

跟踪报告



國元(香港)
GY(HK)

2014-12-22 星期一

天津中新药业 (TIAN. SP)
评级：强烈推荐

目标价：USD\$ 1.2

现价： USD\$ 0.85

预期升幅： 41.18%

股本数据

总股本 (亿股) 7.39

新加坡流通市值 (亿美元) 1.82

52 周高/低 (USD\$) 1.13/0.90

每股净值 (人民币元) 3.58

所属行业：医药

主要股东

天津医药集团

44.04%

52 周行情图 (Vs 新加坡海峡指数)



相关报告：

中新药业 (TIAN) 首发 20130604

中新药业 (TIAN) 即时点评 20141203

国元证券(香港)研究部

医药消费小组

电话： (86) 755-21519168
(852) 3769 6888

电邮： linxq@gyzq.com.hk

产品优势明显，改革逐步推进

投资要点：

产品优势明显，市场空间大：

公司拥有国宝级中药 4 个，国家机密品种 1 个，国家秘密品种 3 个，拥有中药保护品种 8 个，独家生产品种 101 个，列入国家基本药物目录品种 67 个，独家品种 4 个。以速效救心丸、通脉养心丸为代表的品种在心脑血管市场中疗效和品牌优势明显。

低价药有较大的提价空间：

公司多个品种包括速效救心丸等入选低价药目录，目前部分产品已经在提价，各个产品的提价幅度不一，速效救心丸等独家品种未来提价的空间较大，对利润增加的效果明显，低价药政策对公司整体利好，以后销售改善的空间更大。公司产品线丰富，低价药可挖掘的空间很大。

销售逐步改善，股价严重低估，股东增持：

公司加强对终端的开发，推进大医疗开发工作，将原有大医疗地区由 6 个省增加到 13 个省，终端数量大幅增加，增加基层终端分销能力。目前公司股价为 0.85 美元，是 A 股的 40%，大股东 2 次增持共计 506.5 万股。未来随着国企改革的推进，公司的销售的改善空间进一步加大，在目前良好的产品线基础上，销售的提升，必将促进业绩的大幅增长。

继续给予强烈推荐评级，目标价 1.2 美元：

预计公司 2014-2016 EPS 分别为 0.53 元、0.74、0.91 元，公司产品线非常丰富，都是大容量的品种，可挖掘潜力大，目前 S 股价格严重低估，大股东有望继续增持，未来存在多种运作的方式的可能，大机构参与配置的价值也较大。给予强烈推荐评级目标价为 1.2 美元，较目前的股价有 41.18% 的上升空间，对应 2015 年 10 倍市盈率。

百万元人民币	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入	5129.93	6010.14	6929.69	8627.46	10749.82
增长率	16.80%	17.16%	15.30%	24.50%	24.60%
净利润	441.30	351.79	389.50	543.51	672.50
增长率	78.19%	-20.28%	10.72%	39.54%	23.73%
EPS	0.597	0.476	0.527	0.735	0.910
PE	9.35	11.73	10.59	7.59	8.34

公司概覽

核心竞争力：产品线非常丰富，国家机密品种1个，国家秘密品种3个，

公司是历史悠久的，以中药创新为特色，以中药制药和销售为核心业务的大型医药企业集团。公司拥有享誉海内外的“隆顺榕”、“达仁堂”、“乐仁堂”等传统老字号品牌。公司拥有门类齐全的品种资源，截止2013年末公司拥有17个剂型466个制剂品种，其中，国宝级中药4个，国家机密品种1个，国家秘密品种3个，拥有中药保护品种8个，独家生产品种101个，列入国家基本药物目录品种67个，国家医保品种267个。近年来，公司资产质量和盈利能力不断提升，产品销售收入和市场占有率不断提高。公司大品种战略取得新突破，公司25个大品种全年累计实现销售收入184,492万元，同比增长16,956万元，增幅10.12%。公司全年销售收入过亿品种达到5个，销售收入超过5,000万-1亿的品种达到5个。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。

心血管中成药行业快速增长

公司的主要产品是中成药，属于中成药行业，2013年中成药行业的营业额为5065亿元，同比增长21.09%，利润总额为538亿元，同比增长21.40%。2014年前9月中成药行业的营业额为4046亿元，同比增长13.74%，利润总额为396亿元，同比增长11.06%。中药行业近几年的收入、利润增长整体较快。

