

评级：买入 维持评级

业绩点评

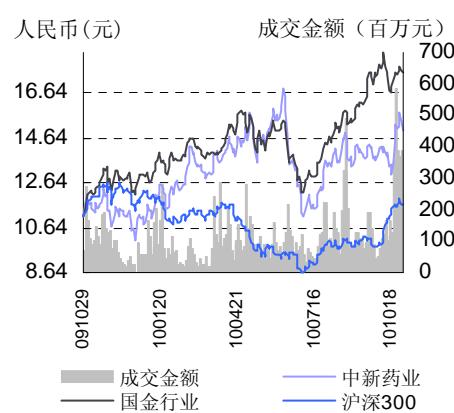
市价（人民币）：14.97元

三季报平稳，增长看明年；

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	533.43
总市值(百万元)	11,067.45
年内股价最高最低(元)	16.82/10.04
沪深300指数	3397.69
上证指数	2992.58



公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.493	0.697	0.423	0.590	0.766
每股净资产(元)	3.34	4.11	4.96	6.14	7.67
每股经营性现金流(元)	0.42	0.23	1.87	1.12	1.44
市盈率(倍)	18.15	30.97	32.18	23.05	17.76
行业优化市盈率(倍)	35.34	66.23	66.23	66.23	66.23
净利润增长率(%)	N/A	41.60%	21.17%	39.62%	29.78%
净资产收益率(%)	14.74%	16.97%	17.05%	19.23%	19.97%
总股本(百万股)	369.65	369.65	739.31	739.31	739.31

来源：公司年报、国金证券研究所

相关报告

- 《上半年医药主业实现超预期高增长;》，2010.8.13
- 《改革进入深水区,全国商业网络开始构建》，2010.7.28
- 《有足够安全边际的改善型企业;》，2010.5.17

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130210050004
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号：S1130208070242
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李龙俊 分析师 SAC 执业编号：S1130210080003
(8621)61038315
lilij@gjzq.com.cn

业绩简评

- 中新药业2010年前三季度实现净利润2.44亿元，实现EPS 0.33元，同比增长8.52%，与我们三季报业绩预览中的一致。

经营分析

- **前三季度预计自营利润同比增长60%：**前三季度公司实现销售收入25.35亿元，同比增长23%；实现毛利10亿元，同比增长23%；毛利率39.75%，略有增长；实现营业利润2.94亿元，同比增长65.73%；实现净利润2.44亿元，同比增长8.52%，增速低于营业利润是因为去年同期公司没有所得税支出、以及去年有较多的营业外收入。如果剔除子公司投资收益，公司自营利润1.85亿元，同比增长60%。
- **公司两大业务板块继续实现较快增长：**(1)医药工业。23个大品种预计实现销售收入超过10亿元，其中第六中药厂前三季度利润接近完成全年目标。(2)医药商业。市内商业的渠道理顺之后，竞争力大幅提升，前三季度商业收入增速在30%以上，规模超过13亿元。
- **10、11年改革进入深水期，开始构建全国性的商业渠道：**在营销改革成功的基础上，公司将着力开展全国性商业网络的构建。全国性网络的构建，将真正意义上帮助“津药”走向全国，也有助于公司销售整体再上一个台阶。商业网络的构建分为以下几个层次：(1)速效的经销商网络建设；(2)医院市场网络建设；(3)农村网络建设；(4)探索与全国各地商业公司合作的模式，增加中新产品的销售力量。以上几种全国性商业网络的构建，将是公司未来两年收入增长的主要动力。

盈利调整

- 我们维持公司2010、2011年全面摊薄后EPS为0.423元、0.590元的盈利预测，主营利润同比增长50%、40%。

投资建议

- 维持“买入”评级。公司未来几年主业的持续成长性是可预期的，是较好的时间换空间的品种，有长期投资的价值。另外公司今明两年商业网络的建设，如果能够达到过去两年营销改革类似的成果，业绩也会有更大的弹性。

