

静待改革收获时

投资要点：

1. 事件

近日，我们对公司的情况进行了跟踪。

2. 我们的分析与判断

(一)、改革持续推进，潜力将稳定释放

中新药业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公司。作为天津医药集团下属绿色中药板块的整合平台，公司拥有完整的产业链，较强的科技创新能力。公司拥有众多优质中药品种，其中中药保护品种 21 个，独家生产品种 109 个。

过去受限于管理僵化、营销落后等因素，公司一直未能充分释放潜力。自 2008 年起，公司开始进行内部改革，优化了构架体系，对医药工业实行大品种战略，筛选出 23 个大品种，给予营销政策和资源的支持；医药商业方面，公司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，理顺营销网络，并改变了以往产品终端市场价格混乱的现象。

自改革以来，公司的 23 个大品种持续保持较快增长，2011 年上半年累计实现销售收入 8.18 亿元，同比增长 12.6%，通脉养心丸、治咳川贝枇杷滴丸等多个大品种的增幅达 30% 以上；公司所属商业企业的销售实力也明显增强。2009 年，连续亏损多年的公司商业企业的运营质量实现了本质的改观，一举扭亏为盈，并开始持续盈利。我们预计随着公司改革的深化，公司潜力将持续稳定的释放出来。

(二)、核心产品速效救心丸今年增速或低于预期

公司过去没有针对医疗机构的销售队伍，因此尽管速效救心丸是处方药，但在医疗机构收入占比只有 15%，剩下大部分在零售渠道。未来单靠零售市场的增量已经很难维持速效救心丸的增速，从其今年上半年收入同比增速只有 5.82% 也能看出来。

公司从今年起开始建设医疗终端队伍，与城市经销商相互配合，并和医疗终端进行点对点、面对面的对接，采用与零售渠道不同的包装规格和价格进行区分，重新切分价值链。预计速效救心丸明年有望恢复较高增长。

(三)、商业已进入良性发展

自从公司着手商业板块的改革以来，公司通过对商业企业的资源整合与业务渠道规范，凝聚商业力量，有效避免内耗，从而推动公司发展，并在 2009 年实现扭亏为盈。

尽管医药商业收入的上升拖累了公司整体毛利率，并且占款较

中新药业 (600329.SH)

谨慎推荐 维持评级

分析师

黄国珍 行业分析师

■：(8621) 2025 2609

✉：huangguozhen@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511100004

特此鸣谢

郭思捷 ■：(8610) 8357 4110

✉：guosijie@chinastock.com.cn

对此报告编制提供信息

市场数据	时间 2011.12.29
A股收盘价(元)	9.34
A股一年内最高价(元)	15.40
A股一年内最低价(元)	9.00
上证指数	2173.56
市净率	3.84
总股本 (万股)	73930.87
实际流通 A 股 (万股)	53343.37
限售的流通 A 股 (万股)	587.50
流通 A 股市值(亿元)	49.82

大，影响了公司现金流，但公司商业在进入良性发展以后，对工业会起到良好的带动作用。目前公司大部分产品的销售区域还集中在天津地区，未来公司会通过与一些有终端的商业公司合作或者收购等方式，拓展产品的销售区域。

(四)、投资收益下滑影响业绩

今年上半年，参股子公司中美史克实现净利润 1.62 亿元，贡献投资收益 4052 万元，同比下降 16.64%。中美史克投资收益在公司净利润占比较大（约 20%），其净利润下滑对公司业绩影响较大。公司不参与中美史克的经营管理，该公司今年业绩波动或对公司净利润构成比较大的潜在影响。我们认为，中美史克的牙膏还处在广告大规模投入期，在持续投入一段时间后费用会逐步下降，体现盈利能力。此外，公司另一参股子公司天津百特产能还在扩建中，预计明年接受 GMP 认证，届时产能扩张会带来新的利润增长点。

3. 投资建议

公司作为老牌国企，过去经营管理较为僵化，营销管理水平是短板。管理层更迭后，营销短板有所改善。未来随着公司营销和管理的不断革新，潜力将不断释放。但考虑到今年速效救心丸和投资收益均低于预期，我们下调 2011 年每股收益，预测 2011-2013 年每股盈利 0.41 元、0.48 元和 0.54 元。尽管公司短期业绩受到一定的压力，但考虑到未来公司改革后可带来稳定的业绩增长，维持“谨慎推荐”评级。

表 1：中新药业（600329.SH）财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	365	372	562	796	1123	营业收入	2881	3473	4058	4720	5459
应收票据	194	168	302	351	406	营业成本	1778	2137	2523	2929	3378
应收账款	440	474	852	991	1146	营业税金及附加	21	25	29	34	39
预付款项	70	98	115	134	154	销售费用	623	749	872	1015	1174
其他应收款	56	57	66	77	89	管理费用	291	320	365	425	491
存货	516	598	706	820	945	财务费用	49	41	27	26	25
长期股权投资	534	551	551	551	551	资产减值损失	(4)	2	2	2	2
固定资产净额	1102	1077	1051	960	917	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	35	65	0	50	0	投资收益	88	106	80	90	100
无形资产净值	199	203	201	198	195	营业利润	209	306	319	379	450
递延所得税资产	46	54	54	54	54	营业外净收入	47	47	45	45	45
资产总计	3667	3836	4478	4998	5596	税前利润	256	353	364	424	495
短期借款	778	648	648	648	648	所得税	(19)	32	33	38	45
应付票据	108	28	49	57	65	净利润	275	321	332	386	450
应付账款	449	423	728	845	975	归属母公司净利润	258	293	303	353	412
预收款项	26	53	61	71	83	少数股东损益	17	28	28	33	39
应付职工薪酬	120	123	142	163	187	基本每股收益	0.70	0.40	0.41	0.48	0.56
应交税费	26	19	19	19	19	摊薄每股收益	0.70	0.40	0.41	0.48	0.56
其他应付款	209	220	220	220	220	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一年内到期的非	0	6	7	8	9	成长性					
长期借款	100	144	144	144	144	营业收入增长率	22%	21%	17%	16%	16%
长期应付款	4	4	4	4	4	EBIT 增长率	77%	46%	11%	18%	19%
专项应付款	4	18	18	18	18	净利润增长率	42%	14%	3%	16%	17%
其他非流动负债	38	44	51	58	66	盈利能力					
负债合计	1879	1750	2091	2256	2439	毛利率	38%	38%	38%	38%	38%
所有者权益合计	1788	2087	2386	2742	3157	净利润率	9%	8%	7%	7%	8%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	EBITDA/营业收入	9%	10%	9%	9%	9%
净利润	275	321	332	386	450	ROE	15%	15%	14%	14%	14%
折旧与摊销	0	0	99	100	102	ROIC	7%	8%	8%	8%	9%
经营活动现金流	150	180	71	255	290	估值指标					
投资活动现金流	0	0	177	35	95	PE	27	24	23	20	17
融资活动现金流	0	0	(58)	(55)	(59)	P/S	1	2	2	1	1
净现金流	150	180	190	234	326	P/B	2	3	3	3	2
期初现金余额	362	365	372	562	796	EV/EBITDA	16	23	20	18	15
期末现金余额	512	545	562	796	1123	股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

黄国珍，行业分析师。本人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证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户提供。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn