

中新药业

600329

增持/ 维持评级

股 价	2009/06/05
RMB16.7	

基础数据

总股本（百万股）	370
流通 A 股（百万股）	86
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	1436

财务数据

市净率 (X)	4.61
TRACING P/E (X)*	27.43
EPS (元)	0.25
股息率 (%)	0.00

*最近四季盈利计算。

相关研究

营销改革见效，上调盈利预期

经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2365.3	678.1	2838	3406	4019
(+/-%)	4.7	7.2	20	20	18
归属母公司净利润(百万元)	182.1	91.6	299	344	403
(+/-%)	360.3	88.2	64	15	17
EPS(元)	0.49	0.25	0.81	0.93	1.09
P/E(倍)	33.9	67.4	20.6	17.9	15.3

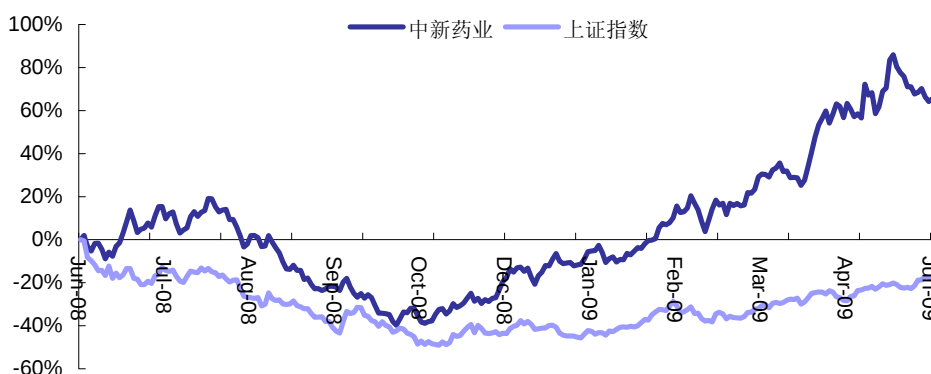
■ 我们认为，医药企业的核心价值集中在两头：产品和销售。公司拥有包括速效救心丸在内的独家品种 109 个，其中独家剂型 47 个，独家处方 62 个，是上市公司中独家品种最丰富的公司。这些丰富优秀的产品储备是公司最宝贵的资源，适当的营销策略将有力撬动市场带来收入的快速增长。而最近信息公司的营销改革是成功有效的，我们提高公司 09、10 年的盈利预测，EPS 分别为 0.81、0.93 元，继续给予增持评级，未来一年合理价值为 23.25-27.9 元，相当于 2010 年 PE25-30X。

■ 公司营销改革的核心，是在深度分析产品的市场需求基础后，筛选了 21 个大品种，以此来拉动公司整体销售的增长，其中一线品种 8 个，包括上亿规模的速效救心丸，以及销售规模超过五千万的清咽滴丸、紫龙金等；此外，二线品种 7 个，其余潜力品种 6 个。由于这 21 个品种占据了公司近 80% 的工业销售收入，这些品种将直接决定了公司业绩的增长趋势。

■ 在营销队伍建设方面，公司也在积极推进。医院销售一直是公司的弱项，与此相对应的，是打破区域管理模式，向专业化的分线销售转变，任命产品经理，责任与利益直接落实到人。在业务区域上，目前公司 70% 主要还是集中在华北地区，预计用 2 年时间去逐步完成业务格局的转变，最终实现外地市场收入占 70% 的目标。

