

医药行业

中新药业 (600329)

增持

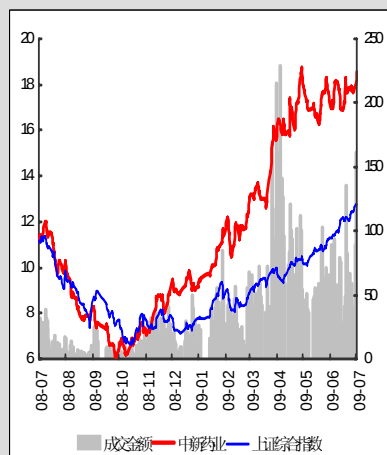
医药行业研究员

李伟志

010-88086830-676

liwz@rxzq.com.cn

中新药业与上证指数走势对比图



价值低估的优质大型中药企业

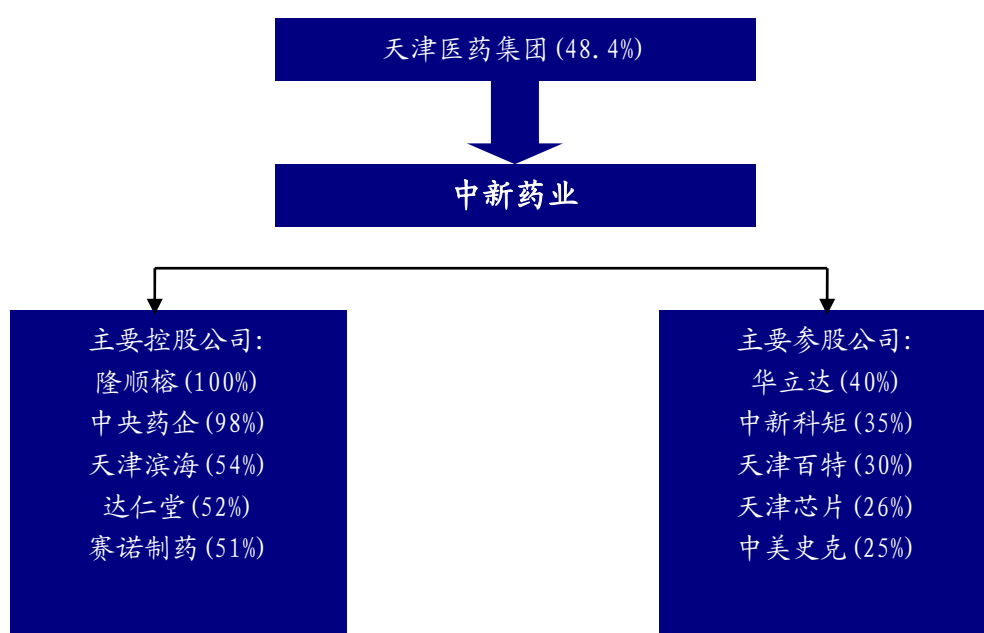
投资要点

- **传统与现代相结合的大型中药生产企业。**天津中新药业是历史悠久的，以中药创新为特色的，在新加坡和上海两地上市的大型医药集团。旗下拥有天津隆顺榕、乐仁堂、达仁堂等数家中华老字号企业，此外还有中药六厂等现代中药标志性企业，并与葛兰素史克、以色列泰沃、美国百特、韩国新丰等全球知名药企联手合资。公司共有中药保护品种 21 个，独家生产品种 109 个，涵盖心脑血管，解热镇痛，呼吸系统，消化系统，降糖，抗病毒，抗肿瘤等多个领域。
- **剥离不良资产、营销改革、布局全国。**在经历了 06/07 年连续两年亏损的情况下，公司在新任董事长的带领下启动了全方位的改革调整，公司对经营效益连年亏损且未来短期内不纳入公司重点发展战略的分子公司进行关闭、剥离与转让，提高了资产质量，企业亏损显著减少。由于之前的营销和管理问题造成公司只是一个天津范围内的区域性医药企业，经过 2007、2008 年的改革调整，公司的营销能力有了显著的提升。2008 年，中新药业实施了津药走向全国的战略。未来几年，公司的目标是天津及周边地区和其他省市的销售占比从 7: 3 转变为 3: 7，OTC 渠道销售占比从原来的 90% 下降到 55%。我们认为公司改革的决心以及明确的战略目标将会继续在今明两年的业绩上有所体现，而这种量到质的转变将会使公司形成跨越式的发展。
- **盈利预测和估值。**公司制定了 21 个大品种的发展战略计划，通过营销和管理改革，公司计划到 2011 年，4 个品种收入过亿、7 个品种收入过 5000 万、6 个品种收入过 4000 万和 4 个品种收入过 2000 万。我们预计公司 09/10 年净利润分别为 2.9 亿和 3.4 亿元，每股收益 0.78 和 0.92 元。09 年动态 PE 只有 23 倍，远远低于目前中药 28 倍的行业平均水平，所以公司价值明显被低估，给予其“增持”的投资评级。

	2007	2008	2009E	2010E
总收入	2,258,436,000	2,365,338,000	2,675,427,100	3,223,289,945
