



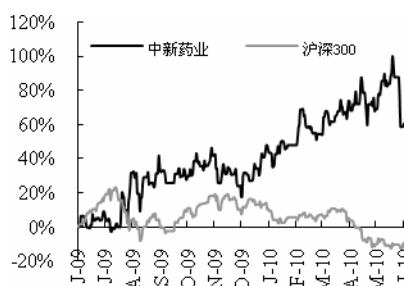
金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

医药保健
Healthcare

2010 年 6 月 22 日

市场数据	2010 年 6 月 22 日
当前价格 (元)	27.26
52 周价格区间 (元)	16.00 34.38
总市值 (百万)	7350.78
流通市值 (百万)	7270.70
总股本 (万股)	36965
流通股 (万股)	26672
日均成交额 (百万)	107
近一月换手 (%)	63.68
Beta (2 年)	0.43
第一大股东	天津市医药集团有限公司
公司网址	www.zhongxinyaoe.com

收益率比较



魏芳 胡骥 (协助)

+86 755 83025665

huji@jyzq.cn

执业证书编号

魏芳: S0370207120041

胡骥: S0370110030028

中新药业 (600329) 投资价值分析报告

——中药品种资源得天独厚, 营销整合继续深入

评级: 增持

盈利预测	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	2880.86	3436.67	3845.74	4288.13
主营收入增长率%	21.79%	19.29%	11.90%	11.50%
净利润 (百万元)	257.82	295.70	367.56	463.06
净利润增长率%	41.60%	14.69%	24.30%	25.98%
每股收益 (元)	0.697	0.800	0.994	1.253
PE	39	34	27	22

资料来源: 金元证券研究所

投资要点

- 公司拥有700多个药品批文, 进入医保目录品种193个。包括速效救心丸在内的独家品种109个, 是上市公司中独家品种最丰富的公司。众多优秀的产品是公司最核心的优势, 配合以适当的营销策略在新医改的行业大背景下将迅速转化为公司业绩。
- 公司通过营销改革快速扭亏, 高速成长的业绩表明公司的营销改革卓有成效。公司近期提出了以精细化营销为核心的第二阶段的营销整合战略, 大力开拓医院市场, 分产品线的市场推广和销售架构, 加大OTC的广告投入。第二阶段营销改革的深入实施有望使公司的销售再上一个台阶, 主营业务保持快速增长。
- 公司控股、参股公司众多, 贡献投资收益可观且稳定。中美史克盈利稳定, 未来依然是贡献投资收益的绝对主力。
- 集团对公司未来定位清晰, 把中新药业作为天津医药集团的中药、中成药上市平台, 未来可能剥离化学药资产和注入集团中药资产。
- 盈利预测

我们预计公司主营利润将保持稳定、高速增长, 10 年同比增长约 40%。但 10 年相比 09 年少了处理资产的一次性收入和递延所得税, 不考虑处理资产获得的一次性收入, 10-12 年的 EPS 分别为 0.80, 1.00, 1.25 元。

投资建议

众多优秀的中药品种和参股资产是公司的核心优势, 公司营销改革和医保扩容助力优秀产品转换为业绩。目前的股价对应 10 年的市盈率为 34 倍, 估值相对行业整体估值还比较合理。给予“增持”评级, 并建议将其作为长期投资品种关注。

股价表现催化剂

1. 可能推出管理层激励方案
2. 可能剥离化学药资产为公司带来一次性投资收益
3. 集团可能注入优质中药资产

公司概况及主营业务

中新药业是历史悠久的，以中药创新为特色的，在新加坡和上海两地上市的大型医药集团。旗下拥有天津隆顺榕、乐仁堂、达仁堂等数家中华老字号企业，此外还有中药六厂等现代中药标志性企业，并与葛兰素史克、以色列泰沃、美国百特、韩国新丰等全球知名药企联手合资。