■ 一系列改革下，公司收入增长趋势明显，费用率明显下降，盈利能力明显提升；终端价格得到理顺，现金流回款也健康有序，营销改革成绩显著。

最近 52 周股价表现



分 析 师
 谷方庆
 +755-82492810
 gufq@lhqz.com

- 速效救心丸是公司主要盈利品种，为此公司专门成立了销售中心负责该产品的所有业务。由于过去管理上的松散，渠道上一度存货积压，导致了 06 年大量坏帐计提，经过两年的输理，目前该产品的发货与终端消化井然有序，价格体系也得到有效维护，出厂价格得到逐步回升，08 年速效救心丸的平均发货价格稳定在 168-170/条的水平，在有控制的销售状态下全年收入依然达到了 39529 万元，较上年同比增长 17%。08 年 12 月份公司进一步清理消化市场存货，停止了该产品的对外销售，目前该产品出厂价格维持在 170-172 条的水平，1-3 月份实现收入约 1.5 亿元，预计全年收入增长约 20%。
- 其他产品中也不乏亮点，清咽滴丸 08 年销售收入超过 6 千万，09 年逐步扩大代理销售向其他市场拓展， 预计收入有望上亿规模。通脉滴丸主要针对心血管领域，尽管未列入 21 大品种计划，但销售中发现与速效救心丸具有良好的补充作用，可搭配销售，用于日常服用，销售增长也非常快。而黄芪多糖目前销售规模已经超过 2000 万，产能受限已经脱销。
- 目前，公司有速效救心丸、清肺消炎丸、痹祺胶囊、小儿解热丸等多个产品在重新申报基本药物目录，数量之多是在上市公司里少有的，我们判断获批的可能性极大，这对公司销售极为有利。由于新医改明确要求基层医疗机构必须配备基本药物目录并在报销政策上倾斜，而医院销售又是公司的短板，进入基本药物目录对该产品的进入医院市场销售是事半功倍的效果，成为基本药物目录的重要受益者。尽管可能面临价格压力，但我们总体上判断，作为独家品种，对公司是利大于弊的趋势。
- 在这种渐进式的改革推动下，公司销售增长趋势良好，1-3 月份工业产值同比增长 32%，销售收入同比增长 29%；而外部商业活动也实现扭亏，一季度商业盈利 200 万。在工业收入增长的带动下，一季度公司综合毛利率由上年的 37.7%提升到 44.5%。费用也得到良好的控制，08 年销售费用率较上年下降 1.15 个百分点。
- 盈利预测和投资建议：
 - 1、 根据公司目前的发展趋势，我们预测未来两年公司销售收入保持约 20% 的增长趋势，销售费用、管理费用均保持 0.5 个百分点的下降趋势；
 - 2、 中美史克分别为公司贡献的投资收益为 6500、7000 万元；此外，2009 年公司北辰仓库土地清理获得 4000 万的非经常性收入；
 - 3、 2009、2010 年由于未分配利润仍为负，企业实际所得税率较低，2011 年起执行高新技术企业享受的 15%优惠税率，2010 年假定实际税率为 7%。

由此根据我们的盈利预测模型测算出公司 2009、2010 年净利润分别为 29875、34435 万元，对应 EPS 分别为 0.81、0.93 元，鉴于公司这种由内部改善带来基本面的持续向好，我们认为给予 25-30XPE 估值是合理的，目前股价仍具有估值优势，继续给予增持评级。

