

京新药业(002020)调研报告

推荐

土地价值被低估，业绩在持续改善

首次评级

健康护理/化学制药

发布时间：2011年3月17日

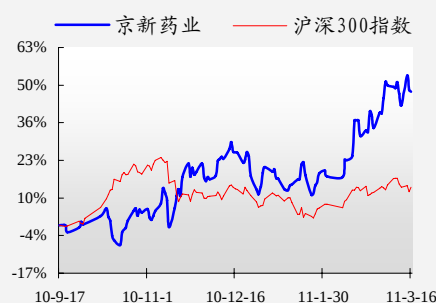
投资要点：

- **制剂出口正向规模化和高附加值转型。**公司制剂药出口之前主要以来料加工的形式，即由欧洲客户提供原料药和辅材料，公司只是代为生产加工，公司赚取的是微利的委托加工费。随着公司制剂产能的增加以及与欧洲客户合作的加深，公司未来有望提供自产的原料药，相当于在出口制剂药的同时，也销售了原料药，从而获取更大的附加值。
- **左氧氟沙星原料药龙头地位将进一步巩固。**2010年公司左氧氟沙星的销量为507吨，为国内第一。如果公司的1000吨原料药项目能顺利完成，届时公司1400吨左右的产能约占国内市场需求量的50%，成为国内绝对的左氧氟沙星原料药龙头企业。
- **中药康复新液市场前景广阔。**康复新液是中药二级保护品种，临床应用广，国内目前仅四家企业能够生产，公司计划重点打造，将年销售额提高到1.5亿元，成为新的利润增长点。
- **土地隐性资产巨大。**公司的上海研发中心与四大生产基地，有将近1000亩的土地，土地资产重估后的价值将近10亿元，相当于每股将近10元，这给公司提供了相当的安全边际。
- **投资建议：**不考虑非公开增发的影响，我们预测公司2011~2013年的EPS为0.18元、0.33元和0.54元。公司的经营方向顺应了国际仿制药转移生产的大趋势，制剂出口业务正在由来料加工形式向高附加值的自供原料的代工形式转型，有望获取相对以往更高的利润率。一旦获得海外订单，业绩超出预期的可能性较大。公司的非公开增发项目若能获准施行，2013年起业绩有望出现爆发式增长。随着制剂的出口以及国内制剂销售额的提高，公司正在由原料药为主向制剂和原料药并重转变。公司股本小，业绩弹性大，建议投资者长期关注，给予“推荐”评级。

业绩预测：

	主营业务收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	631	18.73	13	243.64	0.13	4.08	160	
2011E	678	7.45	18	38.46	0.18	5.63	116	
2012E	785	15.78	33	83.33	0.33	8.92	63	
2013E	1018	29.68	54	63.64	0.54	14.4	39	

走势图



市场数据

2011-3-17

收盘价：	20.81 元
52 周最高价：	22.38 元
52 周最低价：	10.40 元
平均持仓成本：	17.91 元

基本数据

2010Q4

总股本（万股）：	10,155
流通 A 股（万股）：	10,155
每股收益（元）：	0.13
每股净资产（元）：	3.11
每股经营现金流（元）：	0.59
市净率：	6.69

分析师：周思立 联系人：刘林

执业证书编号：S0550511010003

TEL: (8621)6336 7000 - 254

FAX: (8621)6337 3209

Email: liulin@nesc.cn

地址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编：200002

制剂出口正向规模化和高附加值转型

公司一直致力于制剂药的出口，公司的固体制剂生产线在 2006 年 10 月首次通过德国 GMP 认证后，于 2009 年 10 月又通过了德国 GMP 的复认证，成为国内首家通过德国 GMP 复认证的制药企业。公司的辛伐他汀原料药、盐酸环丙沙星原料药先后取得了 COS 证书。原料药和制剂药均通过了欧盟的 cGMP 认证，这为公司打开欧洲高端市场奠定了良好的基础。

