

业绩短期下滑，静待预期兑现

——中新药业（600329）年报点评

分析师：任宪功

SAC NO: S1150511010012

2017年04月05日

医药生物——中药

证券分析师

任宪功

010-68784237

renxg@bhzq.com

助理分析师

王斌

SAC NO 1150116090003

022-23861355

wangbin_bhazq@163.com

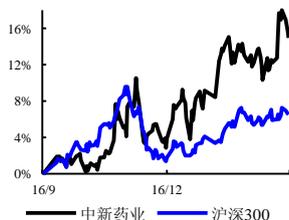
评级：增持

上次评级：增持

目标价格：

最新收盘价：18.26

最近半年股价相对走势



相关研究报告

《速效救心丸提价利于业绩提升，国改进程值得关注——中新药业（600329）调研报告》2017-02-24

事件：中新药业发布 2016 年度年报：2016 年公司实现营业收入 61.79 亿元，同比下降 12.74%；实现归母净利润 4.22 亿元，同比下降 6.43%。每股收益 0.55 元。计划每 10 股派 1.5 元。

投资要点：

● 终端覆盖逐渐完善，二线品种纷纷发力

公司积极推进大品种战略，进一步加强了销售网络和终端营销队伍的建设。主导产品速效救心丸加大对非目标零售终端的开发和广泛覆盖，带动速效救心丸医院规格产品销量快速增长，全年医疗机构共采购 1990.4 万盒，比 2015 年增长 91%。乐仁堂通过打造医疗、零售、第三终端三位一体的全方位、多平台营销网络，扩大中心城区基层医疗机构及新农合覆盖范围；隆顺榕加大对各级医疗市场和连锁零售市场的开发，公司营销网络覆盖面日益扩大。二线品种也表现不俗，继通脉养心丸之后，新增胃肠安丸、紫龙金片两个过亿品种，销量同比分别增长 13.85% 和 36.97%。其余二线品种也不乏亮点，舒脑欣滴丸销量大增 58%，清肺消炎丸销量增加 24.31%，通脉养心丸销量增加 12.62%，癃清片销量增加 10.14%，其中通脉养心丸、清肺消炎丸、舒脑心滴丸扭转了 2015 年销量下滑的趋势。除过亿品种外，5000 万以上品种已经达到 10 个。总体来看，公司医药工业领域主要产品表现良好，二线品种的发力有利于公司未来业绩持续增长。

● 费用水平控制较好，4 季度业绩下滑拖累全年

费用方面，2016 年销售费用率为 20.50%，比 2015 年上涨 2.66%；管理费用率为 5.89%，比 2015 年上涨 0.96%，但由于营业收入出现下滑，两项费用的绝对金额增长不大。分季度来看，4 季度公司实现营业收入 14.37 亿元，同比下降 30.07%；归母净利润 0.73 亿元，同比下降 37.16%；扣非归母净利润 0.14 亿元，同比下降 86%。主要是由于公司医药商业业务出现调整导致收入下滑，另一方面在收入下降的背景下，销售费用和管理费用相比于去年同期和今年其他季度仍有所增加，此外 4 季度资产减值损失也大幅上升，导致当季度业绩出现下滑，进而拖累全年业绩。

● 速效救心丸销售情况稳定，提价预期有望兑现

2016 年公司速效救心丸共完成销售 381.74 万条，销量比 2015 年增加 0.27%，销售情况保持稳定；速效救心丸库存控制良好，库存量为年销量的 11.8% 左右，与 2015 年基本持平。生产量和销售量则基本维持平衡，表明销售情况良好，渠道无积压。未来伴随着新一轮药品招标的逐步完成和落实，中标价的提升将逐步完成，价格体系的完善也有助于产品出厂价的提升。

● 投资建议与盈利预测

我们认为 2016 年度公司业绩虽然出现下滑，但主要产品销售趋势逐渐向好，

特别是速效救心丸在医疗机构销量的大幅增加显示公司销售和推广体系建设初具成效，未来各主要品种仍有望持续增长；同时公司国改预期强烈。我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 67.52 亿元、73.60 亿元和 79.86 亿元，对应 EPS 为 0.75 元、0.93 元和 1.14 元，维持“增持”投资评级。

风险提示：药品招标进程缓慢；中药材价格上涨导致成本上升；中美史克业绩出现下滑

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	7080.55	6178.82	6751.97	7360.26	7985.69
(+/-)%	-0.09%	-12.74%	9.28%	9.01%	8.50%
经营利润 (EBIT)	561.97	476.94	665.47	828.11	1005.48
(+/-)%	18.84%	-15.18%	39.62%	24.44%	21.42%
归母净利润	451.44	422.42	578.74	716.58	878.81
(+/-)%	26.17%	-6.43%	37.00%	23.82%	22.64%
每股收益 (元)	0.59	0.55	0.75	0.93	1.14

