

公司名称 (600329.SH)

中药行业

[2010.11.17]

铁树开花 中兴之路

——中新药业调研报告

评级: 买入
上次评级: 首次评级
目标价格: ¥25.2
上次预测: ¥0.00
当前价格: ¥17.96
2010.11.17

闫亚磊 张磊
86-022-28451975 86-010-68784263
SAC执业证书编号 S1150209100148
leimiaofoi@hotmail.com zhanglei@bhq.com

- 核心观点:
- 经过改革,公司的销售已开始逐渐好转,速效救心丸开始稳定增长。
 - 其他品种盈利能力得到改善,未来或将成为公司盈利新来源。
 - 以中美史克为主的投资收益将继续增厚业绩

投资要点:

- 公司过去受困于体制等多方面原因,陷入亏损(2006亏损近4亿)。自2007年起更换管理层,新管理层推行营销改革,收到良好效果,公司09年扭亏并实现较大盈利(2.75亿)。
- 公司过去的业绩主要来自速效救心丸和中美史克的投资收益,它们维系公司的生命线,但现在经过营销改革,其它品种盈利能力大为改善,未来有可能成为公司的新支柱。
- 投资收益主要看中美史克(占股25%),因其产品线丰富,营销有力,每年持续贡献较大利润(今年超过6000万元),未来继续增厚业绩。而公司的其他投资收益则贡献有限。
- 综合来看,我们认为公司正走在中兴之路上,未来业绩稳中求胜。11年EPS预计为0.56元,考虑到公司稳健的风格,45倍PE,目标价25.2元,给予买入评级。



相关报告

内外双修 内功硬才是真功夫——誉衡药业研究报告

独领风骚的造影剂小霸王!——北陆药业调研报告

阴影之下 仍有彩虹——中药行业深度研究

寻找热少中的钻石——中药行业四季度策略

(百万元,元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	2365	2881	3564	4140	4912
EBITDA(百万元)	197	271	424	399	440
净利润	182	258	272	262	299
摊薄 EPS(元)	0.49	0.70	0.45	0.56	0.71
PE(X)	81.2	57.4	45.9	40.0	35.2
EV/EBITDA(X)	79.1	57.5	35.9	37.7	33.6
PB(X)	10.04	8.27	6.18	5.70	5.22
ROIC	4.57%	6.69%	6.39%	4.96%	5.62%
总资产周转率	0.68	0.81	0.94	1.00	1.09

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	362	365	638	820	1094	营业收入	2365	2881	3564	4140	4912
应收票据	118	194	208	242	287	营业成本	1474	1778	2210	2632	3115
应收账款	322	440	545	633	751	营业税金及附加	18	21	26	30	36
预付款项	63	70	77	84	93	销售费用	519	623	775	899	1066
其他应收款	80	56	69	80	95	管理费用	260	291	370	426	506
存货	441	516	652	776	918	财务费用	74	49	23	3	2
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-4	-4	0	0	0
长期股权投资	532	534	534	534	534	投资收益	74	88	84	85	85
固定资产	1118	1102	903	755	597	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	38	35	22	85	80	营业利润	98	209	243	235	272
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	71	47	54	52	55
无形资产	190	199	195	189	183	税前利润	169	256	297	287	327
长期待摊费用	5	7	8	7	7	减：所得税	-29	-19	25	24	28
资产总计	3445	3667	3946	4301	4734	净利润	198	275	272	262	299
短期借款	812	778	0	0	0	归属于母公司的					
应付票据	141	108	134	160	189	净利润	182	258	250	241	275
应付账款	296	449	473	563	682	少数股东损益	16	17	22	21	24
预收款项	40	26	30	35	40	基本每股收益	0.49	0.70	0.65	0.62	0.71
应付职工薪酬	100	120	120	120	120	稀释每股收益	0.49	0.70	0.65	0.62	0.71
应交税费	43	26	300	300	300	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	376	209	209	209	209	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	4.7%	21.8%	23.7%	16.2%	18.6%
长期借款	0	100	100	100	100	EBIT 增长率	-223.1%	77.1%	9.5%	-16.1%	23.4%
负债合计	1972	1879	1447	1589	1772	净利润增长率	-360.4%	41.6%	-3.2%	-3.3%	14.0%
股东权益合计	1473	1788	2499	2711	2962	盈利性					
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售毛利率	37.7%	38.3%	38.0%	36.4%	36.6%
净利润	198	275	272	262	299	销售净利率	7.7%	8.9%	7.0%	5.8%	5.6%
折旧与摊销	103	104	241	246	251	ROE	12.4%	14.4%	10.0%	8.9%	9.3%
经营活动现金流	156	83	570	304	321	ROIC	4.57%	6.69%	6.39%	4.96%	5.62%
投资活动现金流	98	22	65	-70	4	估值倍数					
融资活动现金流	-247	-86	-362	-53	-51	PE	81.2	57.4	61.9	64.0	56.2
现金净变动	7	19	273	182	274	P/S	6.3	5.1	4.3	3.7	3.1
期初现金余额	356	362	365	638	820	P/B	10.04	8.27	6.18	5.70	5.22
期末现金余额	363	381	638	820	1094	股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%
						EV/EBITDA	79.1	57.5	35.9	37.7	33.6

目 录

1. 公司简介	5
2. 公司业务分析	6
2.1 速效救心丸的地位	7
2.2 投资收益： 就看中美史克	10
2.3 结论：公司的利润核心 （速效+史克）+其他品种	11
2.4 公司过去的阴影 现在渐渐走出新增长	12
2.4.1 为何会亏损？	12
2.4.2 营销改革	14
2.5 公司的其他业务	16
3. 管理水平： 中兴的根本	17
3.1 费用去了哪里？	19
3.3 与同仁堂的比较 盈利能力逐渐好转	21
4. 未来前景： 稳中求胜	22
4.1 速效救心丸	22
4.2 投资收益	23
4.3 其他产品	23
5. 风险提示及投资建议	24

图 目 录

图 1: 公司股权结构简图 (截止 2010 年 11 月 1 日)	5
图 2: 中新海外和国内 2010 年 1-6 月间营业收入对比 (亿)	6
图 3: 中新 2010 年 1-6 月间营业收入来源占比 (亿)	6
图 4: 中新 2007-2010 上半年间营业收入来源占比 (亿)	7
图 5: 中新历年速效救心丸销售额 (亿) 及毛利率情况 (%)	7
图 6: 历年公司速效占全年销售收入份额 (亿)	8
图 7: 历年速效毛利占公司毛利份额 (亿)	8
图 8: 2008 年速效销售收入市场情况	8
图 9: 2010 年速效销售收入市场情况	8
图 10: 历年速效救心丸的售价 (元/条)	9
图 11: 2008 年中新营业收入地区分布	9
图 12: 2010 上半年中新营业收入地区分布	9
图 13: 中新历年投资收益总额与中美史克收益对比 (百万)	10
图 14: 2007-2010 上半年华立达营销情况 (百万)	11
图 15: 2007-2010 上半年百特营销情况 (百万)	11
图 16: 中新 2008-2010 上半年间净利润来源占比	12
图 17: 历年公司营业收入 (百万) 及增长情况 (%)	12
图 18: 历年公司净利润 (百万) 及增长情况 (%)	12
图 19: 中新历年营业收入和成本以及三费费用对比 (亿)	13
图 20: 中新亏损前中美史克收益占公司净利润情况	13
图 21: 目前公司三大营销板块架构示意简图	15
图 22: 历年中新化药营业收入和营业成本对比 (亿)	16
图 23: 历年公司中药业务营业收入和营业成本对比 (亿)	16
图 24: 历年中新在职员工人数变化 (人)	18
图 25: 历年中新的毛利润与三费对比 (亿)	19
图 26: 历年中新的毛利润与三费对比 (百万)	20
图 27: 中新历年支付的 会务费和其它费用对比 (百万元)	20
图 28: 中新与同仁堂历年毛利率、净利率对比 (%)	21
图 29: 中新与同仁堂总资产收益率与期间费用率对比 (%)	21
图 30: 中新药业的历史沿革简图	24

近日，我们调研了天津中新药业，重点向公司了解一些市场关注的问题：公司主力速效救心丸的销售情况，公司近年来营销改革的进展以及新产品开发的情况。

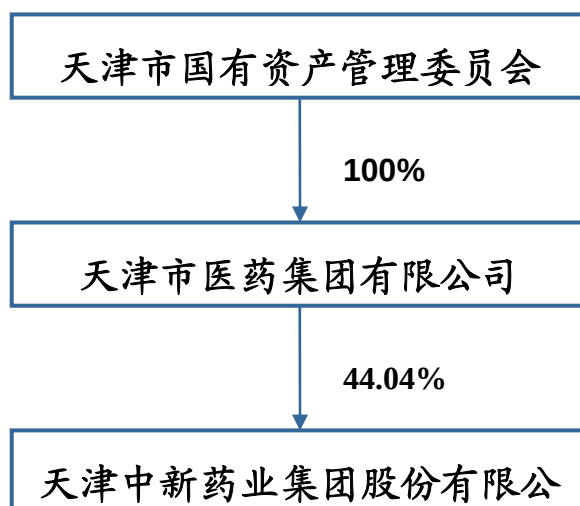
1. 公司简介

公司的上级股权结构简单清晰，天津市医药集团有限公司是公司第一大股东也是公司唯一的实际控制人，持有公司 44.04% 的股份，成立于 1996 年 6 月 27 日，是由天津市政府出资设立的国有独资公司，其前身为 1955 年成立的天津市药材公司。

公司是中国首家同时拥有 S 股和 A 股的海内外上市公司，前身是成立于 1955 年的天津市药材公司，截止 2010 年初拥有 14 家分公司、14 家全资及控股公司还有 10 家参股公司。公司生产经营涉及中成药、中药材、生物医药、化学原料及制剂、营养保健品等众多领域，拥有 11 个系列，21 个剂型 509 个注册品种。

公司拥有国家机密品种 1 个（速效救心丸），国家秘密品种 2 个（牛黄降压系列），中药保护品种 18 个，独家生产品种 82 个，主导产品速效救心丸销售额超过 4 亿元，而二线产品紫龙金片、金芪降糖片、胃肠安丸、特子社复等也享有声誉。

图 1：公司股权结构简图（截止 2010 年 11 月 1 日）

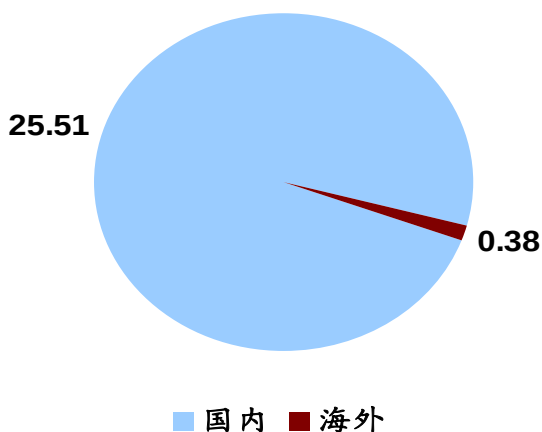


数据来源：WIND 渤海证券研究所

2. 公司业务分析

公司的主要市场在国内，虽然公司很早（2002）就开始了海外业务扩张的尝试，但因为不是公司战略方向，投入较低，且产品多为附加值低的普通保健品和原料药，虽经近十年发展，一直占比较小，我们认为公司未来仍将以国内市场为主。

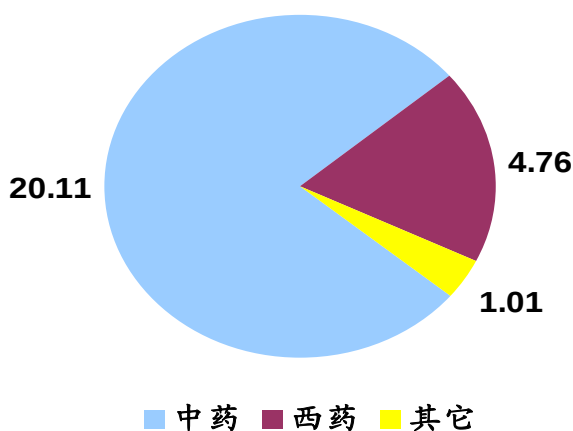
图 2：中新海外和国内 2010 年 1-6 月间营业收入对比（亿）



数据来源：公司半年报 渤海证券研究所

从图中可以看出，国内市场是公司业务最大的一块市场。而主营业务为中成药、西药及保健品等，以中药为主。2010 年 1-9 月公司实现销售收入 25.35 亿元，净利润 2.68 亿元。分别同比上升了 23%，和 15%。

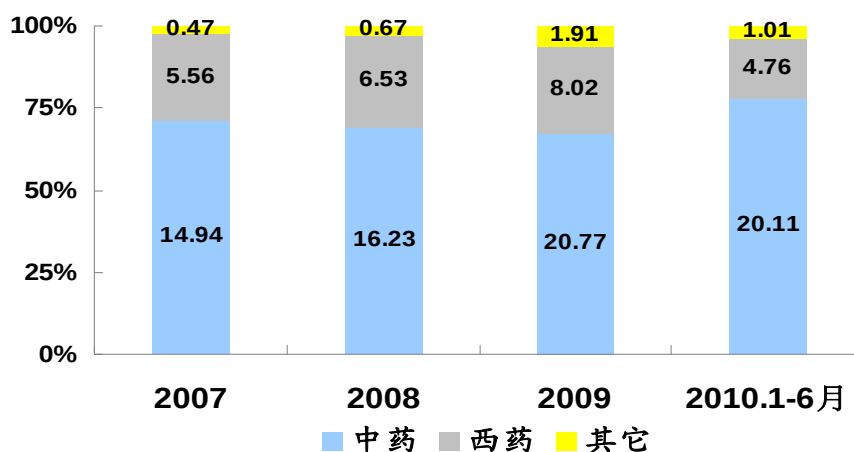
图 3：中新 2010 年 1-6 月间营业收入来源占比（亿）



数据来源：公司半年报 渤海证券研究所

从营业收入的组成来看，公司的优势在于中成药，因拥有标准药材生产基地、中新药业现代中药产业园及滴丸生产基地、中药口服固体制剂产业基地等产业基地，以及速效救心丸，胃肠安、京万红、乐仁堂、达仁堂等中药著名品牌，公司的业务中一直是中药做主导，这一点也可以从历年数据中看出。

图 4：中新 2007-2010 上半年间营业收入来源占比（亿）

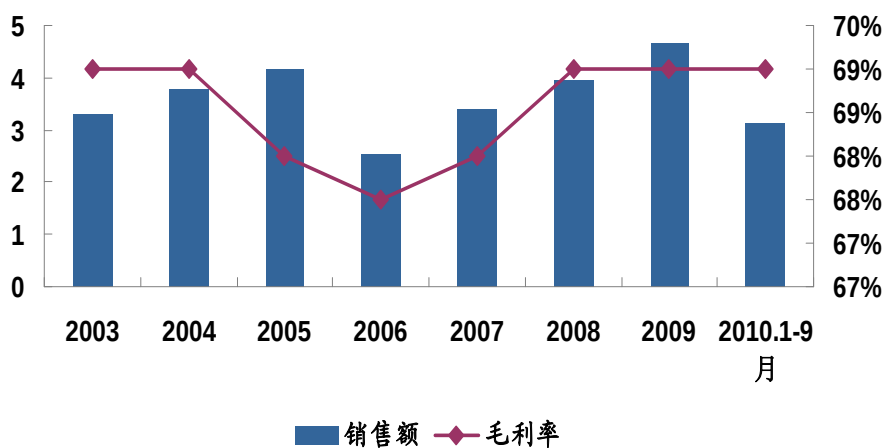


数据来源：公司半年报 渤海证券研究所

2.1 速效救心丸的地位

公司目前拥有众多的中药品种，包括一个国家机密品种（速效救心丸），和两个秘密级保护品种（牛黄降压系列），18 个中药保护品种（养血生发胶囊等），这是一笔巨大的宝藏。

图 5：中新历年速效救心丸销售额（亿）及毛利率情况（%）



数据来源：公司历年年报 渤海证券研究所

图 6: 历年公司速效占全年销售收入份额 (亿)

