



## 中新药业 (600329): 速效新标执行省份扩大, 业绩较大概率迎来拐点

2017年5月2日

### 分析师:

王雯

执业证书编号: S1380516110001

联系电话: 010-51789265

邮箱: wangwen@gkzq.com.cn

### 公司评级

当前价格: 18.2

上次评级: 推荐

本次评级: 推荐

### 公司基本数据

总股本(百万股): 768.87

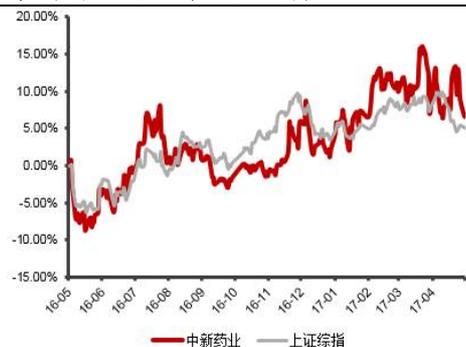
流通股本(百万股): 765.77

流通A股市值(亿元): 103

每股净资产(元): 5.56

资产负债率(%): 30.9%

### 中新药业近一年股价走势



### 相关报告

1. 伴随新一轮招标实施, 业绩有望迎来拐点——中新药业 (600329) 公司简报

近日公司补充披露了 2016 年年报的相关内容, 并披露了 2017 年 1 季报, 点评要点如下:

- **对 2016 年业绩特别是 4 季度业绩大幅低于预期不要过分担心。** 首先, 收入端的下滑主要是商业批发业务控制规模导致。其次 4 季度受议价影响, 工业主动控制了库存, 影响收入约 2 亿元。另外, 从核心工业品种的销量看, 与 2015 年相比明显好转。我们认为利润端下滑主要与费用计提有关, 4 季度计提相关费用约 6000 余万, 此外因为非经常损益的原因, 导致扣非净利润相比前 3 季度平均减少约 5400 万。我们认为公司盈利能力保持稳定, 不用对 2016 年业绩过分担心。
- **速效救心丸已有十多个省份执行新标, 业绩拐点临近。** 速效为公司的第一大品种, 对公司业绩贡献较高。去年仅 2 个省份, 即上海和浙江执行了新标, 今年随着新标执行省份的增加, 公司业绩有望迎来拐点。目前有 14 个省份已经开始执行新标, 若公司出厂价与医疗终端价同比例 (约 40%) 上调, 不考虑销量的变化, 预计增厚毛利超过 3 亿元, 但最终贡献的利润还需考虑推广费用等因素。
- **投资建议:** 公司是一家资源型企业, 旗下拥有多家老字号资源, 核心品种速效救心丸提价效应伴随着新标执行带动公司业绩有望迎来拐点, 但由于渠道、招标落地进度等方面的原因, 速效提价对业绩的正面效应有望在 2018 年全面体现。此外, 对 2016 年业绩不用过分担心, 公司工业品种增长稳定, 预计费用计提因素对 2016 年业绩构成较大影响。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.66、0.85 和 1.03 元/股。目前股价对应 2017 年估值约为 29 倍, 中药板块整体 TTM 估值约为 34 倍, 给予公司“推荐”评级。

**风险提示:** 招标落地进度低于预期; 推广费用投入超预期; 中美史克业绩大幅波动; 行业监管政策进一步趋严; 国改进度低于预期; 股票市场系统性风险。

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	7080.55	6178.82	6469.61	6918.16	7309.78
(+/-)%	-0.1%	-12.7%	4.7%	6.9%	5.7%
经营利润 (EBIT)	561.97	476.64	559.32	721.97	882.07
(+/-)%	18.8%	-15.2%	17.3%	29.1%	22.2%
归母净利润	451.44	422.42	506.47	651.23	791.37
(+/-)%	20.7%	-6.4%	19.9%	28.6%	21.5%
每股净收益 (元)	0.59	0.55	0.66	0.85	1.03
PE	36.36	34.67	28.92	22.49	18.51

