

湘财证券研究所

医药行业研究小组

陈国栋

Tel: 021-68634510-8721

 E-Mail: cgd2854@xcsc.com

叶侃

Tel: 021-68634510-8721

 E-Mail: yk2880@xcsc.com

王师

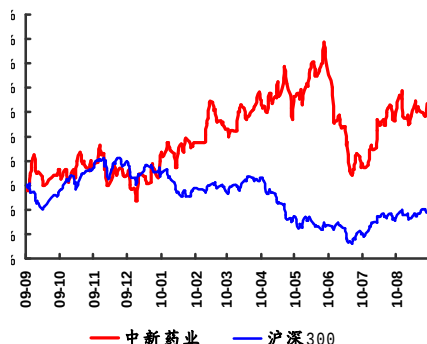
Tel: 021-68634510-8228

 E-Mail: ws2978@xcsc.com

基础数据:

收盘价: 14.28 元
 流通 A 股市值: 76.23 亿元
 总市值: 105.65 亿元
 沪深 300 指数: 2932.55

一年内股价与大盘走势:



近期我们实地调研中新药业，与董秘交流公司近阶段经营情况和未来发展规划。

调研要点:

- q** 速效救心丸是营收占比最大的单个品种，也是公司最具知名度的品牌。以前由于销售渠道管理的混乱，速效救心丸销量一直停滞不前。2006 年 10 月郝总上任后，改变销售策略。救心丸今年进行多次提价，从年初的 17.2 元上涨至目前 20 元出厂价。上半年毛利率较去年同期增加 1 个百分点，由于是采取陆续提价，下半年救心丸毛利率有进一步上升空间。救心丸在医院渠道销售占比为 20%-30%。我们预计救心丸每年保持 15% 增长。
- q** 公司医药工业和商业营业收入各占一半，共有 700-800 种产品，圈定 23 个重点品种，作为重点培育对象。除救心丸外，其他重点产品有清肺消炎丸、通脉养心丸（日常养护）、紫龙金片。目前公司营销系统分为销售中心、营销中心和医药公司，销售队伍共有 2000 多人。医药商业在天津地区销售额约为 50%，而去年商业业务刚开始实现盈利。
- q** 参股公司的投资收益在净利润中占据不小比例，09 年该比例达到 34%，其中盈利重点中美史克每年贡献利润 6000 万元左右。华立达生物是中新药业与国际仿制药巨头 TEVA 合资的公司，前几年一直处于亏损边缘。由于拿到国外干扰素订单，今年基本能实现扭亏。赛诺制药原先是在乐仁堂的老厂房内生产，仅相当于一个中试车间，黄芪多糖粉针产能仅为 15 万针/年。现搬迁至五清开发区，注射液产能得到大规模扩大，今年进行 GMP 认证，未来销量有大幅增长的可能。

投资建议:

我们预测中新药业 2010 年、2011 年、2012 年每股收益分别为 0.42、0.49、0.59 元。速效救心丸盈利能力继续增强，销量稳定增长。营销网络完善，使产品逐渐走向全国。目前估值合理，安全边际较高，我们首次给予中新药业“增持”评级。

风险因素：药品政策性降价

盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入（百万元）	2365.34	2880.86	3434.26	4155.45	5028.09
增长率	4.73%	21.79%	19.21%	21.00%	21.00%
净利润（百万元）	176.14	257.82	308.27	362.8	432.69
增长率	151.78%	46.37%	19.57%	17.69%	19.26%
摊薄后每股收益（元）	0.24	0.35	0.42	0.49	0.59

三张表预测

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1641	2365	2932	3596
现金	365	904	1392	1748
应收账款	440	566	603	801
其他应收款	56	88	93	121
预付账款	70	86	102	124
存货	516	515	493	504
其他流动资产	194	206	249	298
非流动资产	2026	1350	1268	1181
长期投资	534	0	0	0
固定资产	1102	1105	1024	938
无形资产	199	199	199	199
其他非流动资产	191	46	45	43
资产总计	3667	3716	4200	4777
流动负债	1724	1500	1602	1725
短期借款	778	713	768	753
应付账款	449	416	503	608
其他流动负债	497	371	331	364
非流动负债	155	100	100	100
长期借款	100	100	100	100
其他非流动负债	55	0	0	0
负债合计	1879	1600	1702	1825
少数股东权益	268	287	307	328
股本	370	739	739	739
资本公积	994	625	625	625
留存收益	156	464	827	1259
归属母公司股东权益	1520	1828	2191	2623
负债和股东权益	3667	3716	4200	4777

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	83	-100	365	290
净利润	275	327	383	454
折旧摊销	104	88	89	90
财务费用	49	42	37	34
投资损失	-88	-102	-106	-114
营运资金变动	-195	-416	-50	-271
其他经营现金流	-63	-41	11	98
投资活动现金流	22	755	106	114

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2881	3434	4155	5028
营业成本	1778	2078	2514	3042
营业税金及附加	21	25	31	37
营业费用	623	738	889	1076
管理费用	291	326	395	478
财务费用	49	42	37	34
资产减值损失	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	88	102	106	114
营业利润	209	327	395	476
营业外收入	50	50	50	50
营业外支出	3	5	5	5
利润总额	256	372	440	521
所得税	-19	45	57	68
净利润	275	327	383	454
少数股东损益	17	19	20	21
归属母公司净利润	258	308	363	433
EBITDA	363	458	522	600
EPS (元)	0.70	0.42	0.49	0.59

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	21.8%	19.2%	21.0%	21.0%
营业利润	126.6%	56.4%	21.0%	20.4%
归属于母公司净利润	46.4%	19.6%	17.7%	19.3%
获利能力				
毛利率(%)	38.3%	39.5%	39.5%	39.5%
净利率(%)	8.9%	9.0%	8.7%	8.6%
ROE(%)	17.0%	16.9%	16.6%	16.5%
ROIC(%)	17.4%	16.2%	19.3%	21.8%
偿债能力				
资产负债率(%)	51.2%	43.1%	40.5%	38.2%
净负债比率(%)	46.73%	50.82%	50.99%	46.73%
流动比率	0.95	1.58	1.83	2.08
速动比率	0.64	1.23	1.52	1.79
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.93	1.05	1.12

资本支出	87	0	0	0	应收账款周转率	5	5	5	5
长期投资	-4	-643	0	0	应付账款周转率	4.77	4.81	5.48	5.48
其他投资现金流	104	112	106	114	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-86	-115	17	-49	每股收益 (最新摊薄)	0.35	0.42	0.49	0.59
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.11	-0.14	0.49	0.39
短期借款	-34	-65	54	-15	每股净资产 (最新摊薄)	2.06	2.47	2.96	3.55
长期借款	100	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	370	0	0	P/E	53.57	44.80	38.07	31.92
资本公积增加	14	-370	0	0	P/B	9.09	7.56	6.30	5.26
其他筹资现金流	-167	-50	-37	-34	EV/EBITDA	19	15	14	12
现金净增加额	19	540	488	356					

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2881	3434	4155	5028
收入同比(%)	22%	19%	21%	21%
归属母公司净利润	258	308	363	433
净利润同比(%)	46%	20%	18%	19%
毛利率(%)	38.3%	39.5%	39.5%	39.5%
ROE(%)	17.0%	16.9%	16.6%	16.5%
每股收益(元)	0.35	0.42	0.49	0.59
P/E	53.57	44.80	38.07	31.92
P/B	9.09	7.56	6.30	5.26
EV/EBITDA	19	15	14	12

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。