企业，拥有乙氧苯柳胺、马兰子素、巴比妥等国内独家品种。“两氨”、咖啡因、阿司匹林、布洛芬、TMP、吡哌酸等主导品种国内市场占有率均居第一位。

图 14: 公司历年原料药产品占年销售总额比例变化情况



数据来源: 公司资料, 齐鲁证券研究所

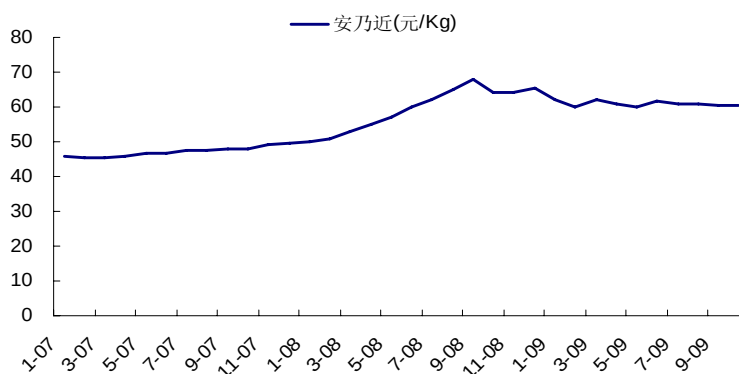

图 15: 2004-2008 年化学原料药产品市场占有率变化图


数据来源: 公司资料, 齐鲁证券研究所

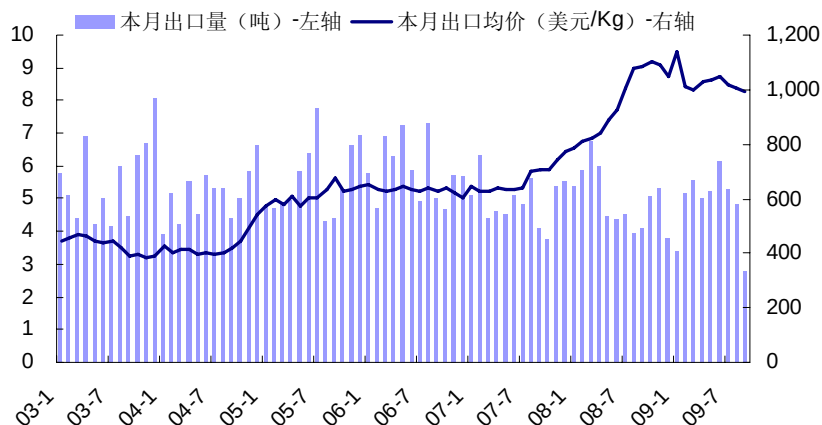
3.3 安乃近价格有望维持高位, 但市场将逐渐萎缩

安乃近系氨基比林和亚硫酸钠相结合的化合物。20 世纪 20 年代开始作为解热镇痛药用于临床。70 年代本品所致严重不良反应引起临床广泛关注, 陆续报道指出安乃近临床应用有引发致命性粒细胞减少症的危险, 据此美国 1977 年停止该产品多种剂型的临床应用。我国国家药品不良反应监测中心收集有关安乃近引起的可疑药品不良反应数据中有过敏性休克 11 例。由于副作用明显, 目前国内将复方安乃近列为淘汰药品, 但安乃近注射剂仍作为退热药物使用。

2005 年以来安乃近国际市场价格呈现缓慢上升态势, 至 08 年价格达到最高值, 目前价格基本保持高位, 出口量较 08 年整体水平有所降低。虽然该药物出口数量上升空间有限, 但由于药物基础价格低廉, 药效显著, 受到部分发展中国家的欢迎。09 年安乃近的出口价格有望站稳 8 美元/kg。

