

自营增长稳健，中美史克贡献超预期 买入 维持

投资要点：

- 预计13年速效总收入过9亿元，目标在医院渠道增速达到100%
- 中美史克贡献母公司投资收益1.5亿以上，超市场预期
- 考核目标明确，维持买入评级

报告摘要：

- **预计13年速效销售收入过9亿元，增长20%以上，在医院渠道增速达到100%。**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15%以上，通脉养心丸增长30%。12年速效的增量主要来自于医院渠道量的增加，预计医院渠道销售收入的增长达到100%。其中基层医院覆盖面和平均单个医院的销量都增加30%-40%。公司明确要求13年保持在医院渠道的增速，预计13年速效销售收入过9亿元，同比增长20%以上。
- **12年中美史克贡献投资收益预计1.5亿元以上。**中美史克一方面少投入了3亿元舒适达牙膏广告费用，另一方面中美史克一次性投资收益也大幅增加：卖生产线收益预计1亿元，近年来外企的税收优惠一次性返还预计1亿元，而公司占有中美史克25%股权。中美史克经营稳健，今年以来毒胶囊和麻黄碱事件对公司经营影响不大，预计中美史克未来主营业务将稳定增长。
- **考核目标明确，维持买入评级。**公司考核目标明确，要求下属的四家最大子公司到15年达到单个经营主体5个亿的收入，5000万利润，2个过亿的品种，2个5000万的品种，对新任董事长王总的考核也将以12年的自营业务收入和利润为基数，保底要求都为20%，我们预计实际要求可能比这个更高。我们预计公司2012-2014年每股收益0.62、0.59和0.73，同比分别增长86.02%、-5.93%（自营业务增长30%）和25.22%，对应PE分别为22、23和19倍，维持买入评级。

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	460.67	433.36	542.64
增长率 (%)	13.76	-15.56	86.02	-5.93	25.22
每股收益	0.40	0.33	0.62	0.59	0.73
市盈率	35	41	22	23	19

医药研究组

分析师：

卫雯清(S1180512080003)

电话：010-88085985

Email: weiwenqing@hysec.com

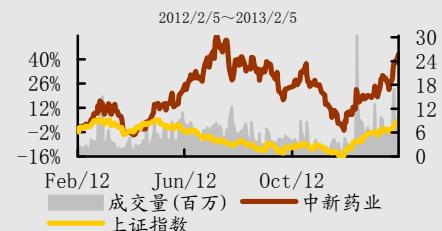
研究助理：

王晓峰

电话：010-88013569

Email: wangxiaofeng@hysec.com

市场表现



相关研究

《医药行业周报 130204》

2013/2/4

《汉森制药：独家特色产品，业绩成长性优良》

2013/2/3

《中新药业：12年度业绩预增公告点评》

2013/1/29

《汉森制药：四磨汤供不应求 产能年中释放》

2013/1/24

《医药行业周报 130121 江苏采购，中药注射液和抗生素受益》

2013/1/21

《云南白药：巩固药品，壮大日化，协调发展》

2012/12/31

公司总体收入稳定，大品种战略顺利实施，速效救心丸今年增长 15%以上，预计 13 年销售收入将达到 9 亿元。公司考核目标明确，要求下属的四家最大子公司到 15 年达到单个经营主体 5 个亿的收入，5000 万利润，2 个过亿的品种，2 个 5000 万的品种，对新任董事长王总的考核也将以 12 年的自营业务收入和利润为基数，保底要求都为 20%，我们预计实际要求可能比这个更高。今年中美史克贡献投资收益预计达到 1.5 亿元以上，超市场预期。我们预计公司 2012-2014 年每股收益 0.62、0.59 和 0.73，同比分别增长 86.02%、-5.93%（自营业务增长 30%）和 25.22%，对应 PE 分别为 22、23 和 19 倍，维持买入评级。

