

日期: 2011年09月02日

行业: 原料药



医药行业研究小组 赵冰

021-53519888-1902

Zhaobing1704@hotmail.com

执业证书编号: S0870511030004

产品结构调整已见成效

基本数据 (2011H1)

报告日股价 (元)	13.97
12mth A 股价格区间 (元)	12.15/23.20
总股本 (百万股)	287.73
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值 (亿元)	40.20
每股净资产 (元)	2.59
PBR (X)	5.39
DPS (Y10, 元)	不分配

主要股东 (2011H1)

上海医药工业研究院	41.62%
兴业银行股份有限公司	3.39%
上海高东经济发展有限公司	2.90%

收入结构 (2011H1)

制剂	42.58%
原料药	34.23%
贸易	22.55%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: YGQ11-CI09

相关报告: ZB11-CI03

首次报告日期: 2011年02月28日

■ 报告目的:

近期我们拜访了现代制药主管投资的副总经理魏冬松、证券主管刘多, 并更新了一些现代制药生产经营上的情况。

■ 主要观点:

海门原料药基地建设动工, 预计 2013 年投产

公司海门基地的建设于今年三月正式奠基, 与先前预计的去年年底开始建设, 略有滞后, 总建设期为一年半, 加上建成后基地设备 GMP 认证和试生产等需要一些时间, 估计整个海门原料药基地将于 2013 年全面投产, 届时海门基地将完全解决公司产能瓶颈的现状。海门一期建设主要以原料药为主, 主要面向国际市场, 主要为抗 HIV 类、大环内酯类、心血管类和孕激素类等四大类。其中, 主要建设目标为建设一个华东最大的抗艾滋病生产基地。主要产品包括齐多夫定, 阿巴卡韦, 奈伟拉平, 并同时申报正规市场批文, 毛利率可以比普通市场的高约 20%-50%。

产能受限促使产品结构调整, 业绩依然有所增长

海门基地建成之前, 虽然公司近期加大了南翔、嘉定基地的改造和浦东基地制剂生产线的扩建, 但是产能仍然无法满足公司发展的需求。公司订单很多, 但是公司不得不为长久发展考虑, 放弃一些前景差毛利低的产品, 为一些重点产品让路。

从公司半年报来看, 原料药销售 2.95 亿元, 同比增长仅 0.73%, 毛利率下降了 5.5%, 主要原因是公司主导产品阿奇霉素原料药上游硫氰酸红霉素价格不断攀升, 而下游阿奇霉素制剂限价, 从而影响了整体利润空间。此外, 由于 FDA 对于国际抗艾滋病的首选药物的推荐由原来的齐多夫定改为现在的阿巴卡韦, 今年公司齐多夫定的下游需求有所减少。虽然公司原料药利润下降较多, 但公司制剂业务上半年保持了很高的增长。公司制剂方面上半年收入 3.65 亿元, 同比增长了 31.15%, 毛利率依然保持稳定。这与公司的经营策略有着很大的关系: 1) 确保重点产品的增长势头。公司现有品种中硝苯地平控释片、依那普利片等几个重点制剂品种销量与去年同期相比有了明显的增长。2) 重点培育一些新产品。由于医工院新型制剂产品储量丰富, 现代制药将近水楼台先得月, 公司去年就从医工院转让了 8 个新型制剂项目, 前景均十分广阔, 公司将着手培育这些新的品种成为公司将来的重磅炸弹。

日本地震无碍天伟生物业绩快速增长

公司持有控股子公司上海天伟生物制药有限公司 55% 的股份，天伟主要骨干均持股，管理层机制比较灵活。天伟的主要产品以人尿制品为主，包括绒促性素，尿促性素，尿促卵泡素，前列腺素系列，抗真菌系列及其中间体等。产品属于生物制品，毛利率很高，主要销往日本，国内基本上没有竞争对手。虽然年初日本地震对天伟下游订单造成一定影响，公司依然超额完成上半年预定目标，营业收入与去年同期增长超过 20%，成为现代制药利润的另一主要贡献点，预计下半年的整体形势还将好于上半年。天伟将来还储备了一些生物发酵类的新产品，前景十分看好。

南翔中药基地年底完工，明年启动

公司南翔中药基地今年年底将通过 GMP 认证，之后就可以大规模开始生产，预计明年就可以贡献利润。公司将根据具体情况决定是否建立一支专门的中药销售队伍，并将借助国药的销售渠道这一优势打开市场。由于南翔基地产品线不够丰富，营销模式将以一个单一产品打开销路，其主推产品为积雪苷系列产品。该产品主要用于促进创伤愈合作用，用于治疗外伤、手术创伤等。现在公司正在申请积雪苷新的适应症，产品市场广阔。

