



中航证券金融研究所

赵浩然

证券执业证书号: S0640513070002

电话: 0755-83689524

邮箱: zhaohao2011@gmail.com

中新药业 (600329) 2013 年调研简报: 独家资源丰富, 营销有待改善

行业分类: 医药生物

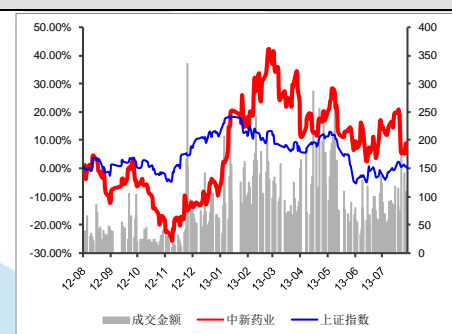
2013 年 08 月 24 日

公司投资评级	持有
6-12 个月目标价	
当前股价 (13.08.24)	12.71

基础数据

上证指数	2057.46
总股本 (亿)	7.39
流通 A 股 (亿)	5.33
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	67.74
每股净资产 (元)	3.14
ROE (2013H)	8.15%
资产负债率	47.49%
动态市盈率	24.08
市净率	4.70

近一年公司指数与上证综指走势对比



资料来源: wind

事件回顾:

2013 年 08 月 22 日, 我们调研天津中新药业集团股份有限公司, 就公司中报情况、经营管理以及营销状况等方面进行沟通交流, 形成如下观点:

我们的观点:

优质资源众多, 基药品种增加: 公司旗下优秀品种资源众多, 目前拥有注册产品 560 个, 其中独家生产品种 101 个, 中药保护品种 11 个, 在本次新版国家基本药物目录中, 公司有 60 个品种入选, 涵盖 113 个品规, 其中包括速效救心丸、乌鸡白凤片、清咽滴丸、京万红软膏、癯清片等多个独家品种; 我们认为, 公司作为天津医药集团旗下中药整合平台, 拥有较多优质品种资源, 预计随着各省新基药招标工作启动, 基药品种的放量将会是推动公司未来业绩稳定增长的主要驱动因素, 针对此次新进入独家品种的市场推广, 公司认为癯清片较为适合在医院终端, 随着公司医院营销团队的建设, 未来收入增长将会加快, 而清咽滴丸采取总代理制, 合同条款为每年增长不低于 20%, 目前来看代理商完成合同条款增长目标的难度不大, 预计公司短期内经营权回收的可能性较小。

大品种战略奏效, 速效降价无险: 公司在拥有众多优质品种资源的基础上, 通过品种筛选重点实施大品种战略, 今年上半年公司 25 个重点大品种累计实现销售收入 10.59 亿元, 同比增长 11.63%, 其中, 通脉养心丸、舒脑欣滴丸、紫龙金片、癯清片、胃肠安等 10 余个大品种的销售规模较去年同期增长 20% 以上; 我们认为, 在其大品种战略的持续推动下, 二线品种增速明显加快, 12 年公司就拥有 4 个过亿和 5 个过千万品种, 随着跨过盈亏平衡点的品种数量增加, 公司盈利能力以及核心竞争力有望得到持续的提升; 针对市场上较为关心的基药独家品种降价问题, 我们也同公司进行沟通交流, 管理层认为当前核心品种速效救心丸的定价相对市场同类品种明显偏低, 而且现有生产部分品种如藿香正气水等明显存在价格倒挂现象, 价格主管部门应该从企业整体角度对独家品种进行考量, 预计核心品种速效未来降价的可能性不大。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 0755-83692635

传真: 0755-83688539

速效增长缓慢, 下半年有望提速: 上半年, 公司核心品种速效救心丸的增速较去年相比有所放缓, 不足 10%, 管理层解释为去年同期公司加大速效在医院领域的拓展力度, 使得基数相对偏高所致; 针对速效这一品种, 公司介绍下半年一方面将要加强基础科研研究, 推动其由急救转向日常服用, 另一方面部分地区将会采取外聘专业人员的方式加快市场终端尤其是医院市场的开拓; 我们认为, 前几年公司速效营销重点更多的集中在 OTC 终端, 随着其定位改变, 医药终端将逐步成为驱动市场增长的主动力, 下半年外聘人员的陆续到位, 医院终端开拓进程有望加快, 进而推动速效增长提速。

限麻事件影响, 全年业绩承压: 公司中报显示, 今年 1-6 月投资收益约为 0.29 亿元, 相对去年同期的 2.01 亿元, 下降 86%, 投资收益减少是导致上半年业绩下滑的主要原因, 其中报告期内对联营企业和合营企业的投资收益为 0.28 亿元, 同比减少了 0.58 亿元, 公司投资收益主要来源于联营企业天津中美史克制药有限公司 (拥有 25% 股权), 去年下半年起史克的核心主导产品新康泰克受国内感冒药限用麻黄素事件的影响较大, 企业利润同比出现较大幅度下降; 我们认为, 国内限麻事件对史克短期业绩影响明显, 预计公司全年投资收益大幅下降将会是一件大概率事件, 上市公司全年业绩增长承受较大压力, 长期来看, 史克具有强势的品牌形象和营销推广能力, 并熟悉国内市场的游戏规则, 预计其业绩恢复只是时间问题, 未来将有望会为上市公司贡献较为稳定的投资收益。