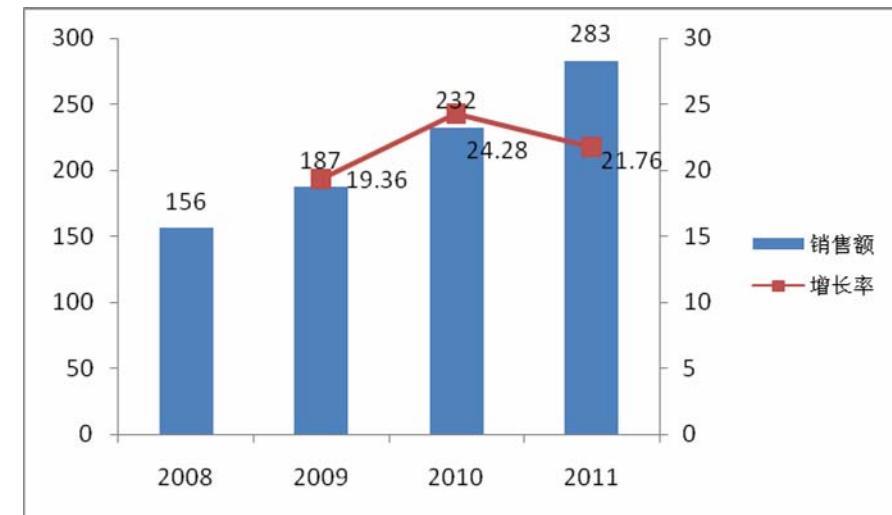
图1、中成药行业的收入、利润总额增速



数据来源：国元香港

心脑血管的疾病发病率不断上升，中药治疗效果较好，可长期持续使用，心脑血管口服中药销售收入快速增长，增长率高于中药行业。

图 2、心脑血管中成药行业的收入及增速



数据来源：国元香港

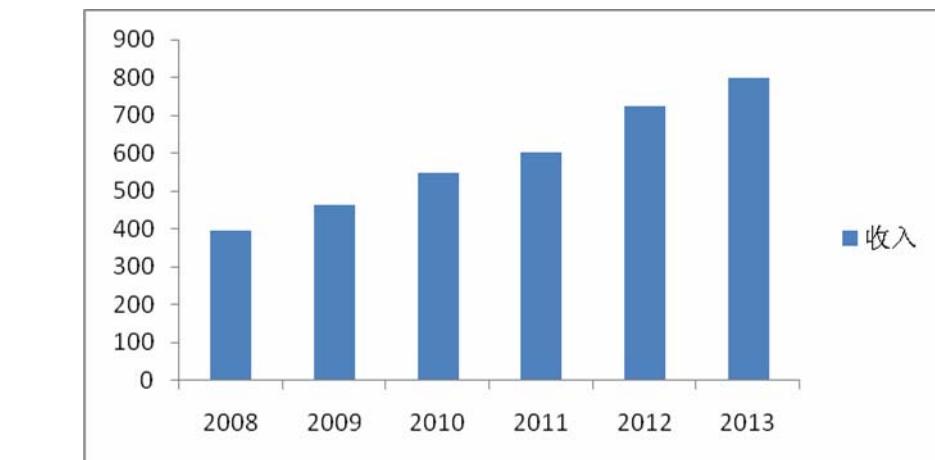
关键产品市场空间大

关键产品均是大容量品种

公司目前有5个过亿的品种，分别为速效救心丸、通脉养心丸、京万红软膏、清咽滴丸、特子社复，独家基药4个包括速效救心丸、京万红软膏、清咽滴丸、癃清片。2012年版新基药目录显示，中新药业有多个产品进入，其中独家有癃清片、京万红软膏、清咽滴丸，新进入的独家基药快速增长，比如京万红软膏2013年实现销售收入10,500万元，同比增长22.14%，成为公司第5个过亿品种，其他新进入的品种也将快速增长。

速效救心丸是公司的重点品种，治疗冠心病、心绞痛，临床疗效佳，既可以急用缓解症状，也可以长期使用治疗疾病，客户的信任度高，日服用金额为3元，到中药低价药日用金额上限5元，有较大的提升空间，心血管疾病发病率逐年上升，产品的空间大。速效救心丸近几年收入增长情况良好。公司产品线丰富，低价药可挖掘的空间很大。

图 3、速效救心丸销售收入 (单位: 百万元)



数据来源：国元香港

政策分析：基本药物比例有望提升，低价药有提价空间，

公司基药数量多，列入国家基本药物目录品种67个，其中独家基药4个包括速效救心丸、京万红软膏、清咽滴丸、癃清片。随着基药的使用比例上升，公司产品的销售收入有望提升。