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2015A	2016A	2018E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	993	1038	1625	1766	1917	营业收入	7081	6179	6752	7360	7987
交易性金融资产	1	1	1	1	1	营业成本	4990	4178	4506	4791	5079
应收账款和票据	1503	1434	1585	1707	1865	营业税金及附加	47	57	63	68	74
预付款项	119	141	104	156	119	销售费用	1263	1266	1296	1413	1533
其他应收款	36	31	42	38	48	管理费用	349	364	355	387	420
存货	974	909	806	1017	916	财务费用	33	20	-3	-4	-19
其他流动资产	257	223	223	223	233	资产减值损失	33	53	15	25	30
长期股权投资	531	561	675	793	914	公允价值变动收益	1	1	0	0	0
固定资产	794	815	800	1048	1004	投资收益	132	180	114	118	121
在建工程	127	167	287	120	120	其他经营损益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	499	421	634	798	990
无形资产	186	177	179	178	178	其他非经营损益	38	45	34	34	34
长期待摊费用	13	11	5	0	0	税前利润	537	466	669	832	1025
资产总计	5871	6159	6977	7697	8064	减：所得税	79	58	83	107	136
短期借款	419	305	700	582	258	净利润	458	408	586	725	889
应付票据和账款	716	749	661	838	751	归属于母公司的净利润	451	422	579	717	879
预收款项	65	67	58	78	70	少数股东损益	6	-15	7	8	10
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.59	0.55	0.75	0.93	1.14
其他应付款	381	387	387	387	387	稀释每股收益	0.59	0.55	0.75	0.93	1.14
其他流动负债	117	271	271	271	271	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
长期应付款	4	4	4	4	4	成长性					
专项应付款	18	28	28	28	28	营收增长率	-0.09%	-12.74%	9.28%	9.01%	8.50%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT增长率	18.84%	-15.18%	39.62%	24.44%	21.42%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	20.67%	-10.98%	43.64%	23.82%	22.64%
负债合计	1719	1810	2110	2187	1768	盈利性					
股东权益合计	4105	4302	4820	5462	6249	销售毛利率	29.52%	32.39%	33.26%	34.91%	36.40%
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	销售净利率	6.47%	6.60%	8.67%	9.85%	11.13%
净利润	458	408	586	725	889	ROE	11.51%	10.20%	12.44%	13.56%	14.50%
折旧与摊销	76	75	5	20	14	ROIC	13.04%	8.97%	13.87%	14.12%	15.54%
经营活动现金流	369	429	341	435	638	估值倍数					
投资活动现金流	-428	89	-91	-91	-81	PE	31.10	33.24	24.26	19.59	15.98
融资活动现金流	274	-339	332	-198	-407	P/S	1.98	2.27	2.08	1.91	1.76
现金净变动	214	178	583	146	150	P/B	3.58	3.39	3.02	2.66	2.32
期初现金余额	779	993	1038	1625	1766	股息收益率	0.8%	0.1%	0.5%	0.6%	0.7%
期末现金余额	993	1038	1625	1766	1917	EV/EBITDA	22.48	25.20	21.30	16.73	13.60

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，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“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

副所长 (金融行业研究 & 研究所主持工作)

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长

谢富华
+86 22 2845 1985

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
张冬明
+86 22 2845 1857

计算机行业研究小组

王洪磊
+86 22 2845 1975
朱晟君
+86 22 2386 1673

环保行业研究小组

林徐明
+86 10 6878 4238
刘蕾
+86 10 6878 4250

电力设备与新能源行业研究

伊晓奕
+86 22 2845 1632

医药行业研究小组

任宪功 (部门经理)
+86 10 6878 4237
王斌
+86 22 2386 1355
赵波
+86 10 6878 4256

通信 & 电子行业研究小组

徐勇
+86 10 6878 4235
高峰
+86 10 6878 4251
宋敬祎
杨青海
+86 10 6878 4239

家用电器行业研究

安伟娜
+86 22 2845 1131

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2386 1319

机械行业研究

李骥
+86 10 6878 4263

新材料行业研究

张敬华
+86 10 6878 4257

食品饮料、交通运输行业研究

齐艳莉
+86 22 2845 1625

休闲服务行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

证券行业研究

任宪功 (部门经理)
+86 10 6878 4237
洪程程
+86 10 6878 4260

金融工程研究 & 部门经理

崔健
+86 22 2845 1618

权益类量化研究

潘炳红
+86 22 2845 1684
李莘泰

衍生品类研究

祝涛
+86 22 2845 1653
李元玮

CTA策略研究

郝惊
+86 22 2386 1600

基金研究

刘洋
+86 22 2386 1563

债券研究

王琛皞
+86 22 2845 1802

流动性、战略研究 & 部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
杜乃璇
+86 22 2845 1945

博士后工作站

冯振 债券·经纪业务创新发展研究
+86 22 2845 1605
朱林宁 量化·套期保值模型研究

综合质控 & 部门经理

郭靖
+86 22 2845 1879

机构销售·投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995

行政综合

白骐玮
+86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn