

中新药业（600329）：主打产品放量看政策实效，二线品种增长加速 增持（维持）

医药行业/中药

报告日期：2011 年 6 月 8 日

证券分析师：彭晓 执业证书编号：A140511010008

010-66045453 pengx@txsec.com

联系人：吴春莉

010-66045615 wucl@txsec.com

服务热线：010-66045555 服务邮箱：service@txsec.com

事件：

2011 年 6 月 8 日，我们对中新药业进行了实地调研，与公司领导就公司 2010 年二线产品销售情况、主打产品的市场份额、未来营销策略、当前政策背景和市场情况对公司经营的影响及对策等方面的情况进行了交流。

评论：

目前公司的价值主要还是看速效救心丸能否在基层放量以及二线品种市场开拓情况。虽然公司速效救心丸单类品种的销售做到 5 亿左右，但我国心脑血管中成药品牌非常多，市场竞争激烈，市场份额比例并不高，但以该产品在基层市场的口碑，保持平稳的增长应该问题不大，未来放量仍需看公司在医院市场的开拓及政策实施情况。其次在 23 个大品种中，未来有望过亿的品种有三个，公司产品梯队格局形成，有助于提升未来持续的发展动力。另外中美史克的投资收益对公司利润的影响较大，但利润贡献相对稳定，每年基本保持在 7000 万左右。

一、主打产品增速平稳，超预期需观望政策实施实效

1、医改渠道下沉，速效救心丸或受益

速效救心丸目前主要还是在 OTC 市场，大约占有 70%—80%左右的比例，从医改的设计思路来看，未来要改变“以药养医”的制度，基层医疗机构将不再经营药品，由零售药店来进行基层基药的销售，那么以速效救心丸在 OTC 市场的号召力，未来放量上涨是必然趋势。但医改工作涉及方面众多，虽大致框架已定，但相关配套政策及法规仍然滞后于医改工作的推进，因而速效救心丸在零售市场的优势并没有得到显现。而从公司方面了解到的情况来看，基药目录的实施对速效救心丸的刺激作用不大。我们认为从速效救心丸的市场定位来看，其扩量成否与基层医院的改革进度有较大相关性。

2、药材涨价对速效救心丸影响不大

速效救心丸主要成份是川芎、冰片、麝香，蟾酥等中药材，其中川芎的使用量最大。首先公司在四川拥有自己的川芎种植基地，虽然面积不大，也能解决部分原材料的问题；其次公司拥有自己的药材公司，对于像川芎等大宗使用药材公司拥有一定量的储备，从目前公司的储备情况来看，保证公司 2—3 年有使用量没有问题；最后，像川芎这类药材，需要放置一段时间才能使用，具备长期储备的条件。短期来看，中药材涨价对公司主打产品的成本影响不大，如果中药材价格长此以往，



还是具有一定影响的。我们认为中药材涨价扣除人为操纵的成份，受市场供需情况影响，具有一定的周期性，而川芎的使用特点，基本上可忽略该原材料价格波动对中药材成本的影响。

3、速效救心丸增长情况分析

速效救心丸 2010 年销售 337 万条，同比增长 5.31%，而营业收入增长了 18.14%，其营业收入增长主要来源于价格的上涨（2010 年价格上涨 12.18%），但销量增速放缓并非由于价格上涨所导致，主要原因在于公司产品提价对渠道进行控货，以保证价格调整的一致性，导致 2010 年销量增速放缓。经历了去年多次提价之后，今年再次提价的可能性较小，销量增速基本上会趋于正常，我们预计速效救心丸 2011 年有望实现 15%—20% 左右的增长。

二、二线品种增速加快

公司实施“大品种”战略，并在其基础上根据市场调研结合产品自身的特点确定主推品种，并在资源及销售力度上给予倾斜。目前公司主推的品种主要有三个：通脉养心丸、清肺消炎丸、紫金龙片。其中清肺消炎丸为 OTC 药品，公司在其广告上的投入较大，效果较为明显，从 2011 年上半年的销售情况来看，增幅在 30% 左右。通脉养心丸在医院及 OTC 渠道上均有销售，比起紫金龙片仅在医院市场销售来说，增长幅度更为迅速，从 2011 年上半年的销售情况来看，增幅在 30% 以上。另外该产品与公司主打产品速效救心丸形成了功能配套的产品组合，在速效救心丸的品牌效应的带动下，未来增长趋势仍将继续。特子社复突破亿元大关，其产品原料药来至韩国，受韩国原料药产能瓶颈的影响，未来销量增速将逐步趋于平缓。

公司销售收入在 1000—2000 万之间的产品很多，有些产品虽然基数较小，却呈现出高速增长趋势，如治咳川贝枇杷滴丸以其独有的剂型，2010 年增速高达 100%。公司产品储备较多，进入医保目录的产品有 217 个，但公司产品销售收入 80% 均来至 OTC，因此相当的产品在医院市场还处于自然销售的状态，随着公司医院市场的开拓，这些产品还具有更大的上升空间，同时公司通过分批主推不同品种，实现重点产品逐各突破，这对未来其他产品的推广将是很好的借鉴，也是公司未来持续发展的动力之源。