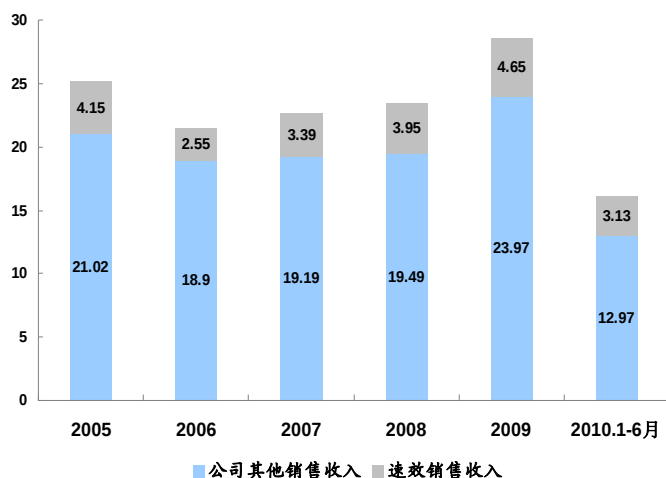
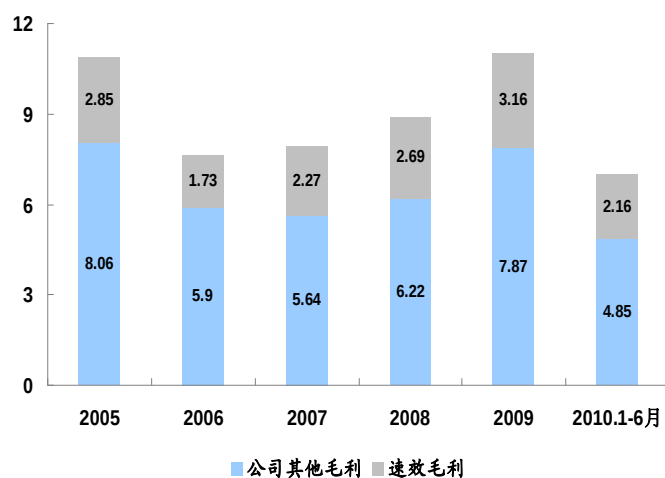


图 7: 历年速效毛利占公司毛利份额 (亿)



数据来源: 公司年报 渤海证券研究所

但公司多年来因为体制内的束缚和销售等多方面原因, 这些品种中只有速效救心丸成为公司的当家花旦, 每年都贡献公司净利润的 30% 以上。根据我们调研了解到, 公司目前除了速效救心丸外 (年销售 4.5 亿以上) 只有抗生素类的特子杜复 (头孢替唑钠) 这一个品种在 09 年销售收入过亿。

从速效救心丸的具体的市场划分来看, 主要市场仍来自于 OTC 市场, 由于公司在 OTC 的营销一直不遗余力, 所以这块市场也是公司的传统优势所在。随着未来医改的迅速推行, 公司也希望将救心丸打入更加广阔的医院市场, 从调研掌握的情况来看, 公司在这方面的努力收到成效, 在医院市场的份额逐渐扩大。

图 8: 2008 年速效销售收入市场情况

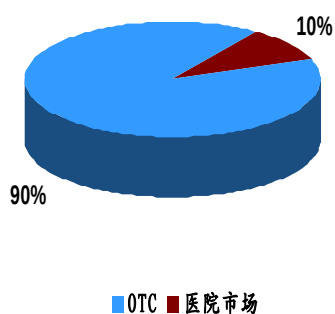
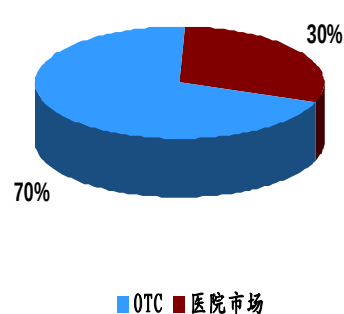


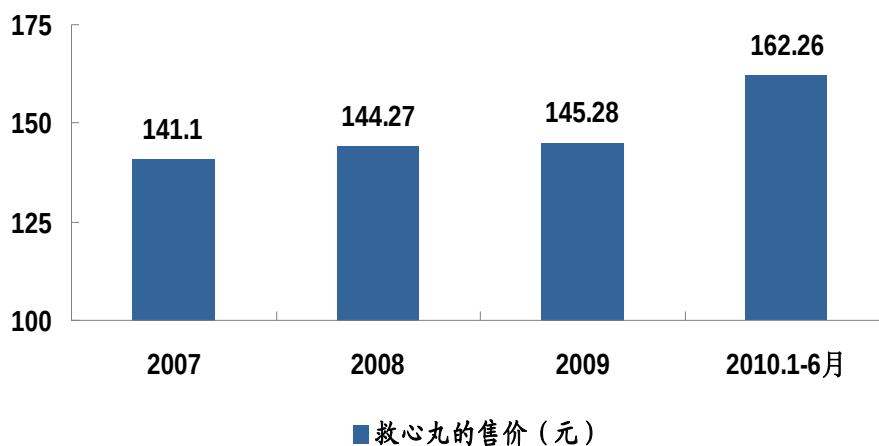
图 9: 2010 年速效销售收入市场情况



数据来源: 公司调研 渤海证券研究所

从公司自己对产品的控制能力来看，公司经过改革，有能力控制中间环节逐步提高救心丸的出厂价。自 2007 年起，虽然发改委多次药品降价，但救心丸的出厂价却在稳步提升，说明公司对自己产品和营销渠道控制能力较强。

图 10: 历年速效救心丸的售价（元/条）



数据来源：公司历年年报 渤海证券研究所

该组数据根据公司历年年报中披露的速效救心丸的产量（2010 上半年为 193 万条，营业收入 3.13 亿），以及创造的营业收入，测算得出。

图 11: 2008 年中新营业收入地区分布

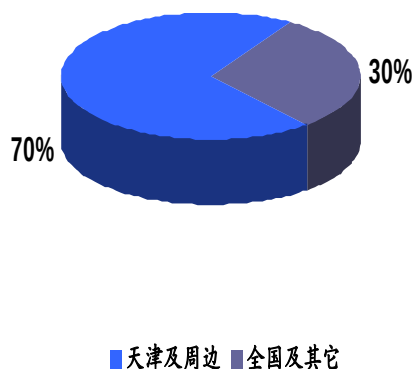
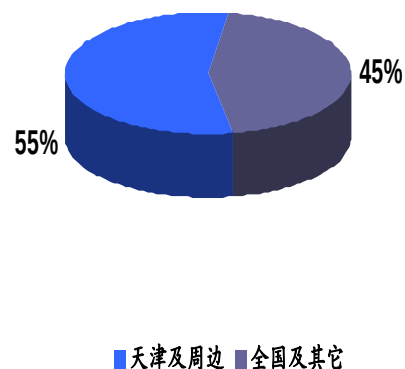


图 12: 2010 上半年中新营业收入地区分布



数据来源：公司调研 渤海证券研究所

从销售收入的来源地域来看，公司以前的主要阵地在天津及周边地区，自从郝菲菲先生就任董事长以后，开始在公司内外推行改革，理顺营销网络，逐步改变公司收入主要依靠天津地区的局面。

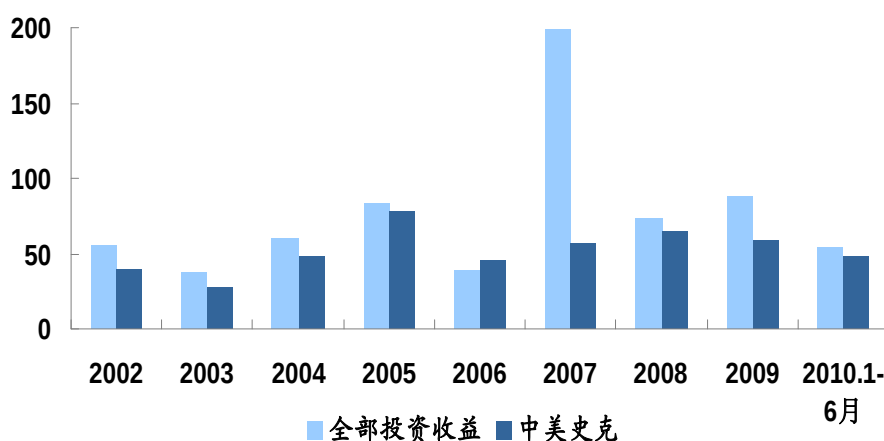
2008 年时公司的市场在天津（含周边地区）的收入占全部产品收入的七成，目前这一比例已降至约 5 成，对比公司之前的年报记录，我们认为公司三年前计划的未来将天津地区收入占比从 70% 降到 30% 的计划正逐渐实现。

