

化学原料药



王晞 S0190200010075
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn

推荐 (上调)

项军
021-38565838
xiangjun@xyzq.com.cn

京新药业 (002020)

低谷已过，拐点乍现

2010年11月23日

投资要点

- 我们近期调研了京新药业，与管理层就公司经营状况以及未来发展战略作了交流。喹诺酮类原料药依然是公司营业收入的主要来源，但盈利状况不佳。我们认为，公司目前正处于历史业绩的底部，且呈现逐渐改善的趋势，未来喹诺酮类原料药价格的反弹、国内制剂的增长以及海外制剂代工的订单都有可能为公司带来业绩提升的空间，我们上调评级至“推荐”。

调研要点：

- **前三季度业绩改善趋势明显。**今年前三季度公司实现营业收入 46,174 万元，同比增长 19.23%；归属上市公司股东的净利润 4,240 万元，同比增长 216.13%；每股收益 0.10 元。虽然公司业绩增速较快的主要原因还是去年同期基数过低，但改善的趋势已经明朗。
- **喹诺酮原料药业务可能触底。**虽然制剂业务增长较快，喹诺酮类原料药（主要是环丙沙星和左氧氟沙星）仍然是公司营业收入的主要来源，2009 年占营业收入的比重为 66%。公司过去是国内喹诺酮原料药的龙头，但自 2005 年因搬迁停产后，市场地位迅速下滑，复产后在激烈的市场竞争中一点点抢回市场份额。虽然喹诺酮类原料药生产壁垒不高，竞争激烈导致市场处于产能过剩的状态，但大浪淘沙之后许多厂家逐渐退出，也基本没有新进入者，行业的竞争格局已比较稳定。根据健康网的原料药价格数据，最新环丙沙星的价格为 205 元/kg，左氧氟沙星为 260 元/kg，分别距离两者历史最高价还有较大空间（环丙沙星：250 元/kg；左氧氟沙星：620 元/kg）。从价格上来看，环丙沙星的价格在小幅反弹，左氧氟沙星这几个月在低位徘徊，我们判断这两个原料药的价格基本已触底，未来继续下行的可能性不大。公司的喹诺酮原料药业务去年有所亏损，今年基本盈亏平衡，毛利率在逐渐提升，未来如果价格反弹将带来较大的业绩弹性。
- **国内制剂稳步增长。**公司在国内销售的制剂品种还是以辛伐他汀（商品名：“京必舒新”）为主，销售额在 5,000 万元左右，还有个中药保护品种“康复新”口服液，去年销售额超过 2,000 万，预计今年能做到 3,000 万元以上。此外，值得关注的新品种有今年上市的瑞舒伐他汀和头孢地嗪。瑞舒伐他汀是目前降脂药中最为强效的药物，优于其他他汀，被称为“超级他汀”，国内仅四家生产，原研厂家是阿斯利康，公司有望借助辛伐他汀的营销渠道将该品种做大。公司目前制剂的销售团队超过 200 人，华东地区以自主营销为主，其他地区都是代理，未来随着新产品的推出，销售队伍的规模也将逐渐扩大。虽然公司国内制剂业务大幅改善尚需时日，但我们预计，未来保持 20%以上的增速问题不大。
- **海外合作或有惊喜。**在制剂出口方面，京新一直走在国内企业的前列，早在 2003 年就已有所规划，2007

年更是率先在国内通过德国 GMP 认证，取得了制剂出口欧盟的许可证。公司过去已经与英国企业进行过制剂代工方面的合作，主要品种就是辛伐他汀，出口数量在 1 亿片左右，大约收取加工费 500 万元。此外，公司还在与德国一家公司合作开发氯吡格雷仿制药，虽然具体进展不详，但鉴于氯吡格雷是全球第二大的畅销药（2009 年全球销售额超过 90 亿美元），由于该药物明年专利到期，公司不排除有获取大额制剂代工订单的可能性。随着明年公司新建制剂车间的落成，制剂产能已达到 20 亿片/年以上，有能力与欧盟制药企业在制剂代工领域开展进一步的合作，未来在制剂出口领域有可能带来惊喜。

