

中新药业 (600329.SH)

中药行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

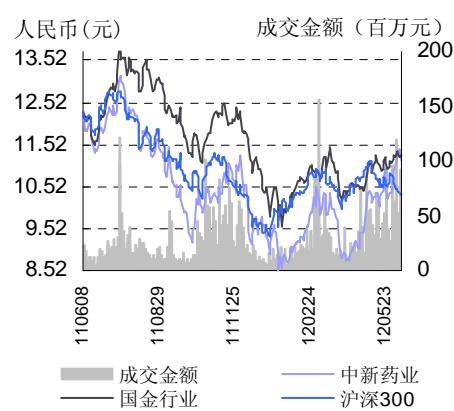
市价 (人民币): 11.13 元

子公司的业绩拐点确认;

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)	8,228.51
年内股价最高最低(元)	13.15/8.52
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.397	0.335	0.523	0.655	0.802
每股净资产(元)	2.43	2.55	3.07	3.72	4.53
每股经营性现金流(元)	0.19	0.24	0.37	0.35	0.43
市盈率(倍)	36.68	27.91	21.60	17.26	14.09
行业优化市盈率(倍)	84.30	71.12	71.12	71.12	71.12
净利润增长率(%)	13.76%	-15.56%	56.15%	25.20%	22.44%
净资产收益率(%)	16.30%	13.15%	17.04%	17.58%	17.72%
总股本(百万股)	739.31	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

- 我们推荐公司的核心逻辑在子公司业绩拐点, 属于我们这一轮推荐的低估值弹性品种, 请注意: 我们 3 月 21 日报告《本部稳定, 等待子公司拐点》, 首次把着眼点放在了子公司身上; 5 月 1 日报告《子公司业绩拐点迹象出现》, 我们认为一季报显示子公司业绩拐点已经出现。目前我们更加确认今年子公司经营情况的好转, 也因此上调了公司 2012 年业绩预测;
- 子公司业绩的好转是可持续的: 一季度中美史克利润大增导致公司收益明显增加, 原因在于牙膏业务的减亏。中美史克本身是一家优秀的 OTC 品牌药企业, 拥有消费者耳熟能详的四大 OTC 品牌: 新康泰克、芬必得、百多邦、肠虫清。我们预计目前年销售额过 20 亿, 利润过 3 个亿。该规模与上市公司相比也非常优秀。但去年由于牙膏舒适达拖累, 公司业绩出现了较大下滑。随着对牙膏业务的整顿, 我们预计中美史克今年将重新回归稳定的增长态势。预计今年业绩同比去年的非正常状态有翻倍以上增长, 未来几年预计年均增长 25%, 中新药业也将因此获得稳定的收益回报。
- 本部业务保持稳定增长: 中新药业本部业务自改革以来一直是稳步增长的, 去年过亿产品两个: 速效救心丸、通脉养心丸; 我们预计今年新增 2-3 个过亿品种。预计今年本部业绩增长 25%。

盈利预测和估值建议

- 因为对中美史克等子公司信心增强, 我们上调公司 2012 年 EPS 为 0.52 元 (原预测是 0.45 元), 同比增长 55%。同时预测 2013 年、2014 年 EPS 为 0.65 元、0.80 元, 同比增长 25%, 这里 2012 年的业绩我们没有考虑可能因剥离中央药业带来的一次性收益 (预计有 0.10 元)。
- 可能超预期因素: 本部业绩如果参考过去三年翻番的情况, 未来两年有超预期的可能。
- 公司目前 2012 年估值 21 倍, 低于医药板块平均估值, 也低于公司 25% 的稳定性主业业绩增速, 也没有体现出子公司今年业绩拐点带来的收益弹性。因此我们认为公司目前是安全有空间的标的, 维持“增持”评级。考虑到改善型公司的估值溢价, 给予 6-12 个月目标价 13-15 元。