公司制剂药出口之前主要以来料加工的形式，即由欧洲客户提供原料药和辅材料，公司只是代为生产加工，公司赚取的是微利的委托加工费。随着公司制剂产能的增加以及与欧洲客户合作的加深，公司未来有望提供自产的原料药，相当于在出口制剂药的同时，也销售了原料药，从而获取更大的附加值。据公司初步测算，如果采取自供原料药的制剂代加工形式，目前 12 亿片制剂药的产能能够贡献 3.12 亿元的销售收入，相当于平均 0.26 元/片的收入，其中部分高端产品的收益的可以达到 0.5 元/片，甚至是 1.0 元/片。

公司计划募集资金，实施年产 10 亿片药品制剂的出口项目。如果新的在 10 亿片固体制剂生产线能在 2 年内顺利完成，并通过欧盟的认证，那么 2014 年起公司固体制剂的产能将达到 22 亿片，按照 0.26 元/片的出口收入计算，年销售收入可达 5.72 亿元，对应的利润为 8917 万元。

左氧氟沙星原料药龙头地位将进一步巩固

在 2003 年，公司左氧氟沙星原料药的产量曾经占到国内的一半，为绝对的龙头企业 2005 年，在政府主导下，公司实施了产业结构调整，将原料药生产基地从新昌调整到上虞，竞争对手乘机抢占了左氧氟沙星原料药的市场。公司在上虞基地建成后，利用规模优势，采取了适当降低价格等策略，逐步抢回失去的市场份额，2009 年和 2010 年的销量分别达到 345 吨和 507 吨，在国内市场的份额分别为 24.82% 和 28.97%。目前公司 400 吨的产能，已经远远不能满足需求。因此，公司计划募集资金，实施年产 1000 吨的左氧氟沙星的技术改造项目，将年产能扩大到 1400 吨。

我国左氧氟沙星原料药近三年的销量分别为 1050 吨、1390 吨和 1750 吨，预计在 2011 年将达到 2000 吨以上。随着左氧氟沙星进入国家基本药物目录，市场容量有望进一步扩大，2015 年有望达到 3000 吨的市场需求，届时公司 1400 吨左右的产能大约占国内市场需求的 50%，为国内绝对的龙头企业。

公司目前原料药在国内和国外的销售比例各为 50%，随着公司制剂出口生产线的完成，原料药的出口比重或将加大，将有效消化公司的产能。从价格上看，左氧氟沙星原料药价格处于历史低位，未来大幅下跌的几率较小。

辛伐他汀片受到价格调控影响较大

2010 年公司中药和化学制剂的销售收入合计为 21,780 万元，其中京必舒新（辛伐他汀片）是公司的主打制剂产品，销售占比为 25% 左右。辛伐他汀是唯一进入国家基本药物目录和列入国家医保目录甲类的他汀类降脂药，广州标点医药信息有限公司的数据表明，辛伐他汀在 2009 年的国内降血脂药物的市场份额为 22.01%，稳居第二大畅销降血脂药物。2007 ~ 2009 年辛伐他汀的销售增长率分别为 33.32%、24.60% 和 19.53%，虽然增速在下滑，但仍保持了较高的增速。

辛伐他汀原研药的商品名为舒降之，由默沙东研发，2006 年专利到期。国内有上百家企业能够生产辛伐他汀制剂或原料药，竞争异常激烈，京新药业是国内最大的辛伐他汀片生产企业。默沙东在辛伐他汀专利到期后，采取了降价促销的方式，降幅达到 50% 以上，从各地中标价来看，默沙东的舒降之和国内仿制药的价格差距已很小。去年 12 月，默沙东公司的辛伐他汀片被取消了单独定价权，若进一步降价促销，京新药业等国内仿制药企业势必受到较大的打压。

表 1: 广西省 2011 年辛伐他汀片主要生产企业的中标价

剂型	规格	包装规格	生产企业	中标价 (元)
薄膜衣片	20mg	7 片/盒	杭州默沙东制药有限公司	20.83
素片	20mg	7 片/盒	浙江京新药业股份有限公司	16.75
薄膜衣片	20mg	10 片/盒	山东鲁抗医药集团赛特有限公司	16.26
薄膜衣片	20mg	10 片/盒	浙江海正药业股份有限公司	15.98
素片	20mg	7 片/盒	山东鑫齐药业有限公司	8.38
薄膜衣片	20mg	14 片/盒	苏州俞氏药业有限公司	15.8
薄膜衣片	20mg	14 片/盒	成都华宇制药有限公司	19.29
薄膜衣片	20mg	10 片/盒	北京万生药业有限责任公司	12.7