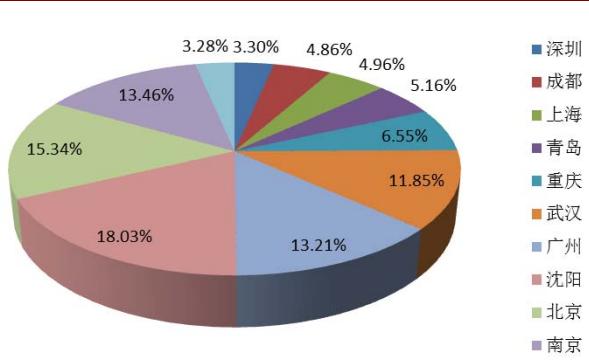
一、大品种战略实施顺利，主要产品快速增长

1、速效救心丸目标明年在医院销量翻倍，预计销售收入达到 9 亿元

速效救心丸是国家基本药物品种和国家医保甲类目录品种，过去公司没有组建专门的销售队伍，一直使用现款现货的方式在药店进行自然销售。由于速效救心丸价格低廉，在医院中的销售收入只占总销售收入的 15%，预计 2011 年在医院渠道的销售金额为 1 亿元。公司进行了营销改革，在 2010 年新建了 400 多人的销售队伍开始主攻医院，12 年速效的增量主要来自于医院渠道量的增加，预计医院渠道销售收入的增长达到 100%。其中覆盖面增加 30%-40%，单个医院覆盖量增加 30%-40%。公司明确要求明年保持在医院渠道的增速（100%），收入预计达到 4 亿元，预计 13 年速效收入过 9 亿元，同比增长 20% 以上。

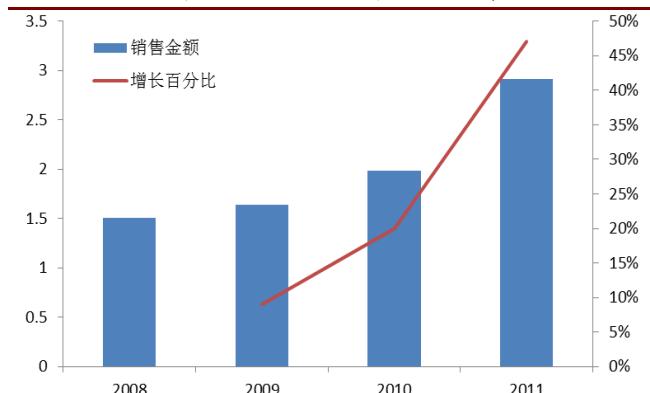
此品种在县级医院的覆盖率达到 98%，公司主要开拓的地点是基层医院，销售主要区域沈阳、北京、南京等地。

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

2、公司考核目标明确：5522

公司明确要求下属的四家最大子公司六药厂、达仁堂、隆顺荣、乐仁堂到 15 年达到单个经营主体 5 个亿的收入，5000 万利润，2 个过亿的品种，2 个 5000 万的品种，六药厂除了速效救心丸以外也要达到 2 个过亿品种的要求。

另外，由于 13 年是王总的第一个考核年，公司对王总的考核以 12 年自营业务收入和利润为基数，保底要求都为 20%，我们预计实际要求可能比这个更高。公司对王总进行明确的奖励，利润超额部分按比例提取奖励，同时这几年公司对各位高管和销售的激励都在加强，因此我们认为 13 年将是公司业绩表现的一年，有可能会出现业绩增长的一个小高峰。

其他大品种也稳步推进，公司除速效救心丸之外的主打品种通脉养心丸今年在 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%。紫龙金片收入9000万，增长30%。京万红软膏销售增长30%。

金芪降糖片11年收入7000万，受到12年金银花价格大幅上涨的因素，公司主动收缩了这个品种的销售，预计12年收入4000万，实现了盈亏平衡，随着金银花价格的回落，不排除公司未来进一步加强对这个品种的销售。

