



买入 **20% ↑**
目标价格: 人民币 14.75

600329.SS

价格: 人民币 12.27

目标价格基础: 24 倍 2012 年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 新营销体系开始见效, 速效救心丸增速大幅提升。
- 大品种战略开始发力, 23 个大品种增速超出预期。

我们的观点有何不同?

- 公司下半年主业收入和利润增速将继续提升。

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	33	(12)	18.4	3.4
相对新华富时 A50 指数	33	(7)	28.6	18.1

发行股数(百万)	739.30
流通股(%)	55.96
流通股市值(人民币 百万)	5,076
3 个月日均交易额(人民币 百万)	37
净负债比率(%) (2012E)	5.6
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 8 月 14 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@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

中新药业

中报点评: 主要产品收入增速提升, 投资收益大增, 小幅上调盈利预测

公司 2012 年 1-6 月实现销售收入 25.73 亿元, 同比增长 23.62%; 实现归属于上市公司股东净利润 3.21 亿元, 同比增长 64.55%; 扣非后同比增长 22.68%; 上半年每股收益 0.43 元, 略高于我们预期。由于公司大品种战略和新营销体系开始发力, 上半年公司的主要产品增速明显提升, 预计下半年公司主业的收入增速和利润增速将继续提升。由于公司的投资收益高于预期, 我们小幅上调 2012 年每股收益预测, 从之前的 0.567 元上调至 0.610 元, 2013 年和 2014 年的每股收益预测保持不变, 分别为 0.625 元和 0.799 元。

支撑评级的要点

- 公司全面构建新的营销体系开始发力。“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。新体系将大幅度提升公司的营销竞争力, 上半年公司速效救心丸在新营销体系下收入增速达到 30.76%, 明显高于过去 5 年的最高水平。
- “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。上半年公司的 23 个大品种收入增速 25.11%, 超出我们预期。
- 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。
- 由于新营销体系和“大品种战略”效果日益显现, 我们预计下半年公司的主业收入和利润增速将继续提升。

评级面临的主要风险

- 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

- 公司上半年主要产品销售收入增速继续提升, 投资收益大幅增加。我们预计下半年公司主业经营状况将进一步趋好。由于投资收益的原因, 将 2012 年每股收益预测由之前 0.567 元上调至 0.610 元, 预计 2013 年和 2014 年的每股收益仍为 0.625 元、0.799 元, 目标价维持在 14.75 元, 维持买入评级。

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	451	462	590
全面摊薄每股收益(人民币)	0.397	0.335	0.610	0.625	0.799
变动(%)	14	(16)	82	2	28
先前预测每股收益(人民币)			0.567	0.625	0.799
调整幅度(%)			7.6	0	0
全面摊薄市盈率(倍)	30.9	36.6	20.1	19.6	15.4
每股现金流量(人民币)	0.188	0.235	0.285	0.420	0.570
价格/每股现金流量(倍)	65.2	52.2	43.0	29.2	21.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.1	23.7	20.9	15.8	12.0
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.183	0.187	0.240
股息率(%)	0.0	0.0	1.5	1.5	2.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中新药业 2012 年 1-6 月实现销售收入 25.80 亿元，同比增长 23.62%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.21 亿元，同比增长 64.55%；扣非后同比增长 22.68%；上半年每股收益 0.43 元，略高于我们的预期。报告期公司每股经营活动产生的现金流量净额 0.15 元，明显好于去年同期 0.10 元的水平。

公司医药工业板块实现销售收入 13.11 亿元，同比增长 20.73%，医药商业板块实现销售收入 12.62 亿元，同比增长 26.77%，剔除收购企业合并报表因素，同比增长约 15%。多年来公司的工业增速首次超过商业增速，成功实现了调整收入结构的战略，使得公司的经营性现金流同比明显趋好。

公司的大品种战略效果日益显现。上半年 23 个大品种累计实现销售收入 102,375 万元，同比增长 25.11%，略超我们预期。其中，速效救心丸实现销售收入 43,333 万元，同比增长 30.76%；通脉养心丸实现销售收入 6,652 万元，同比增长 26.61%。同时，速效救心丸、舒脑欣滴丸、癯清片、胃肠安、黄芪多糖粉针、特子社复等多个大品种的销售规模较上年增幅达 30% 以上。

公司全面构建的新营销体系开始发力。速效救心丸销售收入 1 季度同比增长约 18%，2 季度增速明显提升，医院终端开始放量，主要得益于新营销体系的经销商队伍建设和营销人员队伍建设，以及重新划分销售环节的利益分配。

公司投资收益为 2.01 亿元，其中参股中美史克上半年贡献投资收益 8,883.3 万元，同比增长 143.63%，主要原因是中美史克改变广告投入政策和净利润增长；另外，上半年公司转让中央药业及津康制药股权，获得投资收益 1.12 亿元。

