

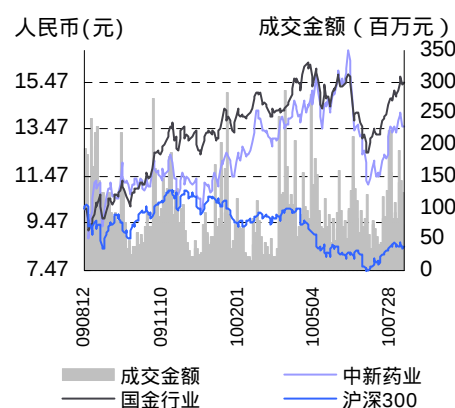
中新药业 (600329.SH)
中药行业
评级：买入 维持评级
业绩点评

市价（人民币）：13.60 元

上半年医药主业实现超预期高增长；

长期竞争力评级：高于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	533.43
总市值(百万元)	10,054.60
年内股价最高最低(元)	16.82/8.79
沪深 300 指数	2850.21
上证指数	2607.50


相关报告

1. 《改革进入深水区,全国商业网络开始构建》, 2010.7.28
2. 《有足够安全边际的改善型企业》, 2010.5.17
3. 《短期业绩超预期,长期有配置价值》, 2010.4.30

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130210050004
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130208070242
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李龙俊 分析师 SAC 执业编号: S1130210080003
(8621)61038315
lilj@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.493	0.697	0.423	0.590	0.766
每股净资产(元)	3.34	4.11	4.96	6.14	7.67
每股经营性现金流(元)	0.42	0.23	1.87	1.12	1.44
市盈率(倍)	18.15	30.97	32.18	23.05	17.76
行业优化市盈率(倍)	35.34	66.23	66.23	66.23	66.23
净利润增长率(%)	N/A	41.60%	21.17%	39.62%	29.78%
净资产收益率(%)	14.74%	16.97%	17.05%	19.23%	19.97%
总股本(百万股)	369.65	369.65	739.31	739.31	739.31

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 中新药业 2010 年上半年实现净利润 1.88 亿元，实现 EPS 0.508 元，同比增长 22%。比我们中报业绩预览中的预测略高（0.495 元）。

经营分析

- 上半年自营利润同比增长 58%，超预期：上半年公司实现销售收入 16 亿元，同比增长 20%；实现毛利 7 亿元，同比增长 20%；毛利率 43.28%，略有增长；实现营业利润 2.14 亿元，同比增长 52%；实现净利润 1.88 亿元，同比增长 22%，增速低于营业利润是因为去年同期公司没有所得税支出。如果剔除子公司投资收益，公司自营利润 1.6 亿元，同比增长 58%。
- 上半年公司两大业务板块继续实现较快增长：（1）医药工业。23 个大品种实现销售收入 7.3 亿元，同比增长 12%。其中速效救心丸提价 12%，在控货基础上实现销售收入 3.13 亿元，同比增速 12%。清肺消炎丸、通脉养心丸、舒脑欣等多个大品种增幅达 30% 以上。（2）医药商业。市内商业的渠道理顺之后，竞争力大幅提升，上半年商业收入增速在 47% 以上，利润增速翻倍。
- 10、11 年改革进入深水期，开始构建全国性的商业渠道：在营销改革成功的基础上，公司将着力开展全国性商业网络的构建。全国性网络的构建，将真正意义上帮助“津药”走向全国，也有助于公司销售整体再上一个台阶。商业网络的构建分为以下几个层次：（1）速效的经销商网络建设；（2）医院市场网络建设；（3）农村网络建设；（4）探索与全国各地商业公司合作的模式，增加中新产品的销售力量。以上几种全国性商业网络的构建，将是公司未来两年收入增长的主要动力。

盈利调整

- 我们维持公司 2010、2011 年全面摊薄后 EPS 为 0.423 元、0.590 元的盈利预测，主营利润同比增长 50%、40%。

投资建议

- 维持“买入”评级。公司未来几年主业的持续成长性是可预期的，是较好的时间换空间的品种，有长期投资的价值。另外公司今明两年商业网络的建设，如果能够达到过去两年营销改革类似的成果，业绩也会有更大的弹性。