图 16: 2007-2009 年安乃近价格变化图


数据来源: 健康网, 齐鲁证券研究所


图 17: 2003-2009 年安乃近出口量和出口价格变化图


数据来源: 海关总署, 齐鲁证券研究所

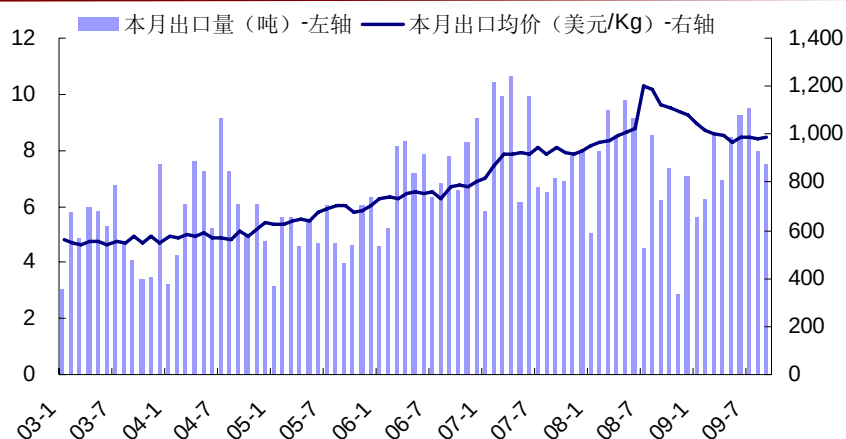
虽然安乃近价格平稳, 但从长期来看, 该品种已经逐步进入行业周期的衰退阶段, 随着该药品大量不良反应的日渐增多, 用药的安全性和副作用将阻碍该药品的进一步发展, 因此未来全球市场将逐渐萎缩, 市场容量的缩小将是大势所趋。

3.4 咖啡因量价齐降, 年底有望缓慢恢复

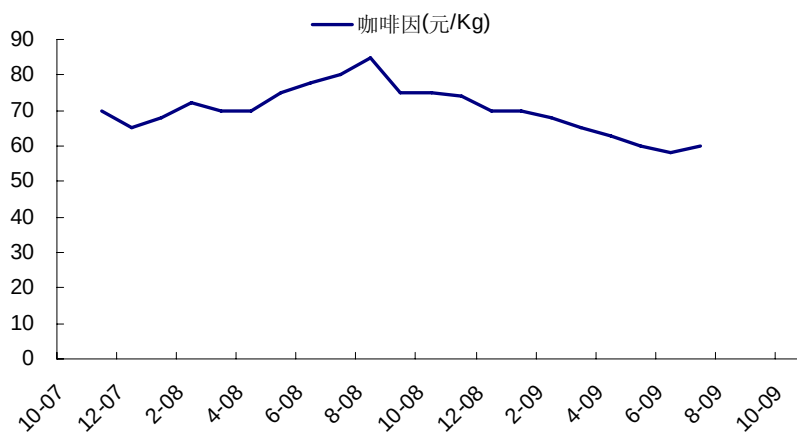
咖啡因属于甲基黄嘌呤的生物碱。适度地使用有祛除疲劳、兴奋神经的作用, 临床上用于治疗神经衰弱和昏迷复苏。国内将无证贩卖咖啡因视为违法行为, 咖啡因生产企业的扩建、技改扩产都事先必须向卫生部和国家药监局申请, 批准后方可动工。内销的咖啡因统一按国家规定价格执行。作为药物, 咖啡因的价格限制比较明显, 因此目前市场需求主要以饮料添加剂为主, 而且其价格变动对饮料总成本影响很小, 是出口需求的主要终端。

相对于严格管制的内销, 咖啡因出口市场相对较为宽松, 企业可以自主的与客户协商出口数量和出口价格, 是较为市场化的产品。

虽然从 08 年 8 月份开始咖啡因价格一路下滑, 目前为 8.5 美元/kg, 但总体价格仍然维持高位, 受益于化工产品甲醇、醋酸等价格的下降, 咖啡因进入 09 年后毛利率增长迅速, 带动整个公司原料药毛利率的提高。随着国外经济环境好转, 咖啡因的主要需求终端饮料行业有望放大, 价格有望缓慢回升。


图 18：2003-2009 年咖啡因单月出口量和单月出口价格变化图


数据来源：海关总署，齐鲁证券研究所

图 19：2007-2009 年咖啡因价格变化图


数据来源：健康网，齐鲁证券研究所

3.5 阿司匹林出口压力巨大

百年老药阿司匹林凭借其低廉的价格和较小的不良反应赢得了市场的普遍认可，现已成为世界上最重要的解热镇痛药之一。我国阿司匹林的年产量达到万吨，年出口量 8000 吨。

