

中新药业 (600329)

证券研究报告

2017 年 08 月 15 日

业绩相对平稳，期待国企改革落地

2017 年上半年业绩同比增长 7.33%

公司公告 2017 年半年报：实现营收、归母净利润、归母扣非后净利润分别为 29.87、2.78、2.25 亿元，分别同比增长-8.87%、7.33%、-8.53%，业绩恢复的增长略低于市场预期。其中 Q2 营收、净利润分别同比增长-6.80%、3.44%，净利润增速相对 Q1 有所下滑。展望全年，公司的主力品种速效救心丸的提价效应在新标陆续执行的情况下有望逐步释放，有望拉动公司业绩稳健增长，同时大股东天津医药集团层面混改已经开启，预计年内落地，而上市公司层面股权激励、员工持股亦存在较大预期，有望带来较大的业绩弹性。

中成药营收保持相对平稳

从营收结构来看：中成药板块收入小幅下滑 5.00%，但主要的品种预计相对平稳。后续公司将继续推进大品种战略，采用主题宣传模式推广并实行会员精准营销方式，加强终端拓展，力图打破区域局限；以分级诊疗为契机，进一步扩大社区医院销售，弥补医院降低药占比形成的空缺，开发盈利增长点。公司整合营销资源，尝试特色终端营销模式，初步筛选了乌鸡白凤片、清肺消炎丸、舒脑欣、京万红 4 个 OTC 品种为重点广告推介产品来发力推广。公司西药部分受商业政策不利环境影响下滑 7.75%。报告期内，公司销售费用因市场推广同比增加 15%，管理费用保持相对平稳。

速效救心丸均价整体提升 50%左右

在全国低价药新一轮挂网采购工作中，公司主力产品速效救心丸（低价药、国家基本药物）招标价格在全国范围内得到了调整，提价幅度平均在 50% 左右。随着新标执行省份的增加，预计将对整体业绩有较大增厚。

国企改革方案首次公布，天津医药集团拟让出绝对控制权

公司是国有控股平台，大股东天津医药集团拟通过产权转让、增资扩股等方式，预计引入从事医药行业或具有医药行业投资经验的社会资金 100 亿元，引进 1-2 家战略投资者，让出国有绝对控股权，将集团整体改制为国有参股或国有相对控股的混合所有制企业。中新药业注重优质资产聚集，已完成中药饮片厂注入，后续有望自上而下实现经营管理效率的提升。同时上市公司层面的股权激励、员工持股等存在较大预期，有望带来较大的业绩弹性。

看好公司长远发展，维持“增持”评级

我们暂不调整对公司的盈利预测，预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.64、0.77、0.90 元，对应 PE 分别为 26、22、19 倍。看好速效提价效应释放带来的业绩提振以及国企改革弹性，维持“增持”评级。

风险提示：招标进展低于预期，天津市国改进程低于预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,080.55	6,178.82	6,718.04	7,525.40	8,442.73
增长率(%)	(0.09)	(12.74)	8.73	12.02	12.19
EBITDA(百万元)	602.32	509.60	634.51	748.14	864.56
净利润(百万元)	451.44	422.42	495.64	588.21	691.60
增长率(%)	26.17	(6.43)	17.33	18.68	17.58
EPS(元/股)	0.59	0.55	0.64	0.77	0.90
市盈率(P/E)	28.90	30.89	26.32	22.18	18.87
市净率(P/B)	3.33	3.15	2.96	2.72	2.50
市销率(P/S)	1.84	2.11	1.94	1.73	1.55
EV/EBITDA	25.48	23.50	18.16	14.74	12.60

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/中药
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	16.97 元
目标价格	22.5 元
上次目标价	22.3 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	568.87
流通 A 股股本(百万股)	565.77
A 股总市值(百万元)	9,653.78
流通 A 股市值(百万元)	9,601.08
每股净资产(元)	5.59
资产负债率(%)	34.85
一年内最高/最低(元)	19.98/15.84

作者

杨烨辉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	
潘海洋	联系人
panhaiyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《中新药业-年报点评报告:2016 年业绩低点，2017 年静待速效提价效应释放》 2017-03-31
- 2 《中新药业-首次覆盖报告:速效提价提振业绩，有望受益国企改革推进》 2017-03-07