2.2 投资收益： 就看中美史克

中美史克是目前国内最大的也是最早成立（1987）的 OTC 合资企业，由葛兰素史克（GSK）与天津中新药业集团合资成立（中新参股 25%），拥有众多消费者耳熟能详的品牌（新康泰克、芬必得、百多邦、史克肠虫清等）。多年来一直都是公司投资收益的主要来源。

从公司历年年报中可以看出：虽然公司还参与投资了新丰药厂、华立达、百特制药、生物芯片、赛诺制药等，但大多利润有限，再未出现象中美史克这样的贡献大户。其中 2007 年因公司出售持有的天津港、天药股份、天士力等上市公司股票导致公司投资收益大幅增加至 1.99 亿。

图 13： 中新历年投资收益总额与中美史克收益对比（百万）



数据来源：公司历年年报 渤海证券研究所

在 2007-2010 年，公司参股和联营的公司里只有华立达（中新占股 40%）和百特（占股 30%）年销售额在亿元左右，贡献的利润年均数百万元，且一直增长平缓。这样的规模和中美史克每年 4000-6000 万元利润的规模相比简直是霄壤之

别。

图 14: 2007-2010 上半年华立达营销情况 (百万)

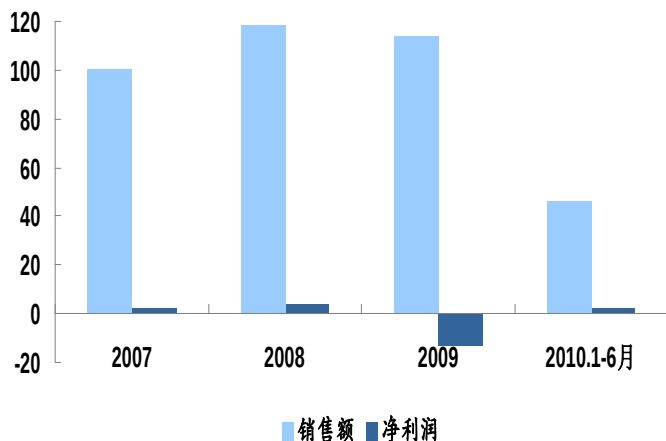
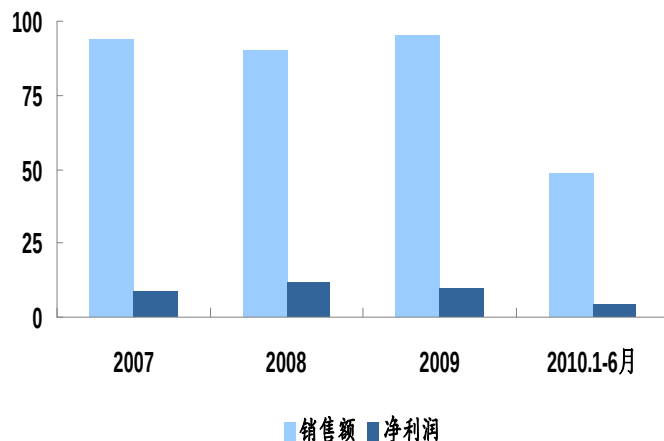


图 15: 2007-2010 上半年百特营销情况 (百万)



数据来源: 公司历年年报 渤海证券研究所

我们认为: 由于这些公司没有像中美史克那样有完善有特色的产品线或是强大的营销队伍, 控股的外方 (以色列 TEVA 和美国百特, 韩国新丰等) 主要是将其作为早期进入中国市场 (2000 年以前) 带有试水性质的投资, 不会对其转移有竞争力的产品和资产, 未来出现爆发性增长的可能性较低。

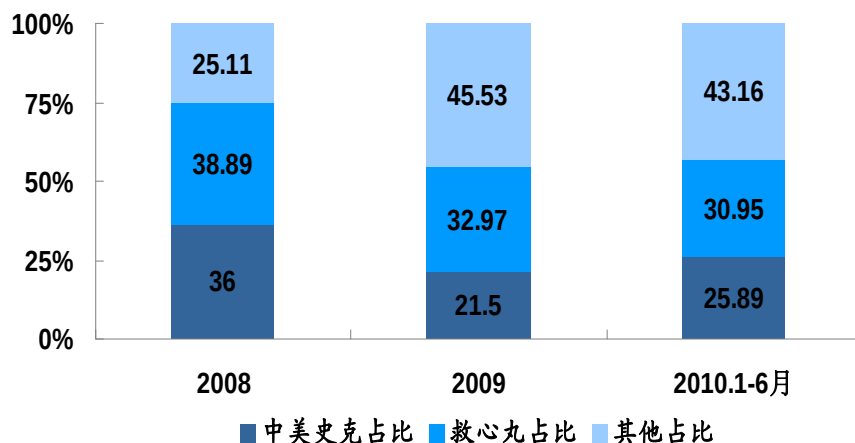
2.3 结论: 公司的利润核心 (速效+史克)+其他品种

公司近年来未披露各产品的销售收入和净利润数据, 但在 2005 年报中透露当年速效救心丸销售收入 41490 万, 实现净利润 8079 万元, 净利率 19.5%。由于公司已经生产该产品将近 30 年 (1983 年上市), 工艺成熟 经验丰富, 我们相信速效救心丸的年均净利率应稳定在此水平, 以此推算加上中美史克的投资收益, 2008-2010 上半年间公司净利润构成如图。

另外公司其它产品的盈利能力也在逐步扩大, 从 2008 年较小的 25.11%增长到今年上半年的 43.16%, 可谓进步神速。

从公司的历史经验来看, 速效救心丸和中美史克的投资收益一直就是 (除非公司其他产品的营销实现突破) 利润核心, 一旦两者的销售出现问题, 公司的利润就会大幅减少甚至亏损 (2006-2007)。而公司也已发现这个问题, 经过营销改革后, 公司的其它品种盈利能力也在逐步变强。

图 16: 中新 2008-2010 上半年间净利润来源占比



数据来源: 公司年报 半年报 渤海证券研究所

我们认为公司的业绩在紧盯救心丸和中美史克投资上, 如果公司的其他品种 (主要是其它中药品种) 盈利大幅改善, 未来将是一个相对较高速的稳定增长局面。

2.4 公司过去的阴影 现在渐渐走出新增长

2.4.1 为何会亏损?

公司过去曾经历过较大阵痛, 在 2006-2007 连续两年亏损, 比较公司过去的数据来看, 2001 年以来业绩相对稳定增长, 业绩在 2006 年出现了大幅下滑的现象, 这主要是因为:

图 17: 历年公司营业收入 (百万) 及增长情况 (%)

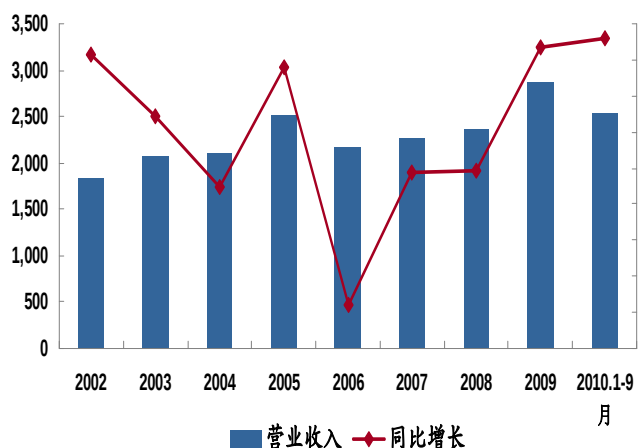
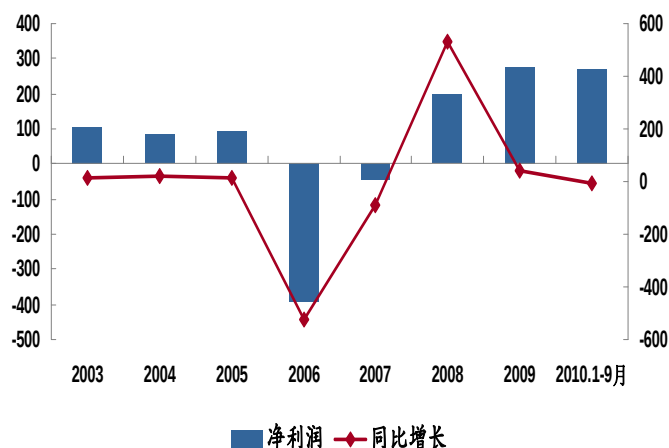


