



买入 **18% ↑**
目标价格: 人民币 14.75

600329.SS

价格: 人民币 12.50

目标价格基础: 26 倍 2012 年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 公司的产品种类丰富, 明星品种荟萃, 通过不断创新和二次开发, 潜力产品不断涌现。
- 公司正在全面构建新的营销体系, 建成后将大幅度提升公司的营销竞争力。
- “大品种战略”成功挖掘了一批传统产品的市场潜力, 成为公司行之有效的传承、创新和实现市场价值的模式。

我们的观点有何不同?

- 公司正在全面构建新的营销体系, 建成后将大幅度提升公司的营销竞争力。
- “大品种战略”成为公司行之有效的传承、创新和实现市场价值的模式。

主要催化剂/事件

- 主要产品收入增速超出预期。
- 公司对外扩张。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	35	15	42	3
相对新华富时 A50 指数	29	19	42	18

发行股数(百万)	739.30
流通股(%)	55.960
流通股市值(人民币 百万)	3,391
3 个月日均交易额(人民币 百万)	32
净负债比率(%) (2012E)	6.9
主要股东(%)	
天津医药集团有限公司	44.04

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 7 月 3 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药: 中药

王军

(8621) 2032 8310

jun.wang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

中新药业

潜力品种层出, 营销优势渐成

中新药业致力于中药的传承与创新, 拥有丰富的中药品种, 核心产品速效救心丸享有极高的美誉度。通过对传统产品的二次开发与创新, 公司的潜力产品不断涌现。公司目前正在全面构建新的营销体系, 建成后公司的营销竞争力将明显增强。我们认为公司的综合实力在快速提升, 公司有望发展成为我国中药行业传承与创新并举的标志性企业。预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 0.57 元、0.63 元、0.80 元, 首次给予买入的评级, 目标价格 14.75 元。

支撑评级的要点

- 公司旗下中药现代化标志性企业和众多老字号企业并存并荣。公司的产品种类丰富, 明星品种荟萃, 通过不断创新和二次开发, 潜力产品不断涌现。丰富的产品资源是公司长期发展的坚实物质基础。公司正在全面构建新的营销体系。“两网建设”和渠道各环节利益的合理划分是新营销体系的核心内容。新体系建设完成后将大幅度提升公司的营销竞争力。
- “大品种战略”是公司营销改革和产品优势进行结合的具体实践。通过“大品种”战略, 公司成功挖掘了一批传统产品的市场潜力, 并形成一套有效的传承、创新和实现市场价值的模式。
- 基药放量为公司提供更为有利的发展环境。基药市场已开始逐步放量, 基药制度有向大中型医院扩展的趋势, 为具有品牌优势的大领域独家品种提供了更有利的竞争环境。公司众多独家大领域品种入选 2009 版《国家基本药物目录》, 这些品种将在基药放量的大趋势中展现出强大的竞争实力。
- 公司主要产品价格稳定, 主要中药材价格处在下行趋势。
- 今明两年是公司业绩在 2010 年基础上“三年翻一番”目标实施的关键两年。在充分挖掘内部增长潜力的同时, 不排除今明两年公司对外扩张的可能。

评级面临的主要风险

- 药品质量风险。
- 主要产品零售价调降风险。
- 中药材价格大幅上涨的风险。

估值

- 我们预计公司 2012-2014 年业绩增速分别为 69%、10%、28%。公司明星产品荟萃, 潜力产品层出不穷, 营销优势逐渐显现, 有望发展成为我国中药行业传承与创新并举的标志性企业。给予公司 2012 年 26 倍的市盈率, 目标价位为 14.75 元, 首次评级买入。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	3,473	4,392	5,445	6,644	7,858
变动(%)	21	26	24	22	18
净利润(人民币 百万)	293	248	419	462	590
全面摊薄每股收益(人民币)	0.397	0.335	0.567	0.625	0.799
变动(%)	14	(16)	69	10	28
全面摊薄市盈率(倍)	31.2	37.0	21.9	19.8	15.5
每股现金流量(人民币)	0.188	0.235	0.290	0.420	0.570
价格/每股现金流量(倍)	65.9	52.7	42.7	29.5	21.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.3	24.0	21.1	16.0	12.2
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.170	0.187	0.240
股息率(%)	0.0	0.0	1.4	1.5	1.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

投资摘要	3
盈利预测和假设	4
估值	5
公司概况	6
丰富的产品资源是公司持续发展壮大的坚实物质基础	9
新营销体系全方位构建公司的营销竞争优势	13
医药商业平稳发展	17
联营公司利润将大幅增加	18
“三年翻一番”目标推动公司内生增长和外延扩张	19
财务状况	20
风险因素	22
研究报告中所提及的有关上市公司	24

投资摘要

公司致力于中药传承与创新，是天津医药集团有限公司的核心资产，业务以现代化中药和传统中药的生产和销售为主。公司旗下的天津第六中药厂是中药现代化的代表企业，拥有包括国家机密品种速效救心丸在内的多种中药滴丸产品；公司旗下的乐仁堂、达仁堂、隆顺榕等均是我国著名的中药老字号企业，产品种类丰富，独家品种众多。

丰富的产品种类是公司创新和二次开发的宝贵资源。在新药审批越来越严格的大环境下，产品二次开发成本低、耗时短、效率高的优势凸显，已成为中药企业重要的创新形式。公司的众多品种具有二次开发价值，公司已经成功地二次开发出一批高速成长的品种，同时还在进行另外一些品种的二次开发。丰富的适合二次开发的品种资源和突出的二次开发技术，是公司区别于其他众多竞争对手的重要优势。

公司的营销改革正在从修补渠道漏洞向全面构建新的营销体系过渡。“两网建设”和渠道各环节利益的合理划分是新营销体系的核心内容。“两网建设”是指经销商网络建设和营销人员网络建设。新体系旨在根除串货、明晰责权、激发动力、掌控终端。建设完成后将大幅度提升公司的营销竞争力。

“大品种战略”是公司挑选一批产品进行重点二次开发和营销从而将其培育成大销量品种。“大品种战略”是公司将营销改革和产品优势进行结合的具体实践。通过“大品种战略”，公司成功挖掘了一批传统产品的市场潜力，并形成一套有效的传承、创新和实现市场价值的模式。“大品种战略”中的通脉养心丸 2011 年销售收入 1.02 亿元，同比增长超过 50%，预计今年上半年增长 30%-40%，全年增长超过 40%。

基药放量为公司提供更为有利的发展环境。目前基药市场逐步放量，基药制度有向大中型医院扩展的趋势，为具有品牌优势的大领域独家品种提供了更有利的竞争环境。公司拥有速效救心丸在内的独家品种 106 个，有 38 个品种共 61 个剂型的产品入选 2009 版《国家基本药物目录》，这些品种将在基药放量的大趋势中展现出强大的产品竞争实力。

公司和葛兰素史克、以色列泰沃等国际知名药企成立有多家联营企业，其中和葛兰素史克等共同成立的中美史克是公司的主要投资收益来源。今年 1 季度公司来自中美史克的投资收益约 6,000 万元，较去年同期增加 2,500 万，我们预计今年上半年投资收益 9,000 万元左右，同比增长 110%；全年 1.3 亿元，同比增长约 200%。

“三年翻一番”目标推动公司内生增长和外延扩张。公司大股东天津医药集团要求中新药业公司以 2010 年的自营收入和净利润为基准，以 2013 年经营业绩为考核结果，实现 3 年实现翻一番的目标。今明两年是公司实现“三年翻一番”目标的关键两年。在充分挖掘内部增长潜力的同时，不排除今明两年公司对外扩张的可能。