产品	2010收入情况	OTC、医保与否	二线产品地位	未来发展情况
特子社复	1.1 亿左右	非 OTC、非医保		受原材料供应限制增长相对平缓
通脉养心丸	7000 万左右	非 OTC、医保乙类	2009 年主推产品	未来 1—2 年仍为主推产品
清肺消炎丸	4000 万左右	OTC	2009 年主推产品	未来 1—2 年仍为主推产品
紫龙金片	5000 万左右	非 OTC、医保乙类	2009 年主推产品	未来 1—2 年仍为主推产品
治咳川贝枇杷滴丸	2000 万左右	OTC	2010 年主推产品	未来主推产品
舒脑欣滴丸	2000 万左右	非 OTC、非医保	2010 年主推产品	未来主推产品
藿香正气软胶囊	5000—6000 万左右	非 OTC、医保乙类		市场基本稳定
金芪降糖片	4000—5000 万左右	非 OTC、医保乙类		
注射用黄芪多糖		非 OTC、非医保		年底扩产完成，产能提升 10 倍
清咽滴丸	8000 万左右	OTC		

数据来源：天相投顾

三、营销队伍建设仍是短板

公司医药商业收入与工业收入基本上为 1:1，除主打产品速效救心丸及个别产品实现全国销售，大部分产品主要集中在天津及周边地区。目前公司营销主要由三个销售公司进行分管，并在产品及范围上有所区别：医药公司主要负责市内的药批方面的业务、营销公司主要负责达仁堂和隆顺榕的产品销售、销售公司则主要负责速效救心丸、舒脑欣等产品的销售。目前速效救心丸已实现了全国销售，主要采取的是一级、二级经销商的销售模式，为了避免出现 2006、2007 年经销渠道压货、串货的问题，公司对该产品实施了现款现货的经销政策，虽然提高了经销商门槛，却有利于公司对渠道的统一管理。从营销体系上来看，零售终端所占比重要大得多，公司相当多产品为医保目录产品，医院市场对产品的放量作用是很大。未来公司将会把该产品的开拓重点放在医院市场，虽然公司已着手组建开拓医院市场，但其效果尚待观察。

四、盈利预测与评级：

公司目前逐步走向快速发展的阶段，在相关政策利好的情况下，未来基本增速大概在 25%左右。虽然营销能力仍然是公司的弱项，却为企业未来价值提升供了想象的空间，由于大部分市场集中在 OTC，目前公司主推产品多为医保目录产品，未来医药市场上的开拓势必带来业绩大幅增长。我们预计公司 2011 年-2013 年 EPS 为 0.50 元、0.57 元、0.68 元，根据 9 日收盘价 12.01 元计算，对应动态市盈率为 24 倍、21 倍、18 倍，目前估值较低，我们认为公司主打产品增长稳定，二线产品发展迅速，未来市场占有率有望进一步扩大，维持公司“增持”的投资评级。

五、风险提示。

1) 投资收益主要贡献公司中美史克经营情况变动的风险；2) 市场系统风险。

中新药业盈利预测表

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	288,086	347,347	447,247	559,058	690,852
增长率 (%)	21.79%	20.57%	28.76%	25.00%	23.57%
减: 营业成本	177,813	213,656	272,769	342,555	422,056
毛利率 (%)	38.28%	38.49%	39.01%	38.73%	38.91%
减: 营业税金及附加	2,116	2,505	2,907	4,472	5,527
销售费用	62,343	74,922	96,158	117,402	145,079
管理费用	29,145	32,004	40,252	50,315	62,177
财务费用	4,937	4,122	4,472	5,591	6,909
期间费用率	33%	32%	32%	31%	31%
资产减值损失	-370	176	0	0	0
加: 公允价值变动净收益	8,800	10,612	9,000	8,000	8,000
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	20,903	30,573	39,688	46,723	57,105
增长率 (%)	126.60%	46.26%	29.82%	17.72%	22.22%
加: 营业外收入	4,984	5,363	5,000	4,000	3,000
减: 营业外支出	320	658	450	450	450
利润总额	25,566	35,277	44,238	50,273	59,655
增长率 (%)	56.89%	37.99%	25.40%	13.64%	18.66%
利润率 (%)	8.87%	10.16%	9.89%	8.99%	8.63%
减: 所得税	-1,925	3,193	3,981	4,525	5,369
实际税负比率 (%)	-7.53%	9.05%	9.00%	9.00%	9.00%
净利润	27,491	32,084	40,257	45,748	54,286
归属于母公司所有者净利润	25,782	29,329	37,160	42,229	50,110
增长率 (%)	46.37%	13.76%	26.70%	13.64%	18.66%
净利润率 (%)	8.95%	8.44%	8.31%	7.55%	7.25%
少数股东损益	1,709	2,755	3,097	3,519	4,176
总股本 (万股)	73,931	73,931	73,931	73,931	73,931
每股收益 (元)	0.35	0.40	0.50	0.57	0.68

资源来源: 天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-82709089 邮编:518041