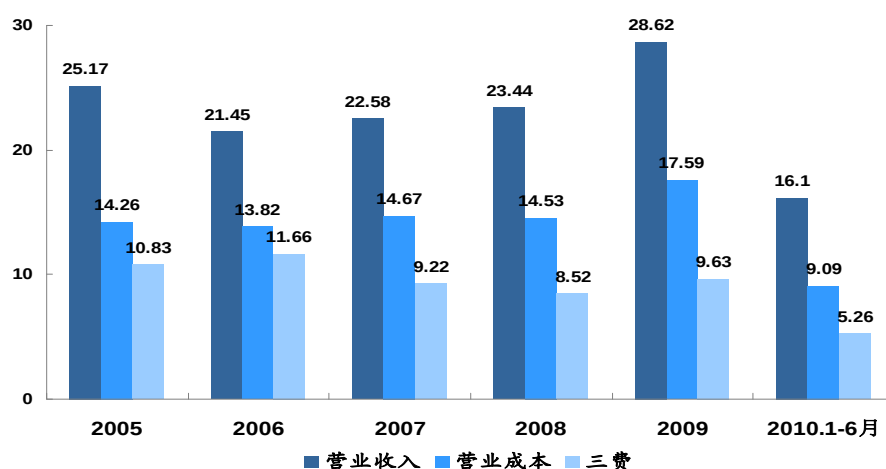
图 18: 历年公司净利润 (百万) 及增长情况 (%)



数据来源：公司年报 三季度 渤海证券研究所

首先，管理层发生变动（董事长退休和总经理辞职、副总经理及总工程师的解聘）加上原销售体制不合理，导致窜货现象严重，为消化库存（速效救心丸共积压 1900 万盒），在 06 年第四季度基本没卖，使得贡献主要利润的主打药品销售收入下降约四成，当年速效救心丸销售收入下降 1.6 亿，全年只有 2.55 亿，由于公司其他品种利润造血机能较差，直接导致公司出现亏损。

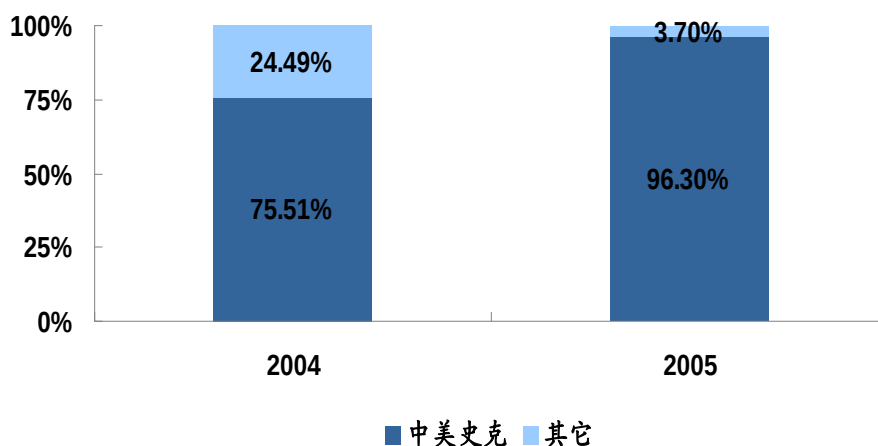
图 19：中新历年营业收入和成本以及三费费用对比（亿）



数据来源：公司年报 渤海证券研究所

其次因公司管理体制的原因，公司的三项费用一直居高不下，每年均在 10 亿左右，这对于一个每年收入 20 多亿，净利润约两亿元的公司实在负担太大，吞噬了公司的大量利润，使得业绩雪上加霜，曾因此导致 2006 公司营业利润出现高达 3.96 亿的亏损额。

图 20：中新亏损前中美史克收益占公司净利润情况



数据来源：公司半年报 渤海证券研究所

最后是公司主要的联营企业中美史克在 2001 年逐渐走出 PPA（苯丙醇胺）的不良反应风波（易导致女性脑出血），同时不断推出新品（如 2001 年的新康泰克等），积极展开营销，其投资收益贡献的利润在公司利润中一直占比较大（05 年占净利润的 96.3%），但在 2006 年同样出现了销售以及高管变更问题，致使公司的投资收益大幅下降。

2.4.2 营销改革

公司原来已建有覆盖天津及周边地区的三大商业网络，但销售的产品主要以集团公司自产的各类药品及保健品（以中药为主），经销产品中缺乏总代理及中标品种，公司区域商业网络的优势难以发挥。而且各区商业公司之间相互竞争，窜货现象严重，不仅浪费了资源，更导致亏损，阻碍了公司的发展，陷自己于被动。

自郝总上台后，公司的营销改革主要从三方面开展：

一是公司新成立的中新医药公司整合中新药业天津市内的销售批发，实现统一采购，统一资金管理，统一配送，统一价格管理等“六统一”达到提高商业网络运行效率，规范销售体系。

二是规范销售渠道，商业调拨调整为一个口一个线，将医院通路归拢，终端覆盖天津市及各区县的基础上，逐步提高市场占有率。由中新医药总部负责二级以上的医院，各区站覆盖二级以下的医院。

图 21：目前公司三大营销板块架构示意简图

三大板块	主要职能	人员构成
销售公司	负责速效救心丸的全国销售	400 人
营销公司	负责达仁堂和隆顺榕产品的全国总代理	400 人
医药公司	全国医药产品（包括自产产品）的天津总经销 其中： 内设销售中心统一负责三级以上（含三级）医院 内设市内六区分公司负责本区内二级以下（含二级）医院	600 人

数据来源：渤海证券研究所

三是公司在销售管理上，以区域划分，坚持现款现货，有效的控制应收账款。对销售人员，公司在完成销售任务后经考评合格给予年金奖励的办法，提高员工积极性。2009 年公司已完成原有隆顺榕、达仁堂营销人员的整合（乐仁堂未并入），人员经过精简，剩下的重新培训并派往一线。

从公司最近的商业运营情况来看，盈利情况已得到较大改善，截止到 2010 上半年，公司 23 个大品种累计实现销售收入 7.26 亿元，同比增长 12.2%，其中速效救心丸销售 193 万条，销售收入 3.13 亿，同比增长 12.45%。其他品种如清肺消炎丸、通脉养心丸、舒脑欣滴丸等多个大品种的销售收入同比增长幅度均超过 30%。可见公司的营销改革措施已开始显示成效，同时也说明公司的产品以及内在质量还是不错的。

对于这样一个手握众多中药优质品种（18 个中药保护，3 个保密品种等）的现代化中药制剂企业（天津中药六厂第一个开发出滴丸剂型并应用），研发反倒不是

问题，未来的重点在于将这些优秀的品种推向市场，使它们从纸面上的著名品牌转化为实实在在的销售收入，为股东创造价值。

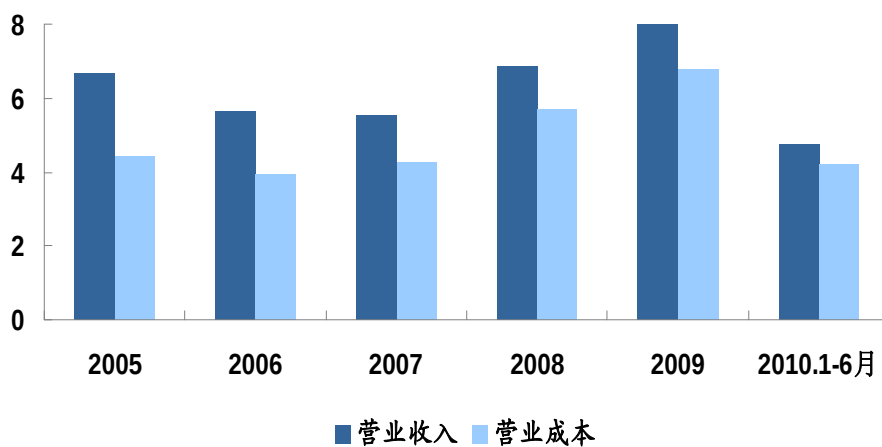
我们认为中新在此潜力巨大，公司从亏损中逐渐恢复过来，正走在中兴之路上！

但就像一个大病初愈的人还是称不上是一个完全健康的人，公司在管理、营销以及全国其它市场的开拓方面还有许多要做。如果能在管理和体制上有所松绑和创新，引入新的高端销售人才，未来在津门故里或将崛起一个新的同仁堂。