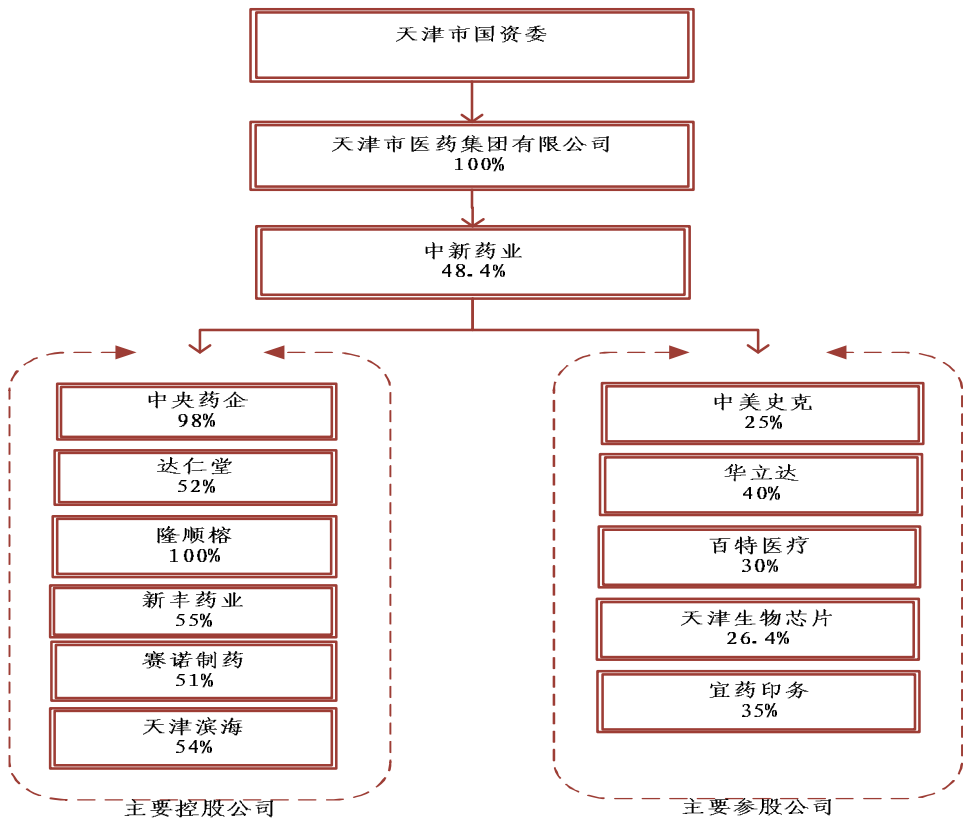
公司拥有 700 多个药品批文，进入医保目录品种 193 个，新进入医保目录 16 个，是国内拥有药品批文和医保目录品种最多的企业之一。公司共有中药保护品种 21 个，独家生产品种 109 个，涵盖心脑血管，解热镇痛，呼吸系统，消化系统，降糖，抗病毒，抗肿瘤等多个领域。

主打产品速效救心丸是我国具有自主知识产权的、目前仅有的三个国家级机密的中成药品种之一，其配方、工艺均在保密范围之内。

公司曾由于管理和营销方面的不足，从 2006 年起陷入了低谷，连续两年出现亏损。近两年公司在新管理层的领导下进行了管理和营销的改革，逐步剥离了不良资产，优化了组织结构，建立了新的销售体系，基本面得到较大改善。公司通过收购隆顺榕发展有限公司股权成功介入保健品板块。公司整体战略布局的确立为公司作为现代大型综合型医药企业从而发挥集团效应提供了有效保证，公司形成了有利于企业可持续发展的产业链。

公司大股东为天津市医药集团有限公司，成立于 1996 年，是天津市重点培育和重点发展的国有独资公司，中国 500 强企业。

图 1 公司股权结构及主要控股、参股公司



资料来源：公司公告，金元证券研究所

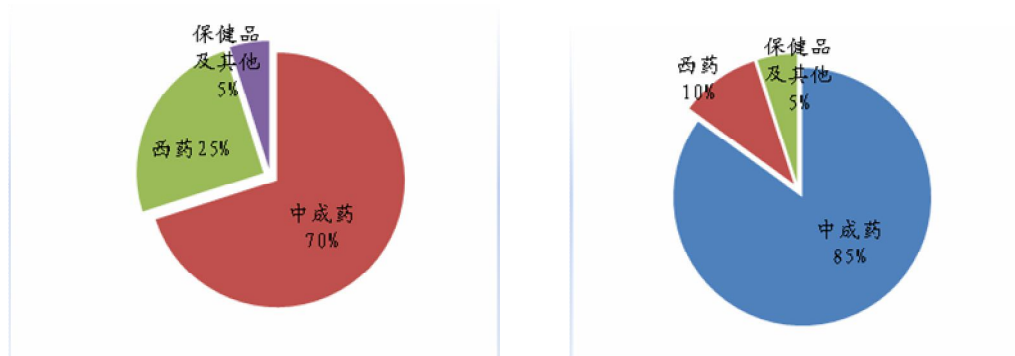
公司主营业务包括中药、化学药、生物医药、保健品等。从主营业务看，09 年中药占收入比重的 70%，毛利比重的 85%，相比 08 年有所提高。中药是公司的核心业务，在中药 20.8 亿收入中，速效救心丸占 4.7 亿收入。

