

中新药业 (600329): 投资收益减少拖累全年业绩

行业分类: 中药行业

2012. 04. 03

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

6个月目标价	
当前股价	8.81
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	2262.79
总股本 (亿)	7.39
流通 A 股 (亿)	5.33
流通 A 股市值 (亿)	65.11
总市值 (亿)	46.96
ROE	13.15%
资产负债率	46.78%
动态市盈率	17.30
动态市净率	2.88



相关研究报告:

《中新药业 (600329): 津药走向全国、
 业绩稳定增长》 2011. 11. 09

事件回顾:

公司公布 2011 年年报: 报告期内公司实现营业收入 43.92 亿元, 同比增长幅度为 26.44%; 营业利润为 2.72 亿元, 同比下降 11.18%; 归属上市公司股东的净利润为 2.48 元, 同比下降 20.17%; 基本每股收益为 0.33 元, 较去年同期下降 17.50%。

投资要点:

投资收益减少, 拖累全年业绩: 从公司历年的利润构成情况来看, 投资收益尤其是对联营企业和合营企业的投资收益在公司利润中占有较大的比重; 2011 年中美史克公司加大快消品业务开发力度、前期投入较大, 受此方面的影响, 报告期内公司投资收益下降明显, 仅为 0.44 亿元, 相对去年同期减少 0.62 亿元, 是公司 2011 年业绩低于预期的主要原因。

深化大品种战略, 核心产品保持高增长: 公司拥有众多具有核心竞争力的中药品种, 并依据产品的市场销售情况及未来发展前景筛选核心产品实施大品种战略, 于此同时, 公司加大对核心大产品的二次开发的开发力度, 不断释放优秀产品的市场潜力; 报告期内公司 23 个大产品实现营业收入 15.15 亿元, 同比增长幅度为 12.59%; 其中核心产品速效救心丸销售收入超过 6 亿元, 同比增长 9.79%, 重点产品通脉养心丸、紫龙金片、胃肠安、治咳川贝枇杷滴丸等品种保持持续高速增长的发展势头。

商业整合持续, 利润增长显著: 在此前的报告中, 我们提到公司作为国企改制而成的上市公司, 营销短板是制约其发展的最大因素, 报告期内, 公司成立唐山新华医药有限公司扩大营销区域, 不断深化营销改革、提高运营效率和树立区域市场品牌形象, 并通过打造商业“28 个大品种集群”战略, 充分发挥规模效应优势, 实现商业业务的营业收入同比 29.70%, 利润同比增长 172.72%。

聚焦中药主业, 再次启动资产出售: 公司 3 月 31 日公告董事会审议通过出售中央药业 51% 股权、津康制药 10.01% 股权, 以及天津医药集团所持收购宏仁堂 40% 股权的关联交易议案; 我们认为公司作为天津医药集团旗下绿色中药整合平台, 化学药业务对公司整体利润贡献较小, 因此出售该项业务更为有利于公司专注于优势领域发展。

投资评级:

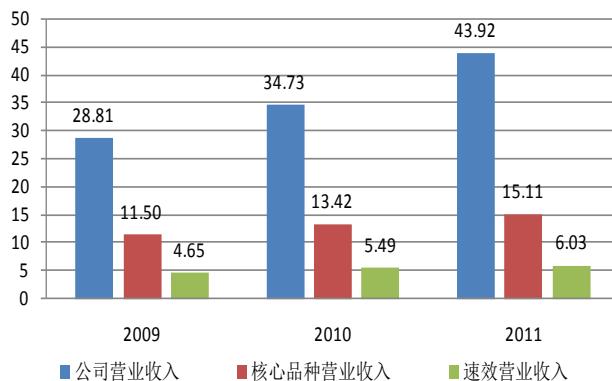
我们基于公司 2012 年完成资产出售及收购的假设前提, 根据其年报暂调整公司 12-14 年 EPS 为 0.51、0.68、0.85 元 (原 12-13 年的 EPS 分别为 0.54 元、0.67 元), 对应的动态市盈率分别为 17、13、10 倍; 我们认为随着公司逐步理顺营销政策和完善营销网络, 以及品牌形象的提升, 营销短板现象有望得到缓解; 而且此次资产置换完成后, 将有利于公司未来的发展规划, 因此维持对公司的“买入”评级。

投资风险:

药品价格的宏观调控; 投资收益下降; 资产收购存在不确定性。

图表 1：公司营业收入变动情况

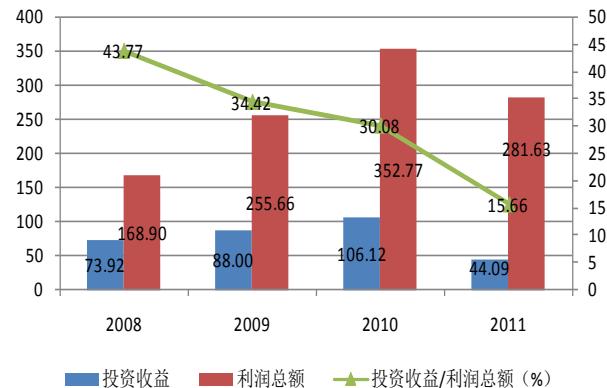
2009-2011年速效、核心产品、公司营业收入情况(单位:亿元)



