

中药 II
中新药业 (600329.SH) / 14.13 元
业绩稳定增长的大型现代中药企业

研究员：高利

联系人：廖万国 陈海刚

Tel: 0755-82027735

Email: liaowanguo@hczq.com

事 项

近日我们组织机构投资者对中新药业进行了联合调研，并将在近期推出公司深度报告，敬请留意。

中新药业是以中药创新为特色的大型现代中药企业，旗下拥有隆顺榕、乐仁堂、达仁堂等数家中华老字号及众多优质产品，其中由中药六厂生产的速效救心丸为国家机密品种和基本药物独家品种。2010年上半年公司实现营业收入16亿元，其中医药工业与医药商业收入约各占一半；净利润1.88亿元，同比增长22.27%。

主要观点

一、速效救心丸具有较大增长空间。为规范销售渠道，理顺终端价格，今年公司数次提高速效救心丸出厂价，已由09年时的17.2元提至目前的20元。速效救心丸长期以药店销售为主，医院渠道销售占比仅20-30%。在近期的安徽省国家基本药物集中招标采购中，速效救心丸（40mg*150丸）中标价为24.53元，随着基本药物制度的推进，公司计划积极开拓农村与社区市场，有利于速效救心丸填补医院特别是基层医疗机构的市场空白，我们预计未来可维持15-20%的增速。

二、大品种战略推动重点品种销售规模稳步提升。今年上半年公司23个重点品种实现销售收入7亿元，同比增长12%，多个重点品种的增速超过30%。今年公司主推清肺消炎丸、通脉养心丸、紫龙金片的销售，预计会产生3个过亿品种（速效救心丸，清咽滴丸，特子社复），明年过亿品种有望达到5个。

三、坚持营销改革有利于公司进一步整合资源和长远发展。目前公司营销系统分为销售公司、营销公司和医药公司，销售队伍合计超过1500人。销售公司主要负责速效救心丸、舒脑欣和金万红的销售；营销公司整合了隆顺榕、达仁堂的销售队伍，负责两公司原有品种的的销售；医药公司为公司的市内商业总部，理顺商业渠道后，09年实现扭亏，当年盈利400多万，我们预计今年可实现20%增长。

四、联营企业贡献稳定的投资收益。中美史克作为GSK在中国的OTC业务平台，每年可贡献6000万元左右的投资收益。华立达生物由公司与Teva合资，今年拿到国外干扰素订单，有望扭亏，Teva计划注入的新产品目前正在进行申报。天津百特产品供不应求，今年投资1亿元扩产，依靠百特在大输液领域的技术优势，未来增长势头良好。

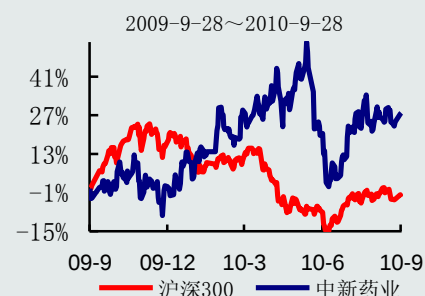
五、投资建议：推荐。预计公司2010-2012年EPS分别为0.45、0.56和0.71元，对应PE分别为32X、25X和20X。中药行业2011年PE为32X，公司药品资源极为丰富，近年营销改革成效明显，给予公司30倍PE较为合理，按2011年EPS 0.56元计算，6个月目标价16.8元，首次给予“推荐”评级。

