



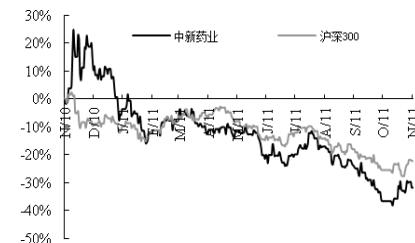
医药保健
Healthcare

2011年11月1日

市场数据 2011年11月1日

当前价格(元)	10.14
52周价格区间(元)	9.06-19.65
总市值(百万)	5468.59
流通市值(百万)	5409.02
总股本(万股)	73931
流通股(万股)	53343
日均成交额(百万)	20
近一月换手(%)	9.93
第一大股东	天津市医药集团有限公司
公司网址	www.zhongxinyaoye.com

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
中新药业	7.6	-17.0	-31.8
沪深300	4.4	-8.8	-22.4

黄黎明

+86 755 83025665

执业证书编号：

S0340208070036

合规申明

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的1%?

○是

◎否

中新药业(600329)

—优质中成药品种众多 未来业绩成长可期

评级：买入

赢利预测	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(万元)	347,347	423,773	527,395	651,369
主营收入增长率	20.57%	22.00%	24.45%	23.51%
净利润(万元)	29,329	32,709	40,413	48,871
净利润增长率	13.76%	11.53%	23.55%	20.93%
每股收益(元)	0.40	0.44	0.55	0.66
每股净资产(元)	2.43	2.81	3.28	3.84
PE	25.6	22.9	18.5	15.3
PB	4.17	3.61	3.10	2.64

资料来源：金元证券研究所

- **公司是一家质地优良的中成药公司。**公司拥有众多优秀的具有核心竞争力的中成药产品，共有中药保护品种21个，独家生产品种109个，其中国宝级中药四个。公司众多产品所覆盖心脑血管领域、肿瘤用药领域、呼吸系统疾病领域、糖尿病用药领域等成长空间巨大，公司将分享行业的高速成长。
- **公司持续进行营销改革：**通过07年以来五年的持续改革，公司营销工作不断深化，“津药走向全国”稳步推进但进展缓慢，12年公司将继续加强自身团队建设，预计公司明年在商业渠道并购和保健品业务领域有所作为。
- **公司新管理层上任以来，管理水平逐步提高：**公司三项费用率持续下降，营业费用率从07年的23.11%下降到今年三季度的20.92%；管理费用率从14.55%下降到7.36%；财务费用率从3.44%下降到1.17%。
- **中药材价格持续走低，公司成本将下降。**中药材指数从7月以来持续下行。公司主要使用药材川芎在去年10月达到42元/kg的高点之后，价格在今年产新期间下滑之后转稳：今年10月1日川芎价格为20元/kg，环比持平，同比下降。公司成本将明显下降。
- **风险提示：**1) 国有体制对公司活力的束缚；2) 参股公司收益下滑。
- **给予“买入”评级：**考虑12年是公司夯实营销基础之后大力发展的年份，以及公司对于明年的规划和期望，我们预计公司11和12年净利增速为21.4%、33.6%，2011、2012年EPS0.44元和0.55元，对应动态市盈率为23X和19X，估值合理。考虑到今年公司营销政策的理顺深化及稳定的业绩增长以及核心品种的品牌优势，给予“买入”评级。

核心投资逻辑

- 1、公司拥有的优质中成药产品和产品品牌、企业品牌是公司的核心竞争力。
- 2、公司众多产品所覆盖心脑血管领域、肿瘤用药领域、呼吸系统疾病领域、糖尿病用药领域等成长空间巨大，公司将分享行业的高速增长。
- 3、随着公司营销政策逐渐理顺，业绩持续稳定增长。

估值及投资评级

绝对估值法：12.90元~13.87元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现：1) 2011-2013 年，公司收入保持稳定增长，每年均在 22% 以上增长，2014 年后收入规模扩大，业绩基数增加，增速徘徊在 22% 左右；2015 年增速下降至 22.5%，且每年下降 0.5 个百分点。2) 工业毛利率稳定，营业成本稳定且呈下降趋势。3) 期间费用率 2011-2012 年小幅下降，之后保持稳定。4) 永续增长设为 2%。

