

中航证券金融研究所

赵浩然

证券执业证书号：S0640513070002

电话：0755-83689524

邮箱：zhaohao185@gmail.com

## 中新药业（600329）2013 年中期报告点评：

### 投资收益减少导致利润下滑

行业分类：医药生物

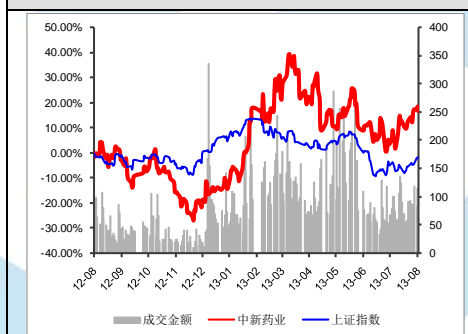
2013 年 08 月 14 日

公司投资评级	持有
6-12 个月目标价	
当前股价（13.08.14）	14.33

#### 基础数据

上证指数	2100.14
总股本（亿）	7.39
流通 A 股（亿）	5.33
流通 B 股（亿）	0
流通 A 股市值（亿）	76.38
每股净资产（元）	3.14
ROE（2013H）	8.15%
资产负债率	47.49%
动态市盈率	27.14
市净率	4.70

#### 近一年公司指数与上证综指走势对比



资料来源：wind

#### 事件回顾：

公司 2013 年中期报告披露：报告期内公司实现营业收入 30.78 亿元，同比增长幅度为 19.31%；取得营业利润为 2.25 亿元，同比下降幅度为 42.53%；归属上市公司股东的净利润为 1.89 亿元，同比下滑 42.03%（扣非后下滑 22.24%）；基本每股收益为 0.26 元，较去年同期下降 39.53%。

同时，公司公告 2013 年第七次董事会审议通过了 2013 年半年度利润分配预案：拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.0 元（含税）。

#### 投资要点：

**投资收益减少，导致利润下滑明显：**报告期内，公司实现投资收益 2862.63 万元，相对去年同期下降 17249.43 万元，同比下降幅度为 86%，其主要原因为减少了去年同期转让中央药业股权收益（1.14 亿元）以及上半年联营企业中美史克投资收益减少所致，投资收益减少是导致公司当期利润下滑的最主要原因。

**自身经营稳健，商业规模快速扩大：**报告期内，公司自身经营稳健，取得主营业务收入 30.71 亿元，同比增长 19.36%，实现自营利润 1.96 亿元，增长 10.08%（合并调整后）；其中医药工业实现营业收入 13.39 亿元，同比增长 2.14%，医药商业在创新经营模式以及大品种集群数量增加等因素的影响下规模快速扩大，上半年累计实现营业收入 17.32 亿元，较去年同期增长 37.24%；分产品来看，中药业务上半年营业收入 18.57 亿元，同比增长 8.98%，西药业务实现收入 11.05 亿元，同比增长 41.20%，其他类收入 1.14 亿元，同比增长幅度为 26.80%。

**毛利率虽有所下降，但管理持续改善：**报告期内，公司受商业规模扩大以及毛利率下滑双重因素的影响，综合毛利率仅为 33.64%，较去年同期下降 5.98%；但是同期在内控体系逐步完善带动下，公司期间费用率控制成效显著，累计由去年同期的 31.39%下降至 26.51%，减少 4.88 个百分点，在一定程度上抵消了毛利率下滑对利润的负面影响。

**大品种战略推进，重点品种稳步提升：**2013 年公司持续推进大品种战略，年初形成了新的 25 个大品种组成的大品种群，在终端开发力度持续加大的带动下，累计销售收入由去年同期的 9.48 亿元增加到 10.59 亿元，同比增长 11.63%，其中通脉养心丸、舒脑欣滴丸、紫龙金片、癯清片、胃肠安等 10 余个品种的销售规模较去年同期增长 20%以上。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

**研发力度加大，核心竞争力增强：**报告期内，公司研发支出 4108.73 万元，较去年同期增加 34.77%，有效推动科技工作持续深化，上半年公司共开展新品项目研究 17 个，工艺改进项目 10 个，老产品的二次开发工作 9 个，完成 2 个保健食品的专家论证，并获得天津市多项科技奖项，研发不断挖掘和释放优秀品种的市场潜力，持续增强公司核心竞争力。

**优秀品种众多，基药放量值得关注：**公司旗下优秀品种众多，经过几十年的不断挖掘开发创新，形成丰富的门类齐全的品种资源，现拥有注册产品 560 个，其中独家生产品种 101 个，中药保护品种 11 个，覆盖心脑血管用药、呼吸系统用药、肠胃用药、抗肿瘤用药等多个细分领域；在本次新版国家基本药物目录中，公司有 60 个品种入选，涵盖 113 个品规，其中包括速效救心丸、乌鸡白凤丸、清咽滴丸、京万红软膏、癯清片等多个独家品种，公司具有运作独家产品临床推广的市场经验，未来随着新目录的招标实施，新增品种有望实现放量增长。

