



分析师: 王雯

2018年8月16日

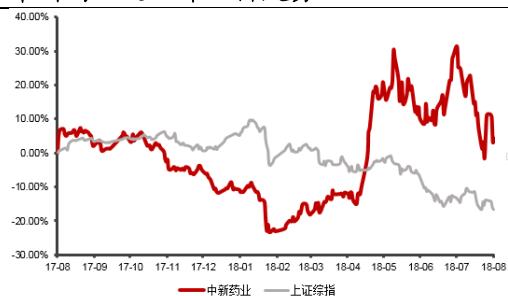
执业证书编号: S1380516110001  
 联系电话: 010-88300847  
 邮箱: wangwen@gkzq.com.cn

**公司评级**

当前价格:	17.41 元/股
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):	98.5
每股净资产 (元):	6.01
资产负债率 (%):	32.4%

**中新药业近一年股价走势****相关报告**

- 资源型老字号企业, 业绩和管理拐点明确——中新药业(600329)公司深度报告
- 一季度业绩超市场预期, 业绩及管理拐点明确——中新药业(600329)2018年一季报点评

**中新药业(600329): 扣非利润高增长延续, 纳入国改“双百”计划名单****内容提要:**

公司发布2018年半年报, 上半年公司营业收入、归母净利润和扣非归母净利润分别同比增长4.18%、12.97%和35.6%。其中2Q收入、归母净利润和扣非归母净利润分别同比增长-0.57%、-2.52%和34.6%。扣非后归母净利润快速增长态势延续, 符合我们此前的预期。

**非经常性收入高基数拖累净利润增长, 实际经营向好态势延续。**若扣除非经常性收入影响, 公司利润端在2Q继续保持35%的快速增长, 经营继续保持向好态势。

**创新营销模式, 11个重点品种收入增长接近30%。**上半年11个重点品种实现收入11.96亿, 同比增长28.16%, 相比去年全年12%的增速大幅提高。我们预计速效收入端有望增长20%左右, 其余核心品种在营销改革下, 收入提升显著。

**公司纳入国企改革“双百”计划, 天津国企混改提速。**1) 按照各省及直辖市平均3-5家计算, 公司被纳入国改“双百”计划实属难得。2) 公司直接纳入“双百”计划, 将被要求“一企一策”, 并作为国改样板和尖兵, 谋求用3年时间率先改革, 并有望在员工持股等方面实现突破。公司备受诟病的管理和经营机制有望得到改善, 值得期待。3) 下半年以来, 包括天津建材集团、天津药物研究院、天津建工等混改项目纷纷签约落地, 预示天津国企混改提速, 集团层面的混改也有可能加快推进中, 公司作为集团旗下最优质资产有望率先受益。

**投资建议及盈利预测:**上半年公司核心品种速效救心丸供货价全面提升完毕, 叠加新任管理层积极进行营销和管理机制等方面的改革和创新, 公司业绩呈现出明确的向好态势, 2Q扣非利润端保持了向好态势, 不必对2Q净利润增速放缓过分担心, 预计在去年3Q较低基数下, 净利润端增速有望恢复。我们认为公司经营和管理层面正在发生积极变化, 短期速效救心丸提价对业绩构成强有力支撑, 从长期看, 在国改和新任管理层推动下的管理和销售方面的改革创新有望激发此中药老字号上市企业的生命活力, 公司有望迈向新的发展阶段。

我们维持此前的盈利预测, 预计公司2018-2020年实现收入61.37、65.27和69.27亿元, 分别同比增长7.9%、6.4%和6.1%; EPS分别为0.81、0.95和1.08元/股。目前股价对应2018年估值约22倍, 继续给予公司“推荐”评级。

**风险提示:**医保控费力度进一步增强; 推广费用投入超预期; 中美史克业绩大幅波动; 非经常性损益波动剧烈; 行业监管政策进一步趋严; 国企混改进度低于预期; 股票市场系统性风险加大。

财报摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	6178.82	5689.24	6137.25	6527.23	6927.01
(+/-)%	-12.7%	-7.9%	7.9%	6.4%	6.1%
息税前利润 (EBIT)	476.64	520.37	653.57	758.51	863.42
(+/-)%	-15.2%	9.2%	25.6%	16.1%	13.8%
归母净利润	422.42	476.08	620.76	727.35	830.99
(+/-)%	-11.0%	12.7%	30.4%	17.2%	14.2%
每股净收益 (元)	0.55	0.62	0.81	0.95	1.08