增长率	4%	5%	13%	20%
毛利率	35%	38%	40%	40%
净利润	(69,936,000)	182,080,000	287,527,809	339,298,128
增长率	82%	360%	58%	18%
每股收益	-0.20	0.49	0.78	0.92

1、传统与现代相结合的大型中药生产企业

天津中新药业是历史悠久的，以中药创新为特色的，在新加坡和上海两地上市的大型医药集团。旗下拥有天津隆顺榕、乐仁堂、达仁堂等数家中华老字号企业，此外还有中药六厂等现代中药标志性企业，并与葛兰素史克、以色列泰沃、美国百特、韩国新丰等全球知名药企联手合资。公司共有中药保护品种21个，独家生产品种109个，涵盖心脑血管，解热镇痛，呼吸系统，消化系统，降糖，抗病毒，抗肿瘤等多个领域。



资料来源: 公司资料 日信证券

2、剥离不良资产、营销改革、布局全国

在经历了06/07年连续两年亏损的情况下,公司在新任董事长的带领下启动了全方位的改革调整,公司对经营效益连年亏损且未来短期内不纳入公司重点发展战略的分子公司进行关闭、剥离与转让,提高了资产质量,企业亏损点显著减少。北菜园储运中心、新新制药的关闭以及中新连锁药店的剥离使得公司每年减亏3000-4000万元;2009年一季度乐仁堂药业、中新市内商业板块也顺利实现扭亏,减亏额在1500-2000万元。可以说公司基本面已经发生了重大改变,公司08年完成1.8亿元的净利润水平,09年成功摘帽.09年一季度更是实现了净利润接近100%的增长。

公司已经建立中新销售公司、营销公司和医药公司三个分公司为平台的销售体系。中新销售公司主要负责速效救心丸和舒脑欣滴丸等主要产品的销售。在2006年改革之前由于销售考核制度设置不合理,导致销售员片面追求销售额,过度使用销售费用和信用政策,造成了速效救心丸终端销售价格体系混乱、销售费用和应收账款居高不下的情况,而公司主打产品速效救心丸收入和利润更是呈现逐年下降趋势,这给速效救心丸的销售带来极大的损害,此后公司启动了速效救心丸的营销改革,采取了停产消耗产品库存、现款现货、逐步提高出厂价格、理顺终端销售价、清理经销商、加大终端推广力度等营销改革措施。公司已建立了一支400余人的专业销售队伍,从传统的商业调拨方式转变为立足于终端拉动的深度分销模式,销售网络基本覆盖了全国90%的县市区域,终端促销已下沉到社区、城乡等第三终端领域,所以07,08年连续两年速效救心丸产品收入和利润增长率超过15%,为公司的全面改革打下了坚实的基础。