估值的合理区间在 12.90 元~13.87 元之间，价值中枢为 13.38 元。

表 1：三阶段模型的主要假设

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入增长率	20.57%	22.00%	24.45%	23.51%	22.00%	22.50%	22.00%	21.50%	21.00%	20.50%	20.00%
营业成本/营业收入	61.51%	62.51%	62.75%	62.81%	62.00%	61.50%	61.50%	61.50%	61.50%	61.50%	61.50%
管理费用/营业收入	9.00%	8.50%	8.40%	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%	8.30%
销售费用/销售收入	21.57%	21.40%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%	21.00%
营业税及附加/营收	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%	0.72%
所得税税率	9.05%	9.05%	9.05%	9.05%	9.05%	9.05%	9.05%	9.05%	9.05%	9.05%	9.05%
股利分配比率	15.62%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：金元证券经济研究所

表 2：绝对估值的基本假设件

永续增长率	2.0%	实际所得税率 T	9.05%
无风险利率	3.73%	Ke	10.91%
行业平均 Beta	0.93	风险溢价	7.00%
公司市值 (E)	7497	E/(D+E)	89.88%
债务总额(D)	844	D/(D+E)	10.12%
Kd	6.00%	WACC	10.36%

资料来源：金元证券经济研究所

表3: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

13.38	9.9%	10.4%	10.91%	11.4%	11.9%
3.5%	18.34	16.68	15.26	14.03	12.96
3.0%	17.32	15.84	14.55	13.43	12.44
2.5%	16.44	15.10	13.93	12.90	11.99
2.0%	15.67	14.45	13.38	12.42	11.58
1.5%	14.99	13.87	12.88	12.00	11.21
1.0%	14.39	13.36	12.43	11.61	10.87
0.5%	13.85	12.89	12.03	11.26	10.56

资料来源：金元证券经济研究所

相对估值法：13.12~14.21 元/股

我们选取中药行业且尤其专注于品牌中成药的上市公司作为相对估值比较标的。目前5家同类型A股上市公司11-13年PE平均值为37/29/23，公司估值低于行业平均水平。考虑到公司核心品种和品牌优势，我们给予公司12PE24X-26X，合理价值区间为13.12~14.21元。

表4：中新药业与可比公司估值比较

代码	公司简称	股价		市值			EPS (元)			P/E			PB	EV/EBITDA	ROE	PEG	Growth
		10/31	亿元	10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E						
品牌中药																	
000538	云南白药	56.47	392	1.33	1.76	2.29	2.92	42	32	25	19	8	36	21%	1.08	30%	
600436	片仔癀	73.13	102	1.39	1.75	2.17	2.70	53	42	34	27	9	40	18%	1.68	25%	
600085	同仁堂	14.89	194	0.26	0.34	0.43	0.53	56	44	34	28	6	27	11%	1.68	26%	
000423	东阿阿胶	44.98	294	0.89	1.35	1.81	2.35	51	33	25	19	9	39	21%	0.87	38%	
600535	天士力	42.22	218	0.87	1.32	1.59	2.03	48	32	27	21	6	30	14%	0.98	32%	
平均值		240			50			37	29	23	8	34	17%	1.26	30%		
600329	中新药业	10.14	75	0.40	0.44	0.55	0.66	26	23	19	15	4	13	16%	1.24	19%	

资料来源：金元证券经济研究所，使用wind一致预期

给予“买入”评级：

预测公司2011-2013年EPS为0.44、0.55和0.66元的业绩，对应PE分别为23X、19X和15X。随着公司营销改革的持续深化，稳定的业绩增长以及核心品种的品牌优势，给予“买入”评级。

产品与品牌是公司核心竞争力**1、公司产品和公司品牌概况**

公司拥有718个注册品种，其中国宝级中药四个，速效救心丸为国家机密品种，另有国家秘密品种3个。共有中药保护品种21个，独家生产品种109个，独家处方67个，独家剂型42种。