盈利预测和假设

盈利预测关键假设

- 1) 公司的速效救心丸等主要品种的销售价格保持稳定，主要原材料价格稳定；
- 2) 公司新的营销体系建设顺利；
- 3) 公司的销售费用率和管理费用率保持基本稳定。

营业收入预测

图表 1. 公司营业收入预测（百万元）

	2010 年	2011 年	2012E	2013E	2014E
速效救心丸	549.2	603.0	741.7	890.0	1023.5
增速(%)	18.1	9.8	23.0	20.0	15.0
占比(%)	15.8	13.7	13.6	13.4	13.0
毛利率(%)	68.0	68.0	68.0	68.0	68.0
通脉养心丸	68.0	102.7	138.6	187.1	243.3
增速(%)	70.0	51.0	35.0	35.0	30.0
占比(%)	2.0	2.3	2.5	2.8	3.1
毛利率(%)	65.0	65.0	68.0	68.0	68.0
其它大品种	725.0	804.3	965.2	1,206.5	1,508.1
增速(%)	12.4	10.9	20.0	25.0	25.0
占比(%)	20.9	18.3	17.7	18.2	19.2
毛利率(%)	69.7	69.7	71.0	71.0	71.0
其它产品	412.9	531.2	683.7	861.4	1,059.5
增速(%)		28.7	28.7	26.0	23.0
占比(%)	11.9	12.1	12.6	13.0	13.5
毛利率(%)	69.7	69.7	69.7	69.7	69.7
工业合计	1,755.6	2,041.19	2,529.1	3,145.0	3,834.3
增速(%)		16.27	23.9	24.4	21.9
占比(%)	50.5	46.5	46.4	47.3	48.8
毛利率(%)	69.0	69.0	69.6	69.6	69.7
医药商业	1,703.9	2,332.7	2,915.9	3,499.1	4,023.9
增速(%)	20.0	36.9	25.0	20.0	15.0
占比(%)	49.1	53.1	53.6	52.7	51.2
毛利率(%)	6.50	6.00	6.00	6.50	6.50
总计					
营业收入	3,473.5	4,391.9	5,444.9	6,644.0	7,858.2
增速(%)	20.6	26.4	24.0	22.0	18.3
毛利率(%)	38.5	35.7	35.5	36.4	37.3

资料来源：公司资料，中银国际研究

估值

公司的产品以独家品牌中成药为主。我们选取医药行业中同类上市公司天士力、云南白药、同仁堂、片仔癀、东阿阿胶等作为对比参照。基于行业平均市盈率水平，考虑到公司的综合竞争实力在不断提升，给予公司 2012 年 26 倍市盈率，目标股价为 14.75 元，并将评级定为 **买入**。

图表 2. 医药板块相似上市公司估值比较

公司简称	代码	总市值 (人民币, 亿元)	价格 (人民币, 元)	每股收益 (人民币, 元)				市盈率 (倍)				11-14 年净利润复合增长 (%)
				2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E	
云南白药	000538.SZ	407.66	58.72	1.74	2.22	2.79	3.45	33.75	26.45	21.05	17.02	25.62
同仁堂	600085.SS	227.73	17.49	0.34	0.41	0.52	0.63	51.44	42.66	33.63	27.76	22.16
片仔癀	600436.SS	132.05	94.32	1.82	2.35	3.04	3.99	51.82	40.14	31.03	23.64	29.9
东阿阿胶	000423.SZ	263.57	40.3	1.31	1.72	2.17	2.7	30.76	23.43	18.57	14.93	27.25
天士力	600535.SS	229.70	44.48	1.18	1.44	1.83	2.26	37.69	30.89	24.31	19.68	24.15
马应龙	600993.SS	58.19	17.55	0.42	0.59	0.82	1.12	41.79	29.75	21.40	15.67	38.25
平均		219.82	45.48	1.14	1.46	1.86	2.36	41.21	32.22	25.00	19.78	27.89
中新药业	600329.SS	77.82	12.50	0.34	0.57	0.63	0.80	37.32	22.06	20.00	15.65	34.33

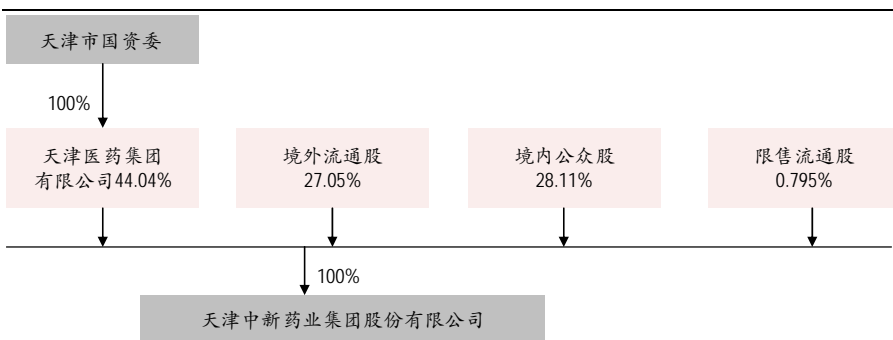
资料来源：公司资料、中银国际研究

公司概况

天津中新药业集团股份有限公司是致力于中药传承与创新的大型医药集团公司，是天津医药集团有限公司的核心资产。公司的业务以中成药的生产和销售为主，同时涵盖医药研发、中药材经营和医药商业等中药产业上下游业务，具有完整的产业链；公司还涉及生物医药和营养保健品业务。公司旗下的天津第六中药厂是中药现代化的代表企业，拥有包括国家机密品种速效救心丸在内的多种中药滴丸产品；公司旗下的乐仁堂、达仁堂、隆顺榕等均是我国著名的中药老字号企业，拥有多种独家中成药品种。公司和葛兰素史克、以色列泰沃、美国百特、韩国新丰等国际知名药企成立有多家联营企业。

公司于 1997 年和 2001 年分别在新加坡和上海两地上市，目前总股本 73,930.87 万股，包括 S 股 20,000 万股，A 股 53,930.87 万股，除 587.50 万股限售 A 股外已全部流通。天津医药集团有限公司持有公司 44.04% 的股权，是公司的第一大股东，公司的实际控制人是天津市国资委。

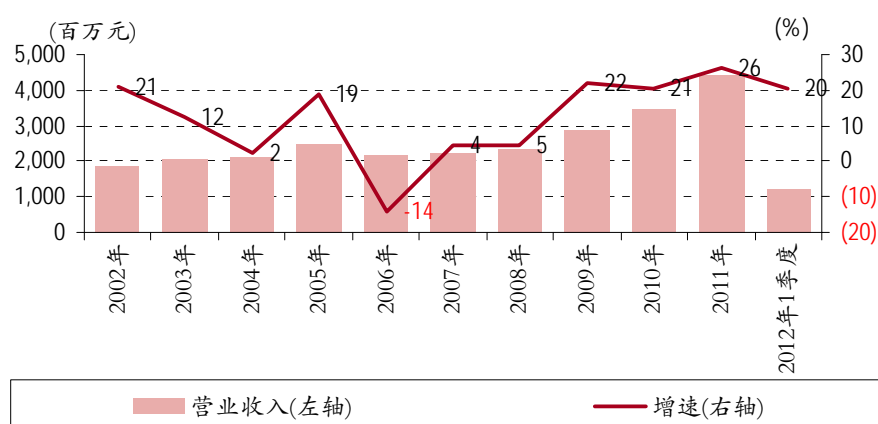
图表 3. 股权结构



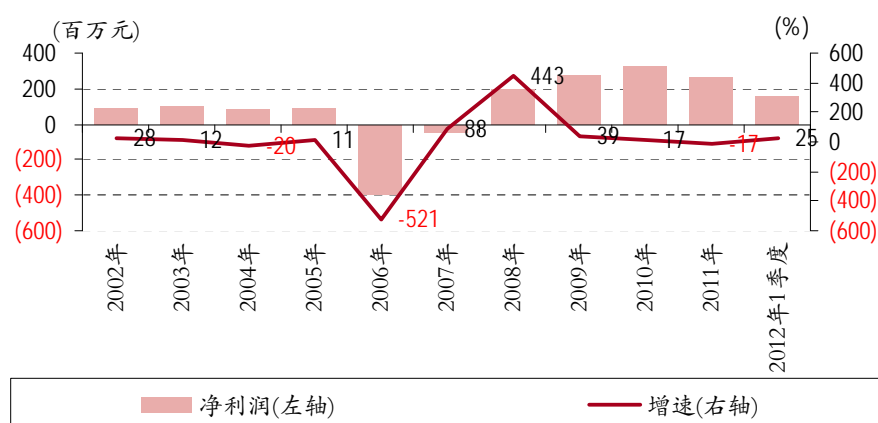
资料来源：公司资料，中银国际研究

2002 年至 2011 年，公司营业收入年复合增长率为 10.04%，净利润复合增长率为 12.17%；2008 年至 2011 年，公司营业收入年复合增长率为 22.91%，净利润复合增长率为 10.48%；2011 年公司主营业务收入 43.92 亿元，同比增长 26.44%，净利润为 2.67 亿元，同比增长 16.91%；2012 年 1 季度公司主营业务收入 12.34 亿元，同比增长 20.31%，净利润为 1.54 亿元，同比增长 25.48%。

公司 2006-2007 年的亏损主要由清理巨额应收账款过程中产生的坏账导致。此后公司改革营销体系，规范销售渠道，严控应收账款，开始步入健康有序的发展轨道，盈利能力不断提升。公司 2011 年净利润同比下降的主要原因是来自联营公司的投资收益减少。

图表 4.2002-2012 年 1 季度营业收入变动情况


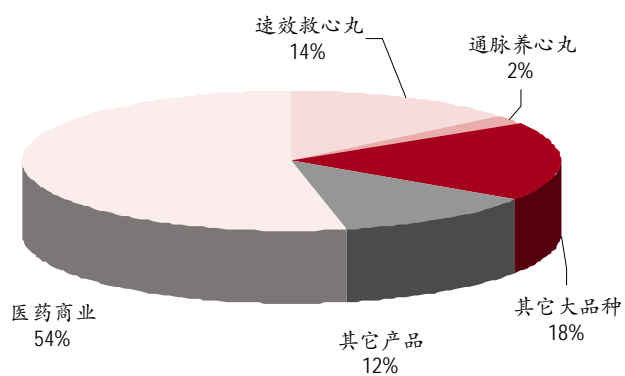
资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 5.2002-2012 年 1 季度净利润情况


资料来源：公司资料，中银国际研究

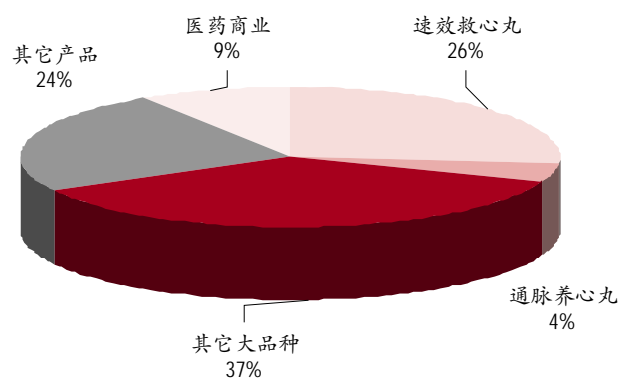
医药工业是公司的主要业务和利润来源。2011 年，公司医药工业收入 20.41 亿元，占比 46%，实现毛利 14.08 亿元，占比约 91%，其中速效救心丸收入 6.03 亿元，同比增长 9.79%，实现毛利 4.10 亿元；通脉养心丸收入 1.03 亿元，估计同比增长约 40%，实现毛利 0.67 亿元；23 个大品种中的其它大品种合计收入 8.04 亿元，估计同比增长约 10.90%，实现毛利约 5.61 亿元；23 个大品种之外的其它品种收入 5.31 亿元，估计同比增长约 28.70%，实现毛利 3.70 亿元左右。公司的医药商业包括调拨和医院纯销业务。2011 年，公司医药商业实现收入 23.33 亿，占全部营业收入的 54%，实现毛利 1.40 亿元，占比约为 9%。

图表 6.2011 年营业收入构成



资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 7.2011 年毛利构成



资料来源：公司资料，中银国际研究

丰富的产品资源是公司持续发展壮大的坚实基础

公司拥有丰富的产品资源，包括 26 个剂型共约 700 个中西药品种，大部分为中成药品种，其中速效救心丸是国家机密品种，另有国家秘密品种 3 个，独家生产品种 106 个。公司有 38 个品种共 61 个剂型的产品入选 2009 版《国家基本药物目录》。公司的产品主要集中在心脑血管用药、糖尿病用药、抗肿瘤用药、呼吸系统用药、消化系统用药、解热镇痛用药、抗细菌抗病毒用药等大领域。公司在多个大领域拥有丰富产品，是公司传承与创新的巨大资源，也是公司持续发展壮大的坚实物质基础。

速效救心丸经久不衰，仍有巨大市场空间

速效救心丸是公司的核心产品，属国家机密品种、国家基本药物、中药保护品种、国家医保甲类目录品种和首批全国中医院急诊必备中成药品种。速效救心丸是公司在 1982 年研制出的我国第一个纯中药滴丸制剂产品，此后以高效、速效、剂量小、服用方便等优点成为治疗冠心病、心绞痛的首选药品，挽救了无数心脏病患者的生命，产品的市场美誉度多年来经久不衰。与复方丹参滴丸的销售规模对比可以看出，速效救心丸仍有巨大的市场空间。

图表 8.速效救心丸和复方丹参滴丸比较

	速效救心丸	复方丹参滴丸
剂型	滴丸	滴丸
药物组成	川芎、冰片	丹参、三七、冰片
功能主治	行气活血，祛瘀止痛，增加冠脉血流量，缓解心绞痛。	活血化瘀、理气止痛。
临床应用	用于气滞血瘀型冠心病、心绞痛。	用于气滞血瘀所致的胸痹，症见胸闷、心前区刺痛；冠心病心绞痛见上述症候者。
用法与用量	含服，每次 4-6 粒，每日 3 次；急性发作时，每次 10-15 粒。	口服或舌下含服，每次 10 粒，每日 3 次。
每日用药费用	2-3 元	4 元左右
不良反应/注意事项	过敏体质者使用时应予以注意。	偶见肠道不适，停药后症状消失。
2011 年销售额	6 亿元	16 亿元

资料来源：公司资料，中银国际研究

传承和创新结合，极具潜力的二线产品不断涌现

除速效救心丸外，公司一批二线产品近年来迅速成长。2011 年，通脉养心丸销售收入增长 40%，成为公司第二个销售过亿产品，今年预计销售额过 1 亿元或接近 1 亿元的产品将达到 5 个，其中多为原有产品的二次挖掘和开发。在现有产品的基础上，公司不断进行新产品开发以及对有市场潜力的大品种进行二次开发，目前在研项目 40 余项，其中通脉养心丸、舒脑欣滴丸、金芪降糖片、清咽滴丸、牛黄降压系列、胃肠安丸、藿香正气软胶囊、紫龙金片、降压避风片、注射用黄芪多糖、麻仁软胶囊等列入天津市中药大品种系统开发项目，公司还承担科技部“基因芯片在抗癌中药紫龙金片二次开发中的应用”项目。与研发新产品相比，产品的二次开发成本低，耗时短，效率高，有利于快速提升市场竞争力，是产品储备丰富的企业区别于其它企业的重要优势。

公司旗下分公司、全资子公司、控股公司和参股公司众多，其中天津隆顺榕、达仁堂、乐仁堂等数家著名老字号企业与天津中药六厂等现代中药标志性企业并存，使得公司既有丰富的传统中药品种资源，又有雄厚的中药现代化研发技术，公司目前的主要产品均源自于此。每个阶段选择一批传统品种，通过二次开发挖掘新的市场潜力，并进行阶段性重点营销，已成为公司研、产、销的重要发展模式和公司业绩长期增长的基础。基于该模式，公司近两年确定的 23 个大品种战略效果明显，2011 年 23 个大品种中实现销售收入 30% 以上增长的品种达到 6 个，如通脉养心丸、紫龙金片、胃肠安、治咳川贝枇杷滴丸等品种均呈现持续高速增长的态势。

图表 9. 公司主要二线品种

品名	成分	功能主治	2011 年销量(估计值)	备注	生产商	公司隶属关系
通脉养心丸	地黄、鸡血藤、制何首乌、阿胶、麦冬、龟甲(醋制)、党参、桂枝、大枣、五味子、甘草。	养心补血，通脉止痛。用于胸痹心痛，心悸怔忡，心绞痛，心率不齐等。	1.02 亿元	经典名药	乐仁堂	分公司
舒脑欣滴丸	川芎、当归	理气活血，化瘀止痛。用于血虚血瘀引起的偏头痛，症见头痛、头晕、视物昏花、健忘、失眠。	\	全国第一个治疗脑血管疾病的中药滴丸制剂	中药六厂	分公司
紫龙金片	黄芪、当归、白英、龙葵等。	益气养血，清热解毒，理气化瘀。本品为肺癌气血两虚兼瘀热症患者化疗的辅助用药，具有一定的改善临床症状、体力状况评分的作用，对免疫指标 NK 细胞、CD4 细胞等有改善作用，可减少化疗所致的外周血象降低、肝肾功能损害及恶心呕吐、脱发等临床反应。	8,000 万元	国家发明专利品种	隆顺榕	分公司
清肺消炎丸	麻黄、石膏、葶苈子、牛黄、苦杏仁、羚羊角等	清肺化痰，止咳平喘。用于痰热阻肺，咳嗽气喘，胸胁胀痛，吐痰黄稠，上呼吸道感染、急性支气管炎和慢性支气管炎的急性发作，以及肺部感染引起的咳嗽痰稠、喘息气急等症属热象者。	8,000 万元	中药保护品种、国家发明专利品种	达仁堂	分公司
清咽滴丸	\	疏风清热，解毒利咽。用于风热喉痹，咽痛，咽干，口渴；或微恶风、发热，咽部红肿，舌边尖红，苔薄白或薄黄，脉浮数或滑数，适于急性咽炎见以上症候者。	4,500 万元	全国中医院急诊科室必备中成药，中药保护品种	中药六厂	分公司
胃肠安	木香、沉香、檀香、麝香、朱砂、枳壳(麸炒)、厚朴(姜制)、川芎、大黄、巴豆霜、大枣(去核)	芳香化浊，理气止痛，健胃导滞。用于消化不良引起的腹泻，肠炎，菌痢，脘腹胀满，腹痛，食积乳积。	3,500 万元	中药保护品种、全国中医院急诊科室必备中成药	乐仁堂	分公司
隆清片	\	清热解毒，凉血通淋。用于热淋所致的尿频、尿急、尿痛、尿短、腰痛、小腹坠胀等症。	3,500 万元		隆顺榕	分公司
特子社复(注射用头孢替唑钠)	\	败血症、肺炎、支气管炎、支气管扩张症(感染时)、慢性呼吸系统感染的继发性感染、肺脓肿、腹膜炎、肾盂肾炎、膀胱炎、尿道炎。	1 亿元		天津新丰制药	公司持股 55%
金芪降糖片	黄连、黄芪、金银花。	清热益气。用于消渴病气虚内热证，症见口渴喜饮，易饥多食，气短乏力。轻、中型非胰岛素依赖型糖尿病见上述证候者。	\	纯中药降糖药	隆顺榕	分公司
注射用黄芪多糖	\	益气补虚。用于倦怠乏力，少气懒言，自汗，气短，食欲不振属气虚证因化疗后白细胞减少，生活质量降低，免疫功能低下的肿瘤患者。	\	国内首个全面改善放化疗病人血象的中药粉针剂	天津赛诺制药	公司持股 51%

资料来源：公司资料，中银国际研究

主要品种价格稳定，原材料价格呈下行态势

公司的主要产品多为独家品种，竞争力突出。速效救心丸和通脉养心丸的中标价格稳定。

图表 10.速效救心丸中标价格

品名	规格	中标价格	中标区域	中标日期
速效救心丸	50 粒/瓶,3 瓶/盒	25.1	天津	2012-3-9
速效救心丸	150 粒/盒	25.23	辽宁	2011-12-29
速效救心丸	150 粒/盒	25.23	辽宁	2011-12-29
速效救心丸	150	25.48	军区	2011-9-22
速效救心丸	150	25.43	青海	2011-11-17
速效救心丸	150	25.108	湖南	2011-10-25
速效救心丸		25.28	吉林	2011-10-24
速效救心丸	150	25.43	青海	2011-10-13

资料来源：公司资料，中银国际研究

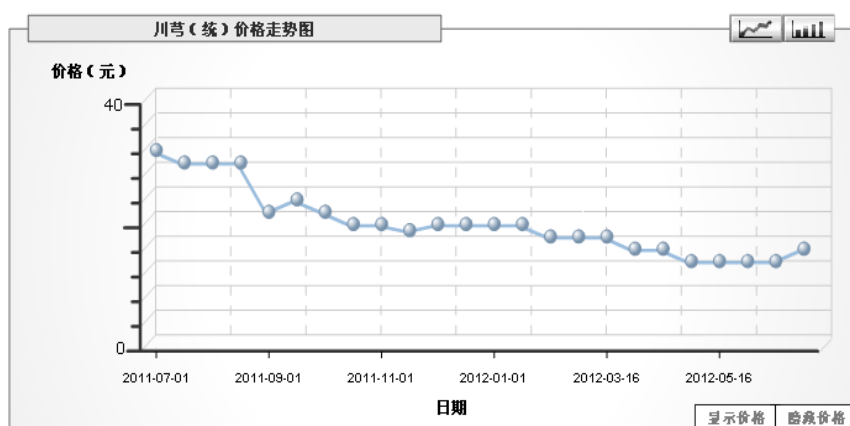
图表 11.通脉养心丸中标价格

品名	规格（粒）	单位	中标价格	中标区域	中标时间
通脉养心丸	320	盒	38.54	四川	2011-12-9
通脉养心丸	320	盒	43.26	贵州	2011-7-6
通脉养心丸	320	盒	39.3	广西	2011-3-3
通脉养心丸	320	盒	38.56	内蒙古自治区	2011-1-17
通脉养心丸	320	盒	38	山西	2011-1-19

资料来源：公司资料，中银国际研究

公司的产品的主要原材料为中药材。今年以来中药材价格整体呈现下行趋势，公司使用量最大中药材川芎和银花价格走势如下：

图表 12.川芎价格走势



资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 13.银花价格走势



资料来源：公司资料，中银国际研究

新营销体系全方位构建公司的营销竞争优势

公司开始从 2007 年进行营销体系改革，实施之初主要以渠道规范化管理和控制应收账款为主，旨在修补 2007 年以前形成的渠道漏洞。近两年来，以“两网建设”和合理划分渠道利益标志，公司开始全面构建具有竞争力的营销体系。通过“两网建设”和合理划分渠道利益，解决经销商之间相互压价从而破坏公司的价格体系问题，提高经销商的积极性，提高终端的销售动力，提高营销人员的工作积极性，增强公司和终端之间的信息反馈效率，是公司整体营销体系目前正在发生的巨大而深刻的变化。新营销体系建设完成后，公司的营销竞争力将全面大幅度提升。

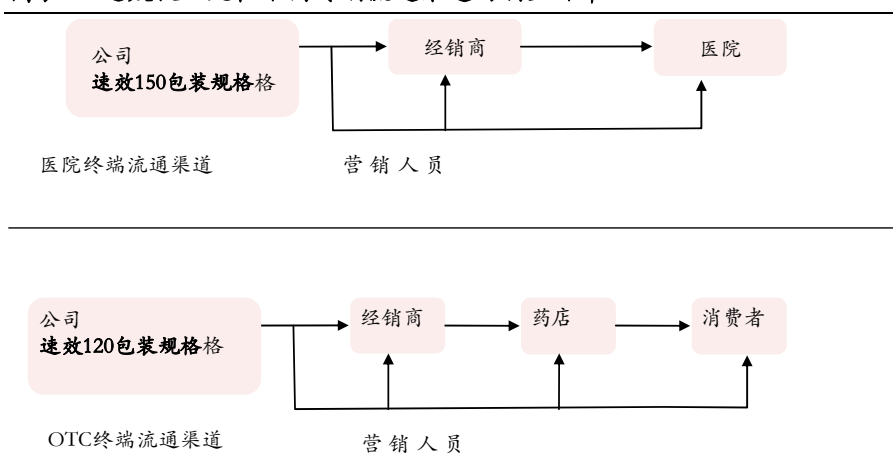
实施“两网建设”，精编经销商队伍和营销人员队伍

公司的“两网建设”是指经销商网络和营销人员网络建设。经销商网络建设的重点有二：一是通过合理划分经销商的区域分布，避免经销商在同一区域内的竞争，从而维护公司统一的价格体系；二是缩短公司和终端之间的流通半径，避免多层经销，从而加强公司自己的营销队伍对终端的掌控程度，提高公司和终端之间的信息反馈效率。2010 年，公司下属销售公司负责的经销商数量从 2010 年的 720 家缩减 645 家，但同期销量却在稳步提升。营销人员网络建设包括提高人员素质、扩大人员数量和明晰业务半径，加强人员对终端客户的开发和维护，使营销人员有效向终端下沉。销售公司的营销人员从 2010 年的 551 人增加到 2011 年的 599 人，共完成各类学术讲座共计 2,162 场，对各地基层医疗医生进行培训，提高了速效救心丸的美誉度，有效拉动了终端销售。2012 年营销人员队伍进一步发展壮大。

合理划分利益，激发渠道各参与方力量

公司区分 OTC 终端和医院两个不同终端，合理划分流通渠道各个环节的利益，同时，通过不同包装规格将两个终端进行区隔。这样既有效维护了价格体系，又提高了各环节参与方的积极性。下图所示为速效救心丸的两个不同终端流通体系的区隔及各环节利益划分：

图表 14.速效救心丸在不同终端流通渠道的利益环节



资料来源：公司资料，中银国际研究

区别营销，推动多个大品种快速增长

由于不同品种处在不同的发展阶段，因此公司分不同团队进行营销，有效避免了大产品压制小产品的弊端，有利于充分挖掘不同产品的市场潜力。以速效救心丸和通脉养心丸为例：速效救心丸销售已覆盖全国，但医院终端是销售薄弱点，因此公司成立医疗销售团队主攻速效救心丸在医院的销售，近年来成效显著，速效救心丸的销售格局已由 2008 年医院：零售为 15：85 提升到了目前 30：70 的水平；通脉养心丸的主要销售渠道在医院，但截至 2011 年主要销售区域局限于天津，因此销售重点在于拓展天津之外的市场。今年以来通脉养心丸在天津之外开始快速放量。

基药放量为公司提供更为有利的发展环境

目前基层医疗市场尤其是县级医院诊疗量快速增长，基本药物开始放量，具有品牌优势的大领域独家品种将迎来更有利的市场环境。除基层医疗市场外，在以控药费为主要目标的公立医院改革中，性价比高的基本药物使用范围有扩大趋势。目前已有北京、上海、江苏等省市表示将逐步在二、三级医院推广使用基本药物。公司拥有速效救心丸在内的独家品种 106 个，有 38 个品种共 61 个剂型的产品入选 2009 版《国家基本药物目录》，这些品种将在基本药物放量的大趋势中展现出强大的产品竞争实力，不断向更大的市场范围渗透，并通过品牌影响力促进公司其它产品的销售。

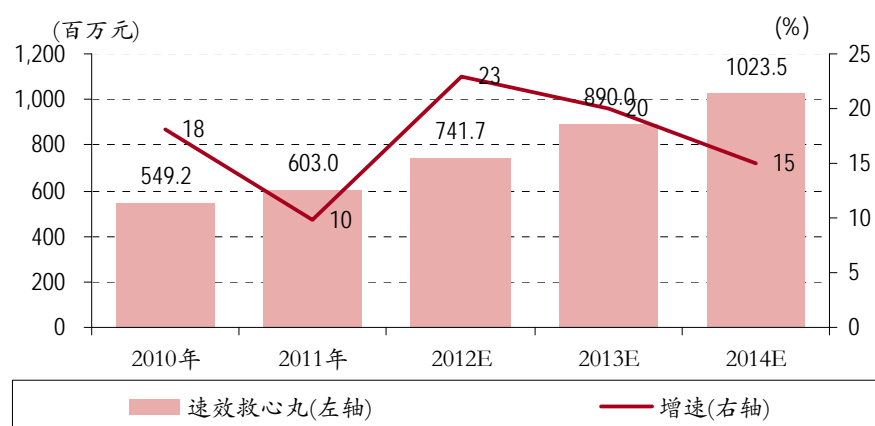
我们预计 2012-2014 年公司的大品种及整体医药工业的增速如下：

图表 15. 公司主要品种增速预测

品名	2012 年收入增速 (预测值)	2013 年收入增速 (预测值)	2014 年收入增速 (预测值)
速效救心丸	23%	20%	15%
通脉养心丸	35%	35%	30%
舒脑欣滴丸	25%	30%	25%
紫龙金片	25%	20%	20%
清肺消炎丸	25%	20%	20%
清咽滴丸	20%	20%	20%
胃肠安	20%	30%	20%
隆清片	20%	20%	20%
23 个大品种小计	22%	24%	22%
医药工业合计	24%	24%	22%