投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

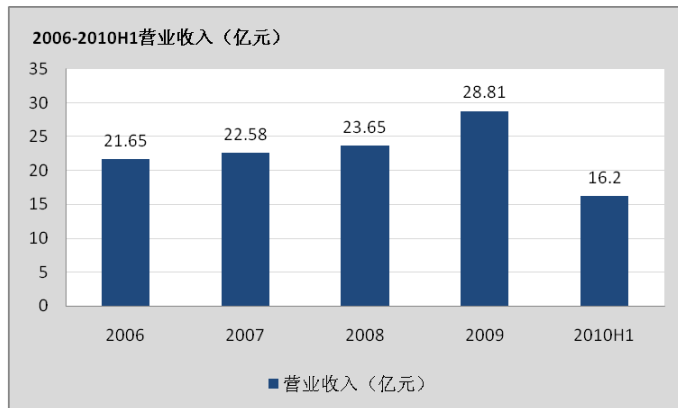
总股本(万股)	73931
流通A股/B股(万股)	53343/0
资产负债率(%)	51.24
每股净资产(元)	4.11
市盈率(倍)	40.52
市净率(倍)	3.44
12个月内最高/最低价	34.38/10.85

市场表现对比图(近12个月)


资料来源：港澳资讯

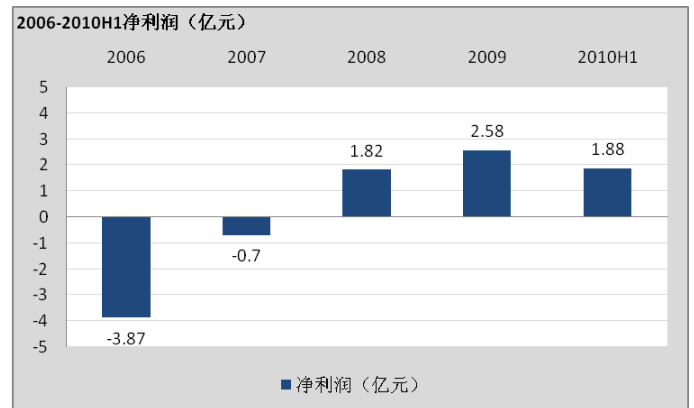
相关研究报告

图表 1 公司营业收入逐年增长



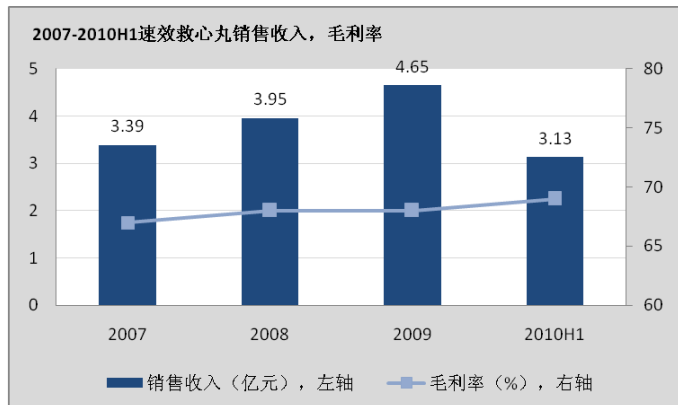
数据来源：公司公告，华创证券研究所

图表 2 实施营销改革后公司业绩持续向好



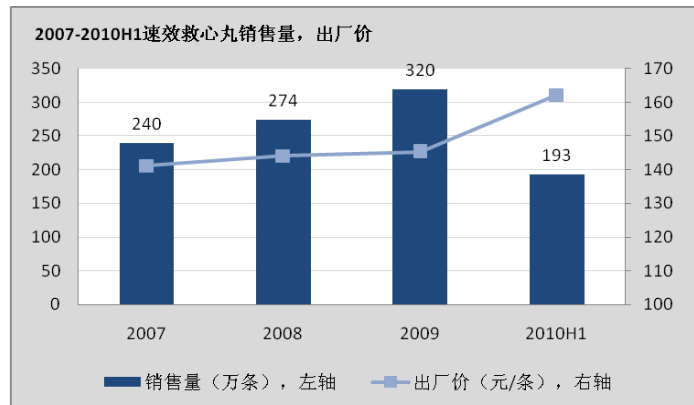
数据来源：公司公告，华创证券研究所

图表 3 速效救心丸销售旺盛，毛利率稳中有升



数据来源：公司公告，华创证券研究所

图表 4 速效救心丸量价齐升



数据来源：公司公告，华创证券研究所

图表 5 主要联营企业经营情况

联营企业	持股比例 (%)	2009 净利润(万元)	2009 贡献投资收益 (万元)	2010 H1 净利润 (万元)	2010H1 贡献投资收益 (万元)
中美史克	25	23117.23	5779.31	19442.92	4860.73
华利达生物	40	-1356.48	-542.59	243.20	97.28
天津百特	30	1004.66	301.40	454.32	136.30
宜药印务	35	395.08	138.28	349.93	122.48
生物芯片	33	161.12	53.17	-0.21	-0.07