"中华老字号"乐仁堂始建于1921年，迄今已有八十多年的历史。创始人是具有300年历史的北京同仁堂"乐家老铺"的传人乐佑申，与北京同仁堂同出一宗而又独具特色。公司的代表品种是通脉养心丸。

"中华老字号"达仁堂也与同仁堂同出一脉。创始人乐氏十二世乐达仁于1914年在天津创办达仁堂，当年达仁堂药品不仅畅销全国，更是早在二十年代就出口南洋。公司代表品种有牛黄降压系列、清肺消炎丸等。隆顺榕前身是创办于1833年的天津隆顺榕药局，至今已有170余年的发展历史。公司拥有紫龙金、金芪降糖片等优秀产品。

图1：公司企业结构图



资料来源：公司网站、金元证券经济研究所

2、公司产品今年销售情况

公司制定了23个大品种的发展战略计划，公司计划2011年4个品种收入过亿、7个品种收入过5000万、6个品种收入过4000万和4个品种收入过2000万。从目前情况来看，各部门都在切实按计划执行，其中速效救心丸和小头孢是公司确切过亿的核心产品，前者已进入国家基本药物目录，后者不受抗菌素分级管理限制。

速效救心丸预计今年在5.8~6亿左右的销售收入。速效救心丸是我国具

有自主知识产权的、目前国家级机密的中成药之一，其配方、工艺均在保密范围之内。

通脉养心丸的销售稳步推进，今年应该能突破亿元大关，销售情况略低于公司预期，通脉养心丸目前 80%-90%的销量还是在天津片区，省外销售依然不理想，公司大规模成功开拓天津以外市场将会极大提升销量。

清咽滴丸在 09 年和 10 年是使用总代理模式进行销售，但是从这两年业绩来看，代理销售并不理想，未能达到公司管理层预期，销售额一直徘徊在 7000 万元左右，11 年年初公司已经收回代理权，自己组建队伍进行营销，今年在北京、上海、广州和杭州等 OTC 市场上量明显，但是目前看来销量无法达到预期过亿的水平。

此外，公司的清肺消炎丸和紫龙金片今年营销比较出色，业绩比较亮眼：清肺消炎丸去年 5000 万元，今年有可能过亿，在天津之外推广此产品效果较为理想。而紫龙金片的销售队伍今年也非常努力，在多个省市招投标中中标，医院开户比较顺利，明年有望大规模放量。

表 5：中新药业核心产品及行业成长性

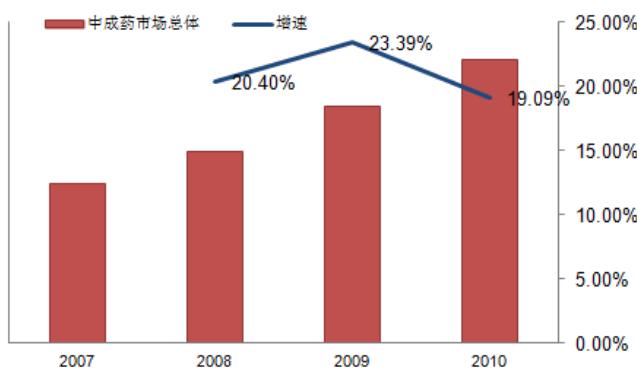
类别	行业成长性	公司产品	临床适应症
心脑血管领域	2007-2010 年 CAGR21.85%	速效救心丸	用于气滞血瘀型冠心病,心绞痛.
		通脉养心丸	养心补血，通脉止痛。
		牛黄降压系列	主治肝火旺盛、头目眩晕、烦躁不安、痰火壅盛、高血压症。
		舒脑欣滴丸	用于血虚血瘀引起的偏头痛、头晕、视物昏花、健忘、失眠等
肿瘤用药领域	2007-2010 年 CAGR23.59%	降压避风片	清热平肝,平稳降压。
		注射用黄芪多糖	肿瘤化疗辅助用药
		紫龙金片	肺癌气血两虚兼瘀热症患者化疗用药。
呼吸系统疾病用药领域	2007-2010 年 CAGR19.39%	清咽滴丸	用于清喉利咽。
		清肺消炎丸	清肺化痰，止咳平喘
		通宣理肺丸	用于风寒束表、肺气不宣所致的感冒咳嗽。
糖尿病用药领域		金芪降糖片	轻、中度非胰岛素依赖型糖尿病。

