



**谨慎  
买入**

**16% ↑**

目标价格: 人民币 18.75

原评级: 买入 原目标价格: 人民币 14.75  
600329.CH

价格: 人民币 16.15

目标价格基础: 30 倍 2013 年市盈率

板块评级: 增持

#### 本报告要点

- 2013 年速效救心丸等产品收入增速提升。
- 销售费用率有望下降。

#### 我们的观点有何不同?

- 公司经营和集团资本运转共振, 成为今后 2 年公司的业绩驱动力。

#### 主要催化剂/事件

- 主要产品收入增速超出预期。

#### 股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	54	14	55	-
相对新华富时 A50 指数	59	23	57	-

发行股数(百万)	739.30
流通股(%)	55.96
流通股市值(人民币 百万)	9,970
3 个月日均交易额(人民币 百万)	68
净负债比率(%) (2013E)	15
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 2013 年 3 月 29 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

### 年报点评: 2012 年投资收益猛增, 2013 年看主业增长

中新药业 2012 年实现销售收入 51.30 亿元, 同比增长 16.80%; 实现归属于上市公司股东的净利润 4.41 亿元, 同比增长 78.19%; 基本每股收益为 0.60 元, 较上年同期增 81.82%。扣除非经常性损益 (主要是转让中央药业股权所得) 后每股收益 0.47 元, 同比增长 46.88%, 符合预期。我们预计, 与 2012 年投资收益大幅上涨不同, 2013 年主业的成长将成为公司业绩增长的主要推动力。预计 2013-2015 年公司的每股收益 0.625 元、0.799 元和 1.015 元。我们将目标价上调至 18.75 元, 评级下调为谨慎买入。

#### 支撑评级的要点

- 受益于基药市场的蓬勃发展, 速效救心丸收入增速由 2011 年的 9.8% 上升至 20.1%, 进入上升通道, 预计 2013 年继续加快至 30% 左右, 其他品种收入增速同时加快, 尤其是新进基药目录的独家品种。预计公司 2013 年医药工业收入增速过 30%。
- 公司的销售费用率有望下降。2012 年公司销售费用中的“推展订销会议费”为 4.70 亿元, 同比增长 49%, 明显高于工业收入 13.82% 的增速, 为 2013 年工业收入增长奠定了较好的营销基础, 2013 年公司的销售费用率有一定下降空间, 我们预计 2013 年公司的销售费用率下降 0.61 个百分点至 20.95%。
- 中新药业是医药集团的主要利润来源, 有望进一步为集团在资本运作中贡献业绩增量。集团已明确向公司提出在 2012 年基础上到 2015 年翻一番的战略目标, 公司自身也致力于打造业绩一流的上市公司的目标, 致力于成为国内外知名的品牌企业和中药现代化的领军者。

#### 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

- 公司产品竞争力突出, 有望明显受益于基药的下沉上行。集团层面的资本运作给公司的带来新阶段的发展契机和动力。我们预计, 与 2012 年投资收益大幅上涨不同, 2013 年主业的成长将成为公司业绩增长的主要推动力。预计 2013-2015 年公司的每股收益 0.625 元、0.799 元和 1.015 元, 给予 2013 年 30 倍的市盈率, 目标价位由 14.75 元上调至 18.75 元, 投资评级由买入下调为谨慎买入。

#### 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	4,392	5,130	6,484	8,067	9,933
变动(%)	26	17	26	24	23
净利润(人民币 百万)	248	441	462	591	750
全面摊薄每股收益(人民币)	0.335	0.597	0.625	0.799	1.015
变动(%)	(16)	78	5	28	27
全面摊薄市盈率(倍)	48.2	27.1	25.8	20.2	15.9
每股现金流量(人民币)	0.235	0.028	0.469	0.626	0.798
价格/每股现金流量(倍)	68.7	573.8	34.4	25.8	20.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.3	30.8	19.5	15.0	11.8
每股股息(人民币)	0.000	0.400	0.188	0.240	0.304
股息率(%)	0.0	2.5	1.2	1.5	1.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中新药业 2012 年实现销售收入 51.30 亿元，同比增长 16.80%；实现归属于上市公司股东净利润 4.41 亿元，同比增长 78.19%；基本每股收益为 0.60 元，较上年同期增 81.82%。扣除非经常性损益（主要是转让中央药业股权所得）后每股收益 0.47 元，同比增长 46.88%。

2012 年公司医药工业实现主营业务收入 23.23 亿元，同比增长 13.82%。若剔除减少中央、赛诺两公司因素，医药工业实现营业收入 21.72 亿元，同比增长 20.73%；医药商业实现主营业务收入 27.93 亿元，同比增长 19.92%，若剔除新增旭志医药公司因素，同比增长 17.57%。公司主营业务毛利率同比下降 0.75 个百分点至 34.91%，主要原因是毛利率低的商业收入增速高于工业收入增速；公司的速效救心丸等主要产品的毛利率稳定。