图 2 公司近年运营情况



资料来源：公司公告，金元证券研究所

图 3 公司收入及毛利构成



资料来源：公司公告，金元证券研究所

公司营销改革卓有成效，在医改大背景下，下一阶段的营销深入整合将使公司业务再上新台阶

经历了 06、07 年连续两年亏损的情况下，公司启动了全方位的改革调整。公司对经营效益连年亏损且未来短期不纳入公司重点发展战略的分子公司进行关闭、剥离与转让，提高了资产质量。

2008 年，中新药业实施了津药走向全国的战略，并定下了未来三年实现收入和利润翻番的经营目标。营销改革已经显现成效，包括停产消耗产品库存，实现现款现货，逐步提高速效救心丸出厂价格，理顺终端销售价，清理经销商，加大终端推广力度，业绩逐步得到释放。

伴随公司的管理改革和营销改革，公司 2006 年-2009 年三年的期间费用率逐年下降，由 06 年的 47.4%，下降至 09 年的 30.9%。收入和利润均实现快速、稳定的增长。

我们认为公司的营销改革卓有成效，但目前营销依然是公司的短板。公司管理层也并未停止对营销改革的探索，正进入更深入的营销整合。打造具全国性强势终端品牌，兼顾 OTC 和医院两块市场，重点打造 23 个重点品种，针对新医改方案实施积极参与地方医保目录调整和招标工作，是未来营销整合的主要方向。

在新医改和医保扩容的大背景下，公司 193 个品种进入医保目录，主打品种速效救心丸新进入基本药物目录，进一步深入的营销改革有望在较短的时间内取得明显的效果，真正克服公司营销薄弱的短板。

表 1 公司营销改革情况

	措施	效果
已进行的营销改革 (2006 到 2009 年)	关闭、剥离与转让亏损且不纳入公司重点发展战略的业务	盈利状况逐年好转，08 年扭亏

	重点产品战略，对 23 个重点产品重点推广，深耕细作	改变自然销售状态，速效救心丸、清咽滴丸等重点品种销售稳定增长
	销售网络下沉，规范渠道，加强销售终端控制力	摆脱以前依靠渠道压货完成经营指标的困境，重点产品目前均采取了现款现货
	对商业资源整合，避免内耗。控制商业规模，减少资金占用	目前公司已经建立了中新销售公司、营销中心和医药公司三个分公司为平台的销售体系。销售费用逐年下降
	改进销售人员的考核	对相关人员进行良性的激励
	2008 年实施了津药走向全国的战略，定下了未来三年实现收入和利润翻番的经营目标。	销售收入稳定增长，从目前来看 11 年实现翻番目标可期
	目前存在问题	营销整合计划、目标
营销深入整合计划 (从 2009 年开始)	公司目前在天津及周边地区销售收入占 70%、全国其他地区占 30%，打开全国市场是未来的关键	实施“借船出海”战略。与当地医药商业相结合，公司首先从各地的子公司、分公司着手操作，力争起到示范效果，然后全国推广。目前在上海、广州、北京、四川推进，有望在明年为公司销售增长做出实质性贡献。 目标把（天津及周边地区：全国）销售比例从（7:3）变为（3:7）
	终端品牌影响力不足，医院终端学术推广力度不够，OTC 品牌标认知度在全国范围内有待提高。	继续深化营销模式改革，主动营造健康可控的成长性市场。把终端需求拉动作为公司营销的核心。对于处方药加强学术推广，对于 OTC 产品加大广告投入，提高品牌认知度。通过收购一些小型的终端销售公司加强产品纯销。
	目前销售体系还不是很完善，销售人员难以兼顾众多产品	整理、完善销售组织架构。处方药和 OTC 销售分两条线进行，对于处方药的医院学术推广分产品线进行。
	品种较多，但除了速效救心丸外销售收入均未过亿。	继续坚定不移地实施大品种战略，对 23 个重点品种的销售进行深度策划，深度挖掘产品自身的销售卖点，建立支撑卖点的临床数据体系和理论体系。针对新医改方案实施，积极参与地方医保目录调整和招标工作，通过细分目标市场、开展多元化营销模式有步骤的拓展市场

资料来源：调研信息，金元证券研究所

重磅产品速效救心丸新进基本药物目录，加大推广力度后有望快速放量

速效救心丸是公司主打拳头产品，进入基本药物目录，是公司利润

的主要来源。速效救心丸是我国具有自主知识产权的、目前仅有的三个国家级机密的中成药品种之一，其配方、工艺均在保密范围之内。在心血管领域的中药里销售额名列前茅，并且是心血管中药主要品种里也是增长速度最快的品种之一。