近期中新药业发布 2018 年半年报，上半年公司实现营业收入和归母净利润分别为 31.12 亿和 3.13 亿，分别同比增长 4.18% 和 12.97%，实现扣非归母净利润为 3.05 亿，同比增长 35.6%。其中 2Q 实现收入和归母净利润分别为 14.97 亿和 1.4 亿，分别同比增长 -0.57% 和 -2.52%，实现扣非归母净利润 1.36 亿，同比增长 34.6%。整体看公司 2Q 收入、归母利润端增速虽有所放缓，但扣非后归母净利润快速增长态势延续，符合我们此前的判断。

**非经常性收入高基数拖累净利润增长，实际经营向好态势延续。**去年上半年公司共确认约 5249 万非经常性收入，其中在 2Q 由于完成了对天津未名生物 20% 的股权转让，当期确认了投资收益 3516 万。而今年上半年仅实现 837 万非经常性收入，2Q 确认的非经常性收入仅 369 万，因此非经常性收入的高基数对今年利润端增长有所拖累，扣除非经常性收入影响，公司利润端在 2Q 继续保持 35% 的快速增长，经营继续保持向好态势。

**创新营销模式，11 个重点品种收入增长接近 30%。**今年上半年包括速效、通脉、胃肠安、紫龙金在内的 11 个重点品种实现收入 11.96 亿，同比增长 28.16%，相比去年全年 12% 的增速大幅提高。我们预计速效收入端有望增长 20% 左右，其余核心品种在营销改革下，收入提升显著。公司品种资源丰富，挖掘潜力较大，营销模式的持续创新和改革值得期待。

**毛利率维持相对高位，销售费用较快增长，管理费用率降至历史低位。**2Q 公司实现毛利率 43.2%，虽环比 1Q 下滑 1.41 个百分点，但仍为近年来的高位。随着工业收入占比的提高和核心品种提价，我们预计毛利率仍有进一步上行的潜力。上半年 3 大期间费用除销售费用保持约 30% 的增长外，管理费用和财务费用同比负增长，其中管理费用率降至 4% 左右，为近年来的新低，显示公司在进一步地降本增效。上半年公司开放多种营销模式，试点实施“双代表制”推广模式，并探索内部区域竞标、外部代理平台招标等模式，导致销售费用特别是市场推广费用增长较快。

**中美史克和宏仁堂贡献投资收益大幅增长。**上半年公司实现投资收益 1.08 亿，同比增长 -7.2%，其中中美史克和宏仁堂分别贡献投资收益 7694 万和 1770 万，分别同比增长 43% 和 120%，显示较快的盈利增长势头。

**公司纳入国企改革“双百”计划，天津国企混改提速。**近期公司公告上市公司层面纳入国企改革“双百”计划，截止 16 日，除津滨发展公告其控股股东纳入“双百”计划外，尚未有其它天津国资委旗下上市公司公告被纳入。我们认为，1) 按照各省及直辖市平均 3-5 家计算，公司被纳入国改“双百”计划实属难得。2) 目前天津国资委第二批市管企业混改涉及的是公司控股股东层面，即天津医药集团的混改，公司属间接受益。而此次公司直接纳入“双百”计划，将被要求“一企一策”，并作为国改样板和尖兵，谋求用 3 年时间率先改革，并有望在员工持股等方面实现突破，公司备受诟病的管理和经营机制有望快速得到改善，经营潜力有望激发，值得期待。

3) 今年以来，天津国企混改提速，包括天津建材集团、天津药物研究院、天津建工等混改项目纷纷签约落地，因此集团层面的混改也有望加快推进。我们认为公司作为天津医药集团旗下最优质资产有望率先受益。