■ 投资建议：

未来六个月内，给予“跑赢大市”评级

预计公司 11、12 年实现每股收益为 0.44 元和 0.52 元，以 09 月 01 日收盘价 13.97 元计算，动态市盈率分别为 32.03 倍和 26.68 倍。同行业可比上市公司 11 年、12 年平均动态市盈率为 37.41 倍、27.72 倍。公司现在估值略低于同行业平均水平。考虑到公司虽然产能限制但产品结构调整已见成效，海门基地已动工建设未来业绩放量是大概率事件，我们调升公司的评级为“跑赢大市”。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1422.96	1708.67	2008.99	2597.17
年增长率 (%)	22%	20%	18%	29%
归属于母公司的净利润	108.11	125.51	150.68	231.56
年增长率 (%)	21%	16%	20%	54%
每股收益 (元)	0.38	0.44	0.52	0.80
PER (X)	37.18	32.03	26.68	17.36

注：有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

附表 1 公司损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	1,164.2	1,423.0	1,708.7	2,009.0	2,597.2
二、营业总成本	1,047.5	1,283.3	1,543.1	1,809.6	2,299.5
营业成本	817.9	987.5	1,182.2	1,365.3	1,738.5
营业税金及附加	3.5	3.7	4.4	5.2	6.8
销售费用	124.5	163.7	210.2	261.2	324.6
管理费用	97.9	120.7	138.4	168.8	218.2
财务费用	2.0	6.2	7.9	9.2	11.4
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	-5.3	-0.1	0.0	0.0	0.0
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
四、营业利润	111.4	139.5	165.6	199.4	297.7
加: 营业外收入	16.2	15.4	15.4	15.4	15.4
减: 营业外支出	1.7	0.9	0.9	0.9	0.9
五、利润总额	125.9	154.1	180.1	213.9	312.2
减: 所得税	17.2	20.9	24.6	29.2	42.6
加: 未确认的投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
六、净利润	108.7	133.1	155.5	184.7	269.6
减: 少数股东损益	19.7	25.0	30.0	34.0	38.0
归属于母公司所有者的净利润	89.1	108.1	125.5	150.7	231.6
七、摊薄每股收益 (元)	0.31	0.38	0.44	0.52	0.80

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表 2 公司未来三年分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测

分业务主营收入测算 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
制剂	546.5	726.8	908.5	1,181.1
原料药	523.3	575.6	633.1	854.7
贸易	352.9	405.8	466.6	560.0
其他	0.4	0.5	0.7	1.4
合计	1,423.0	1,708.7	2,009.0	2,597.2
分业务主营成本测算 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
制剂	236.0	298.0	372.5	484.2
原料药	411.4	483.5	531.8	700.9
贸易	331.6	400.5	460.6	552.7
其他	0.2	0.2	0.3	0.7
合计	987.5	1,182.2	1,365.3	1,738.5
分业务增速	2010A	2011E	2012E	2013E
制剂	20.3%	33.0%	25.0%	30.0%
原料药	22.0%	10.0%	10.0%	35.0%
贸易	50.0%	15.0%	15.0%	20.0%

其他	20.0%	30.0%	40.0%	100.0%
主营业务毛利率	2010A	2011E	2012E	2013E
制剂	56.8%	59.0%	59.0%	59.0%
原料药	21.4%	16.0%	16.0%	18.0%
贸易	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
其他	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表3 公司历年财务指标

指标名称	2007年	2008年	2009年	2010年
销售毛利率(%)	36.30	36.48	29.75	30.61
EBIT/主营业务收入(%)	20.70	11.84	10.98	10.89
销售净利率(%)	18.12	10.56	9.34	9.36
净资产收益率(全面摊薄)(%)	19.20	10.03	15.26	16.15
流动比率	4.01	3.15	2.87	2.46
速动比率	2.81	2.08	1.96	1.54
资产负债率(%)	16.75	20.56	23.09	26.25
存货周转率	3.23	2.88	4.62	4.46
应收账款周转率	7.17	8.25	13.15	13.38
总资产周转率	0.95	0.91	1.35	1.38
净利润同比增长率(%)	84.77	-42.66	49.87	21.40
每股收益(全面摊薄)	0.36	0.19	0.31	0.38
每股经营性现金流量	0.31	0.20	0.34	0.40
每股未分配利润	0.66	0.59	0.86	1.20
每股资本公积金	0.20	0.18	0.11	0.11

数据来源: Wind, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。