



速效快速增长，寿桃丸申遗成功

买入 上调

投资要点:

- 大品种战略顺利实施，速效救心丸全年增长 25%
- 单品清宫寿桃丸申请非物质文化遗产成功，年销售 6000 万元
- 康泰克短期受到限麻影响，已推出替代产品，对明年业绩影响不大

报告摘要:

- 主要品种快速增长，大品种战略实施顺利:** 大品种战略顺利实施，工业收入全年增长 21%。预计速效救心丸全年收入增长 25% 以上，通脉养心丸增长 30% 左右。**速效救心丸进医院渠道放量，目标明年在医院翻倍。**之前公司产品的销售渠道主要在 OTC 市场，12 年速效的 1/3 销量由医院贡献，公司计划明年重点还是医院渠道营销，13 年的目标是在将速效在医院的收入翻番。速效救心丸虽然是独家品种，但是日服价格不到 3 元，降价风险低。
- 保健品将成为公司今后重点发展领域之一，单品清宫寿桃丸申请非物质文化遗产成功。**产品定位于中高端市场，在北京上市一年，每盒零售价近 2000 元，今年销售约 3 万盒，明年将着力全国进行推广。公司更是聘请名医陈可济进行学术推广，已经在 60 家大型药店进行铺货。
- 中美史克短期之内受到限麻影响，已经推出替代产品。**这次康泰克转为处方药销售，假设极端情况下这次限购对零售市场的影响在 50% 左右，预计中美史克利润减少 2400 万，影响每股收益 0.01 元。
- 盈利预测。**长期来看，公司产品种类丰富，产品竞争力突出，营销改善，并力争向保健品市场发展，积极推进收购兼并，扩展产品体系。公司一如既往积极寻找收购兼并对象，以此丰富产品体系，扩大主营业务规模。公司的收购目标以中药产品为主，以此聚焦于发展中药现代化。我们预计 2012-2014 年每股收益 0.507、0.599 和 0.720，对应 PE 分别为 21、19 和 15 倍，上调评级至买入。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	3473.47	4391.89	5226.35	6271.62	7525.94
增长率 (%)	20.57	26.44	19.00	20.00	20.00
归母净利润(百万)	293.29	247.65	374.56	442.60	532.25
增长率 (%)	13.76	-15.56	51.25	18.17	20.25
每股收益	0.40	0.33	0.507	0.599	0.720
市盈率	26.92	31.88	21.08	17.84	14.83

医药研究组

分析师:

卫雯清(S1180512080003)

电话: 010-88085985

Email: weiwenqing@hysec.com

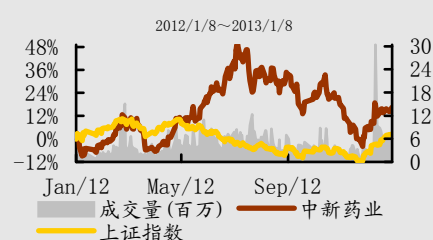
研究助理:

王晓锋

电话: 010-88013569

Email: wangxiaofeng@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《医药行业周报 121217》
2012/12/17
- 《天士力: 持续增长的中药国际化龙头》
2012/12/16
- 《昆明制药: 血塞通粉针长期增长趋势不变》
2012/12/11
- 《医药行业周报 121210》
2012/12/10
- 《医药行业周报 121203》
2012/12/3
- 《中新药业: 三季度点评》
2012/10/31

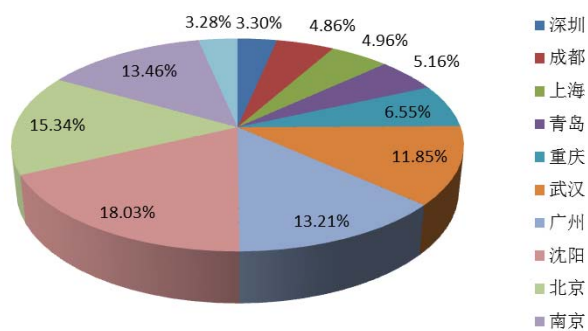
中新药业今年平稳完成董事长的新老更替,明年将迎来新任董事长王总的第一个业绩考核年,根据公司目前的发展态势和天津医药集团对公司的考核要求,预计明年公司业绩将会稳定增长。

一、主要品种快速增长,大品种战略实施顺利:

大品种战略顺利实施,工业收入全年增长 21%。预计速效救心丸全年收入增长 25% 以上,通脉养心丸增长 30% 左右,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均增长加快。