卫生部于二零一三年三月十五日发布了新版国家基本药物目录，包括317种化学药和生物制品，203种中药。在新版基药目录发布后，还颁布了更详细的政策，例如进一步优化基药招标系统、制订各类卫生机构采购及使用基药比例的制度等。明确政府办基层医疗卫生机构要全部配备和使用基本药物，合理确定二三级医院基本药物使用比例，加强基本药物应用指南和处方集的宣传和培训，促进基本药物优先合理使用。有关政策落实以后，预期将会提高基本药物的使用比例和使用量，特别是在二三级医院的使用比例和使用量。因此新版基药目录的实施，为公司未来基本药物的销售提供广阔的市场空间。

2014年5月发改委已经公布了低价药目录，公司多个品种包括速效救心丸等入选低价药目录，目前部分产品已经在提价，各个产品的提价幅度不一，速效救心丸等独家品种未来提价的空间较大，对利润增加的效果明显，低价药政策对公司整体利好，以后销售改善的空间更大。

财务分析

公司的营业收入稳健较快增长，2012-2014年三季报分别增长16. 8%、17. 16%、13. 66%，主要和公司的产品线丰富，临床效果较好，市场需求大，保证了销售的稳健增长。扣非后净利润2012-2014年三季报分别增长46. 22%、-16. 58%、10. 08%。

图 4、公司的成长性



数据来源：国元香港

表 1、行业相关公司估值及评级

代码	公司名称	股价	市值(亿)	EPS			PE		
				2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
1666 hk EQUITY	同仁堂科技	9.79	125.39	0.81	0.45	0.53	29.72	20.65	17.60
8138 hk EQUITY	同仁堂国药	10.20	84.66	0.29	0.35	0.46	35.17	28.57	21.88
000538 CS EQUITY	云南白药	60.15	626.40	4.18	3.07	3.78	30.54	24.46	19.86
1681 HK EQUITY	康臣药业	5.97	59.70	0.20	0.28	0.35	29.85	21.03	16.35
600535 CH EQUITY	天士力	42.30	436.89	1.34	1.74	2.19	40.08	29.44	23.38
874 hk EQUITY	白云山	23.45	415.29	0.96	1.18	1.44	27.59	19.98	16.37
002603 CH EQUITY	以岭药业	33.04	186.14	0.55	0.87	1.15	74.55	46.09	34.68
1513 hk EQUITY	丽珠集团	48.40	166.85	2.07	2.26	2.76	23.38	21.95	17.99