数据来源：公司公告，华创证券研究所

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1641	2129	2643	3297
现金	365	908	1410	1990
应收账款	440	381	411	396
其它应收款	56	139	81	190
预付账款	70	67	69	68
存货	516	479	497	488
其他	194	156	175	165
非流动资产	2026	1959	1871	1794
长期投资	534	533	533	533
固定资产	1102	1014	927	840
无形资产	199	206	210	215
其他	191	206	201	206
资产总计	3667	4088	4514	5091
流动负债	1724	1816	1758	1774
短期借款	778	795	786	791
应付账款	449	373	411	392
其他	497	648	561	592
非流动负债	155	135	185	200
长期借款	100	90	135	153
其他	55	45	50	48
负债合计	1879	1951	1943	1974
少数股东权益	268	287	305	323
股本	370	739	739	739
资本公积金	994	625	625	625
留存收益	156	486	902	1430
归属母公司股东权益	1520	1850	2266	2794
负债和股东权益	3667	4088	4514	5091

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	83	450	412	461
净利润	275	349	433	546
折旧摊销	104	96	96	96
财务费用	49	37	29	21
投资损失	-88	-103	-112	-123
营运资金变动	-195	63	-30	-81
其它	-63	9	-4	2
投资活动现金流	22	63	112	103
资本支出	87	39	-19	10
长期投资	-4	-13	6	-3
其他	104	89	99	110
筹资活动现金流	-86	31	-22	15
短期借款	-34	17	-8	4
长期借款	100	-10	45	18
普通股增加	0	370	0	0
资本公积增加	14	-370	0	0
其他	-167	24	-59	-6
现金净增加额	19	543	502	580

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2881	3521	4134	4859
营业成本	1778	2097	2425	2809
营业税金及附加	21	26	30	36
营业费用	623	768	901	1059
管理费用	291	376	442	519
财务费用	49	37	29	21
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	103	112	123
营业利润	209	321	418	537
营业外收入	50	63	56	59
营业外支出	3	4	4	4
利润总额	256	379	471	593
所得税	-19	30	38	47
净利润	275	349	433	546
少数股东损益	17	19	17	18
归属母公司净利润	258	330	416	528
EBITDA	363	453	543	655
EPS（元）	0.70	0.45	0.56	0.71

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	21.8%	22.2%	17.4%	17.5%
营业利润	126.6%	53.5%	30.4%	28.4%
归属母公司净利润	46.4%	28.0%	26.0%	26.9%
获利能力				
毛利率	38.3%	40.4%	41.3%	42.2%
净利率	8.9%	9.4%	10.1%	10.9%
ROE	17.0%	17.8%	18.4%	18.9%
ROIC	17.4%	22.7%	29.3%	36.7%
偿债能力				
资产负债率	51.2%	47.7%	43.1%	38.8%
净负债比率	46.73%	48.42%	48.95%	50.04%
流动比率	0.95	1.17	1.50	1.86
速动比率	0.64	0.89	1.21	1.57
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.91	0.96	1.01
应收帐款周转率	5	6	7	8
应付帐款周转率	4.77	5.11	6.19	7.00
每股指标(元)				
每股收益	0.35	0.45	0.56	0.71
每股经营现金	0.11	0.61	0.56	0.62
每股净资产	2.06	2.50	3.06	3.78
估值比率				
P/E	20.26	31.64	25.11	19.79
P/B	3.44	5.65	4.61	3.74
EV/EBITDA	29	23	20	16

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。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。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801