**投资建议：**上半年公司核心品种速效救心丸供货价全面提升完毕，叠加新任管理层积极进行营销和管理机制等方面的改革和创新，公司业绩呈现出明确的向好态势，2Q 扣非利润端保持了向好态势，不必对 2Q 净利润增速放缓过分担心，预计在去年 3Q 较低基数下，净利润增速有望恢复。我们认为公司经营和管理层面正在发生积极变化，短期速效救心丸提价对业绩构成强有力支撑，长期看在国改和新任管理层推动下的管理和销售方面的改革创新有望激发此中药老字号上市企业的生命活力，公司有望迈向新的发展阶段。

我们维持此前的盈利预测，预计公司 2018-2020 年实现收入 61.37、65.27 和 69.27 亿元，分别同比增长 7.9%、6.4% 和 6.1%；EPS 分别为 0.81、0.95 和 1.08 元/股。目前股价对应 2018 年估值约 22 倍，继续给予公司“推荐”评级。

**风险提示：**医保控费力度进一步增强；推广费用投入超预期；中美史克业绩大幅波动；非经常性损益波动剧烈；行业监管政策进一步趋严；国企混改进度低于预期；股票市场系统性风险加大。

## 附录：公司盈利预测相关数据

资产负债表 (百万元)	利润表 (百万元)					2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E					
货币资金	1038	879	1531	1390	2438	营业收入	6179	5689	6137	6527
应收票据及账款	1434	1518	1667	1721	1875	营业成本	4178	3480	3629	3760
交易性金融资产	1	0	0	0	0	营业税金及附加	57	65	56	60
预付款项	141	161	75	169	84	销售费用	1266	1427	1540	1645
其他应收款	31	23	36	26	39	管理费用	364	368	371	405
存货	909	1104	528	1163	589	财务费用	11	6	3	2
其他流动资产	223	162	162	162	162	资产减值损失	53	28	15	15
长期股权投资	561	562	662	762	862	投资收益	180	197	100	100
固定资产	815	796	955	835	715	其他经营损益	0	0	0	0
在建工程	167	280	0	0	0	营业利润	240	316	523	639
投资性房地产	26	25	21	17	13	其他非经营损益	45	6	50	50
无形资产	177	178	166	152	138	税前利润	466	517	673	789
长期待摊费用	11	6	3	0	0	减：所得税	58	56	57	69
资产总计	6159	6399	6510	7102	7618	净利润	408	462	616	720
短期借款	305	262	0	0	0	归属于母公司的净利润	422	476	621	727
应付票据及账款	749	656	600	701	647	少数股东损益	-15	-3	-5	-7
交易性金融负债	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.55	0.62	0.81	0.95
预收款项	67	55	64	63	71	稀释每股收益	0.55	0.62	0.81	0.95
预计负债	0	0	0	0	0	<b>财务指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
其他应付款	387	487	487	487	487	<b>成长性</b>				
其他流动负债	271	234	234	234	234	营收增长率	-12.74%	-7.92%	7.87%	6.35%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT增长率	-15.18%	9.18%	25.60%	15.75%
其他负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	-10.98%	13.45%	33.11%	17.04%
负债合计	1810	1734	1424	1525	1479	<b>盈利能力</b>				
股东权益合计	4302	4625	5046	5538	6100	销售毛利率	32.39%	38.83%	40.87%	42.40%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	销售净利率	6.60%	8.13%	10.03%	11.04%
净利润	408	462	616	720	823	ROE	10.20%	10.63%	12.66%	13.47%
折旧与摊销	75	78	126	126	123	ROIC	9.62%	12.94%	14.24%	18.79%
经营活动现金流	420	-2	1045	10	1221	<b>估值倍数</b>				
投资活动现金流	89	197	45	45	45	PE	31.7	28.1	21.6	18.4
融资活动现金流	-339	-161	-438	-196	-218	P/S	2.2	2.4	2.2	2.1
现金净变动	178	34	652	-141	1047	P/B	3.2	3.0	2.7	2.5
期初现金余额	763	943	879	1531	1390	股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0
期末现金余额	943	879	1531	1390	2438	EV/EBITDA	23.3	21.4	15.3	13.7

数据来源：wind，国开证券研究部，

注：1. 2018年至2020年数据系国开证券研究部预测值。

2. PE、PS、PB中价格指2018年8月16日收盘价格。

## 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，6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执业资格并注册登记为证券分析师，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

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

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。

## 国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层