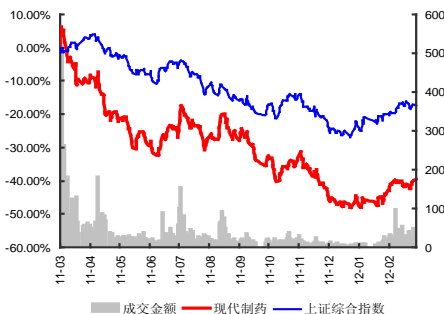


2012年3月12日

评级: 推荐(维持)

最近52周走势:



相关研究报告:

《增发暂缓, 海门基地建设进程不变》

2011-2-22

《结构调整稳步推升业绩》2011-1-31

报告作者:

分析师: 周静

执业证书编号: S0590510120015

联系人:

杨扬

电话: 021-38991500-828

Email: yangyang@glsc.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响, 特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

现代制药(600420) 2011 年年报点评

2011 年度公司实现营业总收入 17.03 亿元, 同比增长 19.65%。实现营业利润、利润总额和归属于母公司净利润分别为 1.54 亿元、1.70 亿元和 1.20 亿元, 同比增加 10.2%、10.08% 和 11.03%, 实现每股收益为 0.42 元, 高于市场此前预期。分配方案: 拟每 10 股分配现金股利 1.00 元。

点评:

- 制剂业务收入及毛利率显著提升, 新型制剂高成长性日益显现。虽然去年 3 月份药品降价政策使公司制剂产品平均降幅达到 30%, 但通过以量补价的方式, 公司加强制剂新药的推广力度, 制剂业务收入仍然同比增长 35.11%, 毛利率同比增长 2.24 个百分点, 新型制剂高成长性逐步显现, 其中硝苯地平控释片今年成为继依那普利片后第二个销售过亿元的制剂品种。
- 原料药受上下游挤压增长低于预期, 今年业绩压力仍未消除。相比制剂而言, 几乎占半壁江山的原料药去年情况不甚乐观, 受国外市场一致看空的预期影响, 下游购货意愿不强, 导致量价齐跌(齐多夫定尤为明显), 同时受到上游成本上涨的挤压, 如过 2 亿元销售品种阿奇霉素受上游原料硫氰酸红霉素大幅上涨影响 11 年毛利下降幅度较大, 今年阿奇价格依旧面临压力, 自 11 年 9 月开始下调, 1 月报价在 900 元/kg, 同比下降 30%, 下游不振传导至上游硫红霉素也出现相同幅度下调。
- 限抗政策压制抗生素业务, 未来影响还需一分为二。抗生素品种在公司的产品序列中占比不低, 嘉定基地的头孢类产品如氨苄、克洛、拉定以及浦东基地的阿奇霉素、罗红霉素等均一定程度受到限抗政策的影响, 整体抗生素产品 2011 年收入同比下降 1.06 个百分点, 营业利润率同比下降 8.66 个百分点, 但根据 2011 年最新版抗菌药分级管理目录, 公司主要抗生素产品大都在非限制使用

目录内，未来划入限制使用目录的可能性不大，抗生素业务收入随着行业的洗牌凭借其工艺优势仍能保持稳定增长。

- **海门原料药基地 2012 年底前试生产，原料药产能瓶颈有望突破。**2012 年公司的投资重点是现代海门原料药生产基地，项目前期手续已全部完成，目前土建工程正在按计划进行中，年内预期完成一期工程主体建筑施工和设备安装，年底前进行试生产，真正投产要到 2013 年，而体现在报表业绩上预期要到 2013 年下半年，海门项目投产后，公司的原料药布局基本完成，浦东基地大宗原料药生产将转移，从而为制剂的发展腾出足够的空间。
- **突破性营销策略及管控制营销制度客服销售短板，去年四季度单季销售增长提速。**公司销售囊括区域代理、全国代理、自建推广队伍等多种经销方式，适应性强的同时也带来了人员管理和价格体系维护上的问题，对于上述情况，公司打造以制度为核心组织能力的营销管控模式，降低经销商应收款风险，加大终端掌控力度，适度提高保障性收入占销售人员总收入的比重。同时，就重点推介的产品，通过加强渠道分销网络建设，积极拓展连锁终端，大力推进了普药的销售。新药的推广一方面开展学术推广挖掘潜力，另外一方面积极开发新市场和新终端。体现在报表上，我们发现去年第四季度单季度销售同比增长 73.96%，环比增长 44.46%，高增长可能与三季度部分收入延至四季度确认有关，其增长趋势能否在一季报得以延续，我们也将持续关注。
- **抗抑郁重磅品种盐酸米娜那普伦今年有望推出，未来并购整合预期提升想象空间。**抗抑郁重磅品种盐酸米那普伦正准备生产，目前围绕工艺改进正在攻关，处在小试到大生产的衔接过程，有望今年推出。另外，公司将继续关注与现有产品有互补性且成长性好的企业，进行积极的磋商和沟通，提升外延式增长的空间。
- **盈利预测：**不考虑未来股本摊薄的影响，我们预计 2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.52 元、0.70 元和 0.89 元，以 2012 年 3 月 9 日收盘价 11.02 元来看，对应市盈率分别为 21 倍，16 倍和 12 倍，估值具有较高安全边际，考虑到新型制剂的高成长对估值带来的溢价，仍维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1、抗生素限用的政策风险；2、原料药出口周期性波动风险；3、药品降价风险；4、短期销售费用大幅提高的风险。