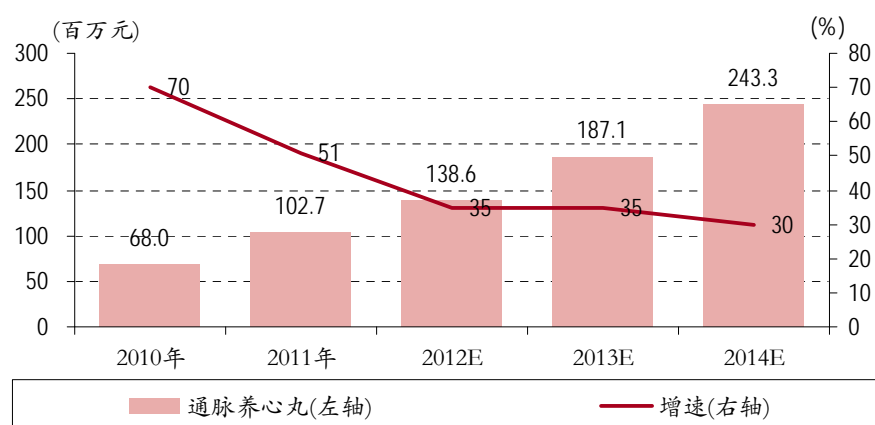
资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 16.速效救心丸销售收入增长情况及预测



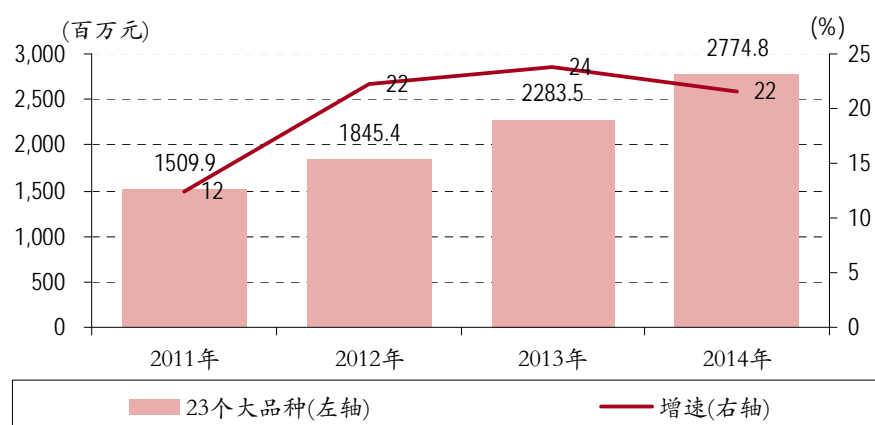
资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 17.通脉养心丸销售收入增长情况及预测



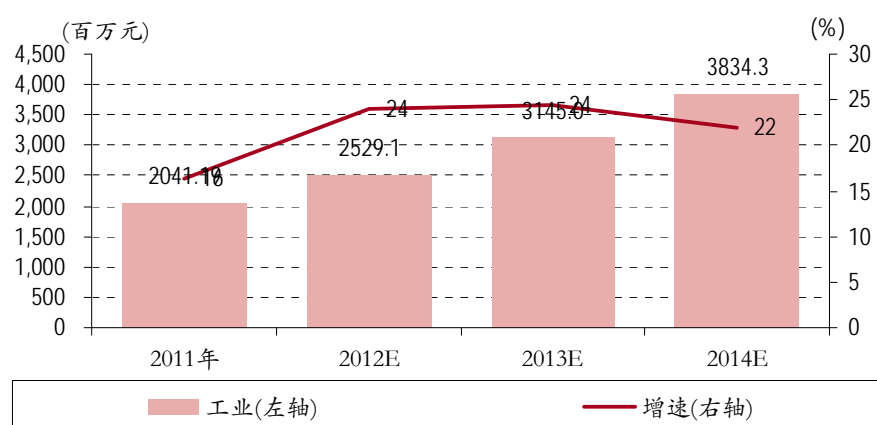
资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 18. 23 个大品种销售收入增长情况及预测



资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 19. 公司医药工业销售收入增长情况及预测

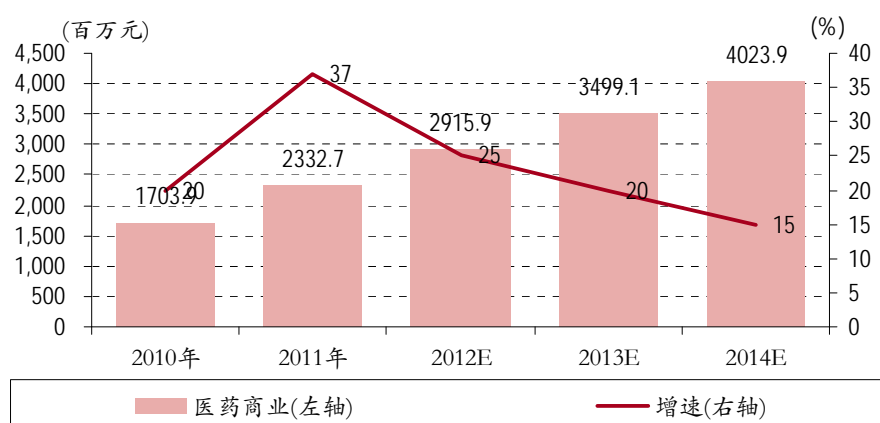


资料来源：公司资料，中银国际研究

医药商业平稳发展

公司的医药商业包括调拨业务和医院纯销业务，主要集中在天津，市场份额在国药和太平医药之后，居于天津医药商业市场第3位。由于商业毛利率低，约在6%以下，加之回款周期长，因此公司今后的商业以平稳发展为基调，重点集中在发展医药工业方面。但为了拓展公司自有产品在某些区域的市场，不排除公司可能收购该区域的医药商业企业。不考虑收购因素，我们预计2012-2014年公司的医药商业收入增速分别为25%、20%和15%。