从 20 世纪 50 年代开始生产至今，我国的阿司匹林产业经历了半个世纪的调整，目前持有阿司匹林原料药生产批准文号的企业有 16 家，已通过原料药 GMP 认证的企业有 10 家，生产规模超过千吨的企业有 8 家。多年来，我国阿司匹林主要生产企业有 3 家——山东新华制药集团、南京制药厂、吉林恒河制药有限公司。

目前阿司匹林产销量增长迅速，该产品已成为企业的重点产品之一，生产规模一扩再扩，产能已由 1996 年的 2000 吨扩大到目前的 8000 吨左右，年产量已从 1996 年的 1000 多吨增长到 6000 多吨，占全国的近 60%，成为我国阿司匹林生产当之无愧的龙头老大。企业



的阿司匹林多年来大部分出口欧美市场，出口量约占全国的 70%。2007 年，新华制药和山东隆信集团共同出资组建了山东新华隆信化工有限公司生产阿司匹林主要原料水杨酸，年产能达到 12000 吨，成为中国最大的水杨酸生产基地，从而为新华制药进一步扩大阿司匹林产能打下了基础。

近年来，阿司匹林的适用范围已从解热镇痛药向心血管病预防用药领域扩展，在心血管病预防用药量不断增加的推动下，其市场得到进一步的上升空间。

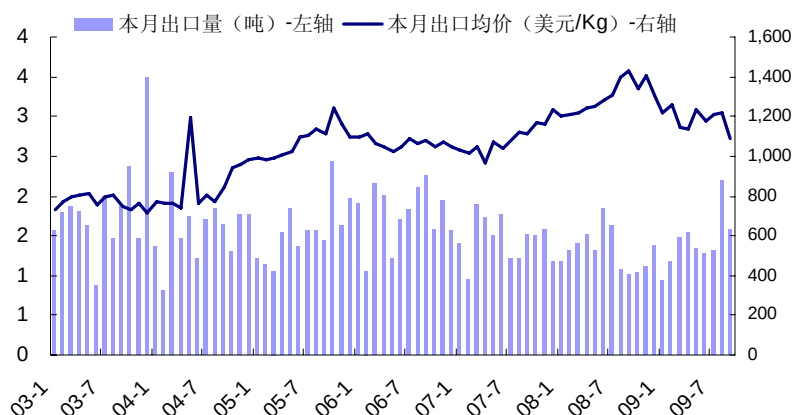
价格方面，阿司匹林市场价格稳中有升。进入 09 年后价格开始不断下降，国内价格从 08 年底的 27 元/kg 到目前的 17 元/kg，出口价格从 3.6 美元/kg 下降到目前的 2.7 美元/kg，但受益于化工原料价格的下降，企业利润反而有所提高，但随着目前石油价格的回升、基本能源、环保治理、人工费用等各项开支都在不断上涨，人民币汇率逐步走高，推动了阿司匹林生产成本有较大上升，企业面临的成本压力越来越大。产品毛利率回落可能性较大。

全世界主要的阿司匹林市场为欧洲、北美等地，每年消耗的阿司匹林约占全球总量的近三分之二。美国是世界上最大的阿司匹林市场，每年耗用的阿司匹林原料药约占世界总产量的 30% 左右，很多美国人都有随身携带阿司匹林的习惯。欧洲也是阿司匹林主要的消费地区，每年的消费量达万吨之多。多年来，我国阿司匹林大部分出口到美国、欧洲等地，出口量占总出口量的较大部分。新华制药先后通过了欧洲 COS 认证和美国 FDA 审批，为阿司匹林更好地走出国门打通了渠道。

由于出口质量标准提高，近年来，我国阿司匹林出口增长乏力，甚至还出现下滑。2003 年，我国阿司匹林出口量达 8922 吨，2004 年，出口量为 7571 吨，2006 年达到 8532 吨，2007 回落到 6989 吨，2008 年进一步萎缩到 6337，预计 09 年出口量基本与 08 年持平。

不过，产品出口难度增加，一定程度上能够促使我国企业及时转变观念和认识，将工作重心从过去的单纯抓产量、抓出口量转变到抓技术、抓质量、重视人才、节能环保上来。下大力气提高产品质量水平，使我国阿司匹林产业能够早日迈上一个新的台阶。