心脑血管疾病用药市场规模是中国药品市场仅次于抗感染药的一个药物类别，是产生单品销售额超过 5 亿元的“重磅炸弹”品种最多的领域，我国的心脑血管中成药市场正处于自由竞争阶段，但心脑血管中成药市场近几年均保持快速增长势头市场成长性较好。

表 2 国内心血管中成药主要品牌

产品名	厂家	2009 年销售额（亿）	同比上年增速
复方丹参滴丸	天士力	14.59	7.2%
步长脑心通胶囊	陕西咸阳步长制药	8.95	11.3%
通心络胶囊	河北以岭药业	7.88	7.5%
脉络宁注射液	南京金陵药业	6.82	11.4%
银杏叶片	扬子江药业集团	5.63	12.5%
地奥心血康胶囊	成都地奥集团	5.06	2.6%
参麦注射液	石家庄神威药业	4.81	4.8%
速效救心丸	天津中新药业	4.64	17.6%
复方丹参片	广州白云山和记黄埔药业	3.49	16.6%
麝香保心丸	上海和黄药业	3.44	10.5%

资料来源：金元证券研究所

表 3 2010 年一季度我国 22 城市冠心病类产品零售销售前 10 位

排序	药品名	市场占有率
1	复方丹参滴丸	26.68%
2	速效救心丸	11.32%
3	复方丹参片	11.07%
4	脑心通胶囊	7.51%
5	心血康胶囊	6.42%
6	通心络胶囊	5.91%
7	辛伐他汀片	4.50%
8	参松养心胶囊	4.20%
9	单硝酸异山梨酯片	2.56%
10	血塞通分散片	1.97%

资料来源：健康网，金元证券研究所

09 年速效救心丸实现销售 320 万条，实现销售收入 46,489 万元，同比增长 6,960 万元，增幅 17.6%。约占公司毛利的 30%。

今年一季度销量基本与去年同期持平，因提价的影响销售额增长 10%左右，说明提价短期内对销量有一定影响。从产品市场和公司营销

策略两方面来看，我们非常看好未来几年速效救心丸的市场前景。

从公司营销角度来看，速效救心丸过去在药店销售一直好于医院，对于一款处方药，这主要是因为过去医院推广力度不足。公司加大医院学术推广力度，将会对速效救心丸销售产生非常积极的影响。

从产品角度来看，速效救心丸是上市 20 多年的品种，市场认知度很高。09 年进入基本药物目录，进入基本药物目录对速效救心丸销售的促进作用并未完全显现，随着公司医院学术推广力度的加大，协同效应将会快速显现，促进该产品销售量。

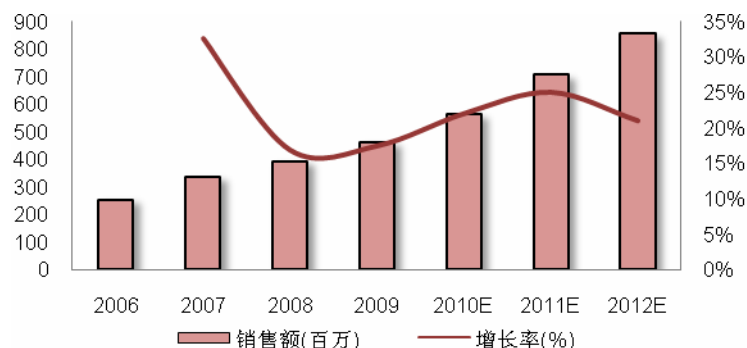
预计未来两年速效救心丸的出厂价格将保持稳定，销售收入增长速度将超过 20%。

图 4 速效救心丸分季度销售额及销售价格



资料来源：公司公告，金元证券研究所

图 5 速效救心丸销售额及增长率预测



资料来源：公司公告，金元证券研究所

实施大产品战略，打造 23 个重点产品，两年另造 4 个上亿品种

2009 年初，公司进一步对重点大品种进行调整，通过对所属品种进

行了细致地筛选与甄别，根据对单品种的市场分析及配合公司整体的销售策略，确定了重点大品种由年初的 21 个调整为 23 个。

计划到 2011 年，5 个品种收入过亿、7 个品种收入过 5000 万、6 个品种收入过 4000 万和 4 个品种收入过 2000 万。

5 大可能过亿的产品集中优势资源，加大宣传推广力度。针对销售量较小甚至处于“休眠”状态但具有独特优势及一定社会需求的老品种、小品种，公司通过采取与其他企业合作等方式凝聚社会销售力量尝试加以激活。

