

***ST 中新（600329）：内部改革与外部政策共同助推公司的成长 增持（上调）**

医药/中药

2009 年 04 月 09 日

天相医药组 010-66045566-8078 lipz@txsec.com

事件描述：

近日，我们对*ST中新进行了走访，与公司高管就公司目前的经营情况以及公司未来的发展进行了交流。

评论：

- 1、**公司基本情况：**中新药业是天津医药集团下属企业，天津医药集团是由原来的天津市医药局改制而来，因此公司是典型的老牌国企。公司主要生产中成药，资源较为丰富，拥有多个老字号品牌和八十多个独家品种。主打产品速效救心丸是我国具有自主知识产权的、目前仅有的三个国家级机密的中成药品种之一，其配方、工艺均在保密范围之内。公司曾由于管理和营销方面的缺陷，从2006年起陷入了低谷，连续两年出现亏损。近两年公司在新管理层的领导下进行了管理和营销的改革，逐步剥离了不良资产，优化了组织结构，建立了新的销售体系，基本面得到较大改善。
- 2、**公司的内部改革取得较大的进展。**董事长郝非非先生上任以来进行了大刀阔斧的改革并且取得了明显的成效。

首先，从公司人员结构的变化可以看出公司管理改革取得成效。作为一个老国企公司的历史包袱较重，人员负担沉重。08年公司成功将医药连锁分公司整体资产出售给了集团公司；新新制药厂实施退出关闭。公司在在职工从2007年底的9156人减少到2008年年底的6047人。我们了解到公司的高管也从13人调整到了目前的6人。同时我们了解到公司已经将人员的精简作为了各级经营负责人考核的一个指标，因此我们认为公司的管理改革是卓有成效的，公司的历史包袱会越来越轻，公司的活力也会越来越强。

其次，从销售体系与营销模式的变化可以看出公司营销改革的成效。

目前，公司销售体系主要分为三块，包括销售公司、营销公司和医药公司。销售公司主要负责公司的主打产品速效救心丸、京万红和舒脑欣滴丸的销售。销售公司的定位主要是在公司营销体系改革的同时保持销售尤其是主打产品速效救心丸的销售的稳定，为公司销售体系的改革提供一个较为稳定的环境。营销公司是公司销售体系改革的重点和突破口。目前该公司负责达仁堂和隆顺榕产品的销售。出于人员稳定性等方面的考虑，乐仁堂产品的销售尚由该工厂自己负责。医药公司主要从事医药商业，负责天津地区的医药商业销售，从事药品批发和纯销业务。我们认为公司目前的销售体系改革的雏形已经形成，销售体系已经相对较为明晰。当然，目前公司的销售体系还不是很完善，历史上各厂为政的阴影还较重。但是我们认为公司的产品销售体系已经迈出了改革的步伐，长远来看公司自产产品的销售将会集中到一个公司，由该公司按照产品的特点和属性进行销售安排。各产品的销售将会有充分的协同，例如速效救心丸的销售渠道可以为其他同类产品的销售服务。

从公司的营销模式方面来看，公司销售的质量得到了提升，公司对销售人员的考核进行了改进，对相关人员形成良性的激励。公司已经摆脱以前依靠渠道压货完成经营指标的困境，重点产品目前均采取了现款现货的销售方式。伴随公司的管理改革和营销改革，公司2006年-2008年三年的期间费用率逐年下降，由06年的47.4%，下降至08年的36.1%。08年公司的销售费用率同比下降了1.2个百分点，管理费用率

同比下降了3.6个百分点，财务费用率同比下降了0.3个百分点。

综上，我们认为公司目前的管理和销售的改革已经取得了显著的进展，并且这两方面的改革在未来仍有较大的改革提升空间，公司的期间费用率仍有进一步下降的空间，经营效率也会进一步的提升。

3、公司将受益于国家基本药物制度的实施。4月7日公布的《医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009—2011年）》明确表示，2009年初，公布国家基本药物目录。同时，所有零售药店和医疗机构均应配备和销售国家基本药物，满足患者需要。从2009年起，政府举办的基层医疗卫生机构全部配备和使用基本药物，其他各类医疗机构也都必须按规定使用基本药物。基本药物全部纳入基本医疗保障药品报销目录，报销比例明显高于非基本药物。我们可以看出此次政府推行国家基本药物制度的力度是空前的，同时国家也给出了明确的时间表。我们认为国家基本药物制度的落实将会是有保障的。