图表 20. 公司医药商业增长情况及预测

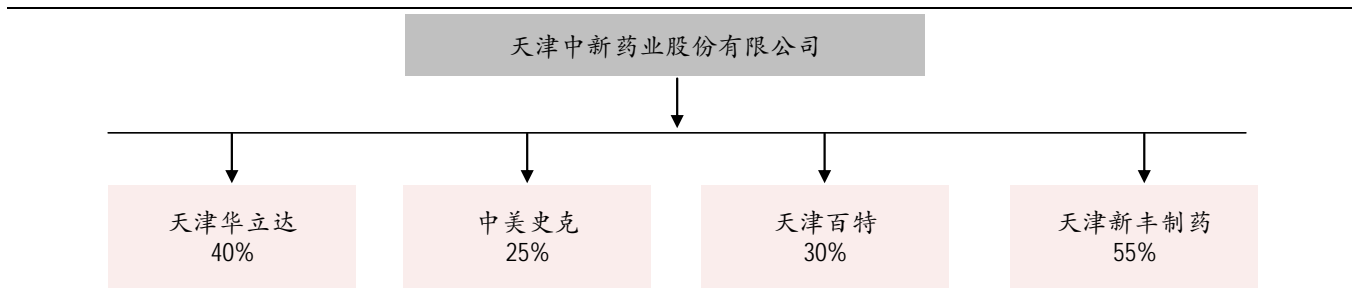


资料来源：公司资料，中银国际研究

联营公司利润将大幅增加

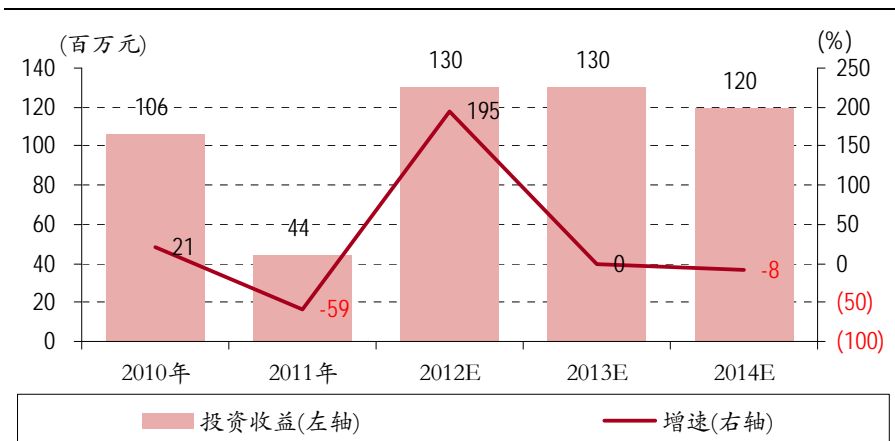
公司和葛兰素史克、以色列泰沃、美国百特、韩国新丰等国际知名药企成立有多家联营企业，其中和葛兰素史克及太平医药共同成立的中美史克是公司的主要投资收入来源。中美史克是我国知名的医药合资企业，拥有新康泰克、芬必得、百多邦、史克肠虫清等 OTC 品牌产品，发展良好，盈利能力强。2008 年后中美史克相继推出抗过敏牙膏“舒适达”和假牙清洁片“保丽净”，2011 年中美史克投入了近 3 亿元的舒适达牙膏广告费用，导致 2011 年广告总费用高达 7.5 亿，由于舒适达牙膏广告效果不理想，我们预计今年中美史克在舒适达牙膏广告费用方面将进行大幅度调整，今年 1 季度公司来自中美史克的投资收益约 6,000 万元，较去年同期增加 2,500 万左右，我们预计全年投资收益将有 1.3 亿元左右。

图表 21. 公司和国际知名药企的联营公司



资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 22. 公司投资收益增长情况及预测



资料来源：公司资料，中银国际研究

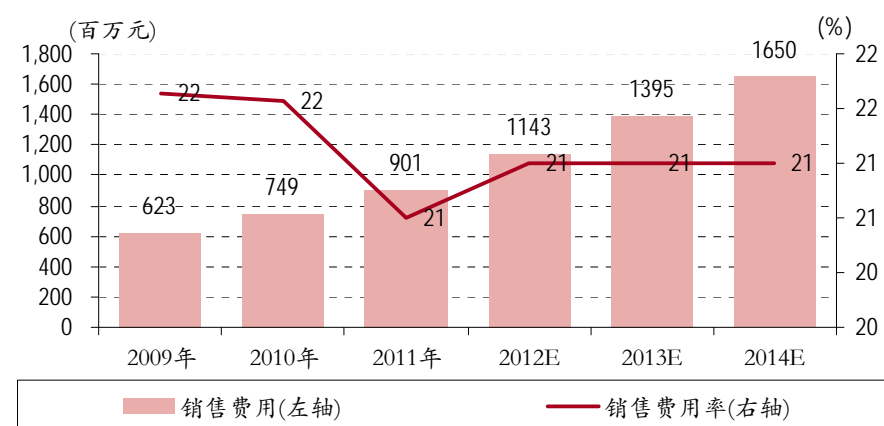
“三年翻一番”目标推动公司内生增长和外延扩张

2011年初，公司大股东天津医药集团要求中新药业公司以2010年的自营收入和净利润为基础，以2013年经营业绩为考核结果，实现3年实现翻一番的目标。2010年公司自营业务将利润约2亿元，2011年未实现增长，因此2012年和2013年是公司实现“三年翻一番”目标的关键两年。我们认为，在充分挖掘内部增长潜力的同时，不排除今明两年公司对外扩张的可能。

财务状况

2011 年公司销售费用为 9.01 亿元，销售费用率为 20.51%，较 2010 年下降 1.06 个百分点。我们认为由于二线产品在医院终端营销力度加大，2012-2014 年公司的销售费用率将上升约 0.50 个百分点达到 21%。

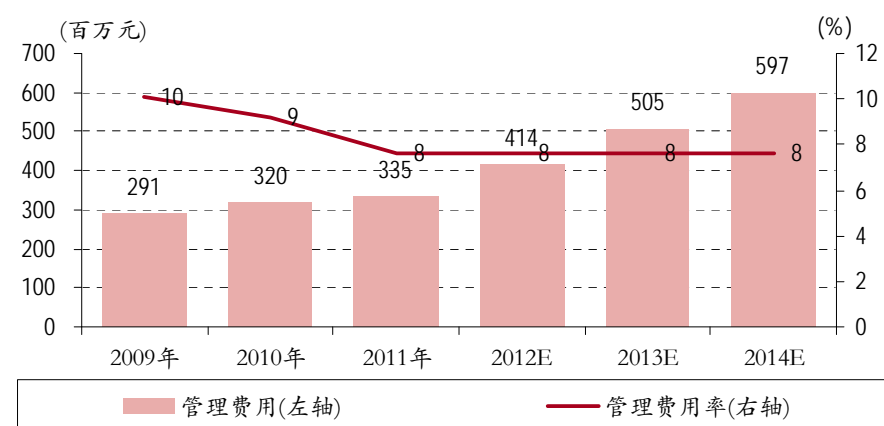
图表 23.公司销售费用预测



资料来源：公司资料，中银国际研究

2011 年公司管理费用为 3.35 亿元，管理费用率持续下降，从 2009 年的 10.12% 下降到 2011 年的 7.63%，显示出公司在销售规模扩大的过程中管理能力明显提升。我们认为公司 2012-2014 年的管理费用率将会基本维持在 7.60% 的水平。

