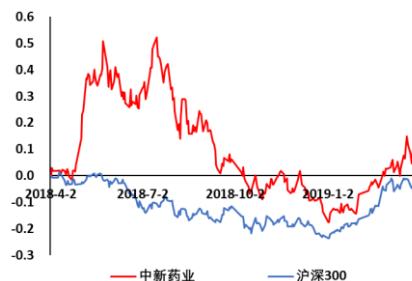




中新药业 (600329) 年报点评: 扣非后利润高速增长, 国改预期持续升温

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	769/566
总市值/流通(百万元)	12300/9043
12 个月最高/最低(元)	21.94/11.88

相关研究报告:

证券分析师: 杜佐远

电话: 0755-33329945

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

证券分析师: 王斌

电话: 010-88695263

E-MAIL: wangbin@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190118050039

事件: 公司发布 2018 年年报, 实现营业收入 635862.23 万元, 同比增长 11.77%, 归属于上市公司股东净利润 56167.97 万元, 同比增长 17.98%, 扣非后实现归母净利润 54474.72 万元, 同比增长 32.90%。

各项指标重回高增长, 内生动力充足

分季度来看, 2018Q4 单季归母净利润和扣非归母净利润同比增速分别为 37.91% 和 44.59%, 均为年内最高水平, 带动 2018 年全年归母净利润和扣非归母净利润重回高增长区间。主要由于: 1) 中美史克 4 季度业绩恢复正常, 18 年全年贡献投资收益 12780.23 万元 (+24%), 18Q4 对联营/合营企业投资收益同比增加 63.25%, 全年增加 36.54%; 2) 18Q4 经营性利润(营业利润-投资收益)同比增长 93.15%, 为年内最高。在医药流通收入仍然下滑情况下, 公司整体营业收入摆脱了自 15 年以来连续下滑的态势, 重回增长轨道, 显示出医药工业保持强劲增长; 公司净利润增速低于扣非净利润增速主要是由于 2017 年公司确认了约 3900 万非流动资产处置损益, 基数较高, 扣非后利润增速比 2017 年增加 14.84pct, 显示主营业务内生性增长良好。

费用率基本稳定, 现金流大幅好转

公司销售费用为 16.99 亿元 (+26.72%), 与核心重点品种增速接近, 销售费用率为 26.72%, 增加 1.64pct, 销售费用整体控制良好; 管理费用率为 4.71%, 下降 0.36pct; 研发费用率为 1.59%, 增加 0.19pct, 主要是由于一致性评价费用增加。经营性现金流净额为 3.50 亿元, 与 17 年 (-397 万) 相比大幅好转, 盈利质量显著提高。

大品种群持续放量, 速效救心丸量价齐升

从全年来看, 医药制造业实现收入 37.96 亿元 (+17.37%), 增速比 17 年提高 12.69pct, 主要由于: 1) 公司加大与全国性连锁药店平台建立战略合作关系, 实现零售终端广覆盖, 未来随着药店行业集中度提升, 品牌 OTC 和品牌药店(连锁药店)合作越来越紧密, 提价的利润一部分会留存在连锁药店, 药店利润空间增加, 挤占非品牌 OTC 产品市场份额, 公司产品凭借品牌优势, OTC 端市占率有望持续提升, 18 年多个产品整体销量增速超过其在医院端销量增速, 推测也是得益于院外市场的开拓, 弥补了医院市场受控费、药占比考核、处方量受限等政策对销量的不利影响; 2) 加大医院学术开发力度和深度, 整合

渠道平台，与国药控股 20 余家各地分公司业务对接。公司大品种战略得到进一步深化，11 个重点品种实现销售收入 24.06 亿元(+28.25%)，其中速效救心丸收入超 10 亿元（预计+15%左右），销量增加 6%，为近年来最好水平，提价对于销量的不利影响已经逐步消除，速效救心丸进入量价齐升期；清肺消炎丸销售收入同比增长 35.33%；藿香正气软胶囊销售收入同比增长 22.78%。医药流通实现收入 54.25 亿元（未抵扣前收入，同比下降 4.03%），18 年商业板块供应商、配送品种和客户数量均有 10% 左右增长，预计 19 年医药流通收入将企稳回升。