我们认为国家基本药物制度的实施将会对公司的增长构成较大的助推作用。首先，公司多个品种尤其是独家品种有望入选国家基本药物目录。从目前流传的《国家基本药物目录中成药品种名单（征求意见稿）》来看，中新药业有9个产品进入该目录，其中6个产品是独家品种。上市公司中，公司入选的品种数仅次于同仁堂和广州药业，而入选的独家品种数则是最多的。其次，对于这些独家品种进入基本药物目录后被国家大幅度降价的可能性不大，并且在各地的招标采购中不存在价格竞争的压力。最后，公司目前的销售通路主要是在零售终端，从上述的国家政策来看，进入基本药物目录后由于政府举办的基层医疗卫生机构全部配备和使用基本药物，其他各类医疗机构也都必须按规定使用基本药物。这一政策恰到好处地弥补了公司在医疗机构销售能力较差的短板。综合上述几点，我们认为公司从09年开始将明显受益于国家基本药物制度的实施

4、公司重点联营企业经营状况。公司联营企业的外方股东都是国际地位显赫的制药巨头。联营企业中美史克的投资受益是公司稳定的利润来源，08年为公司贡献了6563万元的投资收益。中美史克目前经营状况良好，06年管理层更替对该公司生产经营的影响已经消除，公司业绩有望保持稳定的增长。华立达是公司与世界仿制药巨头TEVA的合资企业，也是TEVA在中国唯一的合资企业。公司对该企业原本处于控股的地位，公司与外方股东协商后在外方股东承诺每年注入一定的新的产品的前提下放弃了原来的控股地位。华立达08年已经实现了扭亏为盈，目前TEVA拟注入的4个新产品正在报批中。按照双方的约定，TEVA后续仍将陆续注入新产品。该联营企业的前景值得看好。天津百特是公司与世界大输液巨头百特的联营公司。目前天津百特的大输液产品处于供不应求状态，产能已明显不足。目前该公司的双方股东正在就扩产问题进行商讨，拟新建一条大输液的生产线。天津百特也将继续为公司提供稳定的投资收益。

5、09年一季度经营情况良好。公司表示09年一季度公司产品的销售好于去年一季度的销售，而去年一季度是去年全年销售情况最好的一个季度。我们认为公司09年销售的良好开局得益于两个方面的因素，第一方面是公司处于谨慎考虑去年12月暂停了速效救心丸的销售，因此部分去年12月份的销售延迟到了今年的一季度。另一方面，公司08年在郝总的带领下对未来三年的重点产品进行了规划，遴选出了公司重点推广的21个重点品种。并且针对每个品种制定了销售计划，这也对公司产品的销售构成了积极的因素。

6、盈利预测与投资评级。我们认为公司内部改革的推进使公司的“体质”越来越健康，并且未来仍有较大的改善空间和改善的可能性。同时，公司丰富的老字号独家产品将会明显受益于国家基本药物制度的实施。我们预测公司2009年至2010年EPS分别为0.57元和0.65元，以昨日收盘价12.64元计算，对应的动态



市盈率分别为22倍和20倍。考虑到公司基本面有明显好转，未来的业绩增长较为确定，同时公司目前的估值水平并不高，因此我们上调公司的评级至“增持”。同时，提醒投资者注意公司股票即将摘掉*ST标示，有可能出现“摘帽行情”。

7、风险提示。1) 公司内部改革推进不顺利的风险。2) 国家基本药物制度实施过程中的不确定性风险。

图表 1：中美史克历年为公司贡献的投资收益情况（万元）

年份	2003	2004	2005	2006	2007	2008
中美史克贡献的投资收益	2781	4835	7783	4565	5640	6563
中新药业净利润	8646	6403	8079	-3866	-6996	18208
中美史克占净利润比例（%）	32%	76%	96%			36%