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。

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)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	2,881	3,473	4,392	5,510	6,790	8,420	货币资金	365	372	409	430	450	470
增长率	20.6%	26.4%	25.5%	23.2%	24.0%		应收款项	690	699	882	1,018	1,254	1,555
主营业务成本	-1,778	-2,137	-2,826	-3,609	-4,511	-5,674	存货	516	598	730	890	1,063	1,337
%销售收入	61.7%	61.5%	64.3%	65.5%	66.4%	67.4%	其他流动资产	70	98	138	190	228	286
毛利	1,103	1,337	1,566	1,901	2,279	2,746	流动资产	1,641	1,767	2,158	2,527	2,995	3,648
%销售收入	38.3%	38.5%	35.7%	34.5%	33.6%	32.6%	%总资产	44.7%	46.1%	52.1%	56.6%	59.7%	63.0%
营业税金及附加	-21	-25	-36	-46	-57	-71	长期投资	630	653	588	589	588	588
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	1,136	1,141	1,105	1,143	1,221	1,340
营业费用	-623	-749	-901	-1,119	-1,365	-1,684	%总资产	31.0%	29.7%	26.7%	25.6%	24.4%	23.1%
%销售收入	21.6%	21.6%	20.5%	20.3%	20.1%	20.0%	无形资产	215	222	218	204	210	216
管理费用	-291	-320	-335	-364	-394	-421	非流动资产	2,026	2,070	1,985	1,938	2,021	2,145
%销售收入	10.1%	9.2%	7.6%	6.6%	5.8%	5.0%	%总资产	55.3%	53.9%	47.9%	43.4%	40.3%	37.0%
息税前利润 (EBIT)	167	243	295	373	463	570	资产总计	3,667	3,836	4,144	4,466	5,016	5,794
%销售收入	5.8%	7.0%	6.7%	6.8%	6.8%	6.8%	短期借款	778	654	835	674	494	288
财务费用	-49	-41	-52	-54	-54	-46	应付款项	777	725	897	1,020	1,198	1,519
%销售收入	1.7%	1.2%	1.2%	1.0%	0.8%	0.5%	其他流动负债	154	154	138	154	196	235
资产减值损失	4	-2	-16	0	-2	-2	流动负债	1,709	1,533	1,870	1,848	1,889	2,043
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	100	144	1	1	1	2
投资收益	88	106	44	129	148	160	其他长期负债	70	73	68	0	0	0
%销售收入	34.4%	30.1%	15.7%	28.2%	26.2%	23.1%	负债	1,879	1,750	1,939	1,849	1,890	2,045
营业利润	209	306	272	447	556	682	普通股股东权益	1,520	1,800	1,883	2,269	2,753	3,346
营业利润率	7.3%	8.8%	6.2%	8.1%	8.2%	8.1%	少数股东权益	268	287	322	347	372	402
营业外收支	47	47	10	10	10	10	负债股东权益合计	3,667	3,836	4,144	4,466	5,016	5,794
税前利润	256	353	282	457	566	692							
利润率	8.9%	10.2%	6.4%	8.3%	8.3%	8.2%							
所得税	19	-32	-15	-46	-57	-69							
所得税率	-7.5%	9.1%	5.3%	10.0%	10.0%	10.0%							
净利润	275	321	267	412	509	623							
少数股东损益	17	28	19	25	25	30							
归属于母公司的净利润	258	293	248	387	484	593							
净利率	8.9%	8.4%	5.6%	7.0%	7.1%	7.0%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金净流	275	321	267	412	509	623	每股指标						
净利润	275	321	267	412	509	623	每股收益	0.697	0.397	0.335	0.523	0.655	0.802
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	4.111	2.434	2.546	3.070	3.724	4.526
非现金支出	100	99	118	67	76	86	每股经营现金净流	0.226	0.188	0.235	0.369	0.355	0.426
非经营收益	-97	-106	-13	-7	-96	-120	每股股利	0.000	0.000	0.200	0.000	0.000	0.000
营运资金变动	-195	-175	-198	-199	-226	-273							
经营活动现金净流	83	139	174	273	262	315	回报率						
资本开支	-78	-55	-40	-83	-149	-200	净资产收益率	16.97%	16.30%	13.15%	17.04%	17.58%	17.72%
投资	-4	22	-4	-1	0	0	总资产收益率	7.03%	7.64%	5.98%	8.66%	9.65%	10.23%
其他	105	45	77	129	148	160	投入资本收益率	6.70%	7.63%	9.17%	10.19%	11.52%	12.71%
投资活动现金净流	22	12	34	45	-1	-40	增长率						
股权投资	20	5	2	0	0	0	主营业务收入增长率	21.79%	20.57%	26.44%	25.46%	23.23%	24.01%
债权募资	-49	-80	5	-225	-180	-205	EBIT增长率	77.11%	45.53%	21.61%	26.33%	24.35%	23.04%
其他	-57	-46	-204	-71	-62	-50	净利润增长率	41.60%	13.76%	-15.56%	56.15%	25.20%	22.44%
筹资活动现金净流	-86	-121	-198	-296	-241	-255	总资产增长率	6.45%	4.62%	8.01%	7.78%	12.32%	15.50%
现金净流量	19	30	10	21	20	20	资产管理能力						
							应收账款周转天数	48.3	48.1	46.1	46.0	46.0	46.0
							存货周转天数	98.3	95.2	85.7	90.0	86.0	86.0
							应付账款周转天数	76.5	74.5	58.0	55.0	53.0	50.0
							固定资产周转天数	149.0	113.1	89.1	73.5	64.0	56.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	28.70%	20.39%	19.38%	9.38%	1.46%	-4.79%
							EBIT利息保障倍数	3.4	5.9	5.7	6.9	8.6	12.3
							资产负债率	51.24%	45.60%	46.78%	41.41%	37.68%	35.29%

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	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	4	5
增持	2	3	4	6	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.82	1.71	1.68

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 2010-07-28	增持	13.36	N/A
2 2010-08-13	增持	13.69	N/A
3 2010-11-01	增持	14.81	N/A
4 2012-03-21	增持	10.00	12.00 ~ 12.00
5 2012-05-01	增持	9.43	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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


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：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

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形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靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认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