2.5 公司的其他业务

公司的化药业务一直在稳健增长，但从年报数据来看，公司化药的毛利率一直较低，且在逐年下降，2009 年和 2010 上半年，公司化药毛利率不足 20%，低于业内平均水平。而且品种主要是抗生素，输液以及感冒药之类的化学普药。

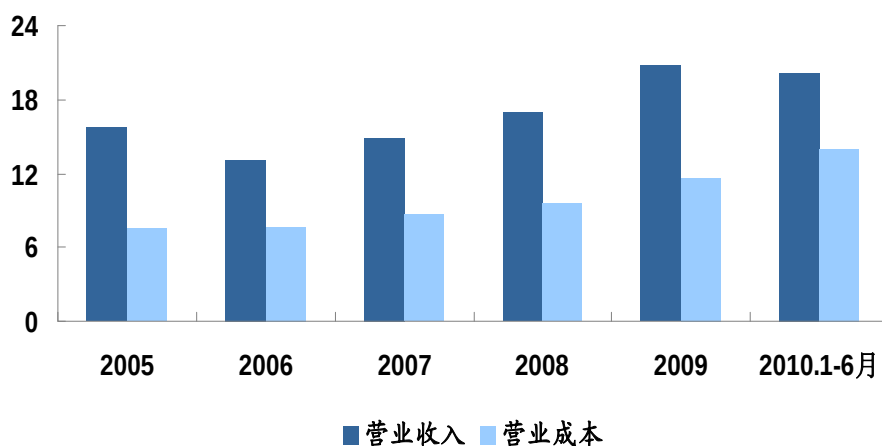
图 22：历年中新化药营业收入和营业成本对比（亿）



数据来源：公司年报 半年报 渤海证券研究所

这类药品虽用量大，但毛利低，且公司在这块品牌影响有限，无法在短期内获得较高的认同度。目前在化学普药领域的龙头如鲁抗，哈药集团等毛利率大多在 30% 左右。公司在化学普药这块业务差距明显，且因为销售体制和公司战略方向（中药为主，维稳）原因，公司未来想再有超越，难度较大。

图 23：历年公司中药业务营业收入和营业成本对比（亿）



数据来源：公司年报 半年报 渤海证券研究所

公司还有化药和保健品等其他业务，这类产品也有少量出口，但占比有限。

从历年年报上看，公司的其他业务如化药项目，其实是维持在一个平衡或是微亏的状态，每年还需吞噬中药的营业利润才能维持。虽然规模逐年增长，但实际贡献的利润有限。十余年来再未出现过支柱性品种。而中药品种的毛利空间较大，经过公司改革营销，其盈利能力大为改观，成为公司利润的新增长点。（见图 16 和 22）

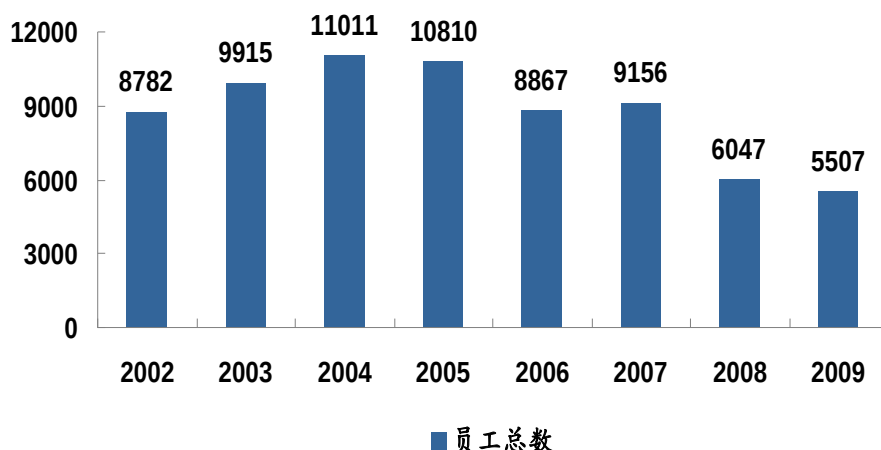
通过调研，我们了解到公司未来不会引进高端销售人才，但也不排除收购化药新品种充实自己，不过近期 1 年内发生该类事件的可能性不大，并且公司也表示其强项在于中药制剂，未来还是希望把毛利率较高的主业做深做好（历年毛利率一直在 40% 以上），对于化药和保健品业务，公司是一个维持并稳步发展的态度。

综合分析，我们认为公司在化药和普通保健品业务上无明显竞争力，未来除非出现资产注入或重组的情况，否则出现爆发性增长的可能性较低。

3. 管理水平： 中兴的根本

公司脱胎于老国企，过去在管理上最大的问题就是当初的改制并不完全成功，虽然成功在 A、S 股上市，但受限于当时历史条件，一些遗留问题在部分机构仍然存在。最直接的特征就是机构众多，人员繁杂。

图 24: 历年中新在职员工人数变化 (人)



数据来源: 公司历年年报 渤海证券研究所

公司的在职员工人数过去一直维持在近万人左右, 最多时有 11011 人 (2004)。公司在亏损后, 新董事长郝总在 2007 开始对公司进行改革, 裁撤冗员, 员工人数逐年下降, 高管人数从 22 人下降到现在的 15 人。同时清理销售渠道, 提高效率, 在公司主要市场未有重大变化的情况下公司的收入和利润逐年上升。

表 1: 2010 年中新控股及参股子公司情况

被参控公司	被参控公司主营业务	参控关系	参股 (%)	合并报表
自贡中新药业连锁有限公司	零售、连锁中药、医疗器械等	子公司	30	是
天津新鑫盛钜商贸有限公司	日用百货、电工电料	子公司	100	是
中新药业集团环渤海药业公司	批发零售中成药、化学药制剂、	子公司	100	是
天津市隆顺榕发展有限公司	中药材收购、中成药加工	子公司	100	是
天津中新药业滨海有限公司	批发零售中成药、中药饮片、日用百货等	子公司	54	是
北京中新药业谷医药有限公司	销售中成药、原料药、化学制剂等	子公司	100	是
天津新龙药业有限公司	销售中药、化学制剂等	子公司	51	是
天津新丰制药有限公司	生产、加工、销售片剂、胶囊、针剂	子公司	55	是
天津市中央药业有限公司	制造原料药、中药材及相关技术出口	子公司	51	是
天津赛诺制药有限公司	采用生物工程技术及其他新技术	子公司	51	是
天津达仁堂京万红药业有限公司	制造丸剂、软膏剂等货物进出口	子公司	52	是
都江堰中新药业川芎基地公司	地产中药材种植经营	子公司	51	是
成都中新药业自贡有限公司	批发、配送中药、医疗器械等	子公司	30	是
成都中新药业有限公司	批发配送零售生化药品、中药等	子公司	51	是
成都中新药业连锁有限公司	销售中药、化学药、生物药等	子公司		是

天津百特医疗用品有限公司	生产及出售西药等	联营企业	30	否
成都中新药业健康咨询服务公司	医疗咨询、健康咨询、医疗器械等	联营企业	38	否
天津华立达生物工程有限公司	研发及销售基因工程生物制品等	联营企业	40	否
天津生物芯片技术有限公司	生物技术产品的开发经营等	联营企业	26	否
天津中新科炬生物制药有限公司	生物检测实际开发、咨询、转让等	联营企业	35	否
天津宜药印务有限公司	包装、印刷等	联营企业	35	否
天津医药集团技术发展公司	研究开发中西药新产品、新技术等	联营企业	33	否
中美天津史克制药有限公司	生产及出售西药及生化药品等	联营企业	25	否
天津中新药业集团国卫医药公司	批发中药、化学药等	联营企业	30	否