近日，公司补充披露了2016年年报的部分内容，主要包括主营业务分行业数据、收入成本分析、公司终端客户分类、应收账款周转率等，结合2016年年报，我们做如下点评：

**商业批发业务规模控制造成收入端下滑。**2016年公司实现营业收入约61.79亿元，同比增长-12.74%，其中工业收入约30.17亿，同比增长-0.01%，与上年基本持平，而医药商业（不考虑抵消）实现收入62.72亿，同比增长-11.68%。因此公司去年收入端的负增长主要是商业收入同比下降导致的。细分来看，商业业务中医药批发业务规模下降较快导致商业收入同比下降。目前公司医药批发业务规模为46.86亿，占商业收入的比重接近75%，2016年同比增长-15.86%。我们认为公司主动控制了医药批发业务规模，特别是在全面“两票制”的大背景下，对商业结构进行了一定优化，导致了批发业务规模的下滑。

**4季度受议价影响，工业主动控制了库存。**2016年4季度公司部分产品，特别是速效各地挂网采购逐步进入医院议价过程，许多省份都面临供货价格的调整。公司主动控制商业库存，以期挂网新价格平稳切换。这一措施客观上影响了公司4季度的销售收入指标（4季度控制商业库存约影响销售收入2亿元）。

**工业核心品种销量情况优于2015年，应收账款情况良好。**从工业情况看，公司已有5个过亿品种，其中速效救心丸收入超过8个亿，占医药工业收入已不到30%，紫龙金片为公司2016年新过亿品种，其它3个大品种规模在1个多亿左右。此外，除过亿品种外，公司尚有10个品种收入在5000万以上。从销量情况看，除京万红和清咽滴丸销量分别同比增速下滑6.39%和11.27%外，其它8大重点品种销量均实现了正增长。其中清咽滴丸销量下滑相对较多主要与更换代理商有关，紫龙金片和舒脑欣销量增速相对最快，分别为58%和36.7%。我们认为公司工业品种增长稳定，2016年重点品种的销量增长情况均明显好于2015年。此外，公司首次披露了工业应收账款周转情况，2016年公司应收账款周转率为10.1，周转天数为36天，显示应收账款回收情况良好。

**利润端下滑主要与费用计提有关，盈利能力保持稳定。**从利润端的情况看，公司2016年归母净利润增速同比下降6.43%，扣非归母净利润增速为0.79%，归母净利润增速在去年4季度由正转负，低于市场预期，4季度公司归母净利润仅为7315万，扣非归母净利润仅1378.9万，相比去年同期和前三季度均有较大下滑。我们认为公司利润端虽大幅下降，但盈利能力保持稳定，4季度公司毛利率为35.51%，是去年最高的一个季度，相比3季度提升超过3个百分点。利润端的下滑我们判断主要与公司在4季度计提了较多费用有关，主要包括内退人员费用、坏账准备及存货跌价准备共计约6000万，此外非经常性损益导致4季度扣非归母净利润也大幅下降，4季度非经常性损益导致公司扣非净利润相比前3季度平均减少约5400余万。我们认为公司整体盈利能力保持稳定，不用对2016年业绩过分担心。

4月29日,公司公布了2017年1季报,公司实现营业收入约14.64亿,归母净利润1.34亿,分别同比增长-10.92%和11.85%,我们点评如下:

**收入端继续负增长,毛利率为近年来新高。**今年1季度公司收入端增速继续为负,我们预计仍与商业批发业务规模控制有关。公司1季度毛利率达到38.54%,为多年来的新高,相比去年同期提升超过6个百分点,我们认为主要与毛利率较低的商业规模控制和占比提升有关。

**速效救心丸已有十多个省份执行新标,业绩拐点临近。**速效为公司的第一大品种,对公司业绩贡献较高。去年仅2个省份,即上海和浙江执行了新标,今年随着新标执行省份的增加,公司业绩有望迎来拐点。目前有14个省份已经开始执行新标,若公司出厂价与医疗终端价同比例(约40%)上调,不考虑销量的变化,预计增厚毛利超过3亿元,但最终贡献的利润还需考虑推广费用等因素。受OTC和医疗端价差的影响,去年公司速效医疗端合计销售约1990万盒,相比2015年提升91%,销量占比已接近50%。若公司能在提价后保持医疗端的稳定增长,同时具备传统优势的OTC端销售能有所恢复,速效规模有望迈向新台阶。