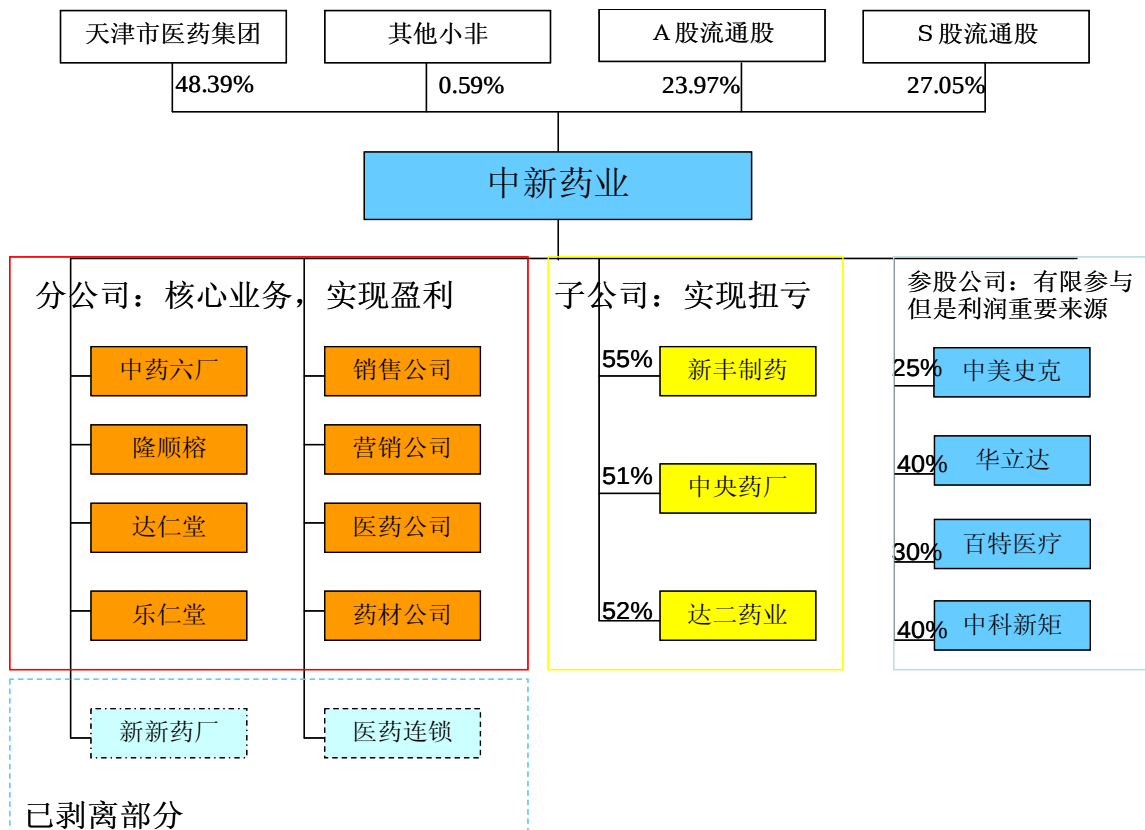
表 1: 盈利预测假设

单位: 百万

	2008	09Q1	2009E	2010E
营业收入	2,365.34	678.09	2,838.41	3,406.09
(+/-%)	4.73%	7.22%	20.00%	20.00%
减: 营业成本	1,474.37	373.45	1,646.28	1,975.53
销售毛利率 (%)	37.67%	44.93%	42.00%	42.00%
减: 营业费用	519.39	158.05	610.26	715.28
/营业收入 (%)	21.96%	23.31%	21.50%	21.00%
减: 管理费用	259.92	64.00	298.03	340.61
/营业收入 (%)	10.99%	9.44%	10.50%	10.00%
利息费用	80.12	0.00	52.69	49.79
减: 财务费用	74.24	13.66	41.99	32.19
/营业收入 (%)	3.14%	2.01%	1.48%	0.95%
加: 投资净收益	73.93	29.14	65.00	70.00
营业利润	98.19	92.20	290.50	391.69
加: 营业外收入	75.44	2.86	40.00	10.00
减: 所得税	-29.32	0.76	0.00	27.71
净利润	198.22	94.23	324.73	368.09
归属母公司净利润	182.08	91.65	298.75	344.35
EPS	0.493	0.250	0.808	0.932