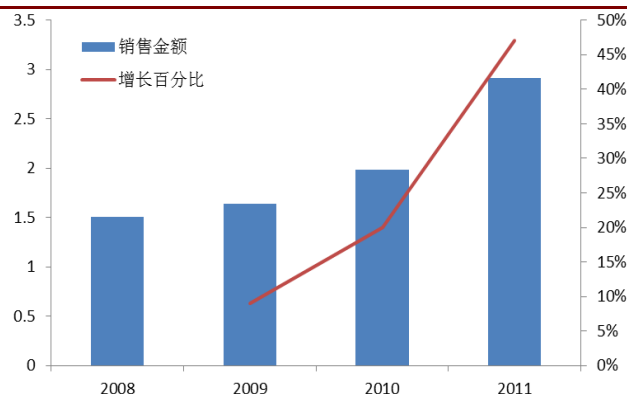
速效救心丸进医院渠道放量,目标明年在医院翻倍。之前公司产品的销售渠道主要在 OTC 市场,对公司而言,医院市场是营销力量薄弱领域。而今年公司改品规加强销售之后,速效的 1/3 销量由医院贡献,公司计划明年重点还是医院渠道营销,目前也在积极寻找擅长医院市场营销在高端管理人才,2013 年的目标是在将速效在医院的收入翻番。

图 1: 速效救心丸 2011 年城市零售终端竞争格局



资料来源: 米内网, 宏源证券

图 2: 08-11 年速效救心丸零售终端竞争格局



资料来源: 米内网, 宏源证券

速效救心丸来说降价风险低,发改委调整中药价格主要是针对中药价格较高的品种,对于心脑血管品种来说,我们对比了一下,速效救心丸虽然是独家品种,但是日服价格不到 3 元,降价风险很低。

表 1: 2011 年零售市场心脑血管用药 (不含降压药) 前 10 品牌排名

排名	品名	生产厂家	市场份额	日服价格 (元)
1	复方丹参滴丸	天津天士力制药	6.61%	4.2
2	立普妥片 (阿托伐他汀钙)	辉瑞制药	4.75%	4.5-9
3	银可络片 (银杏叶片)	深圳海王药业	4.38%	2.5
4	步长脑心通胶囊	步长制药	3.68%	4.4-8.8
5	速效救心丸	天津中新药业集团	3.06%	2-3
6	麝香保心丸	上海和黄药业	2.63%	1.4-2.8
7	安宫牛黄丸	北京同仁堂	2.61%	2-4
8	通心络胶囊	石家庄以岭药业	2.57%	5.4-10.8
9	步长稳心颗粒	步长制药	2.26%	8.3
10	万爽力 (盐酸曲美他嗪片)	施维雅 (天津) 制药	2.09%	4.7

资料来源: 米内网, 宏源证券

通脉养心丸今年在 7 个省份中标,预计增长 30% 左右,之前产品主要在天津地区销售,现在外埠已经占到销售收入的 30%。

保健品将成为公司今后重点发展领域之一，单品清宫寿桃丸申请非物质文化遗产成功。公司的保健品主要集中在旗下子公司隆顺榕，产品主要包括冬虫夏草、人参、鹿茸等贵细药材、酸梅汤饮料、休闲保健食品等。隆顺荣饮料今年销售收入已达 2000 万，明年营业收入目标为 1 个亿。

天津达仁堂“清宫寿桃丸”于 2010 年 6 月 16 日荣获国家非物质文化遗产，寿桃丸出自清朝宫廷，原名“蟠桃丸”，曾是清乾隆皇帝的御用药品。清宫寿桃丸最早记载于《清宫医案》的乾隆朝医案中。这种药有补肾生精、益元强壮之功效，药性平和。根据《国务院关于公布第三批国家级非物质文化遗产名录的通知》文件，天津达仁堂“清宫寿桃丸”传统制作技艺入选国家级非物质文化遗产名录，这是目前国家唯一一家进入国家级非物质文化遗产名录的中药老字号企业。

清宫寿桃丸产品定位于中高端市场，在北京上市一年，每盒零售价近 2000 元，今年销售约 3 万盒，初步显现出较强市场潜力，明年将着力全国进行推广。公司更是聘请名医陈可济进行学术推广，已经在 60 家大型药店进行铺货。广告已经拍摄完成，近期将面向社会。