资料来源：公司网站、金元证券经济研究所

公司从 2007 年开始进行营销改革以来，中成药销售情况良好，2007 年~2010 年 CAGR 为 17.61%，但同期中成药市场总体四年 CAGR21.26%；公司的营销和销售情况相对自身比较发展不错，但是和行业整体相比则略逊，表明公司营销还有很大的改善空间。但 2010 年显示出加速迹象，增速达到 28.80%，说明公司的持续营销改革开始显现效果。

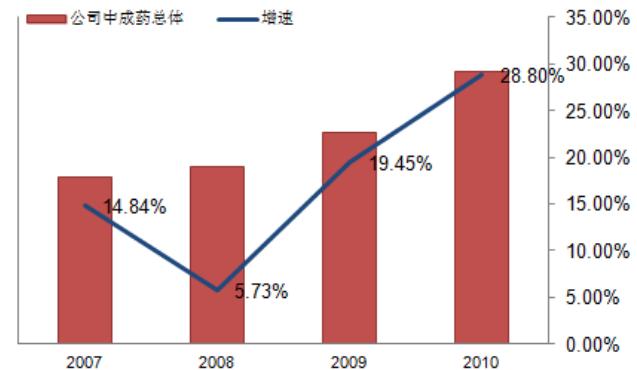
公司的核心品种速效救心丸四年 CAGR 为 17.5%，同期心脑血管领域用中成药 CAGR 为 21.85%，说明公司还有一定的营销发展空间，而从行业发展来说，心脑血管疾病用药发展较快，公司将伴随行业一起成长。