资料来源：中航证券金融研究所、公司年报

图表 2：公司投资收益及利润总额变动情况

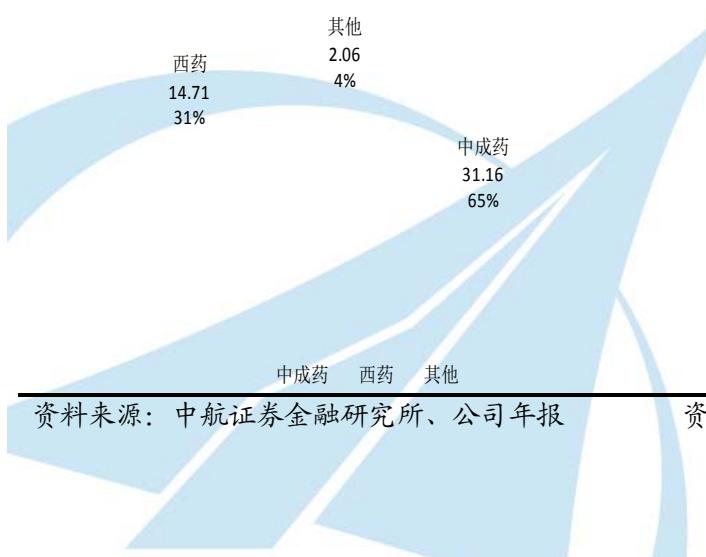
2008-2011年公司投资收益及利润总额变动情况 (百万元)



资料来源：中航证券金融研究所、公司年报

图表 3：公司营业收入构成情况

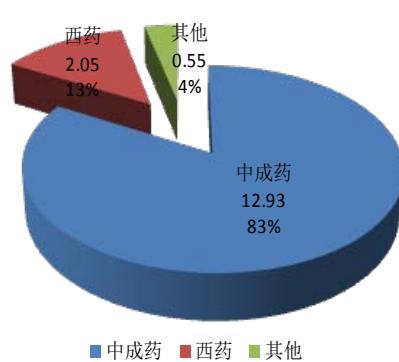
2011年公司营业收入组成情况 (单位:亿元)



资料来源：中航证券金融研究所、公司年报

图表 4：公司毛利润构成情况

2011年公司毛利润组成情况 (单位:亿元)



资料来源：中航证券金融研究所、公司年报

图表 5：盈利预测表

资产负债表				利润表					
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2158	2368	3107	4028	营业收入	4392	3714	4388	5191
现金	409	938	1424	2042	营业成本	2826	2027	2447	2931
应收账款	635	522	626	735	营业税金及附加	36	30	36	42
其他应收款	54	59	65	74	营业费用	901	901	991	1140
预付账款	136	90	113	135	管理费用	335	352	369	388
存货	730	560	664	787	财务费用	52	50	40	28
其他流动资产	195	200	215	254	资产减值损失	16	5	7	9
非流动资产	1985	1898	1805	1706	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	507	526	524	519	投资净收益	44	79	77	67
固定资产	1072	1001	922	839	营业利润	272	429	575	720
无形资产	198	193	186	178	营业外收入	19	19	19	19
其他非流动资产	207	177	173	171	营业外支出	9	9	9	9
资产总计	4144	4266	4911	5734	利润总额	282	439	585	730
流动负债	1870	1582	1679	1822	所得税	15	32	37	49
短期借款	692	706	682	693	净利润	267	408	548	681
应付账款	474	340	411	492	少数股东损益	19	31	42	51
其他流动负债	703	535	586	637	归属母公司净利润	248	377	506	630
非流动负债	69	71	71	71	EBITDA	425	581	718	852
长期借款	1	1	1	1	EPS (元)	0.33	0.51	0.68	0.85
其他非流动负债	68	70	70	69					
负债合计	1939	1653	1751	1893					
少数股东权益	322	354	396	447					
股本	739	739	739	739					
资本公积	595	595	595	595					
留存收益	549	925	1431	2061					
归属母公司股东权益	1883	2259	2765	3395					
负债和股东权益	4144	4266	4911	5734					
现金流量表									
单位: 百万元									
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E					
经营活动现金流	174	603	458	546					
净利润	267	408	548	681					
折旧摊销	102	102	104	105					
财务费用	52	50	40	28					
投资损失	-44	-79	-77	-67					
营运资金变动	-198	117	-171	-241					
其他经营现金流	-4	6	14	40					
投资活动现金流	34	53	76	68					
资本支出	43	0	0	0					
长期投资	0	19	-3	-5					
其他投资现金流	77	73	74	64					
筹资活动现金流	-198	-128	-48	4					
短期借款	44	14	-24	11					
长期借款	-143	0	0	0					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	-17	0	0	0					
其他筹资现金流	-82	-142	-24	-8	P/E	26.30	17.30	12.88	10.35
现金净增加额	10	529	486	618	P/B	3.46	2.88	2.36	1.92
					EV/EBITDA	16	11	9	8

数据来源：中航证券研究所

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，未来也将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达或为任何就送达、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。