

中新药业（600329）：津药走向全国，业绩稳定增长

行业分类：医药

2011. 11. 09

研究员：张绍坤
 （执业证书编号：S0640511010008）
 联系人：刁志学、赵浩然
 电话：0755-83520492、83689524
 Email：diaozhixue@163.com

6个月目标价	13.00
当前股价	10.52
投资评级	买入

基础数据

上证指数	2524.92
总股本（亿）	7.39
流通A股（亿）	5.33
流通A股市值（亿）	56.07
总市值（亿）	77.74
ROE	13.11%
资产负债率	46.70%
动态市盈率	19.48
动态市净率	4.00

近一年股价表现



事件回顾：

2011年11月2日，我们就公司发展战略、营销网络建设、中药材原料的采购等问题同公司管理层进行交流探讨

我们的观点：

- 1， 中新药业作为医药集团旗下绿色中药板块的整合平台，拥有完整的产业链，具有较强的科技创新能力，为公司降低成本、提高生产效率、新品开发提供了技术保障。
- 2， 公司拥有众多具有核心竞争力的中药品种，在大品种战略的带动下，核心产品保持快速增长。拳头产品速效救心丸年销售收入超过5亿元，由于为独家生产的国家保密中药，短期内市场上不会有竞争对手的替代产品出现，产品降价的可能性较小，随着我国基药市场的扩容和心脏病患病率的增长，市场刚性需求增加将带动产品销售的稳定增长。
- 3， 公司通过建立GAP种植基地、成立药材公司、建立药材储存机制等方式积极布局中药材行业，有效规避了由于上游原材料价格波动带来的成本压力。
- 4， 营销短板是制约公司发展的最大因素，公司逐步整合营销网络，建立相互独立的三大销售平台，通过提高品牌影响力以及实施“借船出海”战略，扩大营销区域，推动津药走向全国，随着公司营销政策的理顺和实施，营销制约公司发展的现象将会得到缓解。
- 5， 基于大股东整体战略部署考虑，公司分别将所持有中央药业和津康制药的股权转给力生制药和医药集团，由于中央药业和津康制药对公司整体盈利水平贡献较小，因此出售这两部分资产不会影响公司整体的盈利能力。
- 6， 2011年三季度公司投资收益减少（同比下降3014万元）是公司业绩下滑的主要原因，公司投资收益主要来至于中美史克，这几年来中美史克重点开拓快消品领域，前期投入较大，从而造成短期内的利润下降，中美史克整体盈利能力并未发生变化，未来公司投资收益仍有保障。

投资评级：

在不考虑出售子公司带来业绩增厚的前提下，我们预测公司11-13年的每股收益分别为0.41、0.54、0.67元，对应的市盈率分别为26、19、16倍，目前公司估值水平处于合理区间，综合考虑基药市场扩容以及公司营销改革将带来的业绩增长，我们给予公司“买入”评级，目标价13.00元。