财务报表预测与财务指标 单位: 百万

更新日期: 12-03-12

利润表					资产负债表				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,703	2,074	2,501	3,060	现金	276	168	160	170
营业成本	1,174	1,421	1,699	2,073	应收款项净额	320	373	433	520
营业税金及附加	6	6	8	9	存货	291	344	387	440
销售费用	236	284	325	395	其他流动资产	59	72	87	106
管理费用	111	145	175	214	流动资产总额	946	956	1,067	1,235
EBIT	176	212	288	363	固定资产	334	568	704	812
财务费用	9	10	9	7	无形资产	128	122	117	112
资产减值损失	-7	-1	-1	-1	长期股权投资	1	1	1	1
投资净收益	0	0	0	0	其他长期资产	25	25	25	25
营业利润	154	201	278	355	资产总额	1,492	1,717	1,979	2,240
营业外净收入	15	12	10	11	短期借款	174	174	155	54
利润总额	170	213	288	366	应付款项	209	246	286	338
所得税	23	29	39	49	其他流动负债	103	126	150	183
净利润	147	184	249	317	流动负债	486	547	590	575
少数股东损益	-27	-35	-47	-59	长期借款	30	30	30	30
归属母公司净利润	120	150	203	257	应付债券	0	0	0	0
					其他长期负债	29	36	43	50
					负债总额	545	612	663	655
					少数股东权益	133	162	202	252
					股东权益	815	942	1,114	1,333
					负债和股东权益	1,492	1,717	1,979	2,240
主要财务比率					现金流量表				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力					税后利润	120	150	203	257
营业收入	19.7%	21.8%	20.6%	22.4%	加: 少数股东损益	17	29	40	51
营业利润	10.2%	30.7%	38.5%	27.6%	公允价值变动	7	1	1	1
净利润	11.0%	24.6%	35.4%	27.0%	折旧和摊销	36	35	47	56
获利能力					营运资金的变动	-76	-50	-49	-66
毛利率(%)	31.1%	31.5%	32.0%	32.2%	经营活动现金流	104	165	241	299
净利率(%)	8.6%	8.9%	10.0%	10.4%	短期投资	0	0	0	0
ROE(%)	14.7%	15.9%	18.2%	19.3%	长期股权投资	0	0	0	0
ROA(%)	8.0%	8.7%	10.2%	11.5%	固定资产投资	-96	-250	-200	-150
偿债能力					投资活动现金流	-96	-250	-200	-150
流动比率	1.95	1.75	1.81	2.15	股权融资	121	0	0	0
速动比率	1.35	1.12	1.15	1.38	负债净变化	30	0	0	0
资产负债率%	36.5%	35.7%	33.5%	29.2%	支付股利、利息	-46	-22	-30	-39
营运能力					其它融资现金流	16	0	-19	-101
总资产周转率	114.1%	120.8%	126.4%	136.6%	融资活动现金流	105	-22	-50	-139
应收账款周转天数	68.69	65.59	63.19	61.99	现金净变动额	112	-107	-8	10
存货周转天数	92.91	89.71	84.91	79.01					
每股收益	0.42	0.52	0.70	0.89					
每股净资产	2.83	3.27	3.87	4.63					
P/E	26.4	21.2	15.7	12.3					
P/B	3.9	3.4	2.8	2.4					

数据来源: 国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写, 本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会, 还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。