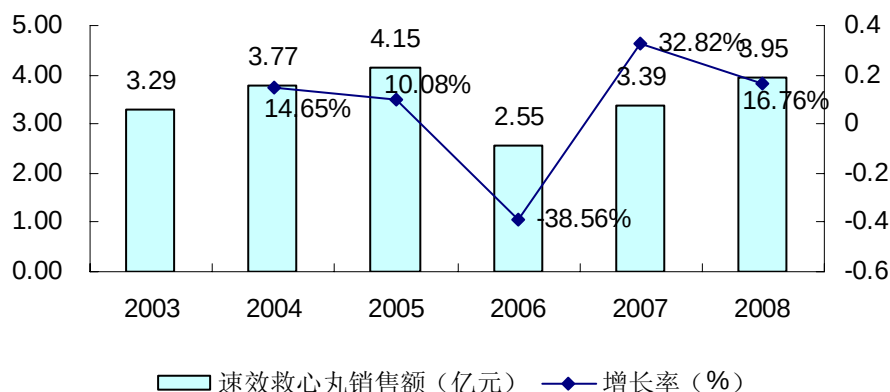
资料来源：公司公告

图表 2：中新药业主要控股公司2008年经营情况（千元）

公司名称	主要产品或服务	08 年净利润	07 年净利润	增减
达仁堂京万红药业有限公司	痹祺胶囊、京万红	6,692	6,482	3.24%
中央药业有限公司	VE 胶囊、环丙沙星片、尼达尔片	16,459	56,838	-71.04%
新丰制药有限公司	特子社复、法洛西	13,430	11,445	17.34%

资料来源：公司公告

图表 3：速效救心丸历年销售收入



资料来源：天相投顾整理

图表 4：公司 2008 年确立的 21 个重点发展品种

速效救心丸	清咽滴丸	金芪降糖片
胃肠安	牛黄降压系列	癃清片
舒脑欣	藿香正气胶囊	清肺消炎丸
通脉养心丸	特子社复	法洛西
黄芪多糖粉针	京万红	养血生发胶囊
头孢美唑（06 新品）	清喉利咽颗粒	六味地黄丸
紫龙金片	降压避风片	更年安

资料来源：天相投顾整理

图表 5：有望进入国家基本药物目录的品种

品种名称	是否独家	品种名称	是否独家
定喘膏	否	牛黄降压丸	否
清肺消炎丸	是	小儿解热丸	是
十香暖脐膏	否	京万红	是
速效救心丸	是	痹祺胶囊	是
癃清片	是		

资料来源：天相投顾整理

图表 6：*ST 中新盈利预测

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E
一. 营业收入(万元)	216,465	225,844	236,534	286,341	364,342
增长率(%)	-14.0%	4.3%	4.7%	21.1%	27.2%
减：营业成本	139,291	146,714	147,437	174,491	221,850
减：销售费用	63,460	52,196	51,939	62,422	76,512
管理费用	33,924	32,865	25,992	28,634	36,434
财务费用	5,148	7,762	7,424	8,304	10,566
期间费用率(%)	47.37%	41.10%	36.09%	34.70%	33.90%
加：投资收益	6,255	20,257	7,393	9,000	10,000
二. 营业利润	-39,636	-5,986	9,819	19,263	26,161
营业利润率(%)	-18.31%	-2.65%	4.15%	6.73%	7.18%
营业外收入	881	4,273	7,544	6,000	4,000
减：营业外支出	332	857	473	200	200
营业外收支净额	549	3,416	7,071	5,800	3,800
三. 利润总额	-39,087	-2,569	16,890	25,063	29,961
增长率(%)	-515.6%	-93.4%	-757.3%	48.4%	19.5%
利润率(%)	-18.1%	-1.1%	7.1%	8.8%	8.2%
减：所得税	183	2,057	-2,932	0	1,498
实际税负比率(%)	-0.5%	-80.1%	-17.4%	0.0%	5.0%
四. 归属于母公司的净利润	-38,655	-6,996	18,208	21,053	23,909
增长率(%)	-653.3%	-81.9%	-360.3%	15.6%	13.6%
净利润率(%)	-17.86%	-3.10%	7.70%	7.35%	6.56%
每股收益(元)	-1.02	-0.20	0.49	0.57	0.65
每股净资产(元)	3.81	3.64	3.98	4.55	5.20
净资产收益率(%)	-31.46	-6.56	14.74	12.51	12.44

资料来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100