### **投资评级：**

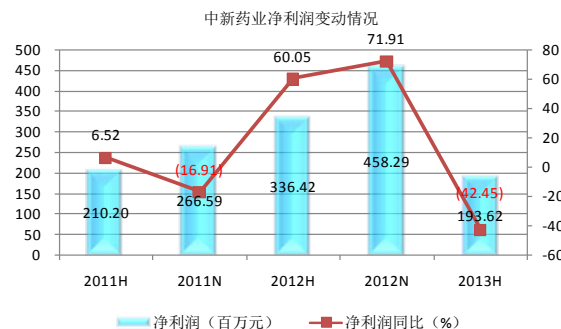
依据公司中期报告，我们暂维持公司 13-15 年 EPS 分别为 0.53/0.61/0.71 元，对应的动态市盈率分别为 27、23、20 倍；我们认为公司作为天津医药集团旗下中成药业务的整合平台，拥有丰富的优质品种资源，并具有运作基药品种临床推广的经验，本次多个独家品种入选新基药目录，有望持续推动其实现稳定发展，但考虑到公司投资收益的不确定性，持续维持公司的“持有”评级。

### **投资风险：**

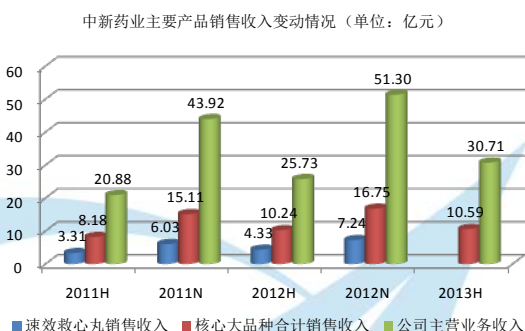
药品价格下降；中药材价格变动；投资收益减少。

**图表 1：中新药业营业收入变动情况**

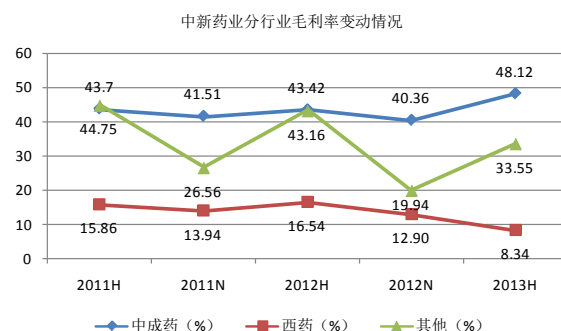

资料来源:wind、中航证券金融研究所

**图表 2：中新药业净利润变动情况**


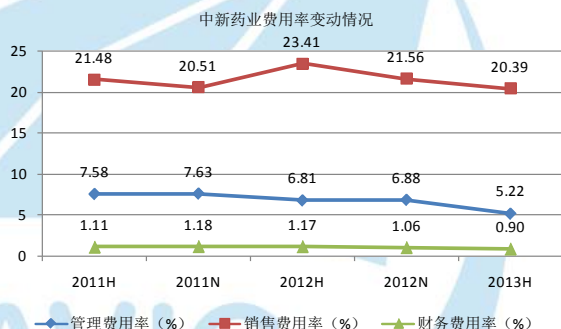
资料来源:wind、中航证券金融研究所

**图表 3：中新药业主要产品销售收入变动情况**


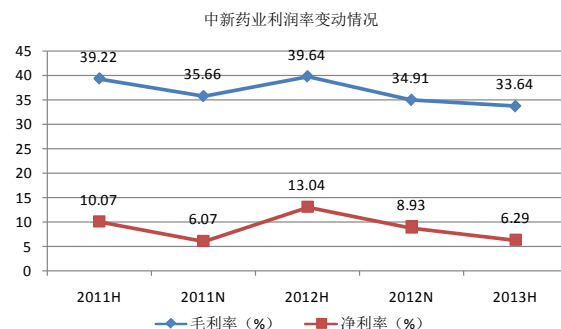
资料来源:wind、中航证券金融研究所

**图表 4：中新药业分产品毛利率变动情况**


资料来源:公司报告、中航证券金融研究所

**图表 5：中新药业费用率变动情况**


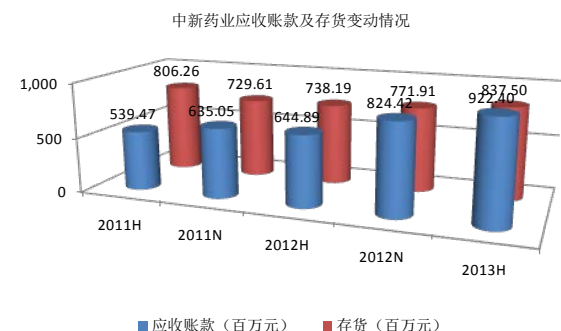
资料来源:wind、中航证券金融研究所

**图表 6：中新药业利润率变动情况**


资料来源:wind、中航证券金融研究所

**图表 7：中新药业投资收益占比变动情况**


资料来源:wind、中航证券金融研究所

**图表 8：中新药业应收账款及存货变动情况**


资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 9：盈利预测表

报表预测						
利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	3473.47	4391.89	5129.93	6145.14	7061.99	8125.53
减：营业成本	2136.56	2825.67	3339.11	4151.66	4869.95	5700.87
营业税金及附加	25.05	35.64	40.58	47.60	54.70	62.94
营业费用	749.22	900.66	1106.14	1161.43	1277.51	1437.41
管理费用	320.04	334.90	352.94	335.52	352.39	387.59
财务费用	41.22	51.66	54.43	65.11	58.71	40.00
资产减值损失	1.76	15.91	13.73	10.47	10.47	10.47
加：投资收益	106.12	44.09	276.91	60.00	80.00	100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>305.73</b>	<b>271.53</b>	<b>499.91</b>	<b>433.35</b>	<b>518.25</b>	<b>586.26</b>
加：其他非经营损益	47.05	10.10	17.53	16.55	16.55	16.55
<b>利润总额</b>	<b>352.77</b>	<b>281.63</b>	<b>517.44</b>	<b>449.90</b>	<b>534.81</b>	<b>602.81</b>
减：所得税	31.93	15.05	59.15	44.57	51.98	57.47
<b>净利润</b>	<b>320.84</b>	<b>266.59</b>	<b>458.29</b>	<b>405.33</b>	<b>482.82</b>	<b>545.34</b>
减：少数股东损益	27.55	18.94	16.99	15.03	17.90	20.22
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>293.29</b>	<b>247.65</b>	<b>441.30</b>	<b>390.30</b>	<b>464.92</b>	<b>525.11</b>
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	265.92	343.46	265.16	921.77	1059.30	1218.83
应收和预付款项	796.46	1018.01	1307.65	1627.44	1713.49	1943.95
存货	597.98	729.61	771.91	982.43	904.23	1132.81