资料来源：国元证券（香港）

利润表	2011A	2012A	2013A	2014B	2015E	2016B	财务分析	2011A	2012A	2013A	2014B	2015E	2016B
	营业收入	营业成本	营业税金及附加	营业费用	管理费用	财务费用	资产减值损失	毛利率	三费/销售收入	EBIT/销售收入	EBITDA/销售收	销售净利率	
减: 营业成本	2825.67	3339.11	4094.03	4762.08	5870.12	7313.10							
营业税金及附加	35.64	40.58	43.31	49.94	62.17	77.47							
营业费用	900.66	1106.14	1203.39	1338.82	1657.34	2063.96							
管理费用	334.90	352.94	329.76	332.63	416.71	528.89							
财务费用	51.66	54.43	52.93	48.30	51.60	57.20							
资产减值损失	15.91	13.73	-12.76	0.00	0.00	0.00							
加: 投资收益	44.09	276.91	105.49	61.00	73.00	86.50	ROE	13.15%	20.65%	14.55%	14.65%	18.15%	19.71%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.06	0.00	0.00	0.00	ROA	8.16%	13.46%	9.15%	10.90%	12.94%	14.79%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	11.49%	18.91%	13.40%	15.15%	23.05%	22.85%
营业利润	271.53	499.91	405.02	458.93	642.52	795.69	增长率						
加: 其他非经营损益	10.10	17.53	12.04	0.00	0.00	0.00	销售收入增长率	26.44%	16.80%	17.16%	15.30%	24.50%	24.60%
利润总额	281.63	517.44	417.06	458.93	642.52	795.69	EBIT 增长率	-16.30%	72.13%	-17.72%	9.61%	36.85%	22.87%
减: 所得税	15.05	59.15	56.47	59.69	85.43	106.38	EBITDA 增长率	-12.06%	54.30%	-16.67%	11.75%	30.33%	18.66%
净利润	266.59	458.29	360.59	399.24	557.09	689.31	净利润增长率	-16.91%	71.91%	-21.32%	10.72%	39.54%	23.73%
减: 少数股东损益	18.94	16.99	8.79	9.74	13.59	16.81	总资产增长率	8.87%	4.43%	20.95%	-7.95%	15.27%	7.49%
归属母公司股东净	247.65	441.30	351.79	389.50	543.51	672.50	股东权益增长率	4.61%	13.51%	13.13%	9.98%	12.66%	13.90%
资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014B	2015E	2016B	经营营运资本增长率	7.59%	53.91%	12.88%	-17.51%	64.67%	-10.12%
货币资金	343.46	265.16	422.45	490.66	553.00	365.60	资本结构						
应收和预付款项	1018.01	1307.65	1535.94	1096.00	1640.60	2013.70	资产负债率	44.90%	45.48%	49.06%	40.11%	42.16%	39.29%
存货	729.61	771.91	816.89	896.00	936.00	987.00	投资资本/总资产	63.66%	69.51%	57.48%	56.03%	60.21%	51.77%
其他流动资产	0.00	0.00	289.79	289.79	289.79	289.79	带息债务/总负债	38.57%	45.98%	42.70%	7.89%	18.54%	0.00%
长期股权投资	507.18	674.01	544.77	544.77	544.77	544.77	流动比率	1.21	1.27	1.27	1.55	1.64	1.87
投资性房地产	29.63	28.63	27.66	23.99	20.32	16.65	速动比率	0.79	0.85	0.84	0.91	1.11	1.31
固定资产和在建工	1105.21	909.41	886.22	798.86	711.51	624.15	股利支付率	59.71%	33.51%	21.02%	38.08%	38.08%	38.08%
无形资产和开发支	203.68	178.90	198.59	189.56	180.53	171.50							
其他非流动资产	65.51	43.84	332.68	323.76	314.83	314.83	现金流量表	2011A	2012A	2013A	2014B	2015E	2016B
资产总计	4002.28	4179.51	5054.98	4653.35	5363.77	5765.63	税后经营利润	223.93	179.71	256.24	338.24	484.09	602.81
短期借款	692.00	874.00	1059.00	147.31	419.40	0.00	折旧与摊销	102.08	99.25	88.62	108.98	108.98	100.05
应付和预收款项	897.12	974.06	1115.53	1413.85	1536.72	1960.08	资产减值损失	15.91	13.73	-12.76	0.00	0.00	0.00
长期借款	1.16	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息费用	50.27	53.63	54.72	48.30	51.60	57.20
其他负债	206.94	52.68	305.49	305.49	305.49	305.49	其他财务费用	6.54	9.42	7.22			
负债合计	1797.22	1900.74	2480.01	1866.65	2261.61	2265.57	存货的减少	-115.28	-98.56	-45.49	-79.11	-40.00	-51.00
股本	739.31	739.31	739.31	739.31	739.31	739.31	经营性应收项目的减少	-160.80	-414.69	-238.04	-208.00	-276.42	-241.59
资本公积	594.54	555.74	558.49	558.49	558.49	558.49	经营性应付项目的增加	78.16	200.81	108.77	112.00	122.87	153.36
留存收益	548.77	841.85	1119.58	1360.78	1697.34	2113.78	其他	-20.39	-13.07	1.39	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东	1882.62	2136.90	2417.38	2658.58	2995.14	3411.58	经营活动产生的现金流量	180.42	30.23	220.65	320.41	451.12	620.84
少数股东权益	322.44	141.88	157.58	167.32	180.91	197.72	投资性现金净流量	33.73	22.41	-166.22	16.80	-102.00	0.00
股东权益合计	2205.06	2278.77	2574.96	2825.90	3176.05	3609.30	筹资性现金净流量	-197.72	-75.32	266.47	-269.00	-286.00	-371.51
负债和股东权益合	4002.28	4179.51	5054.98	4692.55	5437.66	5874.87	现金流量净额	16.35	-22.63	321.78	68.21	63.12	249.33

投资评级定义和免责条款

投资评级:

强烈推荐 预期股价在未来 12 个月上升 20%以上

推荐 预期股价在未来 12 个月上升 5%~20%

中性 预期股价在未来 12 个月上升或下跌 5%以内

卖出 预期股价在未来 12 个月下跌 5%~20%

强烈卖出 预期股价在未来 12 个月下跌 20%以上

免责申明:

此刊物只供阁下参考，在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元证券(香港)有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元(香港)”)编写，所载资料的来源皆被国元(香港)认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础，只是表达观点，国元(香港)或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元(香港)于最初发此刊物日期当日的判断，可随时更改。国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认：

分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见；及

分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定，投资者务请运用个人独立思考能力，慎密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前，应先咨询专业意见。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系；及

已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多为董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。未经国元(香港)事先授权，任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元(香港)保留一切追究权利。

规范性披露

分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。

国元证券(香港)有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

国元证券(香港)有限公司

香港干诺道中 3 号中国建设银行大厦 22 楼

电 话: (852) 3769 6888

传 真: (852) 3769 6999

服务热线: 400-888-1313

公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>