2012 年，公司大品种战略取得新突破，公司 23 个大品种全年累计实现销售收入 167,543 万元，同比增长 26,424 万元，增幅 18.72%。公司第一大品种速效救心丸累计实现销售 398 万条，实现销售收入同比增幅 20.07%，明显高于 2011 年的 9.8% 增速。公司全年销售收入过亿品种达到 4 个，销售收入超过 5,000 万品种（不包括过亿品种）达到 5 个，特子社复等品种达到销售收入同比增长 30% 以上，公司“一龙多虎，龙腾虎跃”的大品种格局正在形成。

公司的销售费用率同比上升 1.05 个百分点至 21.56%，管理费用率同比下降 0.75 个百分点至 6.88%，财务费用率同比下降 0.12 个百分点至 1.06%。公司销售费用中的“推展订销会议费”为 4.70 亿元，同比增长 49%，明显高于工业收入 13.82% 的增速，为今年工业收入增长奠定了较好的营销基础，今年公司的销售费用率有一定下降空间，我们预计 2013 年公司的销售费用率下降 0.61 个百分点至 20.95%。

公司经营活动的净现金流量与本年度净利润额差额为 -43,748.44 万元，主要是剔除了非经营活动的投资收益 27,691 万元，以及应收账款、应收票据和开具银行承兑汇票保证金增加等原因影响所致。

公司的营销机制改革坚实推进。2012 年，公司鼓励推行产品经理负责制，顺应政策和市场变化，实行自营、合作、承包、代理等多元化的营销模式，整合各种资源为公司所用。各子公司将全年目标任务按月、按季分解至各地区、板块、人员，层层传递压力，并实施配套的奖惩制度，激发了营销队伍的激情和活力，促进了营销机制改革的进一步推进。同时，公司调整营销思路，注重以效益为中心的大品种规划和大品种推广，结合药材价格上涨趋势，将成本上升的品种重新进行梳理，以效益为中心，兼顾需方利益，先后调整了部分品种的营销思路和销售价格。

继续挖掘产品潜力，构筑成长性品种梯队。2012 年，公司结合销售反馈信息和临床需求，采取措施有针对性地开展大品种二次开发，形成科研和销售的有机结合，挖掘和释放优秀品种的市场潜力，延长大品种的生命周期。公司加快了已开展的对速效救心丸、通脉养心丸、清肺消炎丸、金芪降糖片等大品种的二次开发，其成果已经开始对销售形成学术支撑。同时，充分发挥公司品种资源丰富的优势，不断挖掘和释放优秀品种的市场潜力，着力打造成长性品种梯队，增强公司的核心竞争力。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润分配。

“基药舰队”轮廓初现，有望显著受益于基药的下沉上行。公司一直以质量优、价格廉、品类全的新产品系列广为人知，这一特点与国家基本药物政策“适应基本医疗卫生需求，剂型适宜，价格合理，能够保障供应，公众可公平获得的药品”的要求相吻合。国家基本药物目录制度全面实施，为中新药业的发展带来了良好的机遇。截至 2012 年末公司拥有注册产品 560 个，其中独家生产品种 101 个，中药保护品种 11 个，拥有一大批疗效确切、质量可靠的产品；已形成以速效救心丸、通脉养心丸为代表的心脑血管用药、以清咽滴丸、清肺消炎丸为代表的呼吸系统用药、以胃肠安、藿香正气软胶囊为代表的胃肠用药、以紫龙金、生血丸为代表的抗肿瘤用药等系列产品群。丰富的产品资源为公司带来了 49 个基药品种。公司的二线品种京万红软膏、隆清片、清咽滴丸今年进入新版基药目录，增长空间顿开。

2012 年公司投资收益为 2.77 亿元，同比增长 528%。其中上半年公司转让中央药业及津康制药股权，获得 1.12 亿元；公司参股 25% 的中美史克实现净利润 6.78 亿元，贡献投资收益 1.70 亿元，同比增长 313%；另外，公司投资的华立达、百特等公司略有亏损。我们估计 2012 年中美史克净利润大幅度增长的主要原因包括主业增长、大股东返回舒适达广告费用以及出售部分设备。我们预计 2013 年公司的投资收益为 7,500 万元，回归正常水平。

根据前期的股权划转情况 我们判断公司实际控制人天津医药集团有在港股上市的愿望。中新药业是医药集团的主要利润来源，有望在此过程中进一步为集团贡献业绩增量。集团已明确向公司提出在 2012 年基础上到 2015 年翻一番的战略目标，公司自身也致力于打造业绩一流的上市公司的目标，致力于成为国内外知名的品牌企业和中药现代化的领军者。

我们认为公司产品竞争力突出，有望明显受益于基药的下沉上行。集团层面的资本运作给公司的带来新阶段的发展契机和动力。我们预计，与 2012 年投资收益大幅上涨不同，2013 年公司主业的增长将成为公司业绩增长的主要推动力。预计 2013-2015 年公司的每股收益 0.625 元、0.799 元和 1.015 元，给予 2013 年 30 倍的市盈率，目标价位由 14.75 元上调至 18.75 元，投资评级由买入下调为**谨慎买入**。