从目前来看，公司重点大品种的销售工作按计划稳步推进，23 个大品种 09 年累计实现销售收入 114,960 万元，同比增长 17,938 万元。

预计公司最大的利润贡献品种速效救心丸有望超保持 20% 增长速度。清咽滴丸、紫龙金片、通脉养心丸和清肺消炎丸收入最为可观且保持良好的增长势头，是公司重点打造和最具潜力的品种。

通脉养心丸、清肺消炎丸将成为未来两年增长最快的品种。

通脉养心丸新增进入医保目录，公司在营销策略上和速效救心丸联动销售，提出“一救一养”推广方案。速效救心丸定位为急救，通脉养心丸配合作为保养推荐使用将直接带动其销售，预计未来增长在 30% 以上。

清肺消炎丸 09 年虽然只销售 2500 万元，但同比增长 50%，而且主要在天津销售，在天津以外地区销售有望迎来放量。

抗癌药紫龙金片 09 年销售收入将近 6000 万元，增长 13%。临床试验检测效果很好，今年公司加大医院推广力度，对紫龙金片的销售推动将最为直接，预计未来几年增长速度将好于 09 年。

清咽滴丸 09 年收入 9000 万元，今年调整销售模式，收入有望实现过亿。

表 4 部分重点产品情况（红色为有望过亿的重点品种）

产品	产品特点	公司	应用领域	09 年销售规模	同比增长率
速效救心丸	用于气滞血瘀型冠心病，心绞痛	中新	心血管	4.7 亿	17.6%
通脉养心丸	用于胸痹心痛，心悸怔忡，心绞痛，心率不齐等	乐仁堂	心血管疾病	3000 万	70%
清咽滴丸	疏风清热，解毒利咽。适于急性咽炎。	中新	咽喉炎	9000 万	55%
紫龙金片	为肺癌患者化疗的辅助用药	隆顺榕	抗肿瘤	6000 万	13%
清肺消炎丸	用于上呼吸道感染、急性支	达仁堂	呼吸道感染	2500 万	50%

气管炎和慢性支气管炎的 急性发作



藿香正气胶囊	用于外感风寒,内伤湿滞等症	达仁堂	风寒、感冒	5000 万	17%
京万红	用于轻度水、火烫伤,疮疡肿痛,创面溃烂	中新	伤科,创口愈合	5000 万	15%
特子社复	慢性呼吸系统感染的继发性感染	新丰	呼吸系统,消炎	9000 万	8%
痹祺胶囊	益气养血,祛风除湿,活血止痛	达二	骨科,风湿	4000万	70%
金芪降糖片	轻、中型非胰岛素依赖型糖尿病	隆顺榕	糖尿病	3000 万	-24%
舒脑欣	用于血虚血瘀引起的偏头痛,症见头痛、头晕、视物昏花、健忘、失眠等。	中新	心血管	1500万	130%
降压避风片	血压舒缓下降,明显改善头痛、眩晕、心悸、耳鸣、腰酸腿痛等症状	隆顺榕	心血管	3000万	-20%
法洛西	敏感菌所致的下呼吸道感染、尿路感染、腹腔感染等	新丰	消炎	3000 万	8%
胃肠安	用于消化不良引起的腹泻,肠炎,菌痢,脘腹胀满,腹痛,食积乳积。	乐仁堂	肠胃消化系统	2000 万	8%
癃清片	用于热淋所致的尿频、尿急、尿痛、尿短、腰痛、小腹坠胀等症。	隆顺榕	内科	2000万	-5%
黄芪多糖粉针	用于化疗后白细胞减少,生活质量降低,免疫功能低下的肿瘤患者。	塞诺	抗肿瘤	2000 万	40%
麻仁软胶囊	润肠通便	中央	肠胃消化系统	3000万	20%

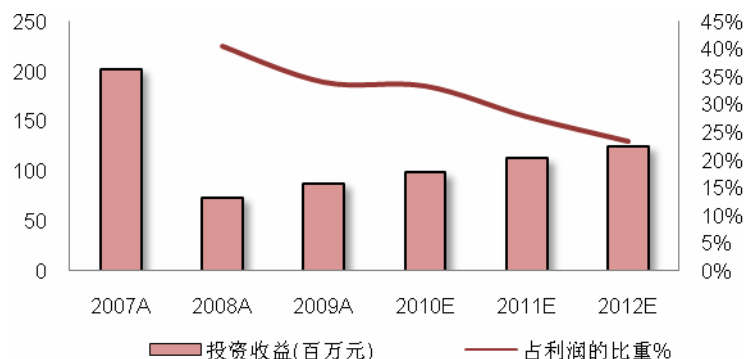
资料来源: 调研信息, 金元证券研究所

投资收益有望保持稳定增长, 但占利润比重将逐年下降

公司投资、参股多家公司, 投资收入是公司利润的重要部分。公司联营企业的外方股东都是国际地位显赫的制药巨头。几家联营公司运营稳定, 公司每年的投资收益有望将保持持续增长。从 08 年开始投资收益的增长将慢于主营业务的增长速度, 未来几年这种趋势将持续。不考