资料来源: 米内网, 东北证券

国家发改委曾多次降低辛伐他汀的最高零售限价, 京必舒新的中标价也在逐年下降, 根据米内网的信息, 20mg*7 规格的中标价从 2008 年初的 24 元左右降到今年初的 17 元左右, 这大大影响了公司的利润增长。所幸的是, 公司拥有从辛伐他汀原料药到制剂的一体化产业链, 再加上有效的成本管理措施, 京必舒新的毛利率仍保持了较高的水平。同时, 公司还在努力推动辛伐他汀片的出口, 2008 年京必舒新顺利进军英国, 成为第一个进入英国市场的国内制剂产品。

基于以下四点原因, 我们认为京必舒新的毛利率大幅下降的可能性较小, 将会在维持在 65% 以上的毛利率, 甚至会略有提升。

- 1) 短期内国家不会再出台针对辛伐他汀的降价政策;
- 2) 基于成本因素, 默沙东再次大幅降价的可能性较小;
- 3) 公司与欧盟客户的合作也在日益密切, 辛伐他汀制剂获取出口订单的可能性较大;
- 4) 随着公司产能的增加, 单位成本会有所下降。

中药康复新液市场前景广阔

康复新液是国家中药二级保护品种, 目前国内仅有内蒙古京新药业、四川好医生攀西药业、昆明赛诺制药和湖南中南科伦药业四家公司生产。康复新液临床应用领域广泛, 可用于消化科、口腔科、整形科、外科、儿科、妇科和肿瘤科等, 目前临床主要用于消化性溃疡、口腔溃疡和皮肤创面等的治疗, 市场前景广阔。2009 年国内康复新液的销售金额合计为 1.48 亿元, 相对于其良好的疗效, 康复新液的市场价值有望继续快速增长, 我们预计三年内将达到 5 亿元每年的市场规模。

公司于 2007 年 11 月收购了内蒙古京新药业公司, 经过 3 年的营销整合与市场推广, 康复新液的销售增长迅速, 2010 年销售收入达到 2800 万元以上。公司正准备募集资金, 实施年产 1000 万盒康复新液技术改造项目, 预计达产后年销售收入为 1.5 亿元, 年利润为 3114 万元。

新的制剂产品有望快速增长

公司产品众多, 拥有原料药和制剂药的生产批文 160 多个, 涉及心脑血管用药、降脂药、抗生素、戒烟药、消炎镇痛药、胃药、抗抑郁药、降糖药和中药等多个领域, 其中降脂药京必舒新、中药康复新液和抗生素类是公司目前主推的制剂产品。为了强化在降脂药和抗生素领域的销售, 公司计划力推京诺 (瑞舒伐他汀钙片) 和京新 (注射用头孢地秦钠)。

相较其他他汀类药物, 瑞舒伐他汀的安全性更好, 肝相关的副作用更少, 降低 LDL-C 的疗效也非常显著, 是治疗高胆固醇的一线用药, 进入了 2009 年版的国家医保目录。除了原研厂商阿斯利康之外, 瑞舒伐

他汀制剂目前国内仅有天津天达药业、南京正大天晴制药、京新药业和鲁南贝特制药四家企业生产，竞争相对不激烈。

头孢地秦为第三代头孢菌素，具有广谱抗菌和免疫调节的双重作用，临床应用广泛。国内具有注射用头孢地秦钠生产批文的厂家相对较少，目前仅有珠海春天制药、白云山天心制药、辽宁海思科制药、京新药业、海南灵康制药、丽珠制药和汕头金石粉针剂公司等七家公司生产。

公司力推的这2个新品，竞争厂家均较少，且公司具有相应的成熟的营销渠道，有望快速打开市场。目前公司在华东区以直销为主，其他地区代理商经销为主，随着公司新的制剂产品的不断推出，国内制剂的营销团队也会做进一步的扩充和整合。

土地隐形资产巨大

公司总部设在浙江新昌，在新昌、上虞、江西广丰和内蒙古巴彦淖尔建有四大生产基地，在上海张江高科技园区建有研发中心，在杭州建有营销中心。公司在2010年购置了杭州UDC时代大夏商务写字楼第24、25层和8个车位，面积3025.52平米，价款总计为1.18亿元，未来会把管理总部从新昌搬迁至杭州。另外，公司还拥有杭州朝晖路的杭州深蓝广场第15层写字楼，已经计划出售。