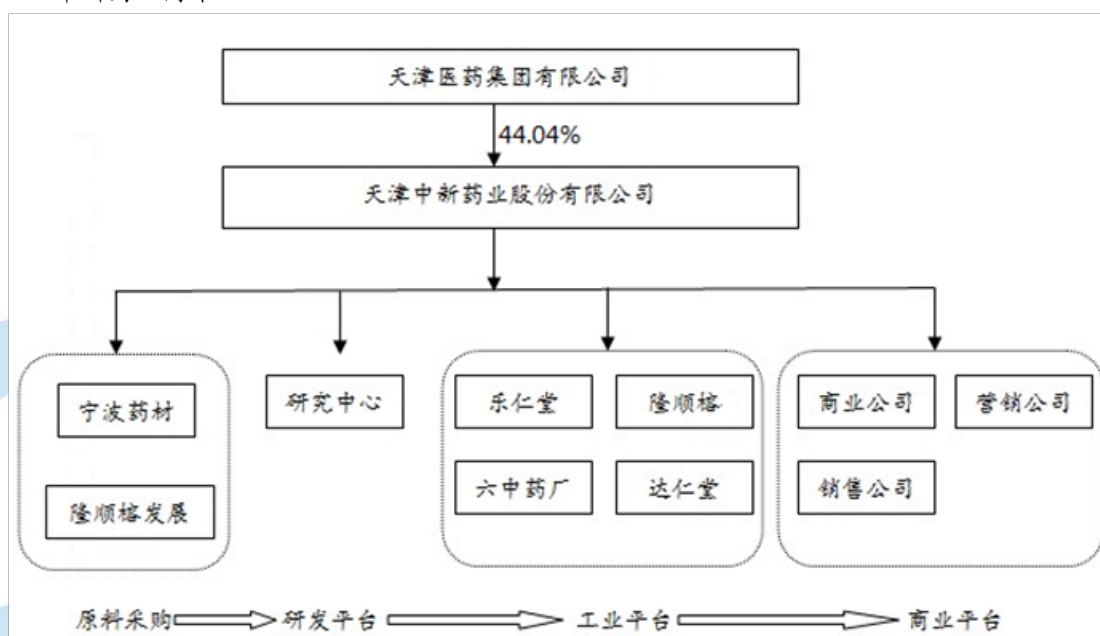
投资风险：

投资收益下降；管理机制限制；负面新闻影响。

1 公司简介

天津中新药业集团股份有限公司是天津医药集团有限公司旗下、以中药创新为特色的大型医药集团公司，分别于 1997 年和 2001 年在新加坡和上海两地上市。拥有 40 多家分公司及控股、参股公司，业务范围涵盖中成药、中药材、化学原料及制剂、生物医药、营养保健品、医药商业等众多领域，形成了完整的产业结构链；作为医药集团绿色中药板块的整合平台，中新药业生产和创新并重，旗下既有隆顺榕、乐仁堂、达仁堂、六中药厂等数家优秀的中药生产企业，也有由一个国家级企业技术中心、五个市级企业技术中心、一个市级中药现代化技术工程中心和企业博士后科研工作站组成的技术创新体系。2011 年上半年公司共取得发明授权 8 项、外观授权 7 项，强大的科技创新能力为公司降低成本、提高效率以及新品开发提高了技术保障。

