

强烈推荐-A (维持)

中新药业 600329.SH

目标估值: N.A.
当前股价: 18.84 元
2017 年 04 月 07 日

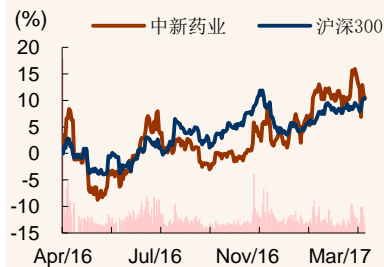
商业规模收缩影响收入 静待速效提价红利释放

基础数据

上证综指	3287
总股本(万股)	76887
已上市流通股(万股)	56577
总市值(亿元)	145
流通市值(亿元)	107
每股净资产(MRQ)	5.4
ROE(TTM)	10.2
资产负债率	32.4%
主要股东	天津市医药集团有限公司
主要股东持股比例	43.07%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	14	10
相对表现	-1	6	2



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《中新药业(600329)——速效提价效应静待释放,期待国企改革注入活力》2016-12-01

李珊珊

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090511040046

李勇剑

0755-83271617
liyj10@cmschina.com.cn
S1090515080002

研究助理

李点典
liandiandian@cmschina.com.cn

公司发布 2016 年年报,收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 61.79 亿元、4.22 亿元和 3.47 亿元,同比-12.74%、-6.43%和+0.79%,同时每 10 股派发现金红利 1.5 元(含税)。报告期内公司主动削减盈利能力较差的部分商业业务,财务数据质量得到提升,工业业务稳健。速效医院端销量大幅增加,提价红利静待释放。其他工业产品值得期待,中美史克有望持续贡献利润。我们看好公司强大的产品力和深厚的品牌积淀,期待速效提价后红利的释放和国企改革对经营管理效率的提升,维持“强烈推荐-A”评级。

- 主动削减盈利能力较差的部分商业业务,财务数据质量提升,工业业务稳健。公司 16 年收入和扣非归母净利润分别为 61.79 亿元和 3.47 亿元,同比-12.74%和+0.79%,收入下降部分主要系公司主动削减盈利能力较差的商业业务导致,对利润影响不大。此外主要由工业业务产生的销售费用 16 年数据为 12.66 亿,同比+0.27%,综上我们判断公司工业贡献的收入和利润整体平稳。通过削减经营水平较差的业务,公司整体财务数据质量得到改善:16 年毛利率 32.39%,较 15 年提高了 2.87 个百分点;16 年应收账款 11.73 亿元,同比-8.24%。公司 16 年第三和第四季度收入分别为 14.95 和 14.37 亿元,同比-10.12%和-30.07%,降幅呈加大趋势,我们判断公司未来短期内仍然会继续收缩商业规模,集中资源和精力发展优势业务。16 年公司管理费用 3.64 亿元,同比+4.26%;财务费用 2014 万元,同比-39.11%,费用控制得当。
- 速效医院提价红利静待释放。公司 16 年速效救心丸销量同比+0.27%,估计仍然在控制总体的发货速度,销售额仍为 8 亿元左右。从销售终端来看,16 年医疗机构的合计实际采购量 1990 万盒,同比+91.43%,估计是患者流向尚未完成提价的医院端购买产品所致(药店端已经完成提价)。医院端销量的增加有助于后续提价后受众的增多,放大提价红利。目前速效在全国的挂网基本完成,正在进行进院的议价,全国只有 2 个左右的省份实施新的挂网价(最低挂网价 33.10 元),提价红利静待释放。
- 其他工业产品值得期待,中美史克重新贡献利润。工业产品增长平稳:公司 16 年新过亿产品有胃肠安丸和紫龙金片,预计 17 年会有 1-2 个新过亿的产品

财务数据与估值

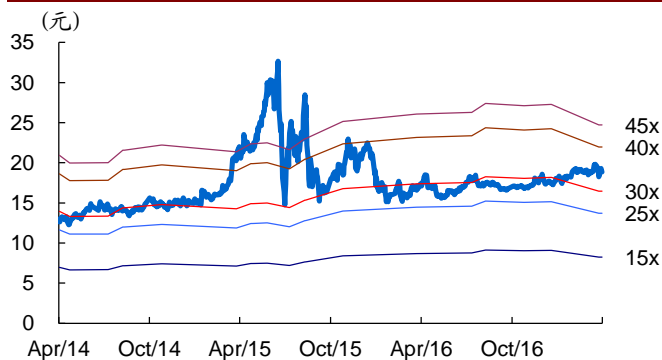
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	7081	6179	6101	6334	7192
同比增长	-0%	-13%	-1%	4%	14%
营业利润(百万元)	499	421	568	707	842
同比增长	21%	-16%	35%	24%	19%
净利润(百万元)	451	422	534	652	766
同比增长	26%	-6%	26%	22%	18%
每股收益(元)	0.87	0.55	0.69	0.85	1.00
PE	21.7	34.3	27.1	22.2	18.9
PB	2.5	3.5	3.2	2.9	2.7

资料来源: 公司数据、招商证券

出现，增速较快的产品有舒脑欣等；通脉养心丸和特子社复分别由于医院限方和原料药供应的问题销量有所下降。参股子公司中美史克在罚款风波后开始正常贡献利润，16 年为公司贡献利润 7200 万元。在拥有康泰克和芬必得等强力产品和品牌积淀的基础上，其后续利润贡献有望稳步增长。

