



## 二线产品有望加速增长，关注营销改革进展

### ——中新药业调研简报

最新评级：强烈推荐（首次）

市场数据： 2010年4月12日

上证综合指数 3129.26

深圳成分指数 12399.20

沪深300指数 3351.48

沪深成交金额 3149.45亿

报告时间： 2010年4月12日

报告类型： 调研报告

研究员： 张宏斌、于宏

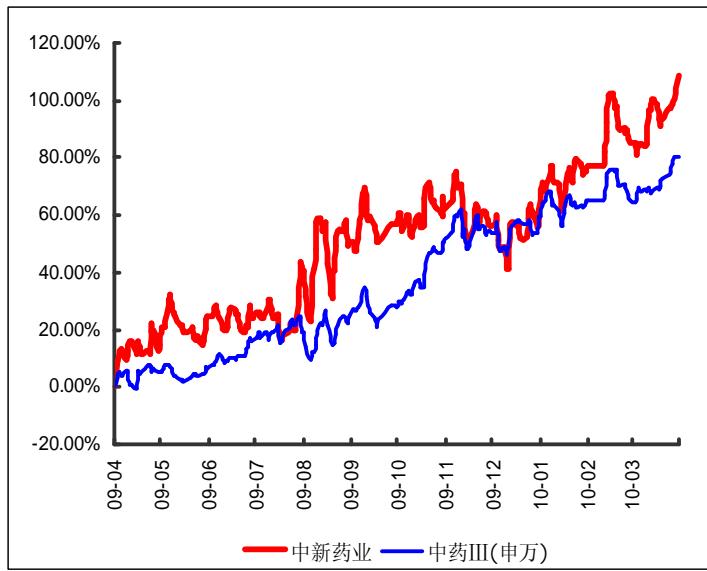
电 话： (0351)4131415

E mail： zhanghb@dtsbc.com.cn

地 址： 山西·太原·青年路8号

邮 编： 030001

网 址： <http://www.dtsbc.com.cn>



#### ■ 事件

近日，我们前往中新药业调研，通过与董秘焦艳女士的交流，我们对公司的生产经营情况以及营销体制改革的进展情况有了进一步的了解。

#### ■ 点评

##### 公司是传统中药与现代中药有机结合的大型医药集团

中新药业是传统中药与现代中药相结合的大型医药集团，旗下拥有天津隆顺榕、乐仁堂、达仁堂等三家中华老字号企业，以及包括中药六厂在内的多家现代中药企业，并与葛兰素史克、美国百特、韩国新丰、以色列泰沃等全球性的制药巨头合资创办医药企业，并在新加坡和上海两地上市。公司目前拥有700余个注册品种，其中速效救心丸为国家机密品种，共有中药保护品种21个，独家生产品种109个，药品涵盖心脑血管、呼吸系统、解热镇痛、消化系统、抗病毒、降糖、抗肿瘤等多个领域。公司共有193个产品进入新版医保目录，其中16个是首次入选，分别是甲类药品参

芩白术丸（散、颗粒）、牛黄降压片、济生肾气丸；乙类药品：清肺消炎丸、通脉养心丸、治咳川贝枇杷滴丸、导赤丸、胃肠安丸、女金丸、荷叶丸、小儿至宝丸、少腹逐瘀丸、得生丸、痔血丸、清肺抑火丸、活络丸，其中大部分都属于公司重点发展的 23 个大品种。目前，公司众多产品中仅有速效救心丸实现全国范围内销售，其余品种的主要市场均在天津地区。随着公司“津药走向全国”战略的逐步推进，公司销售收入有望呈现几何式增长。

### 公司将加快营销模式改革的速度，“借船出海”成为一大亮点

公司建立了以中新销售公司、营销公司和医药公司三个分公司为平台的销售体系，其中中新销售公司主要负责速效救心丸、舒脑欣滴丸以及京万红等主要产品的销售，从而理顺了销售网络，解决了 2006 年改革之前的速效救心丸终端销售价格体系混乱、销售费用和应收账款居高不下的情况。公司目前拥有一支 400 余人的专业销售队伍，销售网络逐渐下沉到社区、城乡等第三终端领域，致使公司对终端市场的控制力得到有效提升。随着营销网络的全面铺开，我们认为，公司重点发展 23 个大品种将走向全国，公司在天津及周边地区和其他省市的销售占比将从目前的 6:4 逐步转变为 3:7，公司销售收入有望再上一个台阶。