虑非中药资产剥离因素，投资收益在公司净利润中所占比重将继续保持下降的趋势。

图 6 最近几年公司投资收益及占利润比重



资料来源：公司年报，金元证券研究所

联营企业中美史克的投资受益是公司稳定的利润来源，09 年为公司贡献了 5913 万元的投资收益，占中新药业近利润的 21%。中美史克是由中新药业和 GSK、天津太平合资成立的企业。目前 06 年由于康泰克停售和管理层更替对公司生产经营的影响已经消除，最近三年收入和利润稳定。中美史克作为 GSK 在中国 OTC 业务发展的平台，凭借 GSK 丰富的产品线，公司业绩有望保持稳定的增长。

中美史克 09 年贡献利润同比下降 10%。主要由于公司新进入消费保健领域，增加推广费用，舒适达牙膏广告就花费 1 个亿。中美史克未来将继续引入保健产品，前期的广告投入将在未来几年带来收益，我们预计未来三年的成长性将好于过去几年，符合增长率超过 10%。

图 7 来自中美史克的投资收益及其增长率



资料来源：公司年报，金元证券研究所

华立达是公司与世界仿制药巨头 TEVA 的合资企业，也是 TEVA 在中

国唯一的合资企业。公司对华立达原处于控股的地位，公司与外方股东协商后在外方股东承诺注入一定的新的产品的前提下放弃了原来的控股地位。目前 TEVA 拟注入的 4 个新产品正在报批中，企业的前景值得看好。

天津百特是公司与世界输液巨头百特公司的合资公司，主要生产输液和冲洗液。天津百特产销两旺，09 年净利润 1000 多万元。目前仓库改造生产车间项目已经完成，快速提高产能。二期扩产也在进行中，完工后将极大提高产能。预计天津百特收入和利润的复合增长速度将超过 10%。

表 5 公司主要参股公司及贡献收益情况

公司名称	业务性质	股权比例	主要产品或服务	净利润 (万元)	09年贡献的 投资收益 (万元)	占上市公司 净利润 比重(%)
天津中美史克制药有限公司	医药生产	25%	芬必得、新康泰克、泰胃美针剂、肠虫清、百多邦、赛乐特	23,371.75	5,913	21.5%
天津华立达生物工程有 限公司	医药生产	40%	干扰素	-1,356.48	542	2%
天津百特医疗用品有 限公司	医药生产	30%	输液和冲洗液	1,004.66	312	1%
天津宜药印 务有限公司	包装、印 刷	35%	包装、印刷等	395.08	138	0.5%
天津生物芯 片技术有限 公司	医药生产	33%	诊断试剂	161.12	53	0.2%

资料来源：公司年报，金元证券研究所

集团战略——中新药业可能作为集团的中药资产上市平台

天津市医药集团有限公司，是天津市政府授权的从事资本经营和产业运营的大型国有独资企业集团，中国 500 强企业之一。截至 2009 年末，天津医药集团资产总值 208 亿元，拥有天津中新药业集团股份有限公司和天津力生制药股份有限公司两家上市公司及一家国家级药物研究院——天津药物研究院。

集团以医药产业为主体，科研、生产、商业销售配套，在产业结构上形成化学药、现代中药、医疗器械、医药商业互相依托这样一个较为完整的产业格局。在这 4 大块业务中，中新药业将作为中药、中成药、保健品上市平台，力生制药为化学药平台。医疗器械、医药商业方面集

团可能搭建其他平台。

作为集团中药、中成药上市平台，主营业务将主要锁定中药、中成药和保健品，旗下现有的化学药资产不是公司未来的发展方向，贡献利润仅占总利润的 10%，可能从上市公司剥离出来。中央药业是公司主要的化学药资产，中央药业持有 17.67% 的天士力集团股权。剥离化学药资产将为公司带来非常可观的投资收益，增厚每股收益。但因为其存在不确定性，在盈利预测中暂不考虑。