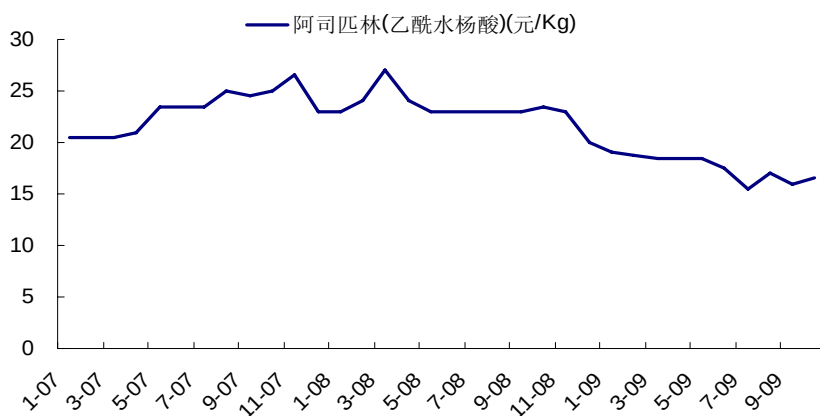
图 20：2003-2009 年阿司匹林单月出口量和单月出口价格变化图



数据来源：海关总署，齐鲁证券研究所



图 21: 2007-2009 年阿司匹林价格变化图



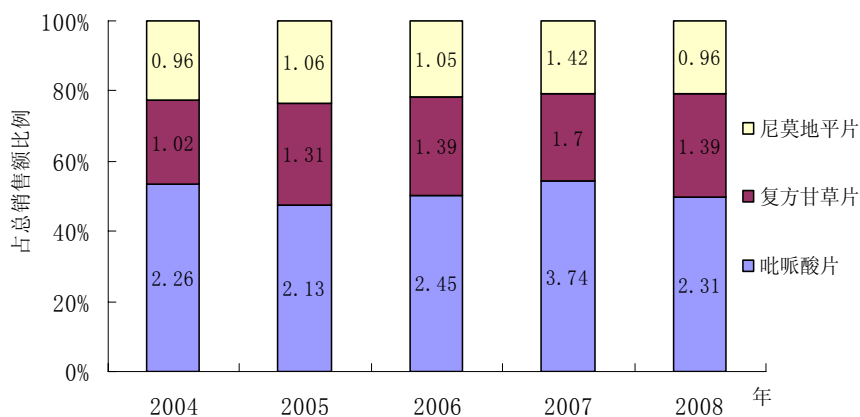
数据来源: 健康网, 齐鲁证券研究所

3.6 制剂份额比例不断提高

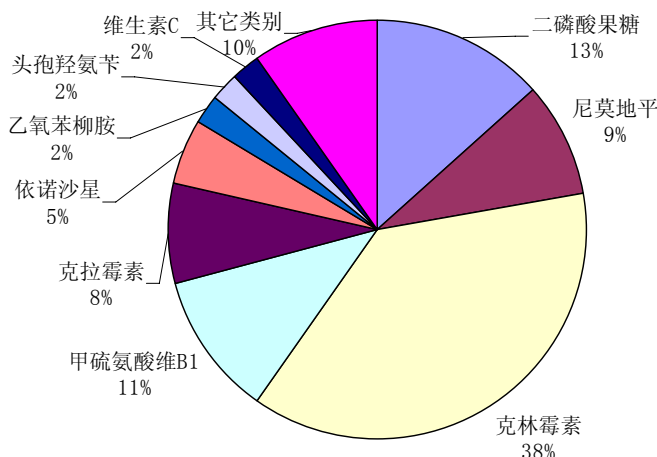
2009 年 1-8 月, 我国化学制剂制造业资产总计达 2606.43282 亿元, 同比增长 12.52%; 实现销售收入 1744.59502 亿元, 同比增长 18.22%; 利润总额 184.77526 亿元, 同比上涨了 17.62%; 本期累计出口交货值 60.05050 亿元, 同比下降了 11.14%。企业单位数有 1255 家, 亏损企业有 268 家, 约占行业总数的 21.35%; 亏损总额达到 8.80954 亿元。