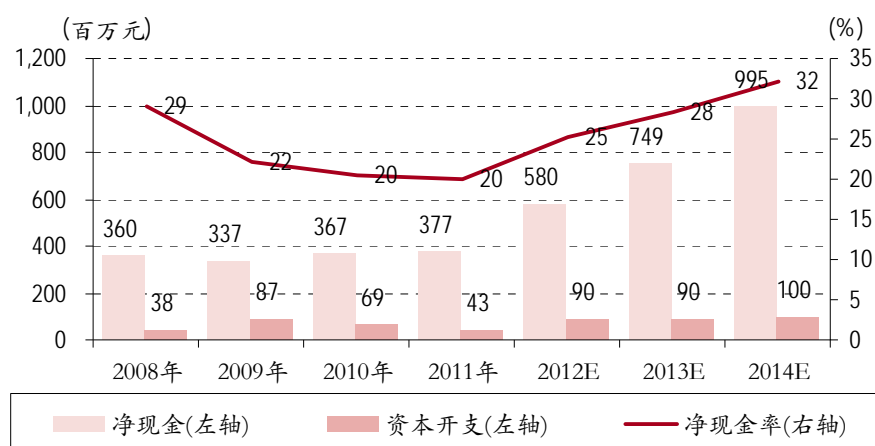
图表 24.公司管理费用预测



资料来源：公司资料，中银国际研究

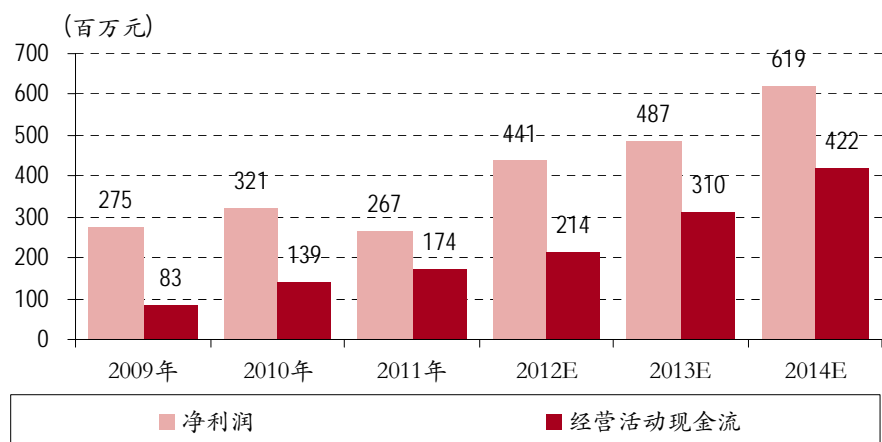
公司以获得高新技术企业资质认证，企业所得税率为 15%。公司的个别子公司所得税率为 25%。公司 2010-2011 年的实际所得税率分别为 9.05%、5.35%。公司 2011 年实际所得税率大幅下降的主要原因是当期确认递延所得税资产。我们预计未来 3 年公司的实际所得税率保持在 10% 左右。

公司目前财务状况良好。在不考虑对外收购的情况下，我们预计 2011-2014 年的资本开支分别为 0.90 亿元、0.90 亿元、1.00 亿元。

图表 25 公司净现金及资本开支


资料来源：公司资料及中银国际研究

2009-2011 年公司的经营性现金流净值明显小于净利润，注意是公司的医药商业规模快速壮大，医药商业的回款周期较长。由于公司的医药商业未来几年的占比不会大幅下降，我们预计未来公司的经营性现金流净值仍将小于净利润，2012 年经营性现金流净值在 2.14 亿元左右。

图表 26 公司现金流情况


资料来源：公司资料及中银国际研究

风险因素

产品质量风险：包括产品质量风险和价格风险。良好的质量风险是公司产品的竞争优势所在，如果公司的产品出现质量问题，则公司的发展将受到很大影响。

产品降价风险：公司的主要产品被列入国家基本药物目录和国家医保目录，价格受到政府管制，如果价格调降，会对公司的盈利能力造成影响。

原料涨价风险：公司产品的主要原料为中药材，中药材价格大幅上涨将提高公司的生产成本。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	3,473	4,392	5,445	6,644	7,858
销售成本	(2,137)	(2,826)	(3,509)	(4,227)	(4,926)
经营费用	(998)	(1,174)	(1,503)	(1,856)	(2,213)
息税折旧前利润	339	392	432	561	719
折旧及摊销	(96)	(97)	(98)	(98)	(98)
经营利润 (息税前利润)	243	295	334	463	621
净利息收入/(费用)	(42)	(53)	(54)	(55)	(57)
其他收益/(损失)	152	39	209	133	123
税前利润	353	282	490	541	688
所得税	(32)	(15)	(49)	(54)	(69)
少数股东权益	(28)	(19)	(22)	(25)	(29)
净利润	293	248	419	462	590
核心净利润	243	238	416	459	587
每股收益(人民币)	0.40	0.33	0.57	0.62	0.80
核心每股收益(人民币)	0.33	0.32	0.56	0.62	0.79
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.17	0.19	0.24
收入增长(%)	21	26	24	22	18
息税前利润增长(%)	46	22	13	39	34
息税折旧前利润增长(%)	25	16	10	30	28
每股收益增长(%)	(43)	(16)	69	10	28
核心每股收益增长(%)	19	(2)	75	10	28

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	353	282	490	541	688
折旧与摊销	96	97	98	98	98
净利息费用	42	53	54	55	57
运营资本变动	(182)	(213)	(172)	(200)	(232)
税金	(32)	(15)	(49)	(54)	(69)
其他经营现金流	(138)	(29)	(206)	(130)	(120)
经营活动产生的现金流	139	174	214	310	422
购买固定资产净值	(69)	(43)	(90)	(90)	(100)
投资减少/增加	14	3	0	0	0
其他投资现金流	67	74	205	129	119
投资活动产生的现金流	12	34	115	39	19
净增权益	5	2	0	0	0
净增债务	(80)	5	(73)	0	0
支付股息	0	0	0	(126)	(139)
其他融资现金流	(46)	(204)	(54)	(55)	(57)
融资活动产生的现金流	(121)	(198)	(127)	(181)	(195)
现金变动	30	10	203	169	246
期初现金	337	367	377	580	749
公司自由现金流	151	207	326	344	434
权益自由现金流	27	162	203	295	384

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	367	377	580	749	995
应收帐款	699	882	1,009	1,155	1,322
库存	598	730	876	1,051	1,261
其他流动资产	103	170	190	214	240
流动资产总计	1,767	2,158	2,655	3,168	3,818
固定资产	1,141	1,105	1,095	1,085	1,085
无形资产	203	198	200	202	204
其他长期资产	725	682	684	687	691
长期资产总计	2,070	1,985	1,980	1,975	1,981
总资产	3,836	4,144	4,635	5,143	5,799
应付帐款	672	839	950	1,084	1,245
短期债务	648	692	762	762	762
其他流动负债	213	339	208	221	235
流动负债总计	1,533	1,870	1,920	2,067	2,242
长期借款	144	1	1	1	1
其他长期负债	73	68	68	68	68
股本	739	739	739	739	739
储备	1,060	1,143	1,562	1,899	2,350
股东权益	1,800	1,883	2,301	2,638	3,090
少数股东权益	287	322	344	369	398
总负债及权益	3,836	4,144	4,635	5,143	5,799
每股帐面价值(人民币)	2.4	2.5	3.1	3.6	4.2
每股有形资产(人民币)	2.2	2.3	2.8	3.3	3.9
每股净负债/(现金)(人民币)	0.6	0.4	0.2	0.0	(0.3)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.7	8.9	7.9	8.4	9.2
息税前利润率(%)	7.0	6.7	6.1	7.0	7.9
税前利润率(%)	10.1	6.4	9.0	8.1	8.8
净利率(%)	8.4	5.6	7.7	7.0	7.5
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.4	1.5	1.7
利息覆盖率(倍)	5.1	5.2	5.7	7.8	10.2
净权益负债率(%)	20.7	20.8	6.9	0.5	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1
估值					
市盈率(倍)	31.2	37.0	21.9	19.8	15.5
核心业务市盈率(倍)	37.6	38.5	22.0	20.0	15.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	51.6	52.9	30.2	27.4	21.4
市净率(倍)	5.1	4.9	4.0	3.5	3.0
价格/现金流(倍)	65.9	52.7	42.7	29.5	21.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.3	24.0	21.1	16.0	12.2
周转率					
存货周转天数	95.2	85.7	83.5	83.2	85.6
应收帐款周转天数	73.0	65.7	63.4	59.4	57.5
应付帐款周转天数	57.1	46.6	45.1	43.7	43.8
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	17.7	13.5	20.0	18.7	20.6
资产收益率(%)	8.6	6.7	10.0	10.0	11.3
已运用资本收益率(%)	8.9	10.1	10.5	13.0	15.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

云南白药 (000538.SZ/人民币 58.72, 买入)

片仔癀 (600436.SS/人民币 94.13, 未有评级)

同仁堂 (600085.SS/人民币 17.49, 未有评级)

东阿阿胶 (000423.SZ/人民币 40.30, 买入)

马应龙 (600993.SS/人民币 17.55, 买入)

天士力 (600535.SS/人民币 44.48, 未有评级)

以 2012 年 7 月 3 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371