

## 销售策略优化，业绩稳中有升

中新药业（600329.SH）

**谨慎推荐** 首次评级

### 投资要点：

#### 1. 事件

近日，我们对中新药业的情况进行了跟踪。

#### 2. 我们的分析与判断

##### （一）、速效救心丸销售策略调整后重回潜力增速，预计全年销售金额增长 15%

速效救心丸约 80%销售在 OTC 渠道，20%在医院，销售有一定的季节性，3 季度为淡季。公司在去年进行了销售策略革新，致使今年上半年销售增速有所下滑，但革新解决了过去一味追求收入而忽视利润的弊端，在产品销售金额保持稳定的基础上净利润贡献明显增长。2000 年至今年复合增长率 12%，未来将维持稳定增长。

主要原材料川穹备货周期 2 年，中药材涨价对产品毛利率影响有限。

##### （二）、23 个大品种重点推紫龙金、清肺消炎丸、通脉养心丸，全年增速超过 30%

紫龙金是隆顺榕的产品，化疗辅助用药（处方药，医保乙类），100%在医院销售。2010 年销售金额 5000 万元增速接近 100%。今年公司要力争布局全国，预计全年销售增速将超过 50%。

达仁堂的清肺消炎丸（OTC）80%的销售量分布在 OTC 渠道，销售区域主要集中在天津。2010 年销售金额 4000 万，预计 2011 年增长 30-50%。

乐仁堂的通脉养心丸（处方药）在 OTC 渠道销售占比达到 80%，2010 年销售金额 7000 万。其战略意义在于和速效救心丸形成配套，更强调日常心脑血管保护效用。

##### （三）、头孢类产品受制韩国新丰原料药产能瓶颈，抗菌药物分级管理办法对公司盈利影响不大

公司头孢类产品由韩国新丰制药提供原料药，后者目前存在产能瓶颈，限制了中新新丰头孢制剂的增长。另一方面，新丰年净利润约在千万附近，公司拥有新丰 55%的股权，因此对公司整体盈利影响几乎可以忽略。

##### （四）、今年销售费用率将维持稳定

公司在销售费用上进行了有效控制，将根据产品的实际销售情况来开展和调整营销预算。我们预计今年销售费用率将维持稳定。

#### 分析师

王国平

✉: wangguoping@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130200010339

#### 联系人

黄国珍

☎: (8621) 20252609

✉: huangguozhen@chinastock.com.cn

郭思捷

☎: (8610) 8357 4110

✉: guosijie@chinastock.com.cn

#### 市场数据

时间 2011.06.28

A 股收盘价(元)	12.09
A 股一年内最高价(元)	15.40
A 股一年内最低价(元)	11.33
上证指数	2759.20
市净率	4.97
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)	64.49

#### 相关研究

### (五)、主要控股参股公司年内经营情况无显著拐点

中美天津史克：公司股权比例 25%，年贡献收益约 7000 万元。今年可能的超预期因素：史克牙膏销售超预期。

华立达生物工程公司：今年全年将维持盈亏平衡，无收益贡献。

天津百特计划对大输液扩产，但今年受制产能瓶颈，业绩超预期可能性小。

## 3. 投资建议

公司为老牌国企，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。相比 2010 年，公司在产品销售策略上有较大的优化，但受制于体制，销售队伍建设和激励仍然存在一些掣肘因素。我们预计公司全年净利润增速为 20%，粗略预测 2011、2012 年每股盈利 0.48 元和 0.57 元，对应动态市盈率为 25 倍和 21 倍，估值基本合理。总体上，考虑到今年公司营销政策的理顺及稳定的业绩增长以及核心品种的品牌优势，给予谨慎推荐评级。

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	633	930	1324	营业收入	2881	3473	4012	4692	5440
应收票据	194	168	298	349	404	营业成本	1778	2137	2455	2846	3287
应收账款	440	474	842	985	1142	营业税金及附加	21	25	29	34	39
预付款项	70	98	112	130	150	销售费用	623	749	862	1009	1170
其他应收款	56	57	66	77	89	管理费用	291	320	361	422	490
存货	516	598	687	797	920	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	106	106	106
无形资产净值	199	203	201	198	195	营业利润	209	306	382	459	535
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	4512	5096	5762	税前利润	256	353	427	504	580
短期借款	778	648	648	648	648	所得税	(19)	32	38	45	52
应付票据	108	28	47	55	64	净利润	275	321	389	459	527
应付账款	449	423	708	821	948	归属母公司净利润	258	293	355	419	482
预收款项	26	53	61	71	82	少数股东损益	17	28	33	39	45
应付职工薪酬	120	123	142	163	187	基本每股收益	0.70	0.40	0.48	0.57	0.65
应交税费	26	19	19	19	19	摊薄每股收益	0.70	0.40	0.48	0.57	0.65
其他应付款	209	220	220	220	220	<b>财务指标</b>					
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%	15%	17%	16%
长期应付款	4	4	4	4	4	EBIT 增长率	77%	46%	25%	25%	20%
专项应付款	4	18	18	18	18	净利润增长率	42%	14%	21%	18%	15%
其他非流动负债	38	44	50	58	66	盈利能力					
负债合计	1879	1750	2069	2230	2410	毛利率	38%	38%	39%	39%	40%
所有者权益合计	1788	2087	2443	2866	3352	净利率	9%	8%	9%	9%	9%
<b>现金流量表</b>						EBITDA/营业收入	9%	10%	10%	10%	10%
净利润	275	321	389	459	527	ROE	15%	15%	16%	16%	16%
折旧与摊销	0	0	99	100	102	ROIC	7%	8%	9%	9%	10%
经营活动现金流	150	180	116	306	359	估值指标					
投资活动现金流	0	0	203	51	101	PE	35	30	25	21	19
融资活动现金流	0	0	(58)	(60)	(65)	P/S	2	3	2	2	2
净现金流	150	180	260	297	395	P/B	2	4	4	3	3
期初现金余额	362	365	372	633	930	EV/EBITDA	20	29	24	19	16
期末现金余额	512	545	633	930	1324	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。

**王国平，证券分析师。**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接受任何形式的补偿。

### 医药生物团队覆盖股票范围：

康恩贝 (600572.SH)、永安药业 (002365.SZ)、千红制药 (002550.SZ)、天士力 (600535.SH)

## 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独立财务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。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。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908