表1：预计公司主要品种

子公司	过亿元品种	功能主治	过五千万品种	功能主治
第六制药厂	清咽滴丸(OTC甲类、医保乙类、独家品种)	疏风清热，解毒利咽	舒脑欣滴丸(独家品种)	理气活血，化瘀止痛
	治咳川贝枇杷滴丸	宣肺降气，清热化痰	华山参滴丸(独家品种)	定喘，止咳，祛痰
达仁堂	牛黄降压丸(医保甲类)	清心化痰，镇静降压	藿香正气软胶囊	解表化湿，理气和中
	清肺消炎丸(OTC甲类、医保乙类、独家品种)	清肺化痰，止咳平喘	明目地黄丸(OTC甲类、医保甲类、基本药物)	滋肾、养肝、明目
隆顺荣	癃清片(独家品种)	清热解毒，凉血通淋	金芪降糖片(独家品种)	清热益气
	紫龙金片(医保乙类，独家品种)	益气养血，清热解毒，理气化瘀	降压避风片	清热平肝
乐仁堂	通脉养心丸(医保乙类，独家品种)	养心补血，通脉止痛	清喉利咽颗粒	清热利咽，宽胸润喉
	胃肠安丸(医保乙类，独家品种)	芳香化浊，理气止痛，健胃导滞	更年安(医保乙类)	滋阴潜阳，除烦安神

资料来源：米内网，宏源证券

达仁堂非物质文化遗产清宫寿桃丸，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。这个产品采取底价代理模式交由北京一家经销商进行经营，公司最近也在洽谈回收计划，未来有可能将由公司自建销售队伍经营。

二、12年中美史克投资收益超预期，预计13年继续贡献投资收益1亿元以上

中美史克主营业务稳定增长，贡献的投资收益在12年大幅增加，我们预计贡献中新药业投资收益1.5亿元以上。中美史克一方面少投入了3亿元舒适达牙膏广告费用，另一方面中美史克一次性投资收益也大幅增加：卖生产线收益预计1亿元，近年来外企的税收优惠一次性返还预计1亿元，之前做牙膏广告的补偿(此项不确定)。今年中美史克主营业务利润我们预计4亿元，一次性收益2亿元以上，也就是今年贡献给中新药业的投资收益1.5亿元以上。中美史克经营稳健，毒胶囊和麻黄碱事件对公司经营影响不大。国家对中美史克使用的麻黄碱采取总量控制原则，所以康泰克成分可能有变化，预计中美史克未来主营业务将稳定增长。

三、盈利预测与估值

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0.62、0.59和0.73，同比分别增长86.02%、-5.93%(自营业务增长30%)和25.22%，对应PE分别为22、23和19倍，维持买入评级。

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	3367.86	4035.16	4834.66
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	1071.40	1261.85	1505.19
管理费用	320.04	334.90	398.77	478.52	561.44
财务费用	41.22	51.66	41.08	47.54	47.53
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	230.00	120.00	120.00
营业利润	305.73	271.53	534.83	517.65	636.05
加：其他非经营损益	47.05	10.10	8.00	10.00	30.00
利润总额	352.77	281.63	542.83	527.65	666.05
减：所得税	31.93	15.05	46.92	61.15	81.91
净利润	320.84	266.59	495.90	466.50	584.14
减：少数股东损益	27.55	18.94	35.23	33.14	41.50
归属母公司股东净利润	293.29	247.65	460.67	433.36	542.64
资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	265.92	343.46	552.26	766.34	995.03
应收和预付款项	796.46	1018.01	1120.72	1445.26	1633.33
存货	597.98	729.61	954.32	1063.26	1354.07
长期股权投资	551.28	507.18	657.18	777.18	897.18
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	4491.58	5057.82	5678.37
短期借款	648.00	692.00	184.83	0.00	0.00
应付和预收款项	724.63	897.12	989.36	1160.18	1304.58
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	1882.30	2068.28	2212.69
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	917.76	1264.87	1699.52
归属母公司股东权益	1799.73	1882.62	2251.61	2598.72	3033.37
少数股东权益	287.19	322.44	357.67	390.81	432.31
股东权益合计	2086.92	2205.06	2609.28	2989.53	3465.68
负债和股东权益合计	3676.25	4002.28	4491.58	5057.82	5678.37
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	142.66	180.42	289.14	348.86	372.01
投资性现金净流量	11.79	33.73	51.80	-25.50	1.00
筹资性现金净流量	-120.90	-197.72	-132.14	-109.28	-144.32
现金流量净额	33.55	16.35	208.80	214.07	228.69

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医学硕士。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

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
华南区域	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	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
QFII	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。