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	551.28	507.18	674.01	674.01	674.01	674.01
投资性房地产	33.61	29.63	28.63	24.95	21.27	17.59
固定资产和在建工程	1141.28	1105.21	909.41	758.18	603.95	446.72
无形资产和开发支出	209.27	203.68	178.90	154.45	130.00	105.54
其他非流动资产	80.45	65.51	43.84	38.83	33.83	33.83
<b>资产总计</b>	<b>3676.25</b>	<b>4002.28</b>	<b>4179.51</b>	<b>5182.07</b>	<b>5140.08</b>	<b>5573.29</b>
短期借款	648.00	692.00	874.00	1835.46	969.43	1256.65
应付和预收款项	724.63	897.12	974.06	669.83	1091.05	791.69
长期借款	144.00	1.16	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	72.71	206.94	52.68	52.68	52.68	52.68
<b>负债合计</b>	<b>1589.34</b>	<b>1797.22</b>	<b>1900.74</b>	<b>2557.96</b>	<b>2113.15</b>	<b>2101.03</b>
股本	739.31	739.31	739.31	739.31	739.31	739.31
资本公积	611.44	594.54	555.74	555.74	555.74	555.74
留存收益	448.98	548.77	841.85	1232.15	1697.07	2222.19
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1799.73</b>	<b>1882.62</b>	<b>2136.90</b>	<b>2527.20</b>	<b>2992.12</b>	<b>3517.23</b>
少数股东权益	287.19	322.44	141.88	156.91	174.81	195.03
<b>股东权益合计</b>	<b>2086.92</b>	<b>2205.06</b>	<b>2278.77</b>	<b>2684.11</b>	<b>3166.93</b>	<b>3712.26</b>
负债和股东权益合计	3676.25	4002.28	4179.51	5242.07	5280.08	5813.29
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	142.66	180.42	30.23	-230.93	1071.08	-78.88
投资性现金净流量	11.79	33.73	22.41	-15.34	-15.34	-15.34
筹资性现金净流量	-120.90	-197.72	-75.32	902.87	-918.21	253.75
<b>现金流量净额</b>	<b>33.55</b>	<b>16.35</b>	<b>-22.63</b>	<b>656.61</b>	<b>137.53</b>	<b>159.53</b>

资料来源：wind、中航证券金融研究所



## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入**：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
**持有**：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
**卖出**：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持**：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
**中性**：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
**减持**：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

赵浩然，SAC执业证书号：S0640513070002，南开大学理学学士、天津大学理学硕士，2011年6月加入中航证券金融研究所，从事医药生物行业的研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容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。

### 免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。