自主营销为主, 改革循序渐进: 公司核心大品种的推广主要是以自有团队为主, 目前仅有清咽滴丸采取总代理制, 自建营销团队的好处在于便与营销网络和市场终端的控制, 但前期市场投入大、进展缓慢也是一个不争的事实, 公司当前营销体系主要以产品来分队伍, 如速效推广团队重点在做速效、更年安、舒脑欣、京万红四个品种, 乐仁堂团队主要推广通脉养心丸、胃肠安, 这样的营销团队划分方式使得渠道资源共享不是特别畅通, 整体销售能力还有待进一步提高, 在交流过程中, 管理层也坦言目前公司当前最大的问题在于营销, 尤其是省外营销进展比较缓慢, 但是受国有体制等多方面因素的影响, 公司营销改革很难出现大刀阔斧的局面, 只能以循序渐进的方式进行。

投资评级:

我们认为, 中新药业拥有较为优质的品种资源, 多个产品逐步跨过盈亏平衡点, 将会进一步增强公司盈利能力以及核心竞争力, 上半年受联营公司利润下降以及一次性股权转让收益变动的影响, 公司整体业绩出现下滑 (净利润同比下滑 42.03%, 扣非后为 22.24%), 并非其经营状态的正常体现, 公司以自主营销为主, 省外市场开拓仍在持续推进中, 但是作为传统的国有企业, 营销体制改革仍需要时间, 此次速效团队外聘专业人员将会是一个良好的信号, 未来我们将会密切关注, 根据本次调研结果, 我们维持公司 13-15 年 EPS 分别为 0.53/0.63/0.71 元, 对应的动态市盈率分别为 24、20、18 倍, 维持公司的“持有”评级。

投资风险:

药品价格下降; 中药材价格变动; 投资收益减少。

图表 1：盈利预测表

报表预测						
利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	3473.47	4391.89	5129.93	6145.14	7061.99	8125.53
减：营业成本	2136.56	2825.67	3339.11	4151.66	4869.95	5700.87
营业税金及附加	25.05	35.64	40.58	47.60	54.70	62.94
营业费用	749.22	900.66	1106.14	1161.43	1277.51	1437.41
管理费用	320.04	334.90	352.94	335.52	352.39	387.59
财务费用	41.22	51.66	54.43	65.11	58.71	40.00
资产减值损失	1.76	15.91	13.73	10.47	10.47	10.47
加：投资收益	106.12	44.09	276.91	60.00	80.00	100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	305.73	271.53	499.91	433.35	518.25	586.26
加：其他非经营损益	47.05	10.10	17.53	16.55	16.55	16.55
利润总额	352.77	281.63	517.44	449.90	534.81	602.81
减：所得税	31.93	15.05	59.15	44.57	51.98	57.47
净利润	320.84	266.59	458.29	405.33	482.82	545.34
减：少数股东损益	27.55	18.94	16.99	15.03	17.90	20.22
归属母公司股东净利润	293.29	247.65	441.30	390.30	464.92	525.11
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	265.92	343.46	265.16	921.77	1059.30	1218.83
应收和预付款项	796.46	1018.01	1307.65	1627.44	1713.49	1943.95
存货	597.98	729.61	771.91	982.43	904.23	1132.81
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	551.28	507.18	674.01	674.01	674.01	674.01
投资性房地产	33.61	29.63	28.63	24.95	21.27	17.59
固定资产和在建工程	1141.28	1105.21	909.41	758.18	603.95	446.72
无形资产和开发支出	209.27	203.68	178.90	154.45	130.00	105.54
其他非流动资产	80.45	65.51	43.84	38.83	33.83	33.83
资产总计	3676.25	4002.28	4179.51	5182.07	5140.08	5573.29
短期借款	648.00	692.00	874.00	1835.46	969.43	1256.65
应付和预收款项	724.63	897.12	974.06	669.83	1091.05	791.69
长期借款	144.00	1.16	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	72.71	206.94	52.68	52.68	52.68	52.68
负债合计	1589.34	1797.22	1900.74	2557.96	2113.15	2101.03
股本	739.31	739.31	739.31	739.31	739.31	739.31
资本公积	611.44	594.54	555.74	555.74	555.74	555.74
留存收益	448.98	548.77	841.85	1232.15	1697.07	2222.19
归属母公司股东权益	1799.73	1882.62	2136.90	2527.20	2992.12	3517.23
少数股东权益	287.19	322.44	141.88	156.91	174.81	195.03
股东权益合计	2086.92	2205.06	2278.77	2684.11	3166.93	3712.26
负债和股东权益合计	3676.25	4002.28	4179.51	5242.07	5280.08	5813.29
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	142.66	180.42	30.23	-230.93	1071.08	-78.88
投资性现金净流量	11.79	33.73	22.41	-15.34	-15.34	-15.34
筹资性现金净流量	-120.90	-197.72	-75.32	902.87	-918.21	253.75
现金流量净额	33.55	16.35	-22.63	656.61	137.53	159.53

资料来源：wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入**：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持**：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

赵浩然，SAC执业证书号：S0640513070002，南开大学理学学士、天津大学理学硕士，2011年6月加入中航证券金融研究所，从事医药生物行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。