图表1：公司三张表预测

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2,258	2,365	2,881	3,366	3,820	4,170	货币资金	356	362	365	380	509	896
增长率		4.7%	21.8%	16.8%	13.5%	9.2%	应收款项	533	520	690	737	822	887
主营业务成本	-1,467	-1,474	-1,778	-1,974	-2,185	-2,355	存货	395	441	516	595	658	710
%销售收入	65.0%	62.3%	61.7%	58.6%	57.2%	56.5%	其他流动资产	50	63	70	101	111	120
毛利	791	891	1,103	1,392	1,635	1,815	流动资产	1,335	1,387	1,641	1,812	2,101	2,611
%销售收入	35.0%	37.7%	38.3%	41.4%	42.8%	43.5%	%总资产	38.4%	40.2%	44.7%	49.0%	50.2%	53.5%
营业税金及附加	-17	-18	-21	-24	-31	-33	长期投资	709	601	630	631	630	630
%销售收入	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	固定资产	1,256	1,234	1,136	1,046	1,238	1,421
营业费用	-522	-519	-623	-741	-825	-876	%总资产	36.2%	35.8%	31.0%	28.3%	29.6%	29.1%
%销售收入	23.1%	22.0%	21.6%	22.0%	21.6%	21.0%	无形资产	172	202	215	205	211	217
管理费用	-322	-260	-291	-330	-359	-375	非流动资产	2,137	2,058	2,026	1,884	2,082	2,270
%销售收入	14.3%	11.0%	10.1%	9.8%	9.4%	9.0%	%总资产	61.6%	59.8%	55.3%	51.0%	49.8%	46.5%
息税前利润（EBIT）	-70	94	167	298	420	531	资产总计	3,472	3,445	3,667	3,697	4,182	4,881
%销售收入	n.a	4.0%	5.8%	8.9%	11.0%	12.7%	短期借款	970	932	778	94	0	0
财务费用	-78	-74	-49	-41	-19	-1	应付款项	836	854	792	1,218	1,350	1,452
%销售收入	3.4%	3.1%	1.7%	1.2%	0.5%	0.0%	其他流动负债	105	151	154	172	169	183
资产减值损失	-114	4	4	0	-16	-14	流动负债	1,911	1,937	1,724	1,484	1,520	1,635
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	120	0	100	100	100	101
投资收益	199	74	88	120	145	170	其他长期负债	96	36	55	0	0	0
%税前利润	-698.1%	43.8%	34.4%	31.8%	27.4%	24.8%	负债	2,127	1,972	1,879	1,584	1,620	1,736
营业利润	-63	98	209	377	529	686	普通股股东权益	1,110	1,236	1,520	1,832	2,268	2,834
营业利润率	n.a	4.2%	7.3%	11.2%	13.9%	16.4%	少数股东权益	236	237	268	280	294	311
营业外收支	34	71	47	0	0	0	负债股东权益合计	3,472	3,445	3,667	3,697	4,182	4,881
税前利润	-29	169	256	377	529	686							
利润率	n.a	7.1%	8.9%	11.2%	13.9%	16.4%							
所得税	-21	29	19	-53	-79	-103							
所得税率	n.a	-17.4%	-7.5%	14.0%	15.0%	15.0%							
净利润	-49	198	275	324	450	583							
少数股东损益	24	16	17	12	14	17							
归属于母公司的净；	-73	182	258	312	436	566							
净利率	n.a	7.7%	8.9%	9.3%	11.4%	13.6%							
现金流量表（人民币百万元）							比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金净流	18	156	83	690	415	532	每股指标						
资本开支	70	14	-78	-8	-309	-310	每股收益	-0.197	0.493	0.697	0.423	0.590	0.766
投资	135	24	-4	-1	0	0	每股净资产	3.002	3.343	4.111	4.956	6.136	7.667
其他	49	59	105	120	145	170	每股经营现金净流	0.050	0.421	0.226	1.866	1.121	1.440
投资活动现金净流	254	98	22	111	-164	-140	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股权募资	0	0	20	0	0	0	回报率						
债权募资	-145	-162	-49	-729	-94	1	净资产收益率	-6.56%	14.74%	16.97%	17.05%	19.23%	19.97%
其他	-88	-84	-57	-56	-27	-7	总资产收益率	-2.10%	5.29%	7.03%	8.45%	10.43%	11.60%
筹资活动现金净流	-233	-247	-86	-786	-121	-6	投入资本收益率	-4.95%	4.58%	6.70%	11.12%	13.42%	13.90%
现金净流量	39	7	19	15	129	386	增长率						
							主营业务收入增长率	5.04%	4.73%	21.79%	16.84%	13.49%	9.16%
							EBIT增长率	-80.36%	#####	77.11%	78.92%	40.90%	26.34%
							净利润增长率	-80.72%	N/A	41.60%	21.17%	39.62%	29.78%
							总资产增长率	-0.98%	-0.79%	6.45%	0.81%	13.13%	16.72%
资产管能力							应收账款周转天数	45.7	45.7	48.3	46.0	46.0	46.0
							存货周转天数	110.2	103.6	98.3	110.0	110.0	110.0
							应付账款周转天数	73.1	72.1	76.5	75.0	75.0	75.0
							固定资产周转天数	201.9	184.1	149.0	117.6	107.9	106.2
偿债能力							净负债/股东权益	54.52%	38.70%	28.70%	-8.80%	-15.96%	-25.26%
							EBIT利息保障倍数	-0.9	1.3	3.4	7.3	21.6	461.9
							资产负债率	61.25%	57.25%	51.24%	42.85%	38.73%	35.56%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	1	4	7
买入	1	1	3	5	9
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.67	1.71	1.63	1.59

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-04-27	买入	7.99	N/A
2 2009-08-16	买入	9.39	N/A
3 2009-11-01	买入	11.75	N/A
4 2010-04-30	买入	14.51	N/A
5 2010-05-17	买入	14.64	N/A
6 2010-07-28	买入	13.60	N/A
7 2010-08-13	买入	13.94	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：200011
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：(8610)-66215599-8832
传真：(8610)-61038200
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-82805115
传真：(86755)-61038200
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室