表 2：荣获国家非物质文化遗产的中医传统制剂方法

中药制剂	申报地区或单位	厂家
清宫寿桃丸传统制作技艺	天津中新药业达仁堂制药厂	天津中新药业集团
定坤丹制作技艺	山西省太谷县	山西广誉远国药
六神丸制作技艺	上海市黄浦区	上海雷允上药业
致和堂膏滋药制作技艺	江苏省江阴市	江苏致和堂药业
季德胜蛇药制作技艺	江苏省南通市	精华制药
朱养心传统膏药制作技艺	浙江省杭州市	杭州朱养心药业
漳州片仔癀制作技艺	福建省漳州市	片仔癀药业
夏氏丹药制作技艺	湖北省京山县	夏小中医院
马应龙眼药制作技艺	湖北省武汉市武昌区	马应龙
罗浮山百草油制作技艺	广东省博罗县	广东罗浮山药业
保滋堂保婴丹制作技艺	广东省医药行业协会	广州中一药业
桐君阁传统丸剂制作技艺	重庆市南岸区	桐君阁

资料来源：国务院公告，宏源证券

二、新任董事长王总上任，以 12 年经营业绩为考核基数

天津市医药集团在 07 年选派了郝非非董事长对公司进行改革，启动了全方位的调整，采取减员增效的政策，公司人员从之前的 1 万 5 千人裁员到 6000 人，通过调整人力资源、财务费用和管理费用三种办法每年减少支出 6000 万元。受到前几年应收账款过多而导致坏账亏损的教训，公司对各层业务人员进行了四大考核：应收账款、库存、内控和质量控制都是一票否决制。

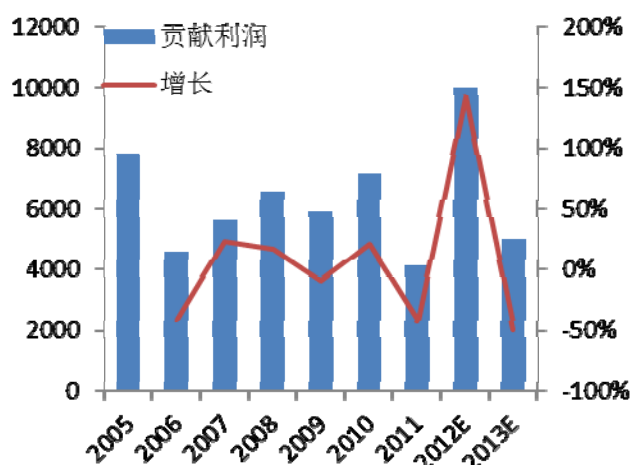
新任董事长王志强从 09 年开始担任中新药业总经理，此前曾担任过中药集团和平公司、一二分公司副经理、经理职务、药材集团公司副总经理、中新药业常务副总经理、董事、副董事长。可以说对公司的业务和郝总的规划都是非常熟悉。公司对王总的考核将以 12 年的业绩为基数进行考核。公司觉得与同行相比增速过慢，也在积极调整产品结构和营销模式，更是从激励体系上加以改进。严控期间费用率仍是天津医药集团的明确要求。

三、中美史克今年贡献中新药业的投资收益达亿元，含麻感冒药将有替代品种

公司的参股子公司中美史克前三季度对中新药业贡献的投资收益达到 1 亿元，其中中美史克今年出售一条生产线盈利 1 亿元，而牙膏广告之前的广告补偿也达到 1 亿元，明年预计还将有近亿元的广告收入返还。

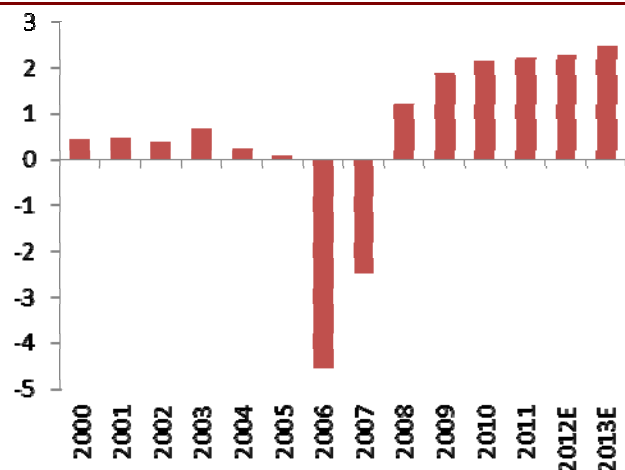
12 年 12 月份，由于部分感冒药麻黄碱类物质含量达到 30mg，包括中美史克、海王药业、利君国际、浙江震元等生产的感冒药转为处方药管理，康泰克胶囊 2011 年销售额接近 20 亿元，其中在零售市场销售约 12 亿元，康泰克占到中美史克销售收入的 42%。我们回顾了 2000 年 11 月国家药监局对含 PPA 成分药品的一纸禁令，也曾经使康泰克成为最大的冲击者，当时康泰克年销售额达到 6 亿元。之后公司在最快速度内拿出了新配方并通过政府部门的快速审批，仅过了 292 天后，新康泰克发布上市，一年后新康泰克的销售收入达 4 亿多元人民币，重新夺回了感冒药老大的地位。我们认为短期之内对中新药业的业绩是会有一些影响，而中美史克在感冒药中有长期的渠道和竞争优势，而且公司已经准备了后续品种，这次事件我们认为会比 2000 年 PPA 事件影响小的多。假设中美史克今年药品生产的利润 2 亿元，康泰克利润预计 8000 万元，零售市场产生的利润预计 4800 万，我们假设极端情况下这次限购对零售市场的影响在 50% 左右，也就是中美史克利润减少 2400 万，而中新药业股权占比 25%，初步预计明年影响每股收益 0.01 元左右。

图 3：中美史克贡献利润（单位：万元）



资料来源：宏源证券

图 4：自营业务收入（亿元）



资料来源：宏源证券

四、品种丰富，收购兼并，扩展产品体系，给予买入评级

长期来看，公司产品种类丰富，产品竞争力突出，营销改善，并力争向保健品市场发展，积极推进收购兼并，扩展产品体系。公司一如既往积极寻找收购兼并对象，以此丰富产品体系，扩大主营业务规模。公司的收购目标以中药产品为主，以此聚焦于发展中药现代化。我们预计 2012-2014 年每股收益 0.507、0.599 和 0.720，对应 PE 分别为 21、19 和 15 倍，上调评级至买入。

利润表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3473.47	4391.89	5226.35	6271.62	7525.94
减: 营业成本	2136.56	2825.67	3362.63	4013.84	4816.60
营业税金及附加	25.05	35.64	42.41	50.89	61.07
营业费用	749.22	900.66	1149.80	1254.32	1505.19
管理费用	320.04	334.90	398.77	478.52	574.23
财务费用	41.22	51.66	43.67	52.92	51.85
资产减值损失	1.76	15.91	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	106.12	44.09	200.00	110.00	125.00
营业利润	305.73	271.53	429.06	531.12	642.00
加: 其他非经营损益	47.05	10.10	10.00	10.00	10.00
利润总额	352.77	281.63	439.06	541.12	652.00
减: 所得税	31.93	15.05	35.86	64.67	79.05
净利润	320.84	266.59	403.20	476.45	572.95
减: 少数股东损益	27.55	18.94	28.64	33.85	40.70
归属母公司股东净利润	293.29	247.65	374.56	442.60	532.25
资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	265.92	343.46	552.26	762.72	858.87
应收和预付款项	796.46	1018.01	1120.31	1443.99	1633.17
存货	597.98	729.61	951.70	1055.22	1353.09
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	551.28	507.18	607.18	687.18	782.18
投资性房地产	33.61	29.63	25.95	22.27	18.59
固定资产和在建工程	1141.28	1105.21	942.46	776.72	597.97
无形资产和开发支出	209.27	203.68	180.44	155.80	131.21
其他非流动资产	80.45	65.51	58.25	51.00	51.00
资产总计	3676.25	4002.28	4438.56	4954.88	5426.07
短期借款	648.00	692.00	282.55	103.36	0.00
应付和预收款项	724.63	897.12	987.49	1154.43	1303.88
长期借款	144.00	1.16	501.16	701.16	701.16
其他负债	72.71	206.94	206.94	206.94	206.94
负债合计	1589.34	1797.22	1978.15	2165.89	2211.99
股本	739.31	739.31	739.31	739.31	739.31
资本公积	611.44	594.54	594.54	594.54	594.54
留存收益	448.98	548.77	775.47	1070.21	1454.60
归属母公司股东权益	1799.73	1882.62	2109.31	2404.06	2788.44
少数股东权益	287.19	322.44	351.09	384.93	425.64
股东权益合计	2086.92	2205.06	2460.40	2788.99	3214.08
负债和股东权益合计	3676.25	4002.28	4438.56	4954.88	5426.07
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	142.66	180.42	228.50	376.59	374.01
投资性现金净流量	11.79	33.73	73.50	4.50	14.00
筹资性现金净流量	-120.90	-197.72	-93.20	-170.64	-291.86
现金流量净额	33.55	16.35	208.80	210.45	96.15

作者简介:

卫雯清: 宏源证券医药行业分析师, 中国科学技术大学生物学硕士。主要研究覆盖公司有红日药业、戴维医疗、康缘药业、中新药业等。

机构销售团队

华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。