**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	4,392	5,130	6,484	8,067	9,933
销售成本	(2,826)	(3,339)	(4,123)	(5,078)	(6,223)
经营费用	(1,174)	(1,406)	(1,758)	(2,219)	(2,753)
息税折旧前利润	392	385	603	770	957
折旧及摊销	(97)	(94)	(98)	(100)	(102)
经营利润 (息税前利润)	295	291	505	670	855
净利息收入/(费用)	(42)	(53)	(54)	(55)	(57)
其他收益/(损失)	28	279	93	78	78
税前利润	282	517	544	692	876
所得税	(15)	(59)	(62)	(79)	(100)
少数股东权益	(19)	(17)	(20)	(22)	(26)
净利润	248	441	462	591	750
核心净利润	238	348	447	575	735
每股收益(人民币)	0.33	0.60	0.63	0.80	1.01
核心每股收益(人民币)	0.32	0.47	0.60	0.78	0.99
每股股息(人民币)	0.00	0.40	0.19	0.24	0.30
收入增长(%)	26	17	26	24	23
息税前利润增长(%)	22	(1)	74	33	28
息税折旧前利润增长(%)	16	(2)	57	28	24
每股收益增长(%)	(16)	78	5	28	27
核心每股收益增长(%)	(2)	46	29	29	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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	282	517	544	692	876
折旧与摊销	97	94	98	100	102
净利息费用	42	53	54	55	57
运营资本变动	(213)	(320)	(212)	(245)	(285)
税金	(15)	(59)	(62)	(79)	(100)
其他经营现金流	(18)	(264)	(75)	(60)	(60)
经营活动产生的现金流	174	21	347	463	590
购买固定资产净值	(43)	(41)	(90)	(120)	(120)
投资减少/增加	3	2	0	0	0
其他投资现金流	74	62	75	60	60
投资活动产生的现金流	34	22	(15)	(60)	(60)
净增权益	2	0	0	0	0
净增债务	38	63	0	0	0
支付股息	(148)	0	(296)	(139)	(177)
其他融资现金流	(89)	(138)	(54)	(55)	(57)
融资活动产生的现金流	(198)	(75)	(350)	(194)	(234)
现金变动	10	(32)	(18)	209	296
期初现金	367	377	345	327	536
公司自由现金流	201	39	327	397	523
权益自由现金流	162	53	278	348	473

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	377	345	327	536	832
应收帐款	882	1,161	1,331	1,525	1,748
库存	730	772	926	1,112	1,334
其他流动资产	170	222	244	269	298
流动资产总计	2,158	2,500	2,827	3,441	4,212
固定资产	1,105	909	899	917	933
无形资产	198	178	180	182	184
其他长期资产	682	834	835	837	839
长期资产总计	1,985	1,921	1,915	1,936	1,957
总资产	4,144	4,420	4,742	5,378	6,169
应付帐款	839	898	1,021	1,170	1,348
短期债务	692	874	692	692	692
其他流动负债	339	313	325	338	352
流动负债总计	1,870	2,085	2,038	2,199	2,392
长期借款	1	0	1	1	1
其他长期负债	68	57	57	57	57
股本	739	739	739	739	739
储备	1,143	1,398	1,745	2,197	2,770
股东权益	1,883	2,137	2,303	2,756	3,328
少数股东权益	322	142	161	184	210
总负债及权益	4,144	4,420	4,742	5,378	6,169
每股帐面价值(人民币)	2.5	2.9	3.1	3.7	4.5
每股有形资产(人民币)	2.3	2.6	2.9	3.5	4.3
每股净负债/(现金)(人民币)	0.4	0.7	0.5	0.2	(0.2)

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	8.9	7.5	9.3	9.5	9.6
息税前利润率(%)	6.7	5.7	7.8	8.3	8.6
税前利润率(%)	6.6	10.1	8.4	8.6	8.8
净利率(%)	5.9	8.6	7.1	7.3	7.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.4	1.6	1.8
利息覆盖率(倍)	6.2	5.1	8.7	11.2	14.0
净权益负债率(%)	20.8	23.2	14.9	5.4	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.8	0.9	1.1	1.2
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	48.2	27.1	25.8	20.2	15.9
核心业务市盈率(倍)	50.2	34.4	26.7	20.8	16.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	58.3	39.9	31.0	24.1	18.9
市净率(倍)	6.3	5.6	5.2	4.3	3.6
价格/现金流(倍)	68.7	573.8	34.4	25.8	20.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.3	30.8	19.5	15.0	11.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	85.7	82.1	75.2	73.2	71.7
应收帐款周转天数	65.7	72.7	70.1	64.6	60.1
应付帐款周转天数	46.6	46.7	42.6	40.4	38.8
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	67.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	13.5	22.0	20.8	23.4	24.7
资产收益率(%)	6.7	10.7	10.5	12.1	13.4
已运用资本收益率(%)	10.2	9.5	16.2	19.9	21.9

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。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## **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士，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**

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 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