图表1：公司三张表预测

损益表（人民币百万元）						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,258	2,365	2,881	3,366	3,820	4,170
增长率		4.7%	21.8%	16.8%	13.5%	9.2%
主营业务成本	-1,467	-1,474	-1,778	-1,974	-2,185	-2,355
% 销售收入	65.0%	62.3%	61.7%	58.6%	57.2%	56.5%
毛利	791	891	1,103	1,392	1,635	1,815
% 销售收入	35.0%	37.7%	38.3%	41.4%	42.8%	43.5%
营业税金及附加	-17	-18	-21	-24	-31	-33
% 销售收入	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%
营业费用	-522	-519	-623	-741	-825	-876
% 销售收入	23.1%	22.0%	21.6%	22.0%	21.6%	21.0%
管理费用	-322	-260	-291	-330	-359	-375
% 销售收入	14.3%	11.0%	10.1%	9.8%	9.4%	9.0%
息税前利润（EBIT）	-70	94	167	298	420	531
% 销售收入	n.a	4.0%	5.8%	8.9%	11.0%	12.7%
财务费用	-78	-74	-49	-41	-19	-1
% 销售收入	3.4%	3.1%	1.7%	1.2%	0.5%	0.0%
资产减值损失	-114	4	4	0	-16	-14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	199	74	88	120	145	170
% 税前利润	-698.1%	43.8%	34.4%	31.8%	27.4%	24.8%
营业利润	-63	98	209	377	529	686
营业利润率	n.a	4.2%	7.3%	11.2%	13.9%	16.4%
营业外收支	34	71	47	0	0	0
税前利润	-29	169	256	377	529	686
利润率	n.a	7.1%	8.9%	11.2%	13.9%	16.4%
所得税	-21	29	19	-53	-79	-103
所得税率	n.a	-17.4%	-7.5%	14.0%	15.0%	15.0%
净利润	-49	198	275	324	450	583
少数股东损益	24	16	17	12	14	17
归属于母公司的净利润	-73	182	258	312	436	566
净利率	n.a	7.7%	8.9%	9.3%	11.4%	13.6%

现金流量表（人民币百万元）						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	-49	198	275	324	450	583
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	222	99	100	105	126	134
非经营收益	-149	-63	-97	-36	-118	-163
营运资金变动	-6	-78	-195	296	-44	-21
经营活动现金净流	18	156	83	690	415	532
资本开支	70	14	-78	-8	-309	-310
投资	135	24	-4	-1	0	0
其他	49	59	105	120	145	170
投资活动现金净流	254	98	22	111	-164	-140
股权募资	0	0	20	0	0	0
债权募资	-145	-162	-49	-729	-94	1
其他	-88	-84	-57	-56	-27	-7
筹资活动现金净流	-233	-247	-86	-786	-121	-6
现金净流量	39	7	19	15	129	386

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	356	362	365	380	509	896
应收款项	533	520	690	737	822	887
存货	395	441	516	595	658	710
其他流动资产	50	63	70	101	111	120
流动资产	1,335	1,387	1,641	1,812	2,101	2,611
% 总资产	38.4%	40.2%	44.7%	49.0%	50.2%	53.5%
长期投资	709	601	630	631	630	630
固定资产	1,256	1,234	1,136	1,046	1,238	1,421
% 总资产	36.2%	35.8%	31.0%	28.3%	29.6%	29.1%
无形资产	172	202	215	205	211	217
非流动资产	2,137	2,058	2,026	1,884	2,082	2,270
% 总资产	61.6%	59.8%	55.3%	51.0%	49.8%	46.5%
资产总计	3,472	3,445	3,667	3,697	4,182	4,881
短期借款	970	932	778	94	0	0
应付款项	836	854	792	1,218	1,350	1,452
其他流动负债	105	151	154	172	169	183
流动负债	1,911	1,937	1,724	1,484	1,520	1,635
长期贷款	120	0	100	100	100	101
其他长期负债	96	36	55	0	0	0
负债	2,127	1,972	1,879	1,584	1,620	1,736
普通股股东权益	1,110	1,236	1,520	1,832	2,268	2,834
少数股东权益	236	237	268	280	294	311
负债股东权益合计	3,472	3,445	3,667	3,697	4,182	4,881

比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	-0.197	0.493	0.697	0.423	0.590	0.766
每股净资产	3.002	3.343	4.111	4.956	6.136	7.667
每股经营现金净流	0.050	0.421	0.226	1.866	1.121	1.440
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-6.56%	14.74%	16.97%	17.05%	19.23%	19.97%
总资产收益率	-2.10%	5.29%	7.03%	8.45%	10.43%	11.60%
投入资本收益率	-4.95%	4.58%	6.70%	11.12%	13.42%	13.90%
增长率						
主营业务收入增长率	5.04%	4.73%	21.79%	16.84%	13.49%	9.16%
EBIT增长率	-80.36%	#####	77.11%	78.92%	40.90%	26.34%
净利润增长率	-80.72%	N/A	41.60%	21.17%	39.62%	29.78%
总资产增长率	-0.98%	-0.79%	6.45%	0.81%	13.13%	16.72%
资产管理能力						
应收账款周转天数	45.7	45.7	48.3	46.0	46.0	46.0
存货周转天数	110.2	103.6	98.3	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	73.1	72.1	76.5	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	201.9	184.1	149.0	117.6	107.9	106.2
偿债能力						
净负债/股东权益	54.52%	38.70%	28.70%	-8.80%	-15.96%	-25.26%
EBIT利息保障倍数	-0.9	1.3	3.4	7.3	21.6	461.9
资产负债率	61.25%	57.25%	51.24%	42.85%	38.73%	35.56%