图表 1：中新药业简介

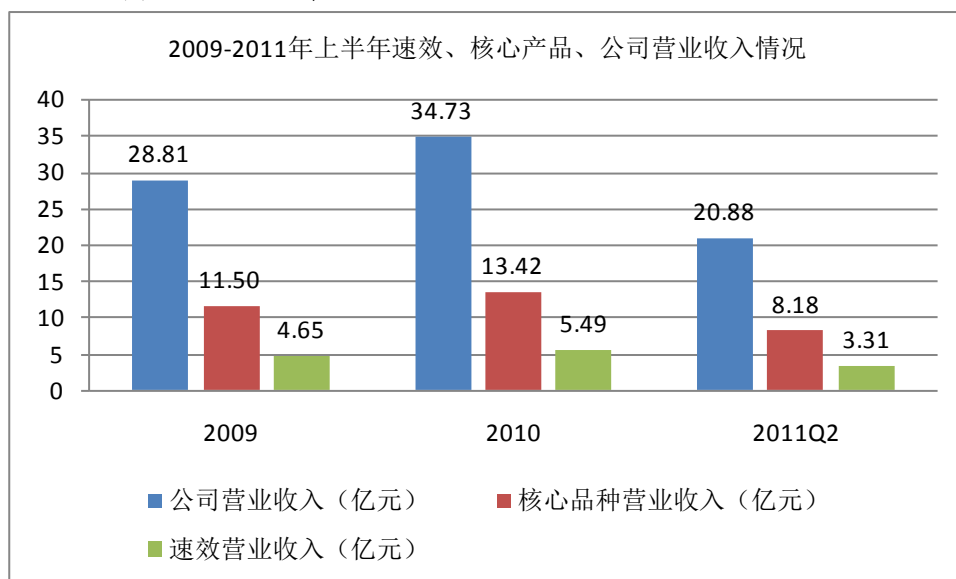


资料来源：中航证券金融研究所、公司年报

2. 大品种战略成效显著

公司拥有众多具有核心竞争力的中药品种，其中中药保护品种 21 个，独家生产品种 109 个。公司依据产品的市场销售情况及未来发展前景等从七百多个注册药品品种逐步筛选出 23 个核心品种实施大品种战略，在营销政策和资源的倾斜下，核心产品的市场推广取得显著的成效，2011 年上半年核心品种实现营业收入 8.18 亿元，同比增长 12.6%，其中通脉养心丸、治咳川贝枇杷滴丸等重点培育品种呈现持续高速增长势头，同比增长 30% 以上。

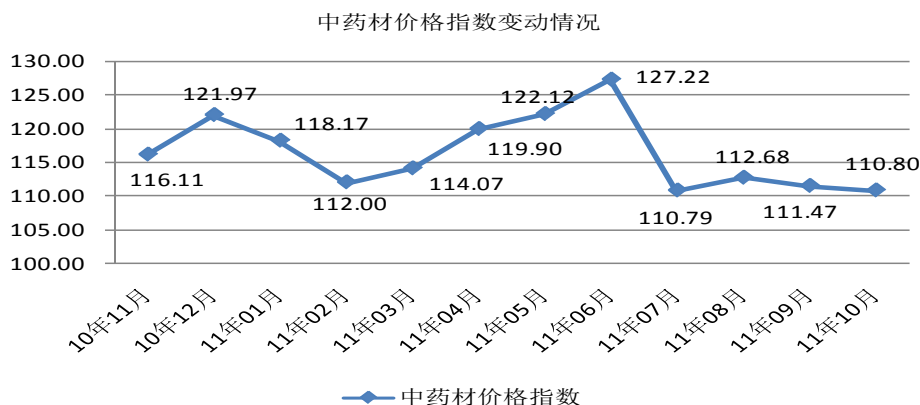
目前对公司毛利贡献较大的产品是速效救心丸，自 2009 年进入国家基本用药目录以来，在公司营销体系改革和市场扩容等因素的带动下，连续两年的营业收入保持均 15% 以上的增长速度，成为心脑血管用药领域内少数几个年销售额超过 5 亿元的大品种之一；今年上半年速效救心丸的销售收入 3.31 亿元，同比增长 5.82%，对公司整体毛利润的贡献率为 27.70%。