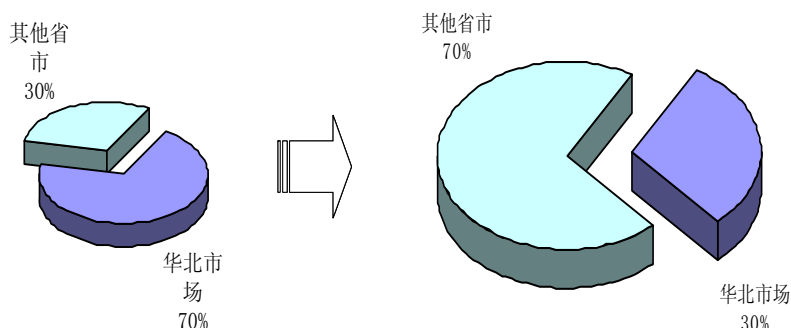
资料来源: 公司公告, 联合证券研究所

图 1: 公司业务结构的架构



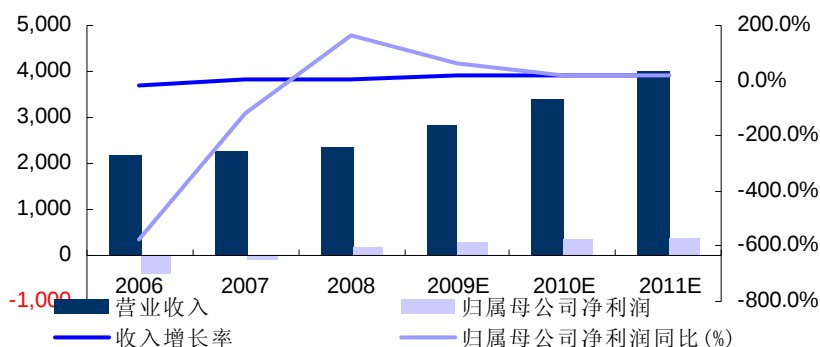
资料来源: 公司公告, 联合证券研究所

图 2：公司销售格局的演变趋势预测



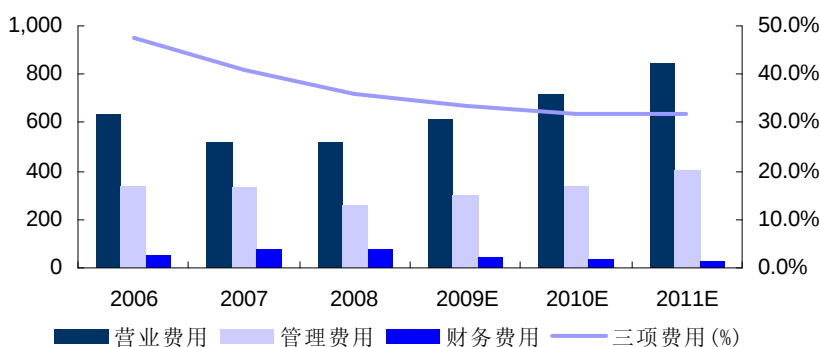
资料来源：公司调研、联合证券研究所

图 3：公司收入和利润增长趋势



资料来源：公司公告、联合证券研究所

公司三项费用率变化趋势



资料来源：公司公告、联合证券研究所

表 2：21 大品种部分产品应用领域及销售规模

产品	产品特点	应用领域	销售规模
速效救心丸	用于气滞血瘀型冠心病，心绞痛。	心血管	4 亿
清咽滴丸	疏风清热，解毒利咽。适于急性咽炎。	咽喉炎	> 5000 万
紫龙金片	为肺癌患者化疗的辅助用药。	抗肿瘤	> 5000 万
金芪降糖片	轻、中型非胰岛素依赖型糖尿病	糖尿病	> 5000 万

降压避风片	血压舒缓下降,明显改善头痛、眩晕、心悸、耳鸣、腰酸腿痛等症状	心血管	〉 5000 万
特子社复	败血症、肺炎、支气管炎、支气管扩张症(感染时)、慢性呼吸系统感染的继发性感染。	呼吸系统, 消炎	〉 5000 万
藿香正气胶囊	用于外感风寒, 内伤湿滞等症。	风寒、感冒	〉 5000 万
京万红	用于轻度水、火烫伤, 疮疡肿痛, 创面溃烂。	伤科, 创口愈合	约 5000 万
法洛西	敏感菌所致的下呼吸道感染、尿路感染、腹腔感染等	消炎	约 4000 万
通脉养心丸	用于胸痹心痛, 心悸怔忡, 心绞痛, 心率不齐等。	心血管疾病	约 3000 万
胃肠安	用于消化不良引起的腹泻, 肠炎, 菌痢, 脘腹胀满, 腹痛, 食积乳积。	肠胃消化系统	约 3000 万
更年安	用于更年期出现的潮热汗出, 眩晕, 耳鸣, 失眠, 烦躁不安, 血压不稳等	心血管领域	2-3 千万
癃清片	用于热淋所致的尿频、尿急、尿痛、尿短、腰痛、小腹坠胀等症。	内科	2-3 千万
黄芪多糖粉针	用于化疗后白细胞减少, 生活质量降低, 免疫功能低下的肿瘤患者。	抗肿瘤	2000 万
清肺消炎片	用于上呼吸道感染、急性支气管炎和慢性支气管炎的急性发作。	呼吸道感染	2000 万

资料来源: 公司调研、联合证券研究所

表 3: 部分公司可能入选基本药物目录产品及公司盈利预测和估值比较							
公司	主要独家产品	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE
中新药业	速效救心丸、清肺消炎丸、痹祺胶囊、小儿解热丸、血府逐瘀胶囊、清肺消炎丸、癃清片、牛黄降压丸	0.49	0.81	0.93	35	21	18
康缘药业	桂枝茯苓胶囊、热毒宁、天舒、金振、腰痹通、抗骨增生	0.53	0.70	0.89	33	25	20
同仁堂	安宫牛黄丸、妇科得生丸、清暑益气丸、加味左金丸、活血解毒丸	0.50	0.57	0.65	34	30	26
云南白药	白药胶囊、热毒清片、宫血宁	0.96	1.14	1.54	41	31	23
三九医药	参麦注射液、参附注射液、正天丸、补脾益肠丸	0.51	0.66	0.79	30	24	20
江中药业	健胃消食片、复方草珊瑚含片	0.44	0.54	0.66	29	24	19
武汉健民	龙牡壮骨颗粒、健民咽喉片	0.10	0.29	0.32	81	29	26
天士力	复方丹参滴丸、荆花胃康胶丸	0.52	0.64	0.78	30	24	20
益佰制药	艾迪注射液、银杏达莫、克咳胶囊	0.42	0.57	0.72	28	20	16
东阿阿胶	复方阿胶浆	0.55	0.68	0.84	32	26	21
亚宝药业	小儿肚脐贴片、癫痫康胶囊	0.58	0.38	0.48	41	29	23
千金药业	妇科千金片	0.72	0.81	1.01	29	25	20
太极集团	鼻窦炎口服液、藿香正气液	0.07	0.25	0.31	128	36	29
金陵药业	脉络宁注射液	0.16	0.40	0.45	51	21	19
独一味	独一味胶囊	0.50	0.66	0.81	41	29	24
沃华医药	心可舒片	0.72	1.20	1.30	61	33	31
片仔癀	片仔癀	1.01	0.94	1.07	23	25	22

