



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

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001  
(8621) 2032 8310  
jun.wang\_sh@bocichina.com

# 中新药业一季报点评：利润在各季度分布将更均匀，维持盈利预测

中新药业(600329.CH/人民币 13.43, 谨慎买入)发布 2013 年一季报。公司实现营业收入 14.49 亿元, 同比增长 17.50%, 实现净利润 1.18 亿元, 同比减少 19.95%, 对应每股收益 0.16 元。

投资收益锐减导致公司净利润同比下降。1 季度公司的投资收益为 2,312 万元, 同比减少 62.01%, 主要是公司参股子公司中美史克的非经常性损益减少所致。我们预计今年全年来自中美史克的投资收益为 7,500 万元, 同比减少 51.92%, 回归正常波动区间。

公司的自有业务经营状况向好。由于公司的营业利润很大程度上受到来自中美史克的投资收益的影响, 为了反映公司的自有业务盈利情况, 我们用扣除来自的中美史克等的投资收益后的营业利润作为主营业务利润, 反映公司的自有业务经营状况。今年 1 季度主营业务利润同比增速为 10.34%, 高于 2012 年 1 季度 3.78% 的增速以及 2012 年全年 -1.96% 的增速。主营业务利润增速反映今年 1 季度公司自有业务经营状况向好。

公司的营业收入增速同比有所下降, 主营业务利润增速虽然加快但仍处在较低水平, 我们认为将提升。2010 至 2012 年营业收入增长 78.06%, 主营业务利润增长 84.25%, 净利润增长 66.71%, 从公司的董事会审议通过的高管薪酬看, 我们判断公司事实上已完成上一个三年收入和利润翻番的目标, 因此我们认为公司实际的营业收入增速和主营业务利润增速高于表观水平。公司 2012 年报中提及集团已明确向公司提出新的三年翻番的目标, 即在 2012 年基础上到 2015 年实现翻番。实现新的翻番目标, 公司的收入增速和利润增速需在 1 季度基础上明显提高。

国家基本药物目录制度全面实施, 为公司实现新的翻番目标提供了更有利环境。事实证明中药独家品种是基药制度实施以来的最大受益者。公司的中药独家品种京万红软膏、隆清片、清咽滴丸今年进新版基药目录, 收入增速有望到 30%-40% 的区间, 上次已进基药目录的速效救心丸的收入增速有望保持在 20%-25% 的区间, 其他品种如通脉养心丸等虽不在目录, 但有望受益于公司营销体系的持续改善。

1 季度业务毛利率下降 4.18 个百分点至 37.45%, 我们估计主要原因是收入结构的变化, 低毛利率的品种及商业占比提高。公司的销售费用率和管理费用率同比有所下降, 反映出营销体系改善和管理效率提升; 公司的财务费用同比下降 12.43%, 财务负担有所减轻; 公司的盈利质量提升, 经营活动产生的现金流净额增长了 83.74% 达到 7,136 万元。

公司过去两年下半年的利润增长明显不及上半年, 我们认为今年将有所不同, 主要原因一是新基药目录将在下半年开始实施; 二是公司重点开拓医院市场, 对应收账款的容忍度有所提升, 往年 4 季度为了控制应收账款而牺牲收入增速的现象今年会有所改变。

我们认为投资者一方面应看好公司在基药制度全面实施的大环境下的发展机遇,另一方面也需关注国企体制给公司发展带来的约束。我们认为虽然1季度主业增速低于市场预期,但基于对公司今年4个季度的业绩分布较去年更为均匀的判断,因此维持对2013-2015年每股收益0.625元、0.799元和1.015元的预测同时维持**谨慎买入**评级。

图表 1.业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年 1 季度	2012 年 1 季度	2012 年 1 季度 同比(%)	2013 年 1 季度	2013 年 1 季度 同比(%)	2011 年	2012 年	同比 (%)
营业收入	1,025.36	1,233.57	20.31	1,449.04	17.47	4,391.89	5,129.93	16.80
营业成本	584.92	720.04	23.10	906.40	25.88	2,825.67	3,339.11	18.17
毛利	440.44	513.53	16.59	542.64	5.67	1,566.22	1,790.82	14.34
营业税金及附加	9.73	12.05	23.84	13.44	11.54	35.64	40.58	13.86
销售费用	239.58	290.48	21.25	311.65	7.29	900.66	1,106.14	22.81
管理费用	73.36	87.52	19.30	85.01	(2.87)	334.90	352.94	5.39
财务费用	13.91	15.69	12.80	13.74	(12.43)	51.66	54.43	5.36
资产减值损失	0.00	0.00	-	(0.14)	-	15.91	13.73	(13.70)
主营业务利润	103.86	107.79	3.78	118.94	10.34	227.45	223.00	(1.96)
投资净收益	33.43	60.86	82.05	23.12	(62.01)	44.09	276.91	528.06
营业利润	137.29	168.65	22.84	142.06	(15.77)	271.53	499.91	84.11
营业外收入	1.91	1.99	4.19	1.07	(46.23)	18.72	20.95	11.91
营业外支出	2.38	0.11	(95.38)	0.17	54.55	8.62	3.42	(60.32)
利润总额	136.83	170.53	24.63	142.95	(16.17)	281.63	517.44	83.73
所得税	15.30	16.83	10.00	21.04	25.01	15.05	59.15	293.02
净利润	121.54	153.70	26.46	121.91	(20.68)	266.59	458.29	71.91
少数股东损益	3.92	5.70	45.41	3.45	(39.47)	18.94	16.99	(10.30)
归属于母公司所有者的净利润	117.61	148.00	25.84	118.47	(19.95)	148.00	118.47	(19.95)
每股收益(元)	0.16	0.20	25.00	0.16	(20.00)	0.33	0.60	81.82
扣除投资收益后的每股收益(元)	0.11	0.12	2.53	0.13	9.35	0.27	0.26	(4.25)
<b>主要比率(%)</b>			<b>百分点变动</b>					<b>百分点变动</b>
毛利率	42.95	41.63	(1.33)	37.45	(4.18)	35.66	34.91	(0.75)
主营业务利润率	10.13	8.74	(1.39)	8.21	(0.53)	5.18	4.35	(0.83)
净利率	11.85	12.46	0.61	8.41	(4.05)	6.07	8.93	2.86
销售费用率	23.37	23.55	0.18	21.51	(2.04)	20.51	21.56	1.06
管理费用率	7.15	7.09	(0.06)	5.87	(1.23)	7.63	6.88	(0.75)
所得税率	11.18	9.87	(1.31)	14.72	4.85	5.34	11.43	6.09

资料来源: 公司数据

## 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 10% 以上；  
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