图表 2：大品种营业收入变动情况


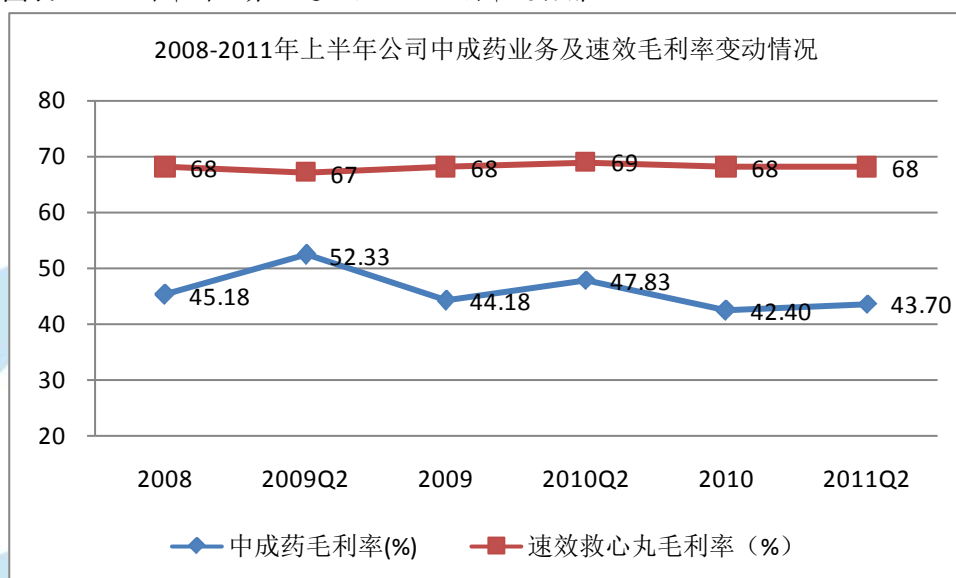
资料来源：中航证券金融研究所、公司年报

3 积极布局规避成本压力

作为中成药生产企业，上游中药材价格变动往往是其毛利率变动的主要因素之一，一般来说，药材的价格在气候和药农种植积极性等因素的影响下具有较强的周期性，根据对药材市场的观察，药材价格涨跌周期一般为 3 到 5 年，最近几年是药材价格上涨周期，特别是今年以来药材的价格上涨幅度较大，但公司今年上半年中药板块的毛利率水平为 43.70%，同比下降 4.13 个百分点，考虑到上半年公司中药商业业务同比增长幅度高于工业业务，从而造成的毛利率自然下滑，公司中药业务的毛利率基本保持稳定。特别是拳头产品速效救心丸，07 年到 11 年上半年毛利率基本保持在 67-69%，受川芎、冰片等主要原材料价格变动影响较小，其主要原因：首先，公司针对大品种和重点中成药涉及的药材，采取多种形式建立 GAP 基地，目前已经建立川芎、厚朴、菊花等多个药源基地，以保证原料的供应；其次，公司控股或持股多家中药材以及借助大股东医药集团旗下药材公司深入药材原料产地，涉足中药材收购加工业务，以实现对上游原材料资源和价格的掌控；再次，公司建立药材储存机制，当市场供过于求时购进原材料，而在价格上扬时使用前期储存的原料，以速效救心丸的原料川芎为例，公司基本上储存可供两年生产用量的药材原料(兼有功效考虑)，有效规避了因药材价格大幅度变动而带来的成本压力。