公司的上海研发中心与四大生产基地，有将近1000亩的土地，由于大部分土地获取时间较早，计入年报的账面净值仅为9137万元。根据2010年浙江新昌国土资源局公布的工业用地的土地使用权出让情况，公司在新昌的土地价值保守估计应该在200万元/亩以上，对应的价值至少在8亿元以上。另外，公司在上海张江的研发中心拥有30亩土地，现在每年租金收益在1000万元左右（尚未完全出租），保守估计张江地块的价值在9000万元左右。

公司在上虞的厂房主要在杭州湾上虞工业园区内，该工业区是浙江重点打造的省级工业区，地理位置优越，随着杭州湾跨海大桥以及杭州湾嘉绍跨江大桥（2012年建成）的开通，“大桥经济”将会吸引更多企业入驻园区，土地资产升值潜力巨大。

不考虑杭州的商务写字楼资产以及上虞厂区的巨大的升值潜力，公司的土地资产重估后的价值将近10亿元，相当于每股将近10元，这给公司提供了相当的安全边际。

表 2: 京新药业研发与制造基地的土地价值

研发与制造基地	地点	土地面积	2010 年末账面 净值（万元）	重估价值 （万元）
浙江上虞原料药生产基地	浙江杭州湾上虞工业区	370 多亩	3,709	7,400
江西广丰原料药配套生产基地	江西广丰县芦林工业区	112 亩	417	900
浙江新昌总部、制剂生产基地	浙江新昌县城关镇新岩村、青山工业区	400 多亩	3,573	80,000
内蒙古巴彦卓尔中药生产基地	内蒙古巴彦卓尔开发区	70 多亩	513	700
上海张江研发基地	上海张江高科 33 街坊	30 亩	925	9,000
合计			9,137	98,000

资料来源：东北证券整理

盈利预测

- 假定喹诺酮类原料药在 2011~2013 年的营收增速分别为 10%、15%和 30%;
- 假定辛伐他汀片未来 3 年的销售复合增速在 10%;
- 假定未来三年其他制剂产品的销售增速为 20%;
- 假定康复新液等中药的 2011~2013 年的销售增速分别为 30%、35%和 50%;
- 暂不考虑制剂出口由来料加工到自供原料的代工转变;
- 暂不考虑公司非公开增发通过后所导致的财务费用的变化。

表 3: 盈利预测表

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	631	678	785	1018
减: 营业成本	442	472	544	700
营业税金及附加	4	5	6	8
销售费用	91	98	109	141
管理费用	62	65	70	88
财务费用	20	22	23	25
资产减值损失	1	1	1	1
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	10	15	32	55
加: 营业外收入	6	6	6	6
减: 营业外支出	1	1	1	1
利润总额	14	20	37	60
减: 所得税	1	2	4	6
净利润	13	18	33	54
减: 少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	13	18	33	54
EPS (元)	0.13	0.18	0.33	0.54

资料来源: 东北证券

投资建议

不考虑非公开增发的影响, 我们预测公司 2011~2013 年的 EPS 为 0.18 元、0.33 元和 0.54 元, 对应的 PE 分别为 116 倍、63 倍和 39 倍, 估值偏高。但公司的经营方向顺应了国际仿制药转移生产的大趋势, 公司的制剂出口业务正在由来料加工形式向高附加值的自供原料的代工形式转型, 有望获取相对以往更高的利润率。公司和欧美客户的合作正在深化, 一旦获得海外订单, 业绩超出预期的可能性较大。

公司的非公开增发项目若能获准施行, 2013 年起业绩有望出现爆发式增长。随着制剂的出口以及国内制剂销售额的提高, 公司正在由原料药为主向制剂和原料药并重转变。相对于公司仅 1 亿的股本, 公司的土地隐性资产巨大。

公司股本小, 业绩弹性大, 建议投资者长期关注, 给予“推荐”评级。

风险提示

- 辛伐他汀不良反应增多的风险;
- 药品降价的风险;
- 非公开增发项目不能顺利完成的风险。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。