此外,2007年,公司在原隆顺榕、达仁堂的销售科基础上成立了营销公司,进行营销整合,特别是在销售人员考核体系上进行了重大调整,加大了奖励和惩罚措施,有效的调动了营销人员的积极性。而在商业流通业务上成立了中新医药公司,主要负责整合中新药业市内销售批发,实现统一采购,统一资金管理,统一配送,统一价格等“六统一”措施,从而提高了商业网络运行效率、规范了销售体系。

中新药业拥有众多老字号品牌、产品以及药物剂型覆盖众多医药应用领域。但由于之前的营销和管理问题造成公司只是一个天津范围内的区域性医药企业,经过2007、2008年的改革调整,公司的营销能力有了显著的提升。2008年,中新药业实施了津药走向全国的战略。未来几年,公司的目标是天津及周边地区和其他省市的销售占比从7:3转变为3:7,OTC渠

道销售占比从原来的90%下降到55%。我们认为公司改革的决心以及明确的战略目标将会继续在今明两年的业绩上有所体现,而这种量到质的转变将会使公司形成跨越式的发展。

	2006	2007	2008
速效救心丸收入	254,900,000	338,550,000	395,290,000
增长率		33%	17%
速效救心丸利润	165,685,000	226,830,000	268,797,000
增长率		37%	19%

数据来源: 日信证券

3、21 大品种计划成为公司发展的基石

公司制定了21个大品种的发展战略计划,通过营销和管理改革,公司计划到2011年,4个品种收入过亿、7个品种收入过5000万、6个品种收入过4000万和4个品种收入过2000万。

从目前公司产品结构来看,中成药是公司最重要的利润增长点,08年收入和利润分别为16亿和7亿元,占总收入和利润比为69%和82%,而这种占比提升趋势一直在上升。其中速效救心丸目前是公司唯一过亿的核心产品,很有可能以独家产品的身份进入新一期的国家基本药物目录,在经过了06-08年营销改革后,产品实现了量价齐升的态势,08年收入和利润分别达到3.95亿和2.69亿元,毛利率在过去两年提升了3%。除此之外,其它产品收入增幅较小,中成药收入和利润增长主要是由速效救心丸推动的。我们认为随着时间的推移,其它产品也将有不同程度的增长,未来公司大品种战略很有可能会实现。

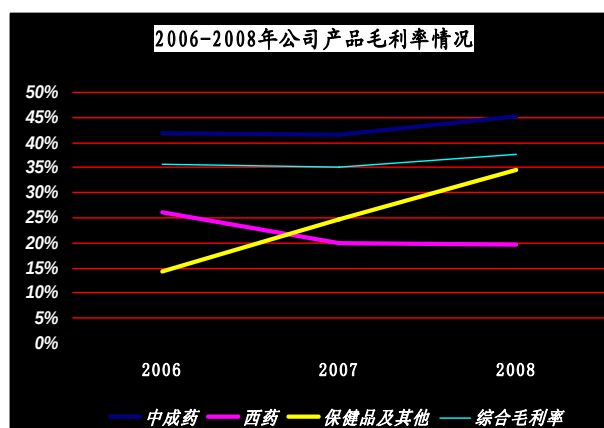
公司重点产品规模情况

主要产品	应用领域	08 年销售规模(万元)
速效救心丸	心血管	39500
清咽滴丸	咽喉类	8000
特子社复	呼吸系统	8000
紫龙金片	抗肿瘤	5000
藿香正气胶囊	感冒	5000
牛黄降压系列	心脑血管	5000

	2006	2007	2008
销量(条)	2,000,000	2,400,000	2,740,000
增长率		20%	14%
价格(元)	127	141	144
增长率		11%	2%
速效救心丸收入	254,900,000	338,550,000	395,290,000

增长率		33%	17%
速效救心丸利润	165,685,000	226,830,000	268,797,000
增长率		37%	19%
产品毛利率	65%	67%	68%

