

收入同比下滑，期待预期兑现

——中新药业（600329）一季报点评

分析师：任宪功

SAC NO: S1150511010012

2017年05月02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 S1150116090003

022-23861355

wangbin_bhzaq@163.com

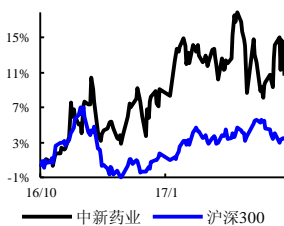
评级：增持

上次评级：增持

目标价格：

最新收盘价：18.59

最近半年股价相对走势



相关研究报告

《业绩短期下滑，静待预期兑现——中新药业（600329）年报点评》2017-04-05

《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：

公司发布了2017年1季报。报告期内公司实现营业收入14.64亿元，同比下降10.92%；归属上市公司股东净利润1.33亿元，同比增长11.85%；扣非后归属上市公司股东净利润1.24亿元，同比增长6.34%。

投资要点：

● 医药商业调整拖累收入下滑，医药制造表现稳健

报告期内公司营业收入同比下降10.92%，主要是由于自2016年4季度起，新一轮药品招标采购进入议价阶段，药品面临供货价的调整，公司主动控制商业库存，我们判断1季度医药商业业务仍处于调整阶段从而导致收入同比下滑。医药制造方面，公司1季度销售毛利率为38.54%，相比于去年同期提高了6.14%，毛利由5.33亿元小幅提升至5.64亿元，在医药商业收入下滑的背景之下，我们判断公司毛利的提升主要由医药制造业务贡献，推测其在1季度仍保持小幅增长。

● 销售费用小幅增加，投资收益保持稳定

费用方面，1季度销售费用为37784.96万元，同比增长8.82%，按单季度来看达到了近年来的最高值；销售费用率由去年同期的21.12%提高到了25.80%，主要是由于公司营业收入同比下滑使得销售费用占比被动提高导致。销售费用的增加虽然在短期内对利润有一定影响，但该项费用主要用于公司产品的市场推广和广告宣传等，从长期来看将助推主要品种销售额的提升。管理费用为7186.52万元，同比下降11.24%，管理费用率为4.91%，与去年同期基本一致。1季度投资收益为4704.68万元，比去年同期增加1.36%，其中对联营企业和合营企业的投资收益为3836.34万元，与去年同期基本持平。由于公司该项收益主要来自于持股25%的中美史克，判断中美史克今年开局表现平稳，预计公司今年的投资收益有望维持稳定。

● 速效救心丸处于主导地位，未来提价值得期待

根据天津市国资委网站的报道，2016年公司速效救心丸实现销售收入8.44亿元，公司当年医药制造业务收入为30.17亿元，占比为28%。未来伴随着各省区新一轮药品招标的进行，速效救心丸在各个省区中标价的提升将逐步完成，价格体系的完善有助于产品出厂价的提升，对于公司医药制造业务利润提升有巨大推动作用。

● 盈利预测和投资评级

公司医药商业业务虽然出现调整，但是由于医药商业业务毛利率不高，远低于医药制造业务，对公司未来总体业绩影响不大；公司主导产品速效救心丸未来有提价可能，同时公司国改预期强烈。我们预计公司2017-2019年EPS分别为

0.69 元、0.84 元和 1.00 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	7081	6179	6104	6656	7158
(+/-)%	-0.09%	-12.74%	-1.21%	9.04%	7.54%
经营利润 (EBIT)	562	477	602	740	877
(+/-)%	18.84%	-15.18%	26.31%	22.88%	18.53%
归母净利润	451	422	531	644	769
(+/-)%	26.17%	-6.43%	25.82%	21.28%	19.41%
每股收益 (元)	0.59	0.55	0.69	0.84	1.00

表：三张表及主要财务指标

资产负债表						利润表 (百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	993	1038	1831	1997	2147	营业收入	7081	6179	6104	6656	7158
应收票据和账款	1503	1434	1295	1681	1520	营业成本	4990	4178	3991	4259	4491
预付账款	119	141	76	155	88	营业税金及附加	47	57	57	62	67
其他应收款	36	31	35	37	40	销售费用	1263	1266	1282	1398	1503
存货	974	909	610	1011	699	管理费用	349	364	321	350	376
其他流动资产	257	223	223	223	223	财务费用	33	20	-9	-4	-16
长期股权投资	531	561	680	804	931	资产减值损失	33	53	5	5	5
固定资产	794	815	720	897	787	公允价值变动收益	1	1	0	0	0
在建工程	127	167	287	120	230	投资收益	132	180	120	123	127
长期应收款	0	0	0	0	0	汇兑收益	0	0	0	0	0
无形资产	186	177	152	125	98	营业利润	499	421	576	710	858
长期待摊费用	13	11	5	0	0	营业外收支净额	38	45	34	34	34
投资性房地产	27	26	22	18	14	税前利润	537	466	611	744	893
资产总计	5871	6159	6561	7692	7402	减：所得税	79	58	74	93	115
短期借款	419	305	581	870	290	净利润	458	408	537	651	778
应付票据及账款	716	749	500	833	572	归属于母公司的净利润	451	422	531	644	769
预收款项	65	67	46	77	55	少数股东损益	6	-15	6	8	9
其他应付款	381	387	387	387	387	基本每股收益	0.59	0.55	0.69	0.84	1.00
其他流动负债	117	271	271	271	271	稀释每股收益	0.59	0.55	0.69	0.84	1.00
长期应付款	4	4	4	4	4						
专项应付款	18	28	28	28	28	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他流动负债	0	0	0	0	0	成长性					
长期借款	0	0	0	0	0	营收增长率	-0.09%	-12.74%	-1.21%	9.04%	7.54%
预计负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	18.84%	-15.18%	26.31%	22.88%	18.53%
负债合计	1719	1810	1817	2469	1607	净利润增长率	20.67%	-10.98%	31.78%	21.23%	19.45%
股东权益合计	4105	4302	4697	5176	5748	盈利性					
						销售毛利率	29.52%	32.39%	34.61%	36.01%	37.25%
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	销售净利率	6.47%	6.60%	8.80%	9.78%	10.87%
净利润	458	408	537	651	778	ROE	11.51%	10.20%	11.73%	12.87%	13.82%
折旧与摊销	76	75	127	141	136	ROIC	13.04%	8.97%	12.54%	13.26%	13.54%
经营活动现金流	369	429	741	136	1002	估值倍数					
投资活动现金流	-428	89	-91	-91	-81	PE	31.66	33.84	26.92	22.21	18.59
融资活动现金流	274	-339	143	121	-770	P/S	2.02	2.31	2.34	2.15	2.00
现金净变动	274	178	793	166	151	P/B	3.64	3.45	3.16	2.86	2.57
期初现金余额	489	763	1038	1831	1997	股息收益率	0.8%	1.3%	1.0%	1.2%	1.4%
期末现金余额	763	1038	1831	1997	2147	EV/EBITDA	22.88	25.66	19.79	16.71	13.97

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。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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