公司继续储备二线产品，增强后续增长潜力。2012 年上半年，公司共开展新品项目研究 26 个，其中包括获生产批件 1 个，待批生产 8 个，正在开展临床试验 3 个，开展临床前研究的项目 5 个，保健食品立项研究 3 个；同时开展对包括速效救心丸、舒脑欣滴丸、通脉养心丸、胃肠安丸等重点大品种在内的 10 个老产品的二次开发工作。

公司总体毛利率与去年同期有所上升主要原因是工业占比提升，商业占比下降；三项费用率基本与去年同期持平，其中管理费用率有所下降，销售费用率有所上升。销售费用上升的原因主要是工业占比提升，商业占比下降。

“三年翻一番”目标推动公司外延扩张。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。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，不排除今后两年公司对外扩张的可能。

我们认为由于公司的大品种战略和新营销体系正处在发力阶段，以及公司“三年翻一番”的目标压力，公司下半年的主业收入增速和利润增速将会明显快于上半年。

由于公司上半年转让中央药业和津康药业股权带来的投资收益大于我们此前的预期，所以小幅上调公司 2012 年的盈利预测。

公司上半年主要产品销售收入增速继续提升，投资收益大幅增加。我们预计下半年公司主业经营状况将进一步向好。由于投资收益的原因，将 2012 年每股收益预测由之前 0.567 元上调至 0.610 元，预计 2013 年和 2014 年的每股收益仍为 0.625 元、0.799 元，目标价位不变，维持 **买入** 评级。

图表 1.公司上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	11 年上半年	12 年上半年	同比变动(%)
营业收入	2,087.80	2,580.20	23.62
营业税及附加	18.06	23.45	29.84
销售及营销费用	448.44	604.06	34.82
管理费用	158.19	175.75	11.39
财务费用	23.16	30.29	30.78
资产重估损失	0	0	/
营业成本	1,268.99	1,557.43	22.70
投资收益	42.36	201.12	378.58
营业利润	213.27	390.71	83.09
营业外收入	4.32	7.64	76.90
营业外支出	2.82	1.02	(63.82)
税前利润	214.78	397.33	84.65
所得税	4.58	60.92	1,230.13
税后利润	210.20	336.42	60.003
少数股东权益	15.23	15.60	2.43
净利润	194.97	320.82	64.55
全面摊薄每股收益(人民币, 元)	0.26	0.43	65.38
主要比率(%)			
毛利率	39.22	39.64	
营业利润率	10.22	15.14	
净利率	10.07	13.04	

资料来源: 公司数据

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	245	133	123
税前利润	353	282	526	541	688
所得税	(32)	(15)	(53)	(54)	(69)
少数股东权益	(28)	(19)	(22)	(25)	(29)
净利润	293	248	451	462	590
核心净利润	243	238	448	459	587
每股收益(人民币)	0.40	0.33	0.61	0.62	0.80
核心每股收益(人民币)	0.33	0.32	0.61	0.62	0.79
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.18	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)	82	2	28
核心每股收益增长(%)	19	(2)	89	2	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	526	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)	(53)	(54)	(69)
其他经营现金流	(138)	(29)	(242)	(130)	(120)
经营活动产生的现金流	139	174	211	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	241	129	119
投资活动产生的现金流	12	34	151	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	(135)	(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)	(191)	(195)
现金变动	30	10	236	159	246
期初现金	337	367	377	612	772
公司自由现金流	151	207	358	344	434
权益自由现金流	27	162	236	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	612	772	1,017
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	2,687	3,191	3,841
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	4,667	5,166	5,821
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	1,595	1,921	2,373
股东权益	1,800	1,883	2,334	2,661	3,112
少数股东权益	287	322	344	369	398
总负债及权益	3,836	4,144	4,667	5,166	5,821
每股帐面价值(人民币)	2.4	2.5	3.2	3.6	4.2
每股有形资产(人民币)	2.2	2.3	2.9	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	9.7	8.1	8.8
净利率(%)	8.4	5.6	8.3	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	5.6	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.8	0.9	1.0	1.2
估值					
市盈率(倍)	30.9	36.6	20.1	19.6	15.4
核心业务市盈率(倍)	37.3	38.2	20.2	19.8	15.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	55.6	56.9	30.2	29.5	23.1
市净率(倍)	5.0	4.8	3.9	3.4	2.9
价格/现金流(倍)	65.2	52.2	43.0	29.2	21.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.1	23.7	20.9	15.8	12.0
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	21.4	18.5	20.5
资产收益率(%)	8.6	6.7	10.7	9.9	11.3
已运用资本收益率(%)	8.9	10.1	10.4	12.9	15.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为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，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有无修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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 15 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