图2:中成药市场总体四年CAGR21.26%



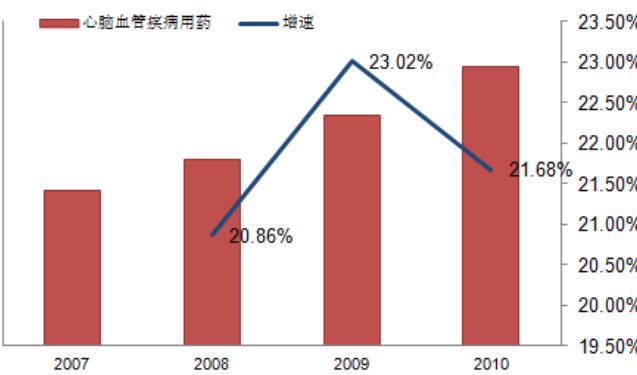
资料来源：南方所，金元证券经济研究所

图3:公司中成药总体四年CAGR17.61%



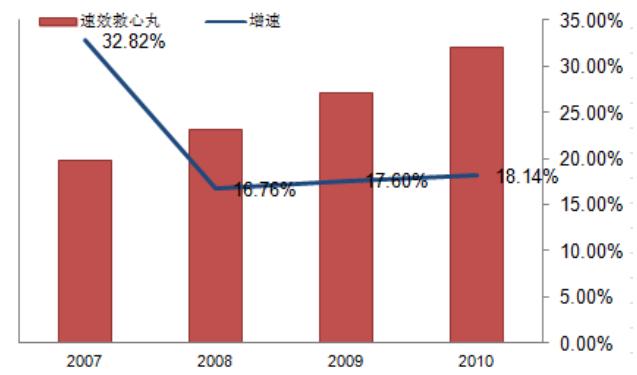
资料来源：公司年报，金元证券经济研究所

图4:心脑血管领域中成药四年CAGR21.85%



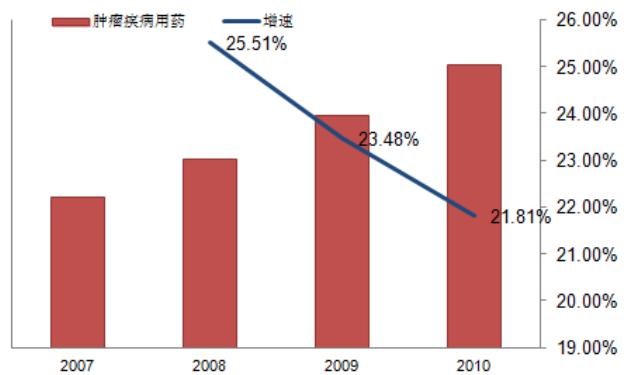
资料来源：南方所，金元证券经济研究所

图5:公司速效救心丸四年CAGR17.5%



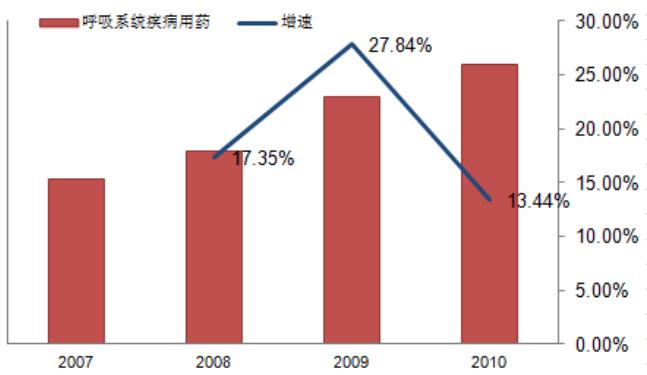
资料来源：公司年报，金元证券经济研究所

图6:肿瘤用药领域中成药四年CAGR23.59%



资料来源：南方所，金元证券经济研究所

图7:呼吸系统疾病领域中成药四年CAGR19.39%



资料来源：南方所，金元证券经济研究所

3、中药材价格拐点已确立，公司成本将下降

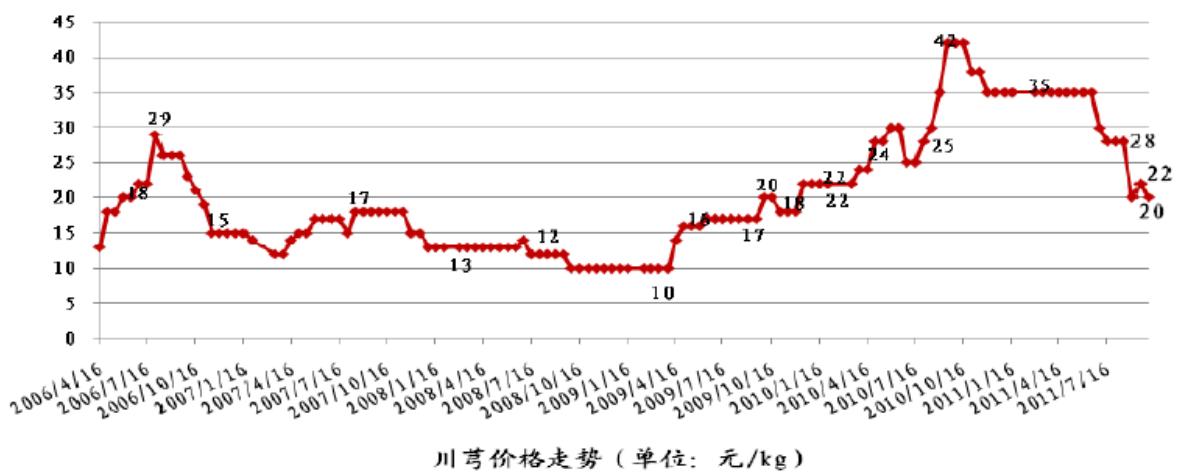
图8：中药材价格自七月以来呈下降趋势



资料来源：中药材天地网，金元证券经济研究所

根据中药材天地网的监测，中药材价格自7月以来持续走低，近3年来价格持续高涨的中药材价格显现拐点而步入下行通道，阶段性高位可能已过，这对中成药下游企业是利好。公司使用的中药材总体采购成本将下降。

图9：川芎价格持续走低



资料来源：中药材天地网，金元证券经济研究所

公司使用量较大的中药材川芎在去年10月达到42元/kg的高点之后，价格在今年产新期间下滑之后转稳：今年10月1日川芎价格为20元/kg，环比持平，同比下降。公司药材成本将在明年明显下降。