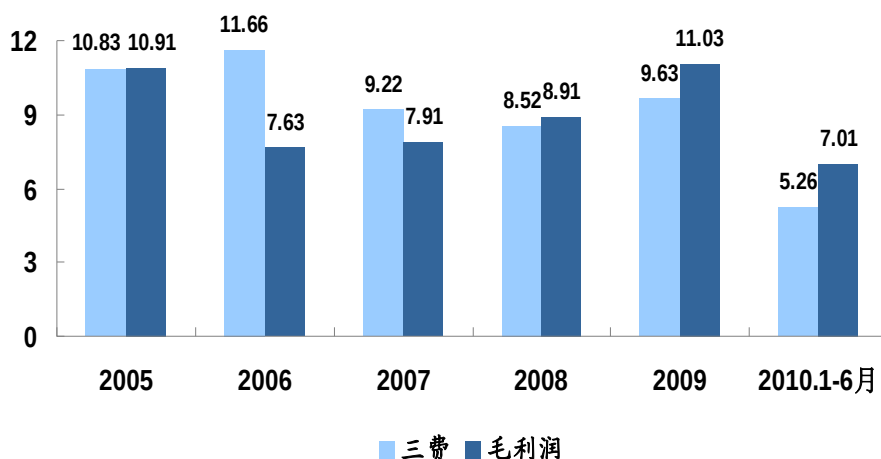
数据来源: WIND 渤海证券研究所

目前公司在控股和参股子公司的管理结构上并无太大变化,许多部门的业务和功能以及产品市场均重叠,且与主营业务相关性不大(日用品和电工电料),他们的产品大多是低附加值的化学普药和中药饮片,贡献的利润有限,庞大复杂的机构直接导致公司期间费用惊人的高企。

3.1 费用去了哪里?

中新的销售收入十分可观,年均都在 20 多亿,今年会突破 30 亿,在中药企业中算是庞然大物,而且综合毛利率也在行业平均水平之上,但庞大的三费吞噬了公司大量的利润,我们对比公司的毛利与期间费用的历年情况。

图 25: 历年中新的毛利润与三费对比(亿)

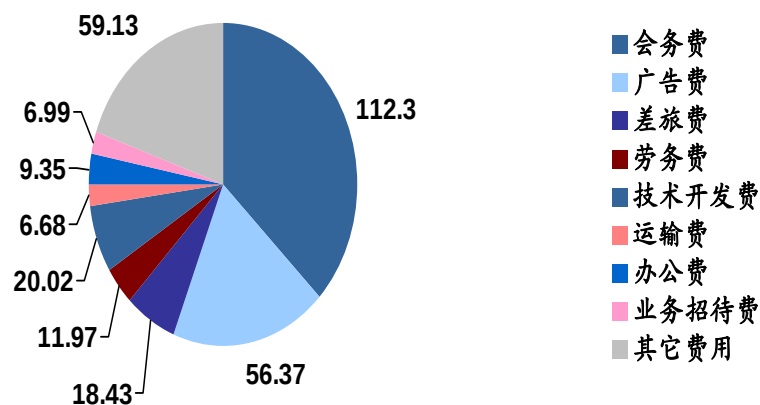


数据来源: 公司历年年报 渤海证券研究所

可以看出,公司的三费一直很高,每年留给公司的净利润有限。公司的期间费用率一般都在 40%左右的水平浮动(见图),在 2006 年达到了历史最高的 47.4%,

而同仁堂的期间费用率一直稳定在 25% 左右，2009 年为历史最高也不过 27.4%，两相比较，差距实在是让人惊叹。

图 26：历年中新的毛利润与三费对比（百万）



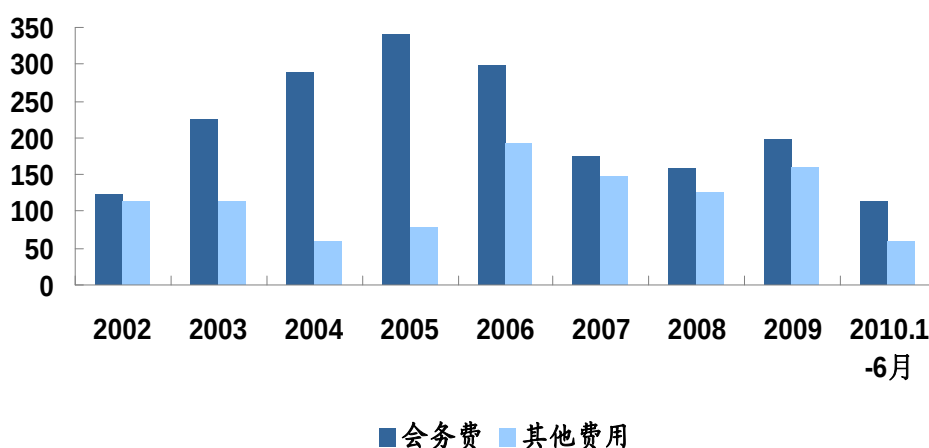
数据来源：公司历年年报 渤海证券研究所

那么每年公司的各类支出中，那些最大呢？

我们翻看公司历年的年报，其中一项会务费支出引起我们的注意：

其中会务费用和其它费用为最大的两块，历史上公司的会务费就一直很高，而公司的其他费用在大部分时间（2006 年除外）则相比较正常，并无太大波动。

图 27：中新历年支付的 会务费和其它费用对比（百万元）



数据来源：公司历年年报 渤海证券研究所

公司的会务费在 2002 年只有 1.24 亿（当年救心丸收入 2.71 亿，员工 8782 人），

到了 2005 年，急剧上升到 3.4 亿，2006 年仍在 3 亿的水平，而速效救心丸收入只有 2.55 亿，同期员工 8867 人，对比会务费急剧增加的年份（2004-2006），公司的业绩乏善可陈，还陷入亏损，说明这些增加的费用（无论是用在营销还是其他公关上）并未真正创造价值，反而使公司背上了沉重的包袱。

从后来的表现可以看出，自郝总上台后（2007 年）后，改革措施逐渐见效，2007 年至今，公司经营状况逐年改善，不但扭亏为盈，到 2010 前三季度营业收入 25.4 亿，同比增长 23.3%，实现 2.68 亿的净利润，同比增长 15%。对比从前，增长十分明显。

同时可以看出公司的三费，尤其是会务支出已经降到年均 2 亿元的较低水平，说明公司的经营正在稳步好转。我们预计公司 2010 年会务支出为 2.1 亿。

3.3 与同仁堂的对比 盈利能力逐渐好转

我们选取同仁堂作为公司的对照，因二者销售收入（28 亿对 32 亿），产品结构（都有大量的中药优质品种），都在两地上市（中新 A、S 股，同仁堂 A、H 股）甚至出身都相似（原为当地集体所有，后改制上市）。截止 2009 年底，中新药业总资产 36.67 亿元，同仁堂总资产 49.22 亿元，对比如下

图 28: 中新与同仁堂历年毛利率、净利率对比 (%)

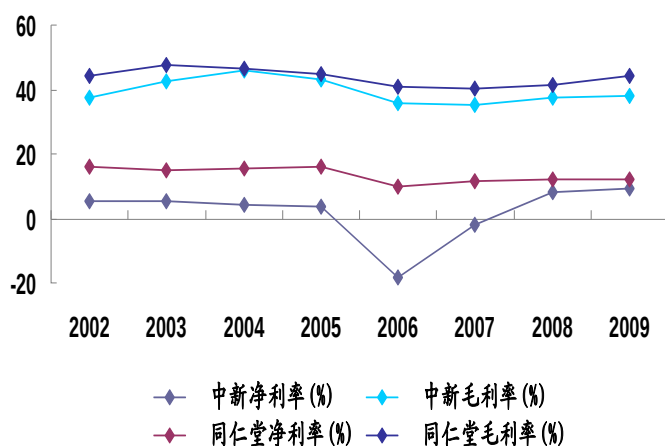
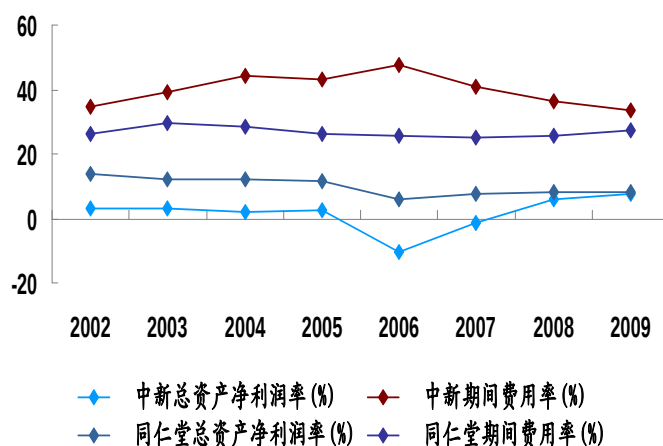