公司有意将制剂做大做强, 目前公司狠抓制剂产品营销, 促进产品结构调整, 打通上下游产业链, 通过增加制剂销售份额提高公司整理毛利率水平。08 年同比增长 24.07%, 09 年前三季度制剂营收同比实现 20.06% 的增长, 但是制剂占销售总额比例一直徘徊不前, 对公司毛利率贡献有限, 09 年总体毛利率增长基本为化工原料药成本降低所致。

图 22: 2004-2009 年制剂分类产品占销售总额比例变化图



数据来源: 公司资料, 齐鲁证券研究所

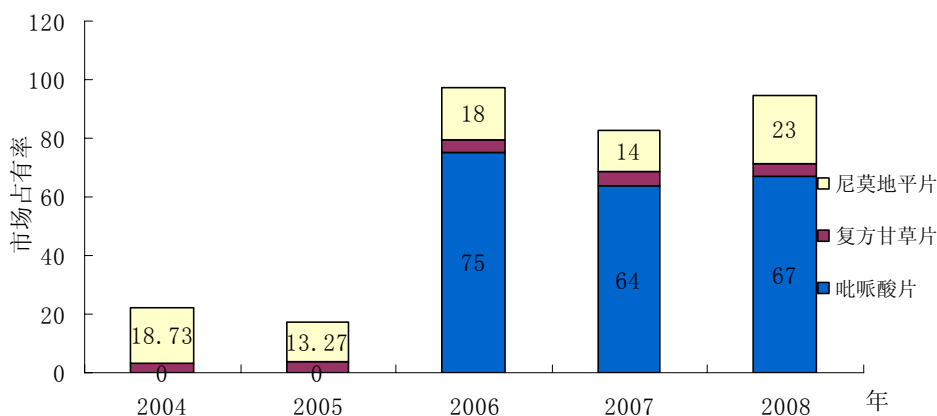

图 23：2008 年新华制药临床用药销售品种格局


数据来源：中国医药经济信息网，齐鲁证券研究所

四、公司未来发展情况分析

4.1 开拓市场，调整产业结构，发展医药商业和制剂产业

2009 年上半年新华集团产品出口创汇实现 68,701 千美元，虽较上年同期下降 11%，但好于全国平均水平。公司一方面突出化学原料药优势，主攻以高技术含量、高附加值、高标准、低污染、低能耗为原料的新产品，并相继上马一批现代医药产业创新园等项目。在此基础上，集团把提高制剂产品比重作为结构调整的突破口，围绕“做强做精化学原料药，突出做强制剂”的发展思路，2009 年上半年制剂产品销售额较上年同期增长 20.06%，其中德国拜耳公司委托加工制剂产品销售额增长 4 倍多；制剂产品销售额占公司工业产品销售额比重，由上年同期的 24.93%，提升到 29.92%，产品结构调整效果明显。

图 24：2004-2009 年制剂分类产品市场占有率变化图


数据来源：公司资料，齐鲁证券研究所



目前公司着重研究市场和政策,关注“四个变化”,即关注原料药市场变化、关注原料药客户变化、关注原料药竞争对手变化、关注国家有关医改配套政策及国家基本药物制度的变化,采取措施,积极应对,确保完成年销售目标,严格控制经营风险,实现销售回款率达到100%。

公司主要产品吡哌酸片和尼莫地平片市场占有率达到67%和23%。随着新医改的来临,国内市场必定扩容,公司作为解热镇痛类药物的龙头企业,有望借此良机不断扩大市场份额,巩固市场地位,实现快速增长。解热镇痛药物,如安乃近、阿司匹林、布洛芬等都是常用药物,公司将有超过50%的制剂品种将进入医药目录。因此今后公司目标就是加大制剂投入,打通上下游产业链,实现原料药、制剂和商业业务的协同效应,发挥出自己的产业和品种优势,力争经营不仅在数量增长上,而且在结构调整上实现“质”的飞跃。

4.2 狠抓技术进步,降低产品成本

2009年上半年公司实现原料消耗节约人民币2,066千元,完成列入年度技术攻关课题项目共11项,达到年计划的50%;强化节能减排管理工作,2009年上半年本公司实现能源节约人民币9,870千元。推行比质比价招标采购制度,抓分析研究,促科学合理决策,上半年实现原料采购成本较上年同期大幅度降低。