数据来源: WIND, 联合证券研究所

表 4: 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1387	1826	2431	3052	营业收入	2365	2838	3406	4019
现金	362	611	988	1364	营业成本	1474	1646	1976	2291
应收账款	322	374	453	533	营业税金及附加	18	21	25	30
其他应收款	80	99	120	141	营业费用	519	610	715	844
预付账款	63	65	79	92	管理费用	260	298	341	402
存货	441	513	594	697	财务费用	74	42	32	25
其他流动资产	118	162	198	227	资产减值损失	-4	-4	-4	-4
非流动资产	2058	1958	1871	1777	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	532	535	531	532	投资净收益	74	65	70	75
固定资产	1118	1059	993	920	营业利润	98	290	392	507
无形资产	190	168	149	134	营业外收入	75	40	10	8
其他非流动资产	218	197	199	191	营业外支出	5	6	6	6
资产总计	3445	3784	4302	4829	利润总额	169	325	396	510
流动负债	1937	1934	2075	2181	所得税	-29	0	28	76
短期借款	812	705	715	728	净利润	198	325	368	433
应付账款	296	332	396	460	少数股东损益	16	26	24	31
其他流动负债	829	897	964	994	归属母公司净利润	182	299	344	403
非流动负债	36	52	62	49	EBITDA	275	418	510	618
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.49	0.81	0.93	1.09
其他非流动负债	36	52	62	49					
负债合计	1972	1986	2137	2230	主要财务比率				
少数股东权益	237	263	287	317		2008	2009E	2010E	2011E
股本	370	370	370	370	成长能力				
资本公积	980	980	980	980	营业收入	4.7%	20.0%	20.0%	18.0%
留存收益	-114	185	529	932	营业利润	64.0%	195.9%	34.8%	29.6%
归属母公司股东权益	1236	1534	1879	2282	归属于母公司净利润	160.3%	64.1%	15.3%	17.0%
负债和股东权益	3445	3784	4302	4829	获利能力				
					毛利率(%)	37.7%	42.0%	42.0%	43.0%
现金流量表					净利率(%)	7.7%	10.5%	10.1%	10.0%
					ROE(%)	14.7%	19.5%	18.3%	17.7%
					ROIC(%)	14.7%	23.1%	27.1%	30.1%
经营活动现金流	156	246	317	320	偿债能力				
净利润	198	325	368	433	资产负债率(%)	57.3%	52.5%	49.7%	46.2%
折旧摊销	103	86	86	86	净负债比率(%)	47.23%	45.56%	43.27%	41.21%
财务费用	74	42	32	25	流动比率	0.72	0.94	1.17	1.40
投资损失	-74	-65	-70	-75	速动比率	0.49	0.68	0.89	1.08
营运资金变动	-78	-221	-155	-192	营运能力				
其他经营现金流	-68	79	56	43	总资产周转率	0.68	0.79	0.84	0.88
投资活动现金流	98	72	72	86	应收账款周转率	5	5	5	5
资本支出	38	-24	6	1	应付账款周转率	5.06	5.24	5.43	5.35
长期投资	0	33	2	-6	每股指标 (元)				
其他投资现金流	136	81	80	81	每股收益(最新摊薄)	0.49	0.81	0.93	1.09
筹资活动现金流	-247	-68	-13	-30	每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.67	0.86	0.86
短期借款	262	-107	10	13	每股净资产(最新摊薄)	3.34	4.15	5.08	6.17
长期借款	-120	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	37.58	22.90	19.87	16.99
资本公积增加	-61	0	0	0	P/B	5.54	4.46	3.64	3.00
其他筹资现金流	-327	38	-22	-43	EV/EBITDA	26	17	14	11
现金净增加额	7	250	376	376					

数据来源: 联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

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。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。