图 29: 中新与同仁堂总资产收益率与期间费用率对比 (%)



数据来源: WIND 渤海证券研究所

可以看出两者的管理水平差距较大，同仁堂虽资产更大，但在总资产净利率、期间费用率、净利率等上面明显占据优势，反观中新，虽然毛利率和同仁堂处于一

个水平，但较高的期间费用率（三费水平）吞噬了大量利润，使得公司整体盈利水平不高，在公司三费最高的年头（2006-2007），也是公司亏损的时点。

自 2007 年起年，随着公司新的领导班子上台（郝总等从基层出身的管理层获提拔），开始各项改革后，公司的各项财务指标明显好转，在公司 2009 年年报中，公司的总资产净利率、净利率水平已与同仁堂相差不大。

从此我们可以看出，中新药业的中兴，关键在于管理的威力。

4. 未来前景：稳中求胜

4.1 速效救心丸

我们认为速效救心丸未来的稳定增长（每年 10%-15%）是有保证的，主要基于以下三点：

首先，心血管市场的不断扩大为其提供了足够的成长空间。速效救心丸作为治疗心梗中风的急救用药，经过长时间使用，已经证明其疗效，而且 80% 以上的患者会重复购买同一品牌的产品，不会考虑更换品牌，具有较高的知名度。这些特点会进一步扩容市场。心血管疾病和脑卒中是目前我国发病率、致残率和死亡率最高的疾病，每 12 秒就有一人因中风或心梗而倒下。我国每年有 300 万人死于心脑血管疾病，占全部死亡原因的 40% 左右。近 5 年来心脑血管疾病死亡率仍呈明显上升趋势。快速增长的心血管疾病人数给其带来巨大的市场空间，未来前景广阔。

其次，相比市场上其他的同类药品，速效救心丸在疗效和价格上占据明显优势。速效救心丸属于急救用药，与目前市场上同类的中成药（长期服用，抑制病情，如步长脑心通胶囊、通心络胶囊等）相比，在使用上有自己的特点（快速起效，急救为主），并不会直接构成竞争，同时在价格上也相对低廉，按照 2010 年数据，速效救心丸的日均治疗费用为 6.7 元，相比通心络胶囊 16.92 元，复方丹参滴丸的 8.94 元，步长的脑心通胶囊 10.2 元，有明显优势。

最后，救心丸的市场除了在知名度较高的天津及周边地区外，在全国其它地区也在扩张。得益于良好的疗效和坚持不懈的广告等营销投入，公司的产品在患者间

口碑极好，再加上扶持中药的良好环境，天津的市场份额可能进一步提高。同时速效救心丸的出厂价格经过多次调整，未来降价的可能性已不大（国家不会压迫优质低价的品牌中药，救心丸经过历次降价仍稳中有升）。

经过我们的调研，我们认为公司已开始逐渐向全国布局，救心丸作为医保品种，乘着医改扩大的东风，分享整个市场扩容，未来救心丸面临的是一个诱人的大蛋糕。

4.2 投资收益

公司主要参股公司为中美史克、天津百特和天津华立达，其中中美史克一直是公司稳定的收益来源，2008 年贡献收益 4860.7 万元，占净利润的 25.9%。随着新品种舒适达牙膏的上市，未来贡献利润将十分可观。

而天津百特、天津华立达利润贡献能力较弱，仍处于企业发展初期，近期获得巨额回报的可能性较低。

华立达目前已基本完成生产基地改造，有望成为 TEVA 的全球生产配套基地，伴随着专利药的到期，仿制药市场的增速有望提高。因此我们认为这家公司几年之后可能成为另一个“中美史克”（前提是 TEVA 向期转入有竞争力的品种），为公司带来丰厚的投资收益。

4.3 其他产品

公司的其它品种大多尚处于成长期，除了特子杜复就没有过亿品种，但他们的盈利能力已经开始改观，一改过去公司主要利润靠速效救心丸来贡献的局面。由于经过整理周边网络，公司在天津地区的销售能力大为增强，虽然公司目前除救心丸外缺少其它重磅品种，也无引进高端销售人才的打算，未来出现爆发性增长的可能性较低。但即使是普通的化药或是中药品种，公司也可实现稳定盈利。这些为公司未来的成长提供新的助力。

另外每年中美史克的投资收益亦十分可观，未来会给公司持续带来收益。

综上所述，我们认为公司刚刚经过经营拐点，正走在中兴之路上！

公司未来的关键在于把原来的品种转化为价值，通过分析我们认为中新药业在经过改革后其成果已开始体现，业绩将稳定增长，除非出现资产注入或是突发情况（公司的某类药品因调控或疫情热卖）等，其业绩出现爆发性增长的可能性较低。

未来公司如能继续保持现有的内在管理水平，将是一个稳中求胜的企业。

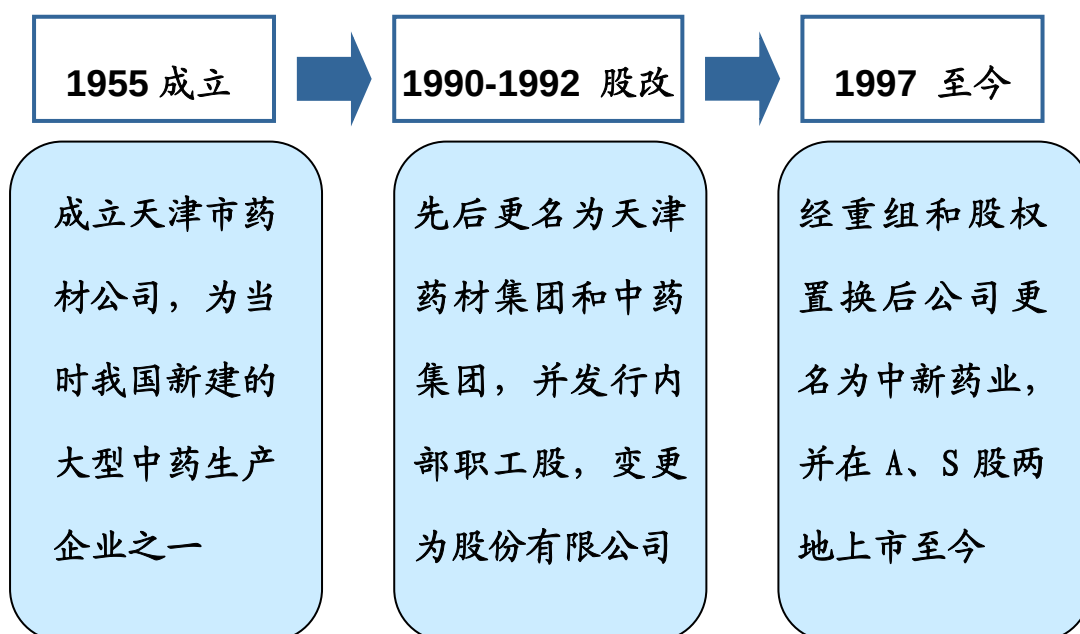
5. 风险提示及投资建议

公司的产品出现不良反应，公司因管理不善再次导致亏损等，业绩未达预期。

我们预计今年公司主体的速效救心丸销售没有问题，明年年增长率至少 20%可以保证，该部分将收入将达 5.65 亿，公司净利润比去年同期增加 25%可达 3.8 亿元，加上上其他收入（中美史克 其他品种盈利增长）。今年 EPS 保守估计为 0.45 元，2011 年 EPS 预估为 0.56 元。

考虑到公司在天津周边地区市场的优势地位以及中美史克投资收益增长的情况，再加上安全边际等因素，给予 45 倍 PE,公司合理价格为 25.2 元，给予买入评级。目前公司估值偏低，且公司质地优良，产品优秀，建议价值投资者可以关注。

图 30: 中新药业的历史沿革简图



数据来源：渤海证券研究所

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
	loyalbright@yahoo.com.cn		actionfish@live.cn
	huangfeng@bhq.com		xiexd@bhq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn