

中新药业 (600329.SH) 中药行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

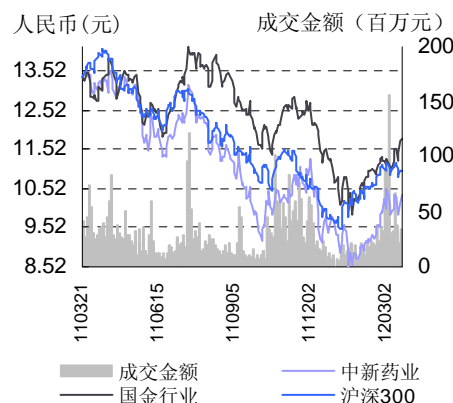
市价(人民币): 10.36 元

本部稳定, 等待子公司的拐点;

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	533.43
总市值(百万元)	7,659.24
年内股价最高最低(元)	13.53/8.52
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.697	0.397	0.377	0.450	0.581
每股净资产(元)	4.11	2.43	2.81	3.26	3.84
每股经营性现金流(元)	0.23	0.19	0.35	0.38	0.37
市盈率(倍)	30.97	36.68	27.48	23.01	17.82
行业优化市盈率(倍)	64.60	84.30	71.12	71.12	71.12
净利润增长率(%)	41.60%	13.76%	-4.96%	19.42%	29.10%
净资产收益率(%)	16.97%	16.30%	13.41%	13.80%	15.13%
总股本(百万股)	369.65	739.31	739.31	739.31	739.31

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **速效救心丸销售主推医疗市场, 等待各地招标:** 公司历来强项在 OTC 市场, 以速效救心丸为例, 之前有 85% 的销售比重来自 OTC。公司自去年开始, 以速效包装切换为突破口, 切入医疗市场。目前已经进入的山东、安徽、江苏、北京、上海等地速效医疗市场增长迅速, 我们预计今年速效医疗占比预计能够达到 35%。医疗市场空间大于 OTC, 如果推广成功有助于速效成为 10 亿潜力品种。目前的风险是各地招标进程延缓了公司的铺货力度。
- **通脉养心丸成为第二个过亿潜力品种:** 通脉养心丸定位清晰, 市场推广顺利, 我们预计去年销售过亿。但目前销售 80% 是通过天津市场形成, 该比重超过复方丹参滴丸。因此需要解决的问题是全国性的推广, 需要时间。
- **预计公司本部 2012 年稳定增长:** 公司自营业务连续经历了 2008、2009、2010 三年的高增长, 目前自营利润已经接近 3 个亿, 基数变大。我们预计未来三年随着速效及其他二线产品的推广, 保持 20-25% 的利润增幅。
- **子公司 2012 年逐步经历底部, 利润贡献有望逐步增加:** 目前公司营业利润当中预计有 30% 来自控股子公司的贡献, 几大子公司的投资关键要素在于: (1) 史克近几年营销费用投入过大拖累利润贡献, 今年看是否能减少; (2) 百特今年要认证 GMP, 预计要影响生产, 但完成认证后产能有大幅增加。公司的治疗性输液有市场潜力; (3) 华立达新产品今年上市, 属于推广期; (4) 赛诺今年开始贡献收益。

投资建议和估值

- **本部稳定, 子公司的拐点可能造就公司的业绩拐点, 目前需要等待:** (1) 本部的自营医疗预计 25% 的增长, 稳定; (2) 子公司的经营情况有望在 2012 年纷纷筑底, 随后利润贡献比重会增加, 带动公司业绩增长。
- **盈利预测:** 我们预测公司 2011-2013 年 EPS 为 0.38 元、0.45 元、0.58 元, 同比增长-5%、18%、29%。2012 年是公司的蛰伏年, 需要跟踪子公司的经营情况, 择机参与。公司目前估值 23 倍, 相对合理。我们从长期角度维持“买入”评级。

风险

- 集团相关资产整合节奏; 子公司恢复进程低于预期; 管理风险。

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

燕智 联系人
(8621)60870946
yanz@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	2,365	2,881	3,473	4,370	5,440	6,700	货币资金	362	365	372	380	390	410
增长率		21.8%	20.6%	25.8%	24.5%	23.2%	应收款项	520	690	699	952	1,131	1,393
主营业务成本	-1,474	-1,778	-2,137	-2,770	-3,524	-4,442	存货	441	516	598	729	927	1,168
%销售收入	62.3%	61.7%	61.5%	63.4%	64.8%	66.3%	其他流动资产	63	70	98	141	178	224
毛利	891	1,103	1,337	1,600	1,916	2,258	流动资产	1,387	1,641	1,767	2,202	2,626	3,196
%销售收入	37.7%	38.3%	38.5%	36.6%	35.2%	33.7%	%总资产	40.2%	44.7%	46.1%	52.8%	54.3%	56.8%
营业税金及附加	-18	-21	-25	-37	-46	-56	长期投资	601	630	653	654	653	653
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	1,234	1,136	1,141	1,092	1,325	1,548
营业费用	-519	-623	-749	-944	-1,121	-1,313	%总资产	35.8%	31.0%	29.7%	26.2%	27.4%	27.5%
%销售收入	22.0%	21.6%	21.6%	21.6%	20.6%	19.6%	无形资产	202	215	222	221	227	233
管理费用	-260	-291	-320	-319	-375	-442	非流动资产	2,058	2,026	2,070	1,969	2,207	2,435
%销售收入	11.0%	10.1%	9.2%	7.3%	6.9%	6.6%	%总资产	59.8%	55.3%	53.9%	47.2%	45.7%	43.2%
息税前利润 (EBIT)	94	167	243	300	375	446	资产总计	3,445	3,667	3,836	4,170	4,833	5,631
%销售收入	4.0%	5.8%	7.0%	6.9%	6.9%	6.7%	短期借款	932	778	654	469	466	431
财务费用	-74	-49	-41	-53	-52	-53	应付款项	854	777	725	978	1,236	1,547
%销售收入	3.1%	1.7%	1.2%	1.2%	1.0%	0.8%	其他流动负债	151	154	154	188	239	300
资产减值损失	4	4	-2	0	-2	-2	流动负债	1,937	1,709	1,533	1,636	1,940	2,278
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	100	144	144	144	145
投资收益	74	88	106	90	100	150	其他长期负债	36	70	73	0	0	0
%税前利润	43.8%	34.4%	30.1%	26.7%	23.8%	27.7%	负债	1,972	1,879	1,750	1,780	2,084	2,423
营业利润	98	209	306	337	421	541	普通股股东权益	1,236	1,520	1,800	2,078	2,411	2,841
营业利润率	4.2%	7.3%	8.8%	7.7%	7.7%	8.1%	少数股东权益	237	268	287	312	337	367
营业外收支	71	47	47	0	0	0	负债股东权益合计	3,445	3,667	3,836	4,170	4,833	5,631
税前利润	169	256	353	337	421	541	比率分析						
利润率	7.1%	8.9%	10.2%	7.7%	7.7%	8.1%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	29	19	-32	-34	-63	-81	每股指标						
所得税率	-17.4%	-7.5%	9.1%	10.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.493	0.697	0.397	0.377	0.450	0.581
净利润	198	275	321	304	358	460	每股净资产	3.343	4.111	2.434	2.811	3.262	3.843
少数股东损益	16	17	28	25	25	30	每股经营现金净流	0.308	0.226	0.188	0.350	0.380	0.366
归属于母公司的净利润	182	258	293	279	333	430	每股股利	0.000	0.000	0.200	0.000	0.000	0.000
净利率	7.7%	8.9%	8.4%	6.4%	6.1%	6.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	14.74%	16.97%	16.30%	13.41%	13.80%	15.13%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	5.29%	7.03%	7.64%	6.68%	6.89%	7.63%
净利润	192	275	321	304	358	460	投入资本收益率	4.58%	6.70%	7.63%	8.99%	9.48%	10.02%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	99	100	99	65	71	81	主营业务收入增长率	4.73%	21.79%	20.57%	25.81%	24.49%	23.16%
非经营收益	-63	-97	-106	17	-41	-93	EBIT增长率	N/A	77.11%	45.53%	23.71%	24.85%	19.06%
营运资金变动	-114	-195	-175	-126	-107	-177	净利润增长率	N/A	41.60%	13.76%	-4.96%	19.42%	29.10%
经营活动现金净流	114	83	139	259	281	271	总资产增长率	-0.79%	6.45%	4.62%	8.71%	15.88%	16.52%
资本开支	14	-78	-55	-17	-309	-310	资产管理能力						
投资	24	-4	22	-1	0	0	应收账款周转天数	45.7	48.3	48.1	48.0	48.0	48.0
其他	59	105	45	90	100	150	存货周转天数	103.6	98.3	95.2	96.0	96.0	96.0
投资活动现金净流	98	22	12	72	-209	-160	应付账款周转天数	72.1	76.5	74.5	75.0	75.0	75.0
股权募资	0	20	5	0	0	0	固定资产周转天数	184.1	149.0	113.1	85.7	74.5	67.3
债权募资	-162	-49	-80	-251	-3	-34	偿债能力						
其他	-84	-57	-46	-72	-59	-57	净负债/股东权益	38.70%	28.70%	20.39%	9.76%	8.01%	5.17%
筹资活动现金净流	-247	-86	-121	-324	-62	-91	EBIT利息保障倍数	1.3	3.4	5.9	5.7	7.3	8.4
现金净流量	-35	19	30	8	10	20	资产负债率	57.25%	51.24%	45.60%	42.68%	43.13%	43.03%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	0	1	1	2	4
买入	0	0	0	2	2
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.33	1.33

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-04-30	买入	14.32	N/A
2	2010-05-17	买入	14.45	N/A
3	2010-07-28	买入	13.36	N/A
4	2010-08-13	买入	13.69	N/A
5	2010-11-01	买入	14.81	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B