财务分析与盈利预测

1、主要财务指标分析

表 6：主要财务指标纵比情况

	2006	2007	2008	2009	2010	2011Q3
盈利能力：						
毛利率	35.65%	35.04%	37.67%	38.28%	38.49%	36.76%
净资产收益率	-31.46%	-6.56%	14.74%	16.97%	16.30%	13.11%
销售净利率	-18.14%	-2.05%	8.38%	9.54%	9.24%	8.26%
偿债能力：						
流动比率	0.86	0.69	0.72	0.95	1.15	1.15
资产负债率	61.05%	61.66%	57.25%	51.24%	45.60%	46.70%
经营效率：						
总资产周转率	0.57	0.64	0.68	0.81	0.93	0.80
存货周转率	2.66	3.30	3.51	3.71	3.84	3.05

数据来源：公司公告，金元证券经济研究所

截止今年三季度，由于原材料价格上涨及人工成本上升，毛利率和销售净利率都低于前三年水平。总资产周转率、存货周转率下滑，经营效率有所下降。

图 10:公司今年净利增速处于 09 年以来低位

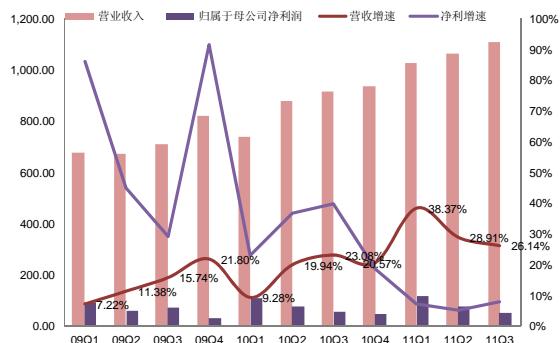
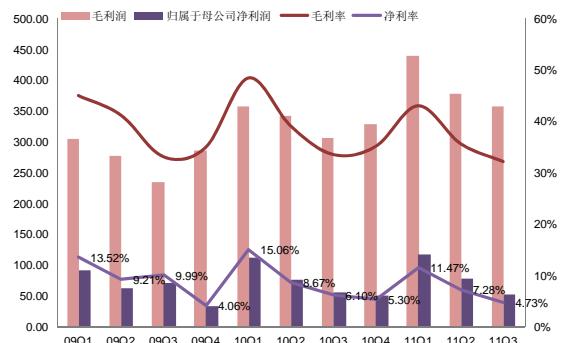


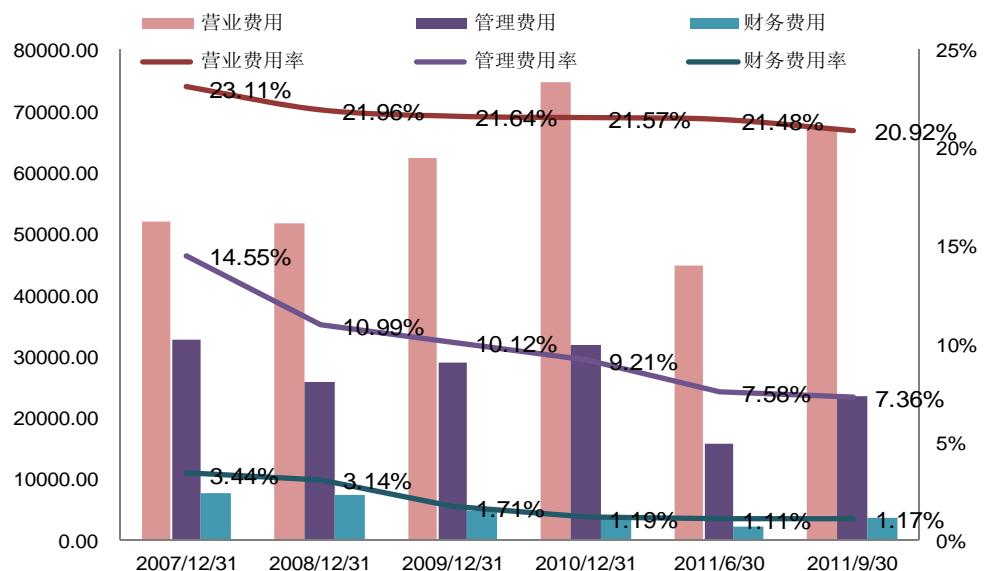
图 11：公司今年毛利率和净利率水平持续下滑



资料来源：公司公告，金元证券经济研究所

资料来源：公司公告，金元证券经济研究所

图 12：公司三项费用率 07 年以来持续下降，管理水平逐渐提高



资料来源：公司公告，金元证券经济研究所

公司三项费用率持续下降，营业收入率从 07 年的 23.11% 下降到今年三季度的 20.92%；管理费用率从 14.55% 下降到 7.36%；财务费用率从 3.44% 下降到 1.17%。表明公司新管理层上任以来，管理水平逐步提高，各项费用控制较为合理。

2、赢利预测表

中新药业业务相对清晰，因此我们拆分业务各个模块进行预测。

- 1、今年速效救心丸销售量预计在 360 万条，销售收入增速 6.48%；
- 2、速效救心丸毛利率维持在 68% 以上；
- 3、其他中成药维持较快速增长，毛利率较去年提高 1.82 个百分点。；
- 4、保健品在去年较高基数下今年下滑 17.96%，明年恢复高成长。

表7：中新药业盈利预测表（单位：元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
速效救心丸						
收入	395,290,000	464,873,709	549,201,800	584,798,824	633,532,059	682,265,294
增长率	16.76%	17.60%	18.14%	6.48%	8.33%	7.69%
毛利	268,797,000	316,535,583	373,457,224	397,663,200	430,801,800	463,940,400
增长率	18.50%	17.76%	17.98%	6.48%	8.33%	7.69%
毛利率	68%	68%	68%	68%	68%	68%
销量(条)	2,740,000	3,151,000	3,370,000	3,600,000	3,900,000	4,200,000
增长率	14.17%	15.00%	6.95%	6.82%	8.33%	7.69%
价格(元)	144	148	163	162	162	162
增长率	2.27%	2.26%	10.46%	0.00%	0.00%	0.00%
其他中成药						
收入	1,228,091,000	1,474,328,995	1,948,521,064	2,431,283,710	3,039,104,637	3,798,880,796
增速	2.60%	20.05%	32.16%	24.78%	25%	25%
毛利率			35.18%	37%	38%	39%
中成药总体						
收入	1,623,381,000	1,939,202,704	2,497,722,864	3,016,082,533	3,672,636,696	4,481,146,090
增长率	5.73%	19.45%	28.80%	20.75%	21.77%	22.01%
毛利率			42.40%	43.01%	43.18%	43.42%
西药						
收入	653,228,000	802,070,000	1,020,305,459	1354282206	1,733,481,223	2,166,851,529
增长率	-0.20%	22.79%	27.21%	32.73%	28%	25%
毛利率	20%	20%	17%	15.00%	15%	15%
保健品及其他						
收入	67,076,000	93,906,400	219,372,325	179964814	242,952,499	315,838,248
增长率	37.67%	40.00%	133.61%	-17.96%	35%	30%
毛利率			43.86%	44.50%	45%	44%
内部抵消						
总额	21,653,000	45,684,156	-263,929,382	-312,601,457	-375,121,748	-450,146,098
增长率	9.89%	110.98%	-677.73%	18.44%	20%	20%
毛利率		0.48%	1.24%	1%	1%	1%
总计						
营业收入	2365338000	2880863260	3473471266	4,237,728,096	5,273,948,670	6,513,689,770
增长率	4.73%	21.79%	20.57%	22.00%	24.45%	23.51%
毛利率	37.67%	38.28%	38.49%	37.49%	37.25%	37.19%