- **物业出租带来不菲收入。**公司在上海张江高科技园区拥有 2 万平米的实验楼(自有物业)，目前已有一部分出租给其他公司，如果全部租出的话，预计每年能带来 1,400 万元左右的营业外收入，对公司的现金流是良好的补充。
- **公司发展战略。**作为一家典型的特色原料药企业，京新未来的主要发展方向还是在保持原料药盈利能力的基础上，以做大做强国内制剂为主，制剂出口为辅。国内制剂自 1999 年组建自主营销团队以来，在辛伐他汀等品种上已有所积累，将来有望迎来稳步增长的收获期；海外制剂出口的基础已经具备，如果能获取欧盟药企的大额订单则前景广阔。
- **我们对公司投资价值的判断。**作为一家民营药企，京新药业长期处于业绩的底部，目前市值不足 18 亿元，在医药上市公司中排名靠后，我们认为公司基本已度过业绩的最低点，分季度财务报表来看也处于逐渐向好的趋势之中，未来业绩改善的弹性较大：喹诺酮原料药价格反弹有望提升毛利率；国内制剂继续稳步增长；制剂出口也可能带来惊喜。
- **业绩预期。**暂不考虑制剂出口的贡献，我们预估公司 2010-2012 年每股收益分别是：0.15、0.26 和 0.43 元，公司的业绩低点已过，向上的拐点确定，未来制剂出口还提供了超预期的可能性，我们上调评级至“推荐”。
- **风险提示。**喹诺酮类原料药未来的价格走势可预测性差；短期内公司业绩的改善主要还是依赖原料药和物业出租金的贡献；SFDA 近期关于辛伐他汀药物不良反应信息的通报可能会影响该产品的销售。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	427	499	590	719
货币资金	223	256	304	372
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	72	87	103	126
其他应收款	14	17	20	25
存货	84	101	118	141
非流动资产	490	500	483	476
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	52	52	52	52
固定资产	338	347	347	346
在建工程	7	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	92	80	68	55
资产总计	917	999	1073	1195
流动负债	540	610	658	736
短期借款	227	262	322	375
应付票据	176	176	176	176
应付账款	68	81	94	114
其他	69	90	65	71
非流动负债	70	66	66	66
长期借款	65	65	65	65
其他	5	1	1	1
负债合计	610	676	724	802
股本	102	102	102	102
资本公积	131	131	131	131
未分配利润	54	67	91	130
少数股东权益	4	4	5	5
股东权益合计	307	323	349	393
负债及权益合计	917	999	1073	1195

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	4	15	26	44
折旧和摊销	39	30	32	34
资产减值准备	-2	1	2	2
无形资产摊销	2	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	19	17	19	22
投资损失	-0	-0	-0	-0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-52	-11	56	38
经营活动产生现金流量	115	59	32	62
投资活动产生现金流量	22	-24	-25	-25
融资活动产生现金流量	-105	-2	41	31
现金净变动	32	33	48	68
现金的期初余额	228	223	256	304
现金的期末余额	259	256	304	372

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	531	639	759	930
营业成本	367	440	512	615
营业税金及附加	4	4	5	7
销售费用	79	102	122	149
管理费用	60	62	76	93
财务费用	19	17	19	22
资产减值损失	-2	2	2	2
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	4	13	24	42
营业外收入	6	6	8	10
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	8	18	31	51
所得税	4	3	5	8
净利润	4	16	27	44
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	4	15	26	44
EPS (元)	0.04	0.15	0.26	0.43

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	4.1%	20.3%	18.8%	22.4%
营业利润增长率	-80.9%	227.0%	91.5%	74.8%
净利润增长率	-78.8%	308.3%	72.1%	65.0%
盈利能力(%)				
毛利率	30.9%	31.2%	32.6%	33.8%
净利率	0.7%	2.4%	3.5%	4.7%
ROE	1.2%	4.8%	7.7%	11.2%
偿债能力(%)				
资产负债率	66.5%	67.7%	67.5%	67.1%
流动比率	0.79	0.82	0.90	0.98
速动比率	0.63	0.65	0.72	0.78
营运能力(次)				
资产周转率	0.57	0.67	0.73	0.82
应收帐款周转率	6.92	7.55	7.51	7.61
每股资料(元)				
每股收益	0.04	0.15	0.26	0.43
每股经营现金	1.33	0.58	0.31	0.61
每股净资产	2.98	3.14	3.39	3.82
估值比率(倍)				
PE	458.14	112.20	65.19	39.52
PB	5.67	5.40	4.99	4.43

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。