



东兴证券
DONGXING SECURITIES

大品种稳步发展 增发释放积极信号

——中新药业（600329）财报点评

2015 年 03 月 31 日

推荐/维持

中新药业

财报点评

郝力芳

分析师

执业证书编号：S1480512070001

haolf@dxzq.net.cn

010-66554036

事件：

公司披露了 2014 年年报。2014 年，公司实现营业收入 70.87 亿元，同比增长 17.92%；实现归属于母公司净利润 3.58 亿元，同比增长 1.71%，其中，公司实现自营利润 3.29 亿元人民币，比去年同期自营利润 2.99 亿元增长 10.06%。实现基本每股收益 0.48 元。

公司分季度财务指标

指标	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
营业收入（百万元）	1629.42	1396.24	1535.44	1551.83	1783.12	1750.76	2001.16
增长率（%）	21.00%	9.50%	20.46%	7.09%	9.43%	25.39%	30.33%
毛利率（%）	30.30%	29.41%	30.56%	33.95%	32.07%	27.33%	28.66%
期间费用率（%）	24.90%	25.65%	26.82%	26.13%	25.31%	23.90%	24.51%
营业利润率（%）	5.06%	3.97%	8.14%	8.18%	6.75%	4.30%	4.54%
净利润（百万元）	71.70	50.00	116.97	109.41	100.79	64.06	105.18
增长率（%）	-60.76%	-06.57%	71.11%	-10.26%	40.57%	28.10%	-10.08%
每股盈利（季度，元）	0.10	0.06	0.16	0.14	0.13	0.08	0.14
资产负债率（%）	47.49%	45.15%	51.07%	47.88%	47.69%	46.21%	-
净资产收益率（%）	2.91%	1.98%	4.54%	4.08%	3.67%	2.26%	-
总资产收益率（%）	1.53%	1.09%	2.22%	2.12%	1.92%	1.22%	-

观点：

- **强化营销管控,大品种稳步发展。**2014年，公司深耕终端销售，强化营销过程管控，形成梯次监控体系。公司建立工业产品溯源系统，对所属企业品种的生产、销售全部数据进行全程采集和集中化管理。公司 25 个大品种全年累计实现销售收入 20.14 亿元，同比增长 1.62 亿元，增幅 8.78%。在速效救心丸、金芪降糖片、清肺消炎丸、胃肠安丸等品种销售稳定增长的同时，治咳川贝枇杷滴丸成为公司又一个过 5000 万元品种。公司全年实现营业收入 70.87 亿元，同比增长 17.92%；实现归属于母公司净利润 3.58 亿元，同比增长 1.71%，业绩实现了较为稳定的增长。
- **营销模式创新，集约管理拓展市场。**2014 年，公司加强营销渠道与人员网络建设，强化终端促销工作，做到定区域、定客户、定指标、定要求、定考核，形成以终端带动销量的良性发展模式。公司市内商业部创新与医疗经营合作模式，提升市场份额，采用院店合作模式，独家配送，增加企业的话语权；拓展大品种规模销售战略；OTC 终端销售拉动销售增长；采取内部招标程序，提高医疗运作能力，为公司销

售规模增长做出较大贡献。

表 1 2014 年分产品营收及毛利率情况 单位：亿元、%

品种	营业收入（亿元）	同比增减（%）	毛利率（%）
中药	41.7	12.77%	45.64%
西药	24.1	18.95%	6.26%
其他	4.9	82.88%	17.21%
总计	70.7	17.92%	30.35%

资料来源：公司公告，东兴证券

表 2 国内外营收及同比增减情况 单位：亿元、%

地区	营业收入（亿元）	同比增减（%）
国内	70.23	18.24%
国外	0.44	-13.94%
合计	70.67	17.92%

资料来源：公司公告，东兴证券

- **上市以来首次融资，延伸延展产业链。**2014 年 6 月起，公司正式启动非公开发行 A 股股票项目，拟募集资金 8.36 亿元，为公司后续发展注入资金支持。此次增发是公司 2001 年上市以来首次增发，为市场释放出较为积极的信号，增发底价为 12.83 元，主要包括四个项目。项目“终端营销网络及推广体系项目”将强化公司优势品种的终端营销，主要指公司大品种速效，目前速效可控终端销售比例不足 15%，公司表示下一步将会加大医院的推广力度，建立实验数据，理论与临床实验相结合，建立与西药相类似的推广体系。此外，“速效”名称一直以来给人印象为急救用药，实际其良好的疗效更适合患者常服，所以需要加大学术推广同时增强医院营销。速效作为公司 20 亿元以上大品种仍有较大提升空间。亳州产业园建成后，公司将具备南北两个中药产业园。亳州是中药重要的集散地，可方便药材采集，降低成本，而天津中药产业园将会重点打造高端产品。年产 5 万吨的大健康功能性植物饮料是公司中药向大健康产业的延伸，公司具备多年的中药品牌及质量等优势，更易获得消费者的信赖和认可，大健康产业可为公司培育新的利润增长点。医药物流中心主要为了满足公司医药商业业务规模扩张和实施 GSP 改造的要求。