公司把“技术提升”作为提升核心竞争力的关键所在。“技术提升”大大降低了产品成本,提高了产品品质。公司连续两年被评为山东省节能先进企业,连续三年万元产值能耗同比降低10%以上。通过技术提升,公司产品品质不断提升,目前公司九个原料药产品及三条固体制剂生产线顺利通过国家食品药品监督管理局GMP认证或换证检查,主要产品均通过美国FDA和欧盟COS认证,制剂产品连续20多年保持国家药品质量抽检100%的合格率,成为集团市场开拓的开刃利器。

公司未来将继续加大“练内功,拓市场,调结构,促发展”的力度,着力解决好经营管理、技术创新、节能减排、安全环保等方面存在的突出问题,促使管理上一个新的台阶。同时强化基础管理、现场管理,顺利通过外商质量审计,完成针剂GMP认证换证等工作。

五、公司估值及投资建议

5.1 FCFF 估值

主要假设数值如下:

过渡期年数: 10

永续期增长率: 2.00%

无风险利率 R_f : 2.14% (一年期税后定存利率)

市场组合报酬率 R_m : 10.50%



β 系数: 0.94

过渡期增长率10.00%

计算结果如下:

表 3: 公司 FCFF 估值测算

	FCFF 现值	955.43
	永续价值现值	3,926.03
	企业价值	4,881.46
加:	非核心资产	87.18
减:	带息债务(账面价值)	284.47
减:	少数股东权益	33.74
	股权价值	4,650.42
除:	总股本(万股)	45,731.28
	每股价值(元)	10.17

数据来源: Wind资讯, 齐鲁证券研究所

5.2 相对估值

公司所处的原料药为周期性行业, EPS 波动受整体经济环境影响显著。公司 2009 年处于恢复性阶段, P/E 处于行业的平均水平, 公司目前市盈率为 44.62, 按照 40-50 倍的绝对 PE 计算, 新华制药合理的股价区间应该为 8.48-10.60 元。

表 4: 同类上市公司相对估值法比较

代码	名称	P/E	P/B	目前股价(元)	当前市值(亿元)
000756	新华制药	44.62	2.48	8.17	37.36
600216	浙江医药	16.76	8.18	34.61	155.77
600267	海正药业	44.57	7.16	24.20	117.07
000597	东北制药	17.19	5.52	28.59	95.44
002038	双鹭药业	39.50	13.77	44.80	111.72
600488	天药股份	78.21	3.45	9.46	51.36
600849	上海医药	60.89	5.10	15.50	88.22

数据来源: 公司资料, 齐鲁证券研究所



5.3 投资建议

根据各种估值方法，我们认为公司合理的股价区间为 8.48-10.17 元，给予公司谨慎推荐评级。

六、风险提示

1. 由于海外需求的完全恢复还需时日，相关上市公司的盈利还存在很大的不确定性。
2. 原料药行业产能过剩情况仍然较为严重，许多品种价格在成本线徘徊迫使部分企业暂时退出竞争行列。供大于求局面将收紧未来价格上涨空间。