	2006	2007	2008
中成药收入	1,337,056,000	1,535,467,000	1,623,381,000
增长率		15%	6%
占比	62%	68%	69%
西药收入	713,691,000	654,542,000	653,228,000
增长率		-8%	0%
占比	33%	29%	28%
保健品及其他收入	99,221,000	48,723,000	67,076,000
增长率		-51%	38%
总营业收入	2,164,653,000	2,258,436,000	2,365,338,000
增长率		4%	5%
中成药营业利润	561,011,000	636,371,000	733,506,000
增长率		13%	15%
占比	73%	80%	82%
西药营业利润	187,052,000	131,415,000	127,915,000
增长率		-30%	-3%
占比	24%	17%	14%
保健品及其他利润	14,332,000	12,039,000	23,224,000
增长率		-16%	93%
总营业利润	771,743,000	791,292,000	890,970,000
增长率		3%	13%



数据来源: 日信证券

4、盈利预测和估值

我们认为如果速效救心丸以独家产品的身份进入新一期的基本药物目录,未来两年其销量将会以15%的速度增长,而价格保持不变。营销改革和21大品种策略将会使其它中药收入保持在20%的速度增长(今年清咽滴丸和特子社复收入可能过亿)。这样公司09/10年总收入分别为26.8亿和32.2亿元。期间费用率继续呈下降趋势,预计公司09/10年净利润分别为2.9亿和3.4亿元,每股收益0.78和0.92元。

公司目前09/10年动态PE分别为23和20倍,远远低于目前中药28倍的行业平均水平,所以公司价值低估明显,给予其“增持”的投资评级。

	2007	2008	2009E	2010E
销量(条)	2,400,000	2,740,000	3,151,000	3,623,650
增长率	20%	14%	15%	15%
价格(元)	141	144	144	144
增长率	11%	2%	0%	0%
速效救心丸收入	338,550,000	395,290,000	454,583,500	522,771,025
增长率	33%	17%	15%	15%
救心丸毛利率	67%	68%	69%	69%
救心丸毛利收入	226,830,000	268,797,000	313,662,615	360,712,007
其它中药收入	1,196,917,000	1,228,091,000	1,473,709,200	1,915,821,960
增长率	11%	3%	20%	30%
其它中药毛利率	34%	38%	40%	40%
其它中药毛利收入	409,541,000	464,709,000	589,483,680	766,328,784
西药收入	654,542,000	653,228,000	653,228,000	653,228,000
增长率	-8%	0%	0%	0%
西药毛利率	20%	20%	20%	20%
西药毛利收入	131,415,000	127,915,000	127,915,000	127,915,000
保健品收入	48,723,000	67,076,000	93,906,400	131,468,960
增长率	-51%	38%	40%	40%
保健品毛利率	25%	35%	35%	35%
保健品毛利收入	12,039,000	23,224,000	32,513,600	45,519,040
总收入	2,258,436,000	2,365,338,000	2,675,427,100	3,223,289,945
毛利收入合计	791,292,000	890,970,000	1,063,574,895	1,300,474,831
税金及附加	17,137,000	17,534,000	19,832,658	23,893,907
税金及附加占收入比	0.76%	0.74%	0.74%	0.74%
期间费用合计	928,233,000	853,550,000	856,136,672	1,031,452,782
期间费用率	41%	36%	32%	32%
资产减值损失	108,306,000	(4,377,000)		

投资净收益	202,567,000	73,925,000	113,012,333	113,012,333
营业外净收入	34,164,000	70,710,000	36,786,333	36,786,333
利润总额	(25,653,000)	168,898,000	337,404,232	394,926,809
所得税	20,573,000	(29,318,000)	33,740,423	39,492,681
少数股东损益	23,710,000	16,136,000	16,136,000	16,136,000
净利润	(69,936,000)	182,080,000	287,527,809	339,298,128
每股收益	-0.2	0.49	0.78	0.92

数据来源: 日信证券

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。