**1季度各项费用增长平稳,净利润率同比提升超过2个百分点。**1季度除销售费用增长约9%外,管理费用和财务费用均得到控制,分别同比增长-11.24%和-60.28%。叠加毛利率提升因素,整体公司利润率达到9.1%,也为近年来的较高水平。

**投资建议:**公司是一家资源型企业,旗下拥有多家老字号资源,核心品种速效救心丸提价效应伴随着新标执行带动公司业绩有望迎来拐点,但由于渠道、招标落地进度等方面的原因,速效提价对业绩的正面效应有望在2018年全面体现。此外,对2016年业绩不用过分担心,公司工业品种增长稳定,预计费用计提因素对2016年业绩构成较大影响。我们预计公司2017-2019年实现收入64.70、69.18和73.1亿元,分别同比增长4.7%、6.9%和5.7%;实现归母净利润5.06、6.51和7.91亿元,分别同比增长19.9%、28.6%和21.5%;EPS分别为0.66、0.85和1.03元/股。目前股价对应2017年估值约为29倍,中药板块整体TTM估值约为34倍,给予公司“推荐”评级。

**风险提示:** 招标落地进度低于预期;推广费用投入超预期;中美史克业绩大幅波动;行业监管政策进一步趋严;国改进度低于预期;股票市场系统性风险。

图1: 公司近几年收入端情况



图2: 公司近几年利润端情况



数据来源: wind, 国开证券研究部

图3: 公司近几年毛利率情况



图4: 公司近几年净利润率情况



数据来源: wind, 国开证券研究部

**附表：三大报表情况**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	993	1038	817	1083	1413	营业收入	7081	6179	6470	6918	7310
应收票据及账款	1503	1434	1642	1648	1828	营业成本	4990	4178	4280	4443	4583
交易性金融资产	1	1	1	1	1	营业税金及附加	47	57	60	64	68
预付款项	119	141	91	149	99	销售费用	1263	1266	1359	1453	1499
其他应收款	36	31	39	36	43	管理费用	349	364	388	401	439
存货	974	909	720	971	773	财务费用	25	20	11	14	12
其他流动资产	257	223	223	223	223	资产减值损失	33	53	10	10	10
长期股权投资	531	561	741	921	1101	投资收益	132	180	180	180	180
固定资产	794	815	968	949	925	其他经营损益	0	0	0	0	0
在建工程	127	167	0	0	0	营业利润	366	240	361	533	700
投资性房地产	27	26	22	18	14	其他非经营损益	39	45	30	30	30
无形资产	186	177	165	152	138	税前利润	537	466	571	743	910
长期待摊费用	13	11	5	0	0	减：所得税	79	58	59	85	110
资产总计	5871	6159	6059	6775	7183	净利润	458	408	512	659	801
短期借款	419	305	0	0	0	归属于母公司的净利润	451	422	506	651	791
应付票据及账款	716	749	590	800	634	少数股东损益	6	-15	6	8	9
交易性金融负债	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.59	0.55	0.66	0.85	1.03
预收款项	65	67	53	75	60	稀释每股收益	0.59	0.55	0.66	0.85	1.03
预计负债	0	0	0	0	0						
其他应付款	381	387	387	387	387	<b>财务指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
其他流动负债	117	271	271	271	271	<b>成长性</b>					
长期借款	0	0	0	0	0	营收增长率	-0.09%	-12.74%	4.71%	6.93%	5.66%
其他负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	18.84%	-15.18%	17.35%	29.08%	22.18%
负债合计	1719	1810	1333	1564	1384	净利润增长率	20.67%	-10.98%	25.71%	28.58%	21.52%
股东权益合计	4105	4302	4679	5163	5752	<b>盈利性</b>					
<b>现金流量表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	销售毛利率	29.52%	32.39%	33.84%	35.78%	37.31%
净利润	458	408	512	659	801	销售净利率	6.47%	6.60%	7.92%	9.52%	10.95%
折旧与摊销	76	75	127	132	131	ROE	11.51%	10.20%	11.23%	13.06%	14.22%
经营活动现金流	361	429	283	494	588	ROIC	13.04%	9.62%	13.36%	15.81%	18.08%
投资活动现金流	-428	89	-75	-75	-75	<b>估值倍数</b>					
融资活动现金流	274	-339	-428	-153	-184	PE	36.4	34.7	28.9	22.5	18.5
现金净变动	214	178	-220	266	330	P/S	2.1	2.4	2.3	2.1	2.0
期初现金余额	557	763	1038	817	1083	P/B	3.7	3.5	3.2	2.9	2.6
期末现金余额	763	1038	817	1083	1413	股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						EV/EBITDA	23.0	25.5	20.4	16.2	13.4

## 分析师简介承诺

王雯，CFA、CPA，天津大学学士，对外经济贸易大学硕士研究生，曾任渤海证券医药行业分析师，5年行业研究经验。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询和注册分析师资格，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层