附表 1：公司财务分析及预测（单位：百万元）

利润表预测					
会计年度	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1886.98	2096.96	2302.47	2548.37	2938.27
减：营业成本	1602.42	1804.21	1885.95	2091.45	2427.01
营业税金及附加	11.91	9.66	12.49	13.83	15.94
营业费用	86.79	99.50	134.69	149.08	171.89
管理费用	129.00	117.40	148.51	158.00	182.17
财务费用	20.22	8.46	-1.76	-11.48	-16.49
资产减值损失	15.93	4.49	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	-1.02	6.65	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	15.76	-23.49	7.59	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	35.45	36.39	130.17	147.50	157.75
加：其他非经营损益	11.06	9.65	-7.01	-7.01	-7.01
利润总额	46.51	46.04	123.15	140.49	150.73
减：所得税	8.37	6.37	17.33	21.07	22.61
净利润	38.14	39.67	105.82	119.41	128.12
减：少数股东损益	5.42	5.71	15.22	17.18	18.43
归属母公司股东净利润	32.72	33.97	90.60	102.24	109.70
每股收益	0.072	0.074	0.198	0.224	0.240
资产负债表					
	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	125.61	200.53	104.82	393.57	550.15
应收和预付款项	335.08	341.01	462.93	427.00	599.59
存货	286.04	304.51	312.79	371.78	422.63
其他流动资产	15.90	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	23.51	27.49	27.49	27.49	27.49
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	924.44	1044.06	843.51	642.96	442.41
无形资产和开发支出	96.65	110.74	96.62	82.51	68.39
其他非流动资产	367.16	94.77	94.77	94.77	94.77
资产总计	2174.39	2123.11	1942.93	2040.07	2205.42
短期借款	206.82	284.47	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	247.25	340.48	383.15	402.16	483.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	3.56	11.15	3.56	3.56	3.56
负债合计	457.63	636.11	386.71	405.73	487.26
股本	457.31	457.31	457.31	457.31	457.31
资本公积	850.25	617.50	617.50	617.50	617.50
留存收益	358.40	378.44	432.44	493.39	558.77
归属母公司股东权益	1665.96	1453.25	1507.26	1568.20	1633.59
少数股东权益	50.79	33.74	48.97	66.14	84.57
股东权益合计	1716.75	1487.00	1556.22	1634.34	1718.16
负债和股东权益合计	2174.39	2123.11	1942.93	2040.07	2205.42



现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	130.94	97.60	235.44	330.40	196.23
投资性现金净流量	40.85	-163.77	-5.96	-5.96	-5.96
筹资性现金净流量	-90.75	48.87	-325.19	-35.69	-33.69
现金流量净额	77.05	-22.04	-95.71	288.75	156.58

数据来源：公司资料，齐鲁证券研究所

附表 2：公司财务分析和估值指标汇总

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
收益率					
毛利率	15.08%	13.96%	18.09%	17.93%	17.40%
三费/销售收入	12.51%	10.75%	12.22%	11.60%	11.49%
EBIT/销售收入	2.99%	2.88%	5.53%	5.29%	4.77%
EBITDA/销售收入	8.56%	8.48%	14.85%	13.72%	12.07%
销售净利率	2.02%	1.89%	4.60%	4.69%	4.36%
资产获利率					
ROE	1.96%	2.34%	6.01%	6.52%	6.71%
ROA	2.59%	2.84%	6.55%	6.61%	6.35%
ROIC	5.39%	2.55%	7.16%	8.74%	10.68%
增长率					
销售收入增长率	9.52%	11.13%	9.80%	10.68%	15.30%
EBIT 增长率	128.49%	7.09%	110.79%	5.98%	3.88%
EBITDA 增长率	26.71%	10.09%	92.31%	2.22%	1.50%
净利润增长率	67.64%	4.00%	166.74%	12.85%	7.29%
总资产增长率	17.48%	-2.36%	-8.49%	5.00%	8.11%
股东权益增长率	23.30%	-12.77%	3.72%	4.04%	4.17%
经营营运资本增长率	17.54%	-16.99%	27.48%	1.56%	34.54%
资本结构					
资产负债率	21.05%	29.96%	19.90%	19.89%	22.09%
投资资本/总资产	65.94%	70.87%	71.01%	57.42%	50.00%
带息债务/总负债	45.19%	44.72%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.68	1.34	2.30	2.96	3.25
速动比率	1.05	0.86	1.48	2.04	2.38
股利支付率	27.95%	40.39%	40.39%	40.39%	40.39%
收益留存率	72.05%	59.61%	59.61%	59.61%	59.61%
资产管理效率					
总资产周转率	0.87	0.99	1.19	1.25	1.33
固定资产周转率	2.21	2.19	2.73	3.96	6.64
应收账款周转率	6.44	7.24	5.55	6.99	5.50
存货周转率	5.60	5.92	6.03	5.63	5.74

业绩和估值指标

EPS	0.072	0.074	0.198	0.224	0.240
PE	125.64	121.04	45.38	40.21	37.48





PB	2.47	2.83	2.73	2.62	2.52
EV/EBITDA	24.02	23.41	11.65	10.63	10.09

数据来源：公司资料，齐鲁证券研究所



投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791