数据来源：公司公告，金元证券经济研究所

风险因素分析

- 1) 国有体制对公司活力的束缚；根据公司现有体制，公司在营销和人事方面都面临很多掣肘，公司治理依然是公司发展的最大束缚。
- 2) 参股公司收益下滑。

附件

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E	利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	372	625	893	1215	营业收入	3473	4238	5274	6514
应收款项	699	871	1084	1338	营业成本	2137	2649	3310	4091
存货净额	598	739	929	1155	营业税金及附加	25	31	38	47
其他流动资产	98	114	142	176	销售费用	749	907	1108	1368
流动资产合计	1767	2349	3048	3884	管理费用	320	368	451	549
固定资产	1141	1099	1051	998	财务费用	41	22	14	3
无形资产及其他	203	195	187	179	投资收益	106	84	84	84
投资性房地产	174	174	174	174	资产减值及公允价值变动	(2)	0	0	0
长期股权投资	551	569	587	605	其他收入	0	0	0	0
资产总计	3836	4387	5048	5840	营业利润	306	345	438	540
短期借款及交易性金融负债	654	700	700	700	营业外净收支	47	48	48	48
应付款项	452	563	708	880	利润总额	353	393	486	588
其他流动负债	427	499	621	770	所得税费用	32	36	44	53
流动负债合计	1533	1761	2029	2350	少数股东损益	28	31	38	46
长期借款及应付债券	144	144	144	144	归属于母公司净利润	293	327	404	489
其他长期负债	73	90	108	125					
长期负债合计	217	234	252	269	现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
负债合计	1750	1996	2281	2619	净利润	293	327	404	489
少数股东权益	287	313	345	384	资产减值准备	5	0	(0)	(0)
股东权益	1800	2078	2421	2837	折旧摊销	96	120	127	131
负债和股东权益总计	3836	4387	5048	5840	公允价值变动损失	2	0	0	0
					财务费用	41	22	14	3
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	(180)	(129)	(146)	(176)
每股收益	0.40	0.44	0.55	0.66	其它	18	26	32	39
每股红利	0.06	0.07	0.08	0.10	经营活动现金流	235	344	417	483
每股净资产	2.43	2.81	3.28	3.84	资本开支	(97)	(70)	(70)	(70)
ROIC	10%	11%	14%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	16%	16%	17%	17%	投资活动现金流	(115)	(88)	(88)	(88)
毛利率	38%	37%	37%	37%	权益性融资	5	0	0	0
EBIT Margin	7%	7%	7%	7%	负债净变化	44	0	0	0
EBITDA Margin	10%	10%	9%	9%	支付股利、利息	(46)	(49)	(61)	(73)
收入增长	21%	22%	24%	24%	其它融资现金流	(114)	46	0	0
净利润增长率	14%	12%	24%	21%	融资活动现金流	(112)	(3)	(61)	(73)
资产负债率	53%	53%	52%	51%	现金净变动	8	253	268	322
息率	0.6%	0.7%	0.8%	1.0%	货币资金的期初余额	365	372	625	893
P/E	25.6	22.9	18.5	15.3	货币资金的期末余额	372	625	893	1215
P/B	4.2	3.6	3.1	2.6	企业自由现金流	40	178	245	303
EV/EBITDA	27.3	23.5	19.8	17.1	权益自由现金流	(30)	205	233	300

资料来源：公司资料和金元证券预测

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;

增持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;

中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;

对本报告的评价请反馈至金元证券销售交易总部

姓名	分工	电话	手机	邮箱
王睿	总经理	0755-83022499	13924591661	wangrui1@jyzq.cn
郑仲运	高级研究员	0755-83023468	18603064918	zhengzy@jyzq.cn
樊文	高级经理	0755-83023422	13828864010	fanwen@jyzq.cn
黄李南	高级经理	0755-83023499	18688960542	huanglinan@jyzq.cn

联系地址: 深圳市深南大道4001号时代金融中心17层, 518048 传真: 0755-83024518

本报告仅供金元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)签约客户使用。本公司不因任何人接收到本报告而视其为本公司的客户。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的观点仅供特定客户参考,并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测等仅反映本报告发布日依据一定的标准和假设作出的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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,对此本公司没有通知义务。

本报告仅向特定客户传送,版权归本公司所有。未经本公司书面授权,本报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络本公司并获得许可,并需注明出处,且不得对报告进行有悖原意的引用和删改。

在法律许可的情况下,本公司及所属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投资银行服务或其他服务。