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,108.11	1,152.86	1,223.45	1,741.37	1,743.88
应收账款	1,314.54	1,204.90	1,338.01	1,174.73	1,644.31
预付账款	118.52	140.53	103.60	176.54	139.41
存货	974.15	908.72	812.12	1,163.27	959.89
其他	483.19	484.62	476.84	512.51	591.78
流动资产合计	3,998.52	3,891.62	3,954.02	4,768.41	5,079.27
长期股权投资	531.22	561.03	555.03	547.33	541.43
固定资产	794.44	815.24	852.28	865.02	865.68
在建工程	127.03	167.00	136.20	129.72	107.83
无形资产	187.97	178.63	166.75	156.68	145.60
其他	429.69	747.16	576.92	595.31	640.36
非流动资产合计	2,070.36	2,469.06	2,287.18	2,294.06	2,300.90
资产总计	6,068.88	6,360.68	6,241.20	7,062.47	7,380.17
短期借款	419.05	304.50	104.50	154.50	67.50
应付账款	1,025.63	908.44	1,045.80	1,145.49	1,303.94
其他	395.64	715.57	381.09	673.00	497.03
流动负债合计	1,840.32	1,928.51	1,531.39	1,973.00	1,868.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	123.38	129.88	127.29	126.85	128.01
非流动负债合计	123.38	129.88	127.29	126.85	128.01
负债合计	1,963.70	2,058.39	1,658.69	2,099.85	1,996.47
少数股东权益	183.47	162.66	168.46	166.37	159.89
股本	768.87	768.87	768.87	768.87	768.87
资本公积	1,307.48	1,307.27	1,307.27	1,307.27	1,307.27
留存收益	3,088.13	3,318.13	3,645.18	4,027.39	4,454.93
其他	(1,242.78)	(1,254.64)	(1,307.27)	(1,307.27)	(1,307.27)
股东权益合计	4,105.17	4,302.29	4,582.51	4,962.63	5,383.70
负债和股东权益总	6,068.88	6,360.68	6,241.20	7,062.47	7,380.17

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	457.87	407.61	495.64	588.21	691.60
折旧摊销	75.72	74.54	49.64	52.81	55.31
财务费用	35.56	19.37	27.20	38.00	44.00
投资损失	(131.87)	(180.34)	(155.00)	(150.00)	(127.00)
营运资金变动	(328.28)	256.51	(180.04)	99.77	(326.60)
其它	251.59	(157.79)	5.86	(1.86)	(6.65)
经营活动现金流	360.58	419.90	243.30	626.94	330.66
资本支出	110.76	143.22	40.58	41.74	21.84
长期投资	(10.83)	29.81	(6.00)	(7.70)	(5.90)
其他	(528.19)	(84.50)	241.96	50.72	50.83
投资活动现金流	(428.26)	88.53	276.55	84.76	66.78
债权融资	419.05	304.50	104.50	154.50	67.50
股权融资	795.11	(20.94)	(69.16)	(27.11)	(32.99)
其他	(940.58)	(622.97)	(484.59)	(321.17)	(429.44)
筹资活动现金流	273.58	(339.41)	(449.25)	(193.78)	(394.93)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	205.90	169.02	70.60	517.92	2.51

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,080.55	6,178.82	6,718.04	7,525.40	8,442.73
营业成本	4,990.03	4,177.75	4,458.41	4,921.20	5,457.13
营业税金及附加	46.82	57.41	51.12	58.98	69.62
营业费用	1,262.99	1,266.43	1,377.20	1,542.71	1,730.76
管理费用	349.12	364.01	369.49	421.42	472.79
财务费用	33.09	20.15	27.20	38.00	44.00
资产减值损失	32.85	53.11	32.00	36.00	30.00
公允价值变动收益	1.49	0.66	0.06	0.24	(0.18)
投资净收益	131.87	180.34	155.00	150.00	127.00
其他	(266.73)	(362.01)	(310.12)	(300.48)	(253.64)
营业利润	499.01	420.97	557.68	657.32	765.25
营业外收入	40.14	46.88	26.50	30.00	24.00
营业外支出	1.98	2.32	1.10	1.80	1.74
利润总额	537.17	465.52	583.08	685.52	787.51
所得税	79.30	57.91	81.63	99.40	102.38
净利润	457.87	407.61	501.45	586.12	685.13
少数股东损益	6.43	(14.81)	5.80	(2.10)	(6.47)
归属于母公司净利润	451.44	422.42	495.64	588.21	691.60
每股收益（元）	0.59	0.55	0.64	0.77	0.90

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-0.09%	-12.74%	8.73%	12.02%	12.19%
营业利润	20.74%	-15.64%	32.48%	17.87%	16.42%
归属于母公司净利润	26.17%	-6.43%	17.33%	18.68%	17.58%
获利能力					
毛利率	29.52%	32.39%	33.64%	34.61%	35.36%
净利率	6.38%	6.84%	7.38%	7.82%	8.19%
ROE	11.51%	10.20%	11.23%	12.26%	13.24%
ROIC	17.10%	12.94%	18.59%	20.60%	25.33%
偿债能力					
资产负债率	32.36%	32.36%	26.58%	29.73%	27.05%
净负债率	26.15%	10.15%	13.12%	6.66%	3.79%
流动比率	2.17	2.02	2.58	2.42	2.72
速动比率	1.64	1.55	2.05	1.83	2.20
营运能力					
应收账款周转率	5.23	4.90	5.28	5.99	5.99
存货周转率	7.72	6.56	7.81	7.62	7.95
总资产周转率	1.23	0.99	1.07	1.13	1.17
每股指标（元）					
每股收益	0.59	0.55	0.64	0.77	0.90
每股经营现金流	0.47	0.55	0.32	0.82	0.43
每股净资产	5.10	5.38	5.74	6.24	6.79
估值比率					
市盈率	28.90	30.89	26.32	22.18	18.87
市净率	3.33	3.15	2.96	2.72	2.50
EV/EBITDA	25.48	23.50	18.16	14.74	12.60
EV/EBIT	28.84	27.15	19.70	15.86	13.46

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com