图表 3：中药材价格指数变动情况


资料来源：中航证券金融研究所、成都中药材指数网

图表 4：公司中药业务及速效救心丸毛利率变动情况


资料来源：中航证券金融研究所、公司年报

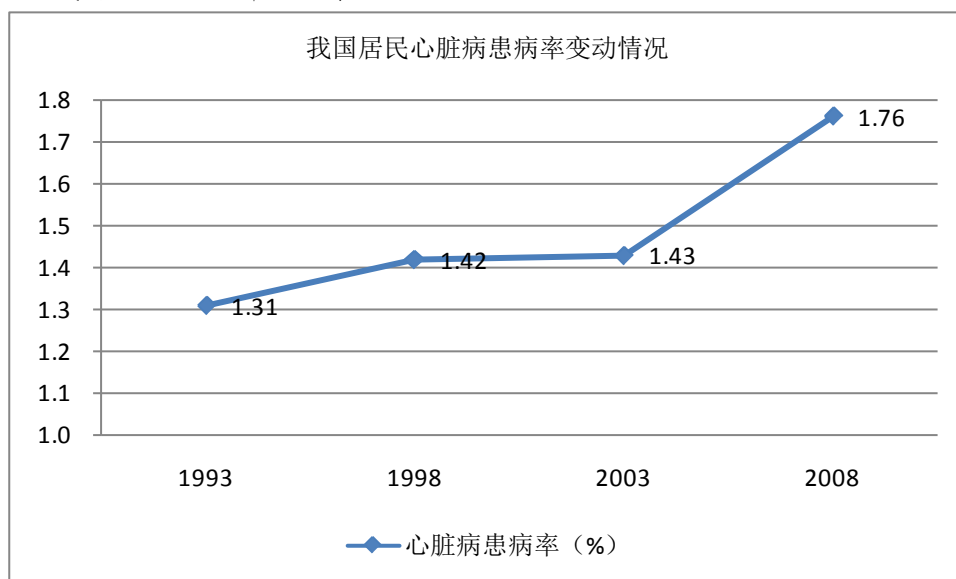
4 主导产品业绩稳步增长

公司销量最大的单品速效救心丸属于心脑血管疾病类用药，具有扩张冠动脉、舒展血管平滑肌等作用机制，主要的适用症状为冠心病、心绞痛、心肌梗塞等病症。与市场上具备相似功能的丹参类产品比较，速效救心丸具备起效快的特点，主要用于冠心病心绞痛急性发作时急救；仅就起效时间而言，仅次于治疗心绞痛的急症用药—硝酸甘油，但两者相比较：首先硝酸甘油只能适用于冠心病心绞痛，速效还可以治疗头痛等多种病，不会产生耐药性；其次相对而言速效药性比较平和，一般不会发生体位性低血压，危险性小；最后，速效还具有治疗、预防等功效，因此在临床应用上具有其他产品不可替代的优势，将近三十年的临床使用推广，使之成为市场上公认的治疗急性冠心病心绞痛的首选中成药，有着广泛的医患临床基础和应用前景。

虽然目前医学上对冠心病的形成原因还未完全清楚，但普遍认为与高血压、高血脂症、高粘血症、糖尿病、内分泌功能低下及年龄大等因素有关，随着我国上述疾病发病率的提高以及老龄化人口的增加，我国心脏病的患病率呈现上升趋势，从而将带动药品市场需求的增长。速效救心丸是同类产品中少数集急救、治疗、预防于一身的药品，在临床应用上具有不可替代的作用，同时作为国内独家生产的国家中药保护品种，具有单独定价的优势，短期内市场上不会有竞争对手的仿制产品出现，产品降价的风险较小，未来市

场刚性需求增长将推动销售收入的稳步增长，从而对公司业绩增长起到有力的支撑作用。

图表 5：我国心脏病患病率变动情况



资料来源：中航证券金融研究所、卫生部

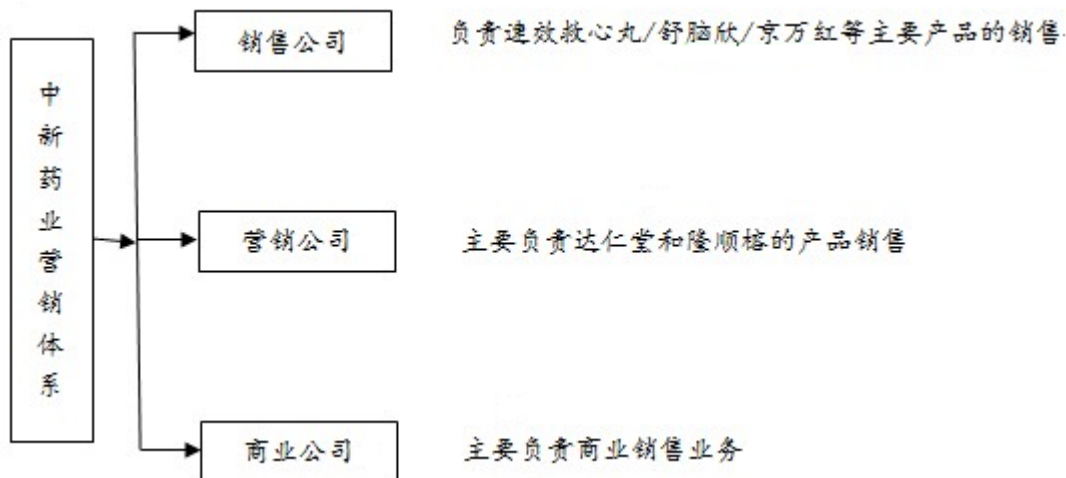
5 商业改革推动公司发展

中新药业作为由老国有企业改制而成的医药集团公司，在机制和管理上不可避免的受到老国有企业的影响，尤其是在商业板块，上市之初中新药业旗下除了集团所属的销售公司以外，各工业企业都有自己的销售公司，相互之间存在业务雷同、渠道重叠、内耗严重的现象，从而造成连年亏损。