另一方面集团旗下其他中药资产存在注入上市公司的可能性。目前集团下盈利能力最强的中药资产为宏仁堂，09 年净利润约 5000 万。宏仁堂主要产品有血俯逐瘀胶囊、白癜风胶囊、冠心苏合胶囊等。其中血俯逐瘀胶囊为主打品种，年销售额过亿。

估值与评级

我们预计公司主营利润将保持稳定、高速增长，10 年主营业务净利润同比增长约 40%。但 10 年相比 09 年少了处理资产的一次性收入和递延所得税，不考虑未来资产注入、剥离，10-12 年的 EPS 分别为 0.80, 1.00, 1.25 元。

表 6 公司主营业务收入预测

		2008	2009	2010E	2011E	2012E
中药	收入（百万）	1623	1868	2206	2537	2844
	增长率（%）	6%	15.1%	18.1%	15.0%	12.1%
	成本（百万）	890	1043	1114	1312	1465
	毛利（百万）	733	825	1092	1225	1379
	毛利率（%）	45.18%	44.18%	49.50%	48.30%	48.50%
西药	收入（百万）	653	802	978	978	978
	增长率（%）	0%	22.8%	22%	0%	0%
	成本（百万）	525	679	817	814	815
	毛利（百万）	128	123	161	164	163
	毛利率（%）	19.58%	15.29%	16.50%	16.80%	16.70%
保健品及其他	收入（百万）	67	191	252	330	466
	增长率（%）	39%	185%	32%	31%	41%
	成本（百万）	44	128	168	221	303
	毛利（百万）	23	63	84	109	163
	毛利率（%）	34.62%	32.74%	33.50%	33.00%	35%
主营总计	收入（百万）	2343	2861	3436.668	3845.741	4288.135
	增长率（%）	5%	22%	20%	12%	12%
	成本（百万）	1459	1851	2099	2347	2582
	毛利（百万）	884	1010	1338	1499	1706
	毛利率（%）	37.74%	38.28%	38.93%	38.97%	39.78%

资料来源：金元证券研究所

我们统计目前 A 股比较典型的中药上市公司的平均估值情况，根据 10 年的 EPS（一致预期）计算 PE 平均值为 35 倍。

中新药业拥有众多优秀的中药品种，独家品种和进入医保目录品种居于 A 股上市公司前列。公司近几年发展势头良好，营销改革进展理想，基本药物制度的实施和医保扩容为公司带来了前所未有的机遇。未来业绩有望保持稳定、快速增长，成长性好于行业平均水平。公司目前股价对应 10 年市盈率为 34 倍，对应 11 年市盈率为 27 倍，估值略低于行业平均水平，相对行业情况估值合理。给予公司“增持”评级，我们将持续跟踪公司营销整合的后续效果，开拓医院市场的进展情况调整评级。

表 7 中药上市公司估值情况

证券代码	证券简称	EPS 2009	EPS 2010E	EPS 2011E	PE 2009	PE 2010E	PE 2011E
000423.SZ	东阿阿胶	0.62	0.89	1.17	58	41	31
000538.SZ	云南白药	1.13	1.58	2.01	57	41	32
000650.SZ	仁和药业	0.68	0.76	0.86	36	32	29
000989.SZ	九芝堂	0.5	0.58	0.69	26	23	19
002275.SZ	桂林三金	0.72	0.83	1.02	33	29	23
002317.SZ	众生药业	1.67	1.07	1.4	23	35	27
002349.SZ	精华制药	0.55	0.53	0.68	53	55	43
002390.SZ	信邦制药	0.72	0.69	0.9	52	54	41
002412.SZ	汉森制药	0.9	0.88	1.13	41	42	32
300039.SZ	上海凯宝	0.84	0.6	0.82	40	56	41
300049.SZ	福瑞股份	0.63	0.78	1.04	54	44	33
600085.SH	同仁堂	0.55	0.67	0.79	45	37	31
600332.SH	广州药业	0.26	0.41	0.52	41	26	21
600351.SH	亚宝药业	0.41	0.31	0.44	21	28	20
600436.SH	片仔癀	0.93	1.19	1.36	44	35	30
600479.SH	千金药业	0.6	0.81	1.03	26	20	15
600518.SH	康美药业	0.31	0.44	0.59	40	28	21
600535.SH	天士力	0.65	0.84	1.04	44	34	27
600557.SH	康缘药业	0.5	0.69	0.88	37	27	21
600572.SH	康恩贝	0.31	0.5	0.6	49	30	25
600594.SH	益佰制药	0.52	0.73	0.96	38	27	20
600750.SH	江中药业	0.68	0.88	1.12	47	36	29
600993.SH	马应龙	1.09	1.13	1.48	31	30	23
600329.SH	中新药业	0.7	0.80	1	39	34	27
	平均值	0.69	0.78	0.98	41	35	28