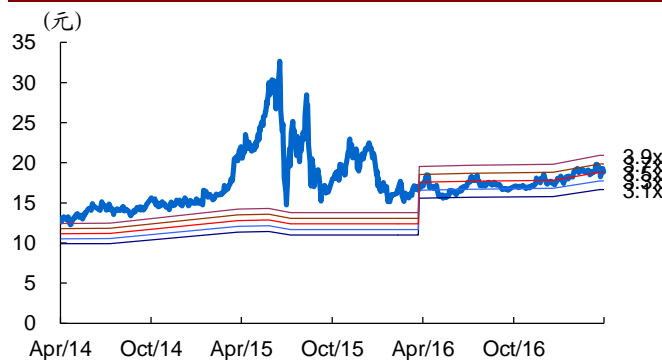
- **国企改革步伐易于判断。**公司实控人天津医药集团旗下另一上市公司天药股份已经于 2015 年底发布限制性股票激励计划，目前方案正处于市级高层论证过程中，预计一旦通过后，公司的改革步伐也会迅速跟上。预计国企改革相关的激励将会极大程度的释放公司经营管理的活力，助推公司业绩高增长。
- **维持“强烈推荐-A”评级：**预计公司 17-19 年归母净利润增速 26%、22% 和 18%，对应 EPS 分别为 0.69 元、0.85 元和 1.00 元。公司作为中药名门，底蕴深厚，短期内业绩增长点明确，长期来看国企改革节奏易于判断，期待改革后经营效率的迅速提升，维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示：**速效提价进度不达预期；国企改革进度不达预期。

图 1：中新药业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：中新药业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3999	3892	4401	4841	5443
现金	1108	1153	1767	2133	2381
交易性投资	1	1	1	1	1
应收票据	224	261	258	267	304
应收款项	1279	1174	1139	1183	1343
其它应收款	36	31	31	32	36
存货	974	909	852	862	967
其他	376	364	353	363	411
非流动资产	2070	2469	2396	2330	2269
长期股权投资	531	561	561	561	561
固定资产	794	815	762	713	668
无形资产	186	177	160	144	129
其他	559	915	913	912	910
资产总计	6069	6361	6797	7171	7712
流动负债	1840	1929	1565	1577	1704
短期借款	419	305	0	0	0
应付账款	645	522	494	499	560
预收账款	65	67	63	64	71
其他	712	1036	1009	1014	1072
长期负债	123	130	530	530	530
长期借款	0	0	400	400	400
其他	123	130	130	130	130
负债合计	1964	2058	2095	2107	2234
股本	769	769	769	769	769
资本公积金	1372	1360	1360	1360	1360
留存收益	1781	2011	2429	2814	3255
少数股东权益	183	163	144	121	94
归属于母公司所有者权益	3922	4140	4558	4943	5383
负债及权益合计	6069	6361	6797	7171	7712

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	361	420	492	475	398
净利润	451	422	534	652	766
折旧摊销	76	75	83	77	71
财务费用	36	19	9	8	6
投资收益	(132)	(180)	(161)	(176)	(191)
营运资金变动	(83)	104	47	(63)	(230)
其它	12	(20)	(21)	(23)	(24)
投资活动现金流	(428)	89	(9)	(9)	(9)
资本支出	(93)	(116)	(9)	(9)	(9)
其他投资	(336)	205	0	0	0
筹资活动现金流	274	(339)	131	(100)	(141)
借款变动	(378)	(184)	96	0	0
普通股增加	30	0	0	0	0
资本公积增加	788	(12)	0	0	0
股利分配	(260)	(312)	(115)	(267)	(326)
其他	94	169	151	167	185
现金净增加额	206	169	614	366	248

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7081	6179	6101	6334	7192
营业成本	4990	4178	3952	3998	4487
营业税金及附加	47	57	57	59	67
营业费用	1263	1266	1269	1317	1510
管理费用	349	364	359	373	424
财务费用	33	20	9	8	6
资产减值损失	33	53	47	47	47
公允价值变动收益	1	1	1	1	1
投资收益	132	180	160	175	190
营业利润	499	421	568	707	842
营业外收入	40	47	40	40	40
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	537	466	605	744	880
所得税	79	58	90	116	140
净利润	458	408	515	629	739
少数股东损益	6	(15)	(19)	(23)	(27)
归属于母公司净利润	451	422	534	652	766
EPS (元)	0.87	0.55	0.69	0.85	1.00

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-0%	-13%	-1%	4%	14%
营业利润	21%	-16%	35%	24%	19%
净利润	26%	-6%	26%	22%	18%
获利能力					
毛利率	29.5%	32.4%	35.2%	36.9%	37.6%
净利率	6.4%	6.8%	8.7%	10.3%	10.7%
ROE	11.5%	10.2%	11.7%	13.2%	14.2%
ROIC	9.5%	7.6%	9.0%	10.4%	11.5%
偿债能力					
资产负债率	32.4%	32.4%	30.8%	29.4%	29.0%
净负债比率	6.9%	4.8%	5.9%	5.6%	5.2%
流动比率	2.2	2.0	2.8	3.1	3.2
速动比率	1.6	1.5	2.3	2.5	2.6
营运能力					
资产周转率	1.2	1.0	0.9	0.9	0.9
存货周转率	5.4	4.4	4.5	4.7	4.9
应收帐款周转率	5.4	5.0	5.3	5.5	5.7
应付帐款周转率	7.7	7.2	7.8	8.1	8.5
每股资料 (元)					
每股收益	0.87	0.55	0.69	0.85	1.00
每股经营现金	0.69	0.55	0.64	0.62	0.52
每股净资产	7.53	5.38	5.93	6.43	7.00
每股股利	0.60	0.15	0.35	0.42	0.50
估值比率					
PE	21.7	34.3	27.1	22.2	18.9
PB	2.5	3.5	3.2	2.9	2.7
EV/EBITDA	18.7	22.1	16.9	14.1	12.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。