2006 年起公司就着手于商业板块的改革，并依照市场体系分别成立以销售公司、营销公司、医药公司为平台的三大销售体系，从而理顺了营销网络，改变了以往产品终端市场价格混乱的现象，随着公司对营销渠道的掌控能力的加强，销售费用率和应收账款水平明显改善，商业板块的盈利能力提升，

目前，公司众多产品中仅有速效救心丸在全国范围内销售，其余产品的市场基本上集中在天津地区，如何实现产品走向全国成为公司发展过程中迫在眉睫的问题，公司一方面加大广告投入，提高品牌知名度，另一方面实施“借船渡河”的营销模式，通过与有终端渠道资源的地方性商业公司合作或收购等方式，逐步扩大产品的销售区域。

图表 6：公司销售体系



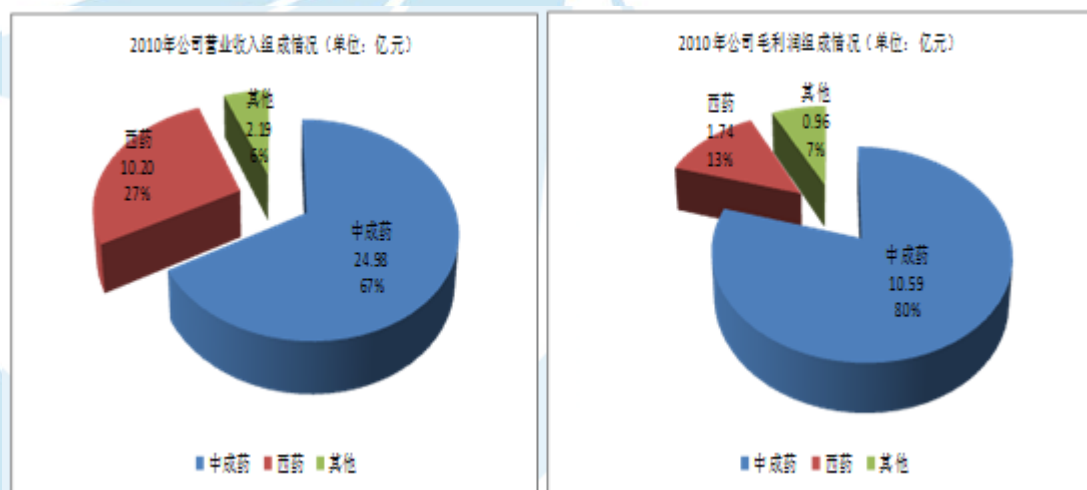
资料来源：中航证券金融研究所

6 出售子公司并未影响公司整体盈利能力

基于大股东医药集团战略发展的布局，中新药业将所持有中央药业 51%股权和津康制药 10.01%股权分别转让给力生制药和医药集团，转让价格分别为 25554.47 万元和 1899.27 万元。在业务范围上，公司主要营业收入和利润来源均为中成药业务，本次转让的中央药业和津康制药主要从事于为化学原料药及制剂的生产销售，2010 年的净利润分别为 3264.62 万元和 459 万元，这两块业务 2010 年对中新药业归属于上市公司股东净利润的贡献度比例仅为 5.83%。

由于中央药业和津康制药对中新药业整体利润的贡献较小，出售这两部分资产对公司的整体业绩影响不大，更为有利于公司专注于中药这一优势领域的发展，如果资产出售能够在四季度内完成，将会对公司本年度每股收益增厚 0.289 元。

图表 7：2010 年公司营业收入及毛利润组成情况



资料来源：中航证券金融研究所、wind

图表 8：中央药业与津康制药简介

	中央药业	津康制药
主营业务	化学原料药及制剂	头孢类中间体及制剂
公司持股比例	51%	10.01%
2010 年营业收入(单位: 万元)	18943	20525
2010 年净利润(单位: 万元)	3264.62	459
投资成本(成本法, 单位: 万元)	4200.00	1896.20
转让价格(单位: 万元)	25554.47	1899.27
投资收益(单位: 万元)	21354.47	3.07