对于其他品种，公司主要采取“借船出海”的营销措施，即公司计划在全国控股 5~6 家规模不大但终端控制能力较强的地方性商业流通企业，这些控股的医药商业企业将按照协议规定的比例销售公司药品。通过这种控股地方性商业流通企业的方式，弥补目前公司销售队伍薄弱的劣势，完成销售网络的全国性布局，从而拉动公司医药工业销售收入，也能从中获得一些投资收益。目前，公司正在与几家地方性医药商业企业洽谈，我们预计今年公司能够完成部分地区的布局。

### 速效救心丸各省招标价格令人满意，有望实现量价齐升

09 年速效救心丸共销售 320 万条，销售收入为 4.6 亿，增速为 17.6%，天津地区的销售量占比在 15%-20% 之间。09 年速效救心丸的均价为 185 元/条，今年 1 月份出厂价提高 8% 至 195 元/条，我们认为速效救心丸仍有提价空间。目前已经有约三分之二的省份完成了招标工作，速效救心丸各省的招标价格均在 20 元左右。随着基本医药目录的逐步推行，我们认为，作为独家产品入选基本医疗目录的速效救心丸销量增速有望超过 25%，销售收入将达到 30% 以上的增长。

由于速效救心丸的主要成分为川芎，西南大旱导致的三七等中药材价格上涨对公司总体影响不大，速效救心丸毛利率有望保持在 68% 左右的水平。

### 二线品种有望加速增长，多个品种收入有望过亿

今年公司将在全国范围内主推清肺消炎丸、通脉养心丸以及抗癌药紫龙金片，这三个品种 09 年收入均为 5000 万元左右，我们预计这三个品种未来三年的收入复合增长率将可能达到 35%-40% 的水平。清咽滴丸近几年的销售收入一直在 8000 万左右，去年其销售收入有所增长，

但收入仍不足 9000 万，我们认为清咽滴丸的销售收入有望过亿。此外，黄芪多糖去年销售收入约为 3000 万，目前处于供不应求的状况，新的生产线将于今年上半年建成，我们预计新的生产线将于今年四季度至明年一季度投产，产能将从原来的 15 万只扩大至 80 万只的水平。我们认为，未来两年黄芪多糖销售收入也有望破亿。

### 参股企业发展前景明朗，中美史克业绩有望再度爆发

中美史克 09 年进军消费保健品市场，其中舒适达牙膏广告投入达到 1 亿元，导致中美史克 09 年利润仅为 2.3 亿元，低于 08 年的 2.8 亿元。我们认为，随着舒适达牙膏知名度的扩大，凭借中美史克优秀的营销体系和渠道，舒适达牙膏将很快成为中美史克新的利润增长点，公司参股中美史克而获得的投资收益有望得到稳步增长。

华立达的主要产品干扰素今年能够实现扭亏，此外，华立达的主要看点在于未来将有 5-6 个新品种通过 SFDA 的审批而上市，这将成为华立达进一步发展的主要原动力，其业绩有望得到逐步释放。

百特医疗 09 年实现净利润 1004 万元，目前由仓库改造成的新生产线已经完成，二期扩产也在进行中，完工后将打破目前的产能瓶颈，百特医疗未来几年将保持较快的发展势头。

### 分红预案获得新交所批准的概率极大

公司推出了每 10 股转增 10 股的分红预案。由于中新药业在上海和新加坡两地上市，其分红方案的最终实施需要新加坡证券交易所的批准。据我们了解到的情况，公司目前正在与新交所积极沟通，估计获批的难度不会太大。

### 投资建议

我们认为，随着公司营销模式的进一步调整，速效救心丸未来三年将会保持快速增长，多个二线产品收入有望突破 1 亿元。从一季度开始，公司将缴纳所得税，税率为 15%。综合各种情况，我们预计公司未来三年有望继续保持快速增长，2010-2012 年的每股收益分别为 0.95 元、1.25 元和 1.62 元。鉴于公司正处在高速发展的阶段，我们认为其 10 年合理的估值水平应在 40 倍，目标价为 38 元，首次给予中新药业“强烈推荐”的投资评级。

### 风险提示

1、营销改革速度放慢的风险；2、原材料价格持续上涨的风险；3、管理不善导致费用过高的风险。



大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”	表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

免责声明：

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，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。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。