表 3 公司增发项目

公司名称	项目名称	拟投资金额（万元）	募集资金投资额（万元）
1	终端营销网络及推广体系项目	31042	31042
2	亳州产业园项目（中药提取与制剂；中药饮片）	40000	20400
3	大健康产业功能性植物饮料项目	29992	29992
4	医药物流中心项目	31026	31026

合计

132060

112460

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

结论：

公司是天药集团旗下主营中药的公司，经营历史悠久，底蕴深厚，品种储备丰富。2014 年公司在营销管控及模式创新方面也较为注重。公司非公开增发增发已获得证监会审核通过（尚未收到书面核准），增发项目完成将强化大品种终端营销，大健康饮品将增加新的利润增长点。我们预计公司 15-17 年每股收益分别为 0.58、0.68、0.79 元（未摊薄），对应 PE 分别为 37、31、27 倍，维持公司“推荐”投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表		单位：百万元					利润表		单位：百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E			2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
流动资产合计	3188	3382	4132	4749	5422	营业收入		6010	7087	8050	9005	10050	

货币资金	545	631	729	816	911	营业成本	4094	4936	5555	6213	6935
应收账款	1005	1326	1345	1505	1680	营业税金及附加	43	49	58	65	72
其他应收款	54	65	74	83	92	营业费用	1203	1363	1583	1756	1930
预付款项	87	151	73	-14	-111	管理费用	330	351	380	423	472
存货	817	860	1096	1226	1368	财务费用	53	51	59	82	93
其他流动资产	239	47	308	566	850	资产减值损失	-12.76	6.28	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2075	2055	1915	2147	2428	公允价值变动收益	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	545	542	600	600	600	投资净收益	105.49	83.61	80.00	120.00	130.00
固定资产	842.19	807.30	758.86	690.93	617.40	营业利润	405	413	495	585	679
无形资产	197	191	50	50	50	营业外收入	14.50	20.32	15.00	10.00	10.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	2.47	2.73	4.00	0.00	0.00
资产总计	5262	5437	6047	6896	7850	利润总额	417	431	506	595	689
流动负债合计	2608	2362	2900	3189	3488	所得税	56	51	69	81	93
短期借款	1059	786	1411	1595	1779	净利润	361	379	438	514	595
应付账款	554	659	730	817	912	少数股东损益	9	22	10	10	10
预收款项	79	51	51	51	51	归属母公司净利润	352	358	428	504	585
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	540	549	622	755	864
非流动负债合计	80	129	-21	-68	-119	BPS（元）	0.48	0.48	0.58	0.68	0.79
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	2687	2491	2879	3121	3368	成长能力					
少数股东权益	158	183	193	203	213	营业收入增长	17.2%	17.9%	13.59%	11.86%	11.60%
实收资本（或股	739	739	739	739	739	营业利润增长	-19.0%	2.0%	19.78%	18.18%	15.99%
资本公积	558	523	523	523	523	归属于母公司净利润	-20.3%	1.7%	19.49%	18.00%	16.03%
未分配利润	844	1129	1323	1553	1819	获利能力					
归属母公司股东	2417	2764	2938	3216	3539	毛利率（%）	0%	0%	0%	0%	0%
负债和所有者权益	5262	5437	6010	6540	7120	净利率（%）	6%	5%	5%	6%	6%
现金流量表					单位：百万元	总资产净利润（%）	7%	7%	7%	7%	7%
						ROE（%）	15%	13%	15%	16%	17%
经营活动现金流	213	287	-289	138	187	偿债能力					
净利润	361	379	438	514	595	资产负债率（%）	51%	46%	48%	48%	47%
折旧摊销	82.53	84.44	0.00	87.04	92.63	流动比率	1.22	1.43	1.42	1.49	1.55
财务费用	53	51	59	82	93	速动比率	0.91	1.07	1.05	1.11	1.16
应付帐款的变化	0	0	71	87	95	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.24	1.32	1.41	1.44	1.47
投资活动现金流	-166	102	27	120	130	应收账款周转率	7	6	6	6	6
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	11.20	11.69	11.59	11.64	11.62
长期投资	545	542	600	600	600	每股指标（元）					
投资收益	105	84	80	120	130	每股收益（最新摊薄）	0.48	0.48	0.58	0.68	0.79
筹资活动现金流	266	-491	360	-172	-222	每股净现金流（最新	0.42	-0.14	0.13	0.12	0.13
短期借款	1059	786	1411	1595	1779	每股净资产（最新摊	3.27	3.74	3.97	4.35	4.79
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	44.31	44.31	36.78	31.17	26.86
资本公积增加	3	-36	0	0	0	P/B	6.51	5.69	5.35	4.89	4.44
现金净增加额	314	-102	98	87	95	EV/EBITDA	30.05	28.94	26.39	21.87	19.21

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郝力芳

2007 年获得硕士学位，2010 年在中邮证券从事化工行业研究，2011 年加盟东兴证券研究所从事化工行业研究，2014 年底开始从事医药行业研究。

联系人简介

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。