资料来源：中航证券金融研究所



6 分行业财务预测

假设前提：中央药业和津康制药的转让在年底完成，且未考虑资产出售给公司业绩带来的增厚

图表 9：中新药业分行业财务预测表

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
中成药业务						
营业收入（百万元）	1623.38	2076.53	2497.72	3047.22	3717.61	4461.13
增加额（百万元）	87.91	453.15	421.19	549.50	670.39	743.52
增长幅度（%）	5.73	27.91	20.28	22.00	22.00	20.00
毛利率（%）	45.18	44.18	42.40	41.50	40.50	40.50
西药业务						
营业收入（百万元）	653.23	802.06	1020.31	1428.43	1414.12	1626.24
增加额（百万元）	(1.31)	148.83	218.25	408.12	(14.31)	212.12
增长幅度（%）	(0.20)	22.78	27.21	40.00	(1.00)	15.00
毛利率（%）	19.58	15.29	17.03	16.50	16.00	15.50
保健品及其他业务						
营业收入（百万元）	67.08	191.36	219.37	252.28	282.55	310.80
增加额（百万元）	18.36	124.28	28.01	32.91	30.27	28.25
增长幅度（%）	37.68	185.27	14.64	15.00	12.00	10.00
毛利率（%）	34.62	32.73	43.86	35.00	38.00	38.00
内部抵消						
营业收入（百万元）		(208.07)	(278.34)	(361.84)	(470.39)	(587.99)
增加额（百万元）			(70.27)	(83.50)	(108.55)	(117.60)
增长幅度（%）			33.77	30.00	30.00	25.00
毛利率（%）		0.48	1.24	1.05	1.10	1.10
总计						
营业收入（百万元）	2343.69	2861.88	3459.06	4366.09	4943.88	5810.18
营业收入增加额（百万元）	104.96	518.19	597.18	907.03	577.80	866.30
增长幅度（%）	4.69	22.11	20.87	26.22	13.23	17.52
毛利率（%）	37.74	38.49	38.32	36.30	37.10	37.36
其他假设条件						
管理费用率（%）	11.24	10.12	9.21	8.50	8.25	8.00
销售费用率（%）	21.96	21.64	21.57	20.80	20.50	20.50
实际税率（%）	(17.99)	(7.53)	9.05	9.05	9.05	9.05

资料来源：中航证券金融研究所

7 投资评级

中新药业作为由老国有企业改制而来的上市公司,在营销和管理机制上不可避免的受其影响,近些年公司管理水平不断提升,具体表现为管理费用率的持续下降,营销短板已成为制约公司发展的最大因素。我们认为公司拥有众多市场潜力巨大的核心产品,主导产品未来降价的风险较小,随着公司营销政策的理顺、品牌形象的提升以及“借船出海”战略的实施,销售制约公司发展的现象将得到缓解,业绩有望进入快速增长通道。

在不考虑出售子公司带来业绩增厚的前提下,我们预测公司 11-13 年的每股收益分别为 0.41、0.54、0.67 元,对应的市盈率分别为 26、19、16 倍,目前公司估值水平处于合理区间,综合考虑基药市场扩容以及公司营销改革将带来的业绩增长,我们给予公司“买入”评级。

8 风险提示

- 1, 投资收益下降: 公司主要的投资收益来自于中美史克,近几年中美史克加大快消品业务的开发力度,目前处于业务快速扩展发展期,前期投入较大,可能造成短期利润下降,因此存在有收益下降的风险。
- 2, 管理机制限制: 公司受国有机制影响较大,可能会对公司发展造成束缚。
- 3, 负面新闻影响: 公司部分规模较小产品采取总经销制,部分代理商在宣传上存在夸大疗效地嫌疑,给公司品牌带来较大的负面影响。