资料来源：Wind，金元证券研究所

表 8 财务预测与估值

（单位：百万）

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2258.44	2365.34	2880.86	3436.67	3845.74	4288.13
减: 营业成本	1467.14	1474.37	1778.13	2098.74	2346.99	2582.40
营业税金及附加	17.14	17.53	21.16	25.24	28.24	31.49
营业费用	521.96	519.39	623.43	690.77	769.15	844.76
管理费用	328.65	259.92	291.45	319.61	346.12	381.64
财务费用	77.62	74.24	49.37	52.36	35.09	21.00
资产减值损失	108.31	-4.38	-3.70	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	202.57	73.93	88.00	98.60	113.00	125.00
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	-59.82	98.19	209.03	348.55	433.16	551.83
加: 其他非经营损益	34.16	70.71	46.63	5.00	8.00	7.00
利润总额	-25.65	168.90	255.66	353.55	441.16	558.83
减: 所得税	20.57	-29.32	-19.25	38.24	49.22	65.07
净利润	-46.23	198.22	274.91	315.31	391.93	493.76
减: 少数股东损益	23.71	16.14	17.09	19.60	24.37	30.70
归属母公司股东净利润	-69.94	182.08	257.82	295.70	367.56	463.06

资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	219.98	224.33	246.58	240.57	269.20	695.37
应收和预付款项	569.87	583.49	759.93	844.15	950.75	1047.97
存货	399.02	441.47	515.97	614.11	649.64	740.87
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	514.71	531.95	533.87	632.47	745.47	870.47
投资性房地产	62.10	17.70	25.83	22.50	19.17	15.85
固定资产和在建工程	1268.94	1234.08	1136.17	952.62	769.07	585.52
无形资产和开发支出	176.06	197.71	207.92	181.47	155.02	128.56
其他非流动资产	131.58	56.02	76.92	73.58	70.23	70.23
资产总计	3342.25	3286.75	3503.20	3561.45	3628.55	4154.83
短期借款	550.00	811.50	778.00	434.18	47.84	0.00
应付和预收款项	827.78	853.80	791.67	878.44	939.94	1020.31
长期借款	120.00	0.00	100.00	100.00	100.00	100.00
其他负债	510.84	148.74	45.40	45.40	45.40	45.40
负债合计	2008.63	1814.04	1715.07	1458.02	1133.18	1165.71
股本	369.65	369.65	369.65	369.65	369.65	369.65
资本公积	1026.95	980.00	994.29	994.29	994.29	994.29
留存收益	-297.62	-113.99	155.69	451.40	818.96	1282.02
归属母公司股东权益	1098.99	1235.67	1519.64	1815.34	2182.90	2645.96
少数股东权益	234.63	237.04	268.50	288.10	312.47	343.17
股东权益合计	1333.63	1472.70	1788.13	2103.44	2495.37	2989.13
负债和股东权益合计	3342.25	3286.75	3503.20	3561.45	3628.55	4154.83

现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

经营性现金净流量	20.06	156.39	132.77	366.02	420.99	464.24
投资性现金净流量	253.90	97.55	22.04	4.25	6.80	5.95
筹资性现金净流量	-234.04	-246.66	-86.27	-376.29	-399.16	-44.02
现金流量净额	40.85	7.29	68.54	-6.02	28.64	426.17

主要估值指标

营业收入	2258.44	2365.34	2880.86	3436.67	3845.74	4288.13
增长率(%)	4.33%	4.73%	21.79%	19.29%	11.90%	11.50%
归属母公司股东净利润	-69.94	182.08	257.82	295.70	367.56	463.06
增长率(%)	81.91%	360.35%	41.60%	14.69%	24.30%	25.98%
每股收益(EPS)	-0.189	0.493	0.697	0.800	0.994	1.253
每股经营现金流	0.054	0.423	0.359	0.990	1.139	1.256
销售毛利率	35.04%	37.67%	38.28%	38.93%	38.97%	39.78%
销售净利率	-2.05%	8.38%	9.54%	9.17%	10.19%	11.51%
净资产收益率(ROE)	-6.36%	14.74%	16.97%	16.29%	16.84%	17.50%
投入资本回报率(ROIC)	2.60%	18.99%	14.47%	13.82%	15.43%	18.83%
市盈率(P/E)	-144.09	55.34	39.08	34.08	27.41	21.76
市净率(P/B)	9.17	8.15	6.63	5.55	4.62	3.81

资料来源: Wind, 金元证券研究所

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.