国企改革预期逐步升温，体制变革激发潜力

2017 年末公司新一任管理层履新后，提出“三年倍增”计划，明确了公司未来发展方向和业绩目标，公司发展运营进入了新阶段。18 年 8 月，公司被列入国企改革“双百企业”名单；18 年 10 月控股股东天津医药集团拟推进混合所有制改革。公司具有强大的品牌优势和丰富的品种储备，底蕴深厚。国改的推进将促进公司内部运营机制、营销体系和员工激励等方面发生积极变化，公司潜在品牌和资源价值将得到释放。

盈利预测和投资评级

我们认为公司在业绩和经营层面均迎来拐点。速效救心丸出厂价提升、二线品种发力将显著增厚业绩。新一任管理层履新 & 国改进程提速也将促使公司业绩释放。我们预计 19/20/21 年公司归母净利润分别为 6.98 亿、8.51 亿和 10.25 亿元，增速为 24%/22%/21%，对应 EPS 分别为 0.91 元、1.11 元、1.33 元，PE 分别为 17.61X、14.44X 和 11.98X。维持“买入”评级。

风险提示：速效救心丸销量出现波动；二线品种增速不及预期；国改进程缓慢；中美史克业绩下滑

■ 盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6358.62	7119.77	7909.11	8737.45
(+/-%)	11.77%	12.36%	11.09%	10.47%
净利润(百万元)	561.68	697.52	850.71	1025.33
(+/-%)	17.98%	24.18%	21.96%	20.53%
摊薄每股收益(元)	0.73	0.91	1.11	1.33
市盈率(PE)	21.87	17.61	14.44	11.98

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

表：公司历年各产品销量

品种	总销量					品种	医疗机构采购量			
	2014	2015	2016	2017	2018		2015	2016	2017	2018
速效救心丸(万条)	414	381	382	369	391	速效救心丸(万盒)	1040	1990	1453	1511
^{yoy}	-8%	0%	-3%	6%		^{yoy}		91%	-27%	4%
舒脑欣(万条)	20	11	18	20	30	舒脑欣(万盒)	84	173	142	185
^{yoy}	-43%	58%	12%	51%		^{yoy}		107%	-18%	30%
紫龙金片(万盒)	47	56	77	70	72	紫龙金片(万盒)	59	76	70	72
^{yoy}	20%	37%	-9%	3%		^{yoy}		29%	-5%	4%
麻清片(万盒)	175	187	206	233	280	麻清片(万盒)	128	161	202	222
^{yoy}	7%	10%	13%	20%		^{yoy}		26%	26%	10%
清肺消炎丸(万盒)	413	340	423	449	570	清肺消炎丸(万盒)	125	147	230	348
^{yoy}	-18%	24%	6%	27%		^{yoy}		18%	56%	51%
藿香正气胶囊(万盒)	709	644	697	806	1028	藿香正气胶囊(万盒)	47	57	312	352
^{yoy}	-9%	8%	16%	28%		^{yoy}		20%	450%	13%
通脉养心丸(万盒)	555	412	464	536	549	通脉养心丸(万盒)	370	388	414	391
^{yoy}	-26%	13%	16%	2%		^{yoy}		5%	7%	-6%
胃肠安(万盒)	321	390	444	524	530	胃肠安(万盒)	175	180	214	181
^{yoy}	22%	14%	18%	1%		^{yoy}		3%	19%	-16%
清咽滴丸(万盒)	561	438	388	590	663	清咽滴丸(万盒)	218	259	325	575
^{yoy}	-22%	-11%	52%	12%		^{yoy}		19%	26%	77%

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

广深销售	查方龙	18520786811	zhaf l@tpyzq. com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq. com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq. com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq. com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。