9 财务预测表

图表 10: 财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1767	2574	2962	3680	营业收入	3473	4384	4964	5834
现金	372	823	981	1355	营业成本	2137	2793	3123	3654
应收账款	474	649	763	919	营业税金及附加	25	32	36	42
其他应收款	57	67	71	78	营业费用	749	912	1018	1196
预付账款	98	73	94	110	管理费用	320	373	410	467
存货	598	655	695	780	财务费用	41	39	32	23
其他流动资产	168	307	357	438	资产减值损失	2	1	2	1
非流动资产	2070	1981	1926	1835	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	551	551	551	551	投资净收益	106	80	88	97
固定资产	1077	1051	1006	921	营业利润	306	314	433	548
无形资产	203	199	195	191	营业外收入	54	52	53	52
其他非流动资产	239	179	173	172	营业外支出	7	7	7	7
资产总计	3836	4554	4887	5515	利润总额	353	359	479	593
流动负债	1533	2066	1910	1966	所得税	32	33	43	54
短期借款	648	746	724	706	净利润	321	327	436	539
应付账款	423	628	656	731	少数股东损益	28	26	36	44
其他流动负债	461	691	531	529	归属母公司净利润	293	301	400	496
非流动负债	217	223	276	308	EBITDA	444	454	570	678
长期借款	144	152	203	237	EPS (元)	0.40	0.41	0.54	0.67
其他非流动负债	73	71	73	72					
负债合计	1750	2289	2186	2274	主要财务比率				
少数股东权益	287	313	349	393	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	739	739	739	739	成长能力				
资本公积	611	611	611	611	营业收入	20.6%	26.2%	13.2%	17.5%
留存收益	449	602	1001	1497	营业利润	46.3%	2.7%	37.9%	26.5%
归属母公司股东权益	1800	1952	2352	2848	归属于母公司净利润	13.8%	2.5%	32.9%	24.0%
负债和股东权益	3836	4554	4887	5515	获利能力				
					毛利率 (%)	38.5%	36.3%	37.1%	37.4%
现金流量表					净利率 (%)	8.4%	6.9%	8.0%	8.5%
单位: 百万元					ROE (%)	16.3%	15.4%	17.0%	17.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC (%)	17.5%	17.8%	21.3%	24.0%
经营活动现金流	139	335	237	306	偿债能力				
净利润	321	327	436	539	资产负债率 (%)	45.6%	50.3%	44.7%	41.2%
折旧摊销	97	100	105	107	净负债比率 (%)	45.61%	45.17%	43.03%	41.46%
财务费用	41	39	32	23	流动比率	1.15	1.25	1.55	1.87
投资损失	-106	-80	-88	-97	速动比率	0.75	0.92	1.17	1.46
营运资金变动	-175	-101	-272	-316	营运能力				
其他经营现金流	-39	50	24	49	总资产周转率	0.93	1.04	1.05	1.12
投资活动现金流	12	70	46	88	应收账款周转率	5	6	5	5
资本支出	69	32	32	0	应付账款周转率	4.90	5.31	4.86	5.27
长期投资	26	-25	5	4	每股指标 (元)				
其他投资现金流	107	77	83	92	每股收益 (最新摊薄)	0.40	0.41	0.54	0.67
筹资活动现金流	-121	46	-125	-20	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.19	0.45	0.32	0.41
短期借款	-130	98	-22	-18	每股净资产 (最新摊薄)	2.43	2.64	3.18	3.85
长期借款	44	8	51	34	估值比率				
普通股增加	370	0	0	0	P/E	26.52	25.87	19.46	15.69
资本公积增加	-383	0	0	0	P/B	4.32	3.98	3.31	2.73
其他筹资现金流	-22	-60	-154	-36	EV/EBITDA	18	17	14	12
现金净增加额	30	451	158	374					

资料来源: 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤, SAC执业证书号: S0640511010008, 南开大学经济学硕士, 2007年8月加入中航证券金融研究所, 从事消费行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦(518000)
联系电话: 0755-83692635

公司网址: www.avicsec.com
传真: 0755-83688539

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。