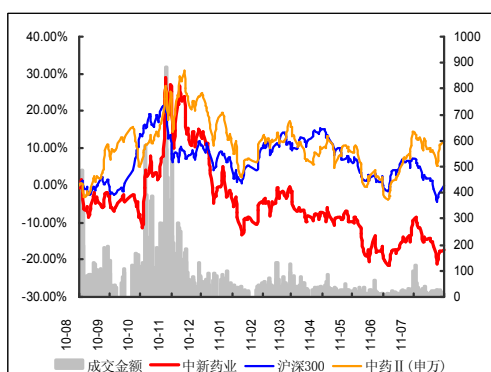


评级：强烈推荐（维持）

2011 年 8 月 15 日



市场数据：2011 年 8 月 12 日

行业分类：医药制造业

沪深 300 指数：2875.36

报告时间：2011 年 8 月 15 日

报告类型：公司研究

分析师：王志宏

证书编号：S0770511010001

联系人：张宏斌

电话：(0351) 7219863

E mail: zhanghb@dtsec.com.cn

地址：山西·太原·长治路111号

邮编：030012

网址：[www.dtsbc.com.cn](http://www.dtsbc.com.cn)

# 中新药业（600329）：毛利率下降以及投资收益下滑导致业绩不及预期

### 投资要点：

- 公司 2011 年上半年实现营业收入 20.88 亿元，同比增长 28.91%；营业成本为 19.17 亿元，同比增长 31.35%；净利润 1.95 亿元，同比增长 3.83%；每股收益为 0.26 元，低于我们的预期。
- **23 个大品种增速低于预期。**公司 23 个大品种上半年实现销售收入 8.18 亿元，同比增长 12.6%，其中速效救心丸销售收入为 3.31 亿元，同比增速为 5.82%，并未出现预期之中的放量。我们认为，这与基药制度推进速度慢于预期以及公司渠道下沉力度不够有一定的关系。二线品种中，通脉养心丸上半年进入一些地区的医保，全年增速有望超过 50%；止咳川贝枇杷滴丸、清肺消炎丸等品种增速应在 30% 左右。
- **中美史克业绩低于预期致使投资收益大幅下降。**公司上半年对联营和合营企业投资收益为 3645.50 万元，同比下降 30.96%，其中中美史克业绩同比下滑 16.45%。投资收益的大幅下降也成为影响公司上半年业绩的重要因素。
- **出售中央药业股权有利于公司长期发展。**公司将中央药业 51% 股权出售，尽管将影响公司短期业绩，但从长期来看有利于公司聚焦中成药主业，降低管理难度；此外，公司也将取得不菲的投资收益（按照中央药业 2010 年净利润 15-20 倍 PE 进行估算，公司将取得一次性投资收益 2.07-2.91 亿元），将为公司未来外延式并购提供资金基础。
- **盈利预测。**我们下调公司 2011-2013 年盈利预测至 0.46 元、0.60 元和 0.75 元，目前股价对应的 PE 分别为 26 倍、20 倍和 16 倍，估值水平位于整个板块的低端。我们认为，公司目前不到 70 亿的市值与其行业地位并不匹配，随着未来公司管理能力的提升以及营销改革力度的加大，未来业绩存在超预期的可能。维持对中新药业强烈推荐的评级，建议投资者将其作为长期投资标的。
- **风险提示。**1、药品降价的风险；2、原材料上涨的风险；3、管理风险

## 业绩低于我们的预期

公司 2011 年上半年实现营业收入 20.88 亿元，同比增长 28.91%；营业成本为 19.17 亿元，同比增长 31.35%；净利润 1.95 亿元，同比增长 3.83%；每股收益为 0.26 元，低于我们的预期。营收同比大幅增长的主要原因在于公司医药商业规模扩大；而中药材价格上涨以及商业规模的扩大拉低公司综合毛利率 4.06 个百分点，加之中美史克业绩低于预期，使得公司上半年业绩低于预期。

## 23 个大品种增速低于预期

今年上半年，公司 23 个大品种实现销售收入 8.18 亿元，同比增长 12.6%，其中速效救心丸销售收入为 3.31 亿元，同比增速为 5.82%，并未出现预期之中的放量。我们认为，这与基药制度推进速度慢于预期以及公司渠道下沉力度不够有一定的关系，从长期的角度来看，日服用费用较低的速效救心丸放量将是大概率事件，但所需的时间可能较长。二线品种中，通脉养心丸上半年进入一些地区的医保，全年增速有望超过 50%；止咳川贝枇杷滴丸、清肺消炎丸等品种增速应在 30% 左右。

## 中美史克业绩低于预期致使投资收益大幅下降

公司上半年对联营和合营企业投资收益为 3645.50 万元，同比下降 30.96%，其中中美史克业绩同比下滑 16.45%，而华立达上半年出现 1328 万元的亏损。投资收益的大幅下降也成为影响公司上半年业绩的重要因素。

## 出售中央药业股权有利于公司长期发展

公司拟向力生制药转让中央药业 51% 的股权，有利于公司聚焦中药主业。中央药业主要产品为头孢类抗生素，属化药资产，2010 年净利润为 3264 万元。公司将中央药业 51% 股权出售，尽管将影响公司短期业绩，但从长期来看有利于公司聚焦中成药主业，降低管理难度；此外，公司也将取得不菲的投资收益（按照中央药业 2010 年净利润 15-20 倍 PE 进行估算，公司将取得一次性投资收益 2.07-2.91 亿元），将为公司未来外延式并购提供资金基础。

## 投资建议

我们下调公司 2011-2013 年盈利预测至 0.46 元、0.60 元和 0.75（不考虑出售股权的一次性投资收益），目前股价对应的 PE 分别为 26 倍、20 倍和 16 倍，估值水平位于整个板块的低端，我们认为前期公司股价的大幅调整已经充分反映了市场对公司业绩的悲观预期。我们认为，公司目前不到 70 亿的市值与其行业地位并不匹配，随着未来公司管理能力的提升以及营销改革力度的加大，加之中药材价格回归理性带来的公司毛利率的恢复，公司未来业绩存在超出预期的可能。我们维持对中新药业强烈推荐评级，建议投资者将其作为长期投资标的。

## 风险提示

---

1、药品降价的风险；2、原材料上涨的风险；3、管理风险

## 大同证券投资评级的类别、级别定义：

| 类别   | 级别                          | 定义                                |
|------|-----------------------------|-----------------------------------|
| 股票评级 | 强烈推荐                        | 预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上     |
|      | 谨慎推荐                        | 预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%   |
|      | 中性                          | 预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10% |
|      | 回避                          | 预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上     |
|      | “+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准 |                                   |

| 类别   | 级别 | 定义                         |
|------|----|----------------------------|
| 行业评级 | 看好 | 预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数 |
|      | 中性 | 预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数 |
|      | 看淡 | 预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数 |

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

## 分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为注册分析师，保证报告所采用的相关资料及数据均为公开信息。

本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。

在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

## 免责声明：

本报告由大同证券经纪有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。

本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

市场有风险，投资需谨慎。此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。

本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。

## 版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。