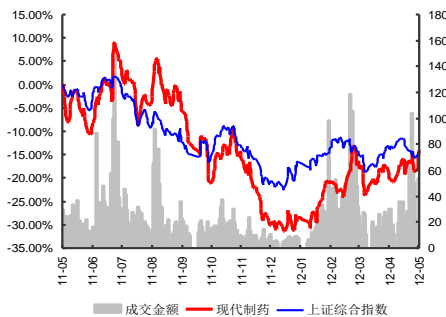


2012年5月24日

现代制药（600420）股东大会纪要

评级：推荐（维持）

最近52周走势：



相关研究报告：

《新型制剂提速 业绩走出低谷》

2011-3-12

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。

5月19日我们参加了现代制药股东大会，就公司近况和管理层进行了交流和讨论，纪要如下：

- **新型制剂放量仍是长期看点，产品结构优化提升盈利能力。**公司制剂产品销售额在去年降价大背景下仍取得较快增速，且这一趋势在今年将得以延续，拳头产品硝苯地平控释片（欣然）预计将保持在30%的增速，公司将进一步挖掘包括替米沙坦和普伐他汀制剂在内的循环类药品的市场潜力，随着去年四季度浦东固体制剂车间通过新版GMP认证，优势品种积雪苷产能释放，连同今年三季度上市的特康唑栓剂将成为下一步推广的重点产品。
- **海门基地一期项目年底试生产，完善特色原料药布局。**截止目前，海门项目一期土建基本封顶，预计年底试生产，品种上除了阿奇霉素、克拉霉素外，还包括阿巴卡韦、替诺福韦、奈必洛尔等特色原料药品种，原料药产能的转移为制剂产能腾挪空间。
- **国药整合尚需时日，适时启动再融资。**上次增发推迟后，海门项目进程不受影响，本次母公司为现代海门担保4.3亿元银行贷款推进项目建设。增发重启的时机取决于国药集团内部重组整合进程，募投资金项目要另行选择，结合公司发展战略适时启动。
- **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5月23日收盘价11.94元来看，对应市盈率分别为23倍，17倍和13倍，估值具有安全边际，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。

Q1. 国药集团是否是以现代制药为平台整合化学药板块？

A: 作为经营层和董事会而言，我们都在积极争取国药集团以我们为主体来整合集团内化学制药板块，但是国资委及国药集团相关政策我们还不得而知，我们只是国药集团的三级公司，上市公司作为二级公司来管理，我们积极呼吁相关部门来协调，朝我们有利的方向去整合。

Q2. 海门项目最新进展？哈森基地情况怎样？

A: 原料药基地一直在外高桥，环保压力大且原有生产条件相当落后，公司从 09 年就在寻找合适的原料药基地，这样有利于原料药和制剂产品的配套。如果没有原料药，就把发展路径堵死了，公司要把海门原料药和现有规模产品做到国内领先水平，从而分摊成本费用，另外高端原料药和自己的制剂产品配套，作为进一步提升利润空间的有效途径。海门项目一期土建基本封顶，5 月 21 日开始设备上的招标，设备安装预期 6 月份进场，大概 11 月份安装基本完毕，开始调试。品种上除了阿奇霉素原料药、克拉霉素，还包括阿巴卡韦、替诺福韦、奈必洛尔等。哈森生产基地 04 年并购后 08 年才开始盈利，这两年利润在 2000 多万，也面临环保和产能问题，从 08 年 1 亿多销售到现在 3 亿元销售，近年增长较快，其生产成本比上海有优势，加上现代制药的质量管理体系和品牌，能够对公司基本药物生产起到一个补充作用。

Q3. 公司再融资何时启动？

A: 上次增发推迟后，海门项目进程不受影响，本次母公司为现代海门担保 4.3 亿元银行贷款推进项目建设。增发重启的时机取决于国药集团内部重组整合进程，募投资金项目要另行选择，结合公司发展战略适时启动。

Q4. 欣然今年销售额增长预期是多少，产品线上的规划？

A: 30%左右增长预期，终端价格下行的情况下公司去年仍然有这样的增长实属不易，替米沙坦和普伐他汀制剂也将作为整个循环类药物一起推广。

Q5. 硫辛酸出口情况？

A: 去年出口欧盟高端市场大约 3 吨多，今年预期将超过这个量。公司拿到 CEP 认证同时还要接受下游客户的资质考察，订单还需要时间。

Q6. 盐酸米那普仑报批情况如何？

A: 盐酸米那普仑是在新药审批整顿之前报批的，并在之后拿到证书，是跨越了两个不同注册法规的新药证书，针对之后注册办法中规定的治疗标准和注册程序又要做一个梳理，这两年根据新的注册办法又补交了新的材料，估计原料药今年年底要通过专项的三批生产验证，才能正式生产。新品上市方面，天伟生物也有一些品种，要看药监局审批进程如何，我们正在积极地进行沟通，另外母体这边特康唑栓剂及原料药今年第三季度可以上市，其他在心脑血管领域新型药物制剂公司也有很多储备品种，但也不能忽视近两年新药审批难度加大对上市

进程的影响。

Q7. 国药对于现代主要支持体现在？销售队伍建设上有何进展？

A: 国药优势在于商业，打一个比方，像自来水管，管道布局广，但是自来水龙头开阀在医院终端，还要依靠我们自身销售体系，年初以来，我们在销售区域的划分和对激励机制的重新建设上有一定举措，但同时也兼顾到销售规模增长和产能的匹配程度，今年销售费用仍将继续增长。

Q8. 应收账款同比增长较快的原因？

A: 应收款增量主要来自于贸易业务，主要是结算周期的原因，不存在坏账的风险。

Q9. 现有制剂产能情况？

A: 嘉定基地产能已经饱和，接下来扩产必须保证生产不能中断，嘉定基地像浦东转移，又取决海门的建设进程，现有的单位面积产能贡献效率在业内来说是非常高的。去年制剂销售上量后，嘉定产能有较大压力。

我们的观点：

(1) 从长期规划来看，公司在高端制剂的发力以及特色原料药的布局有助于企业未来 4-5 年维持在 30% 左右的复合增长率；

(2) 公司通过外延式收购弥补短期业绩的不确定性，当 2013 年原料药搬迁和制剂产能的问题得到解决，业绩有望加速；

(3) 由于受到国药集团内部整合影响，公司定增将另行选择投资项目，海门项目将以担保贷款方式推进，从而减少原料药项目不确定性风险对再融资计划带来的伤害。

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 5 月 23 日收盘价 11.94 元来看，对应市盈率分别为 23 倍，17 倍和 13 倍，估值具有安全边际，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: 12-05-23

利润表	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,703	2,074	2,501	3,060
营业成本	1,174	1,421	1,699	2,073
营业税金及附加	6	6	8	9
销售费用	236	284	325	395
管理费用	111	145	175	214
EBIT	176	212	288	363
财务费用	9	10	9	7
资产减值损失	-7	-1	-1	-1
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	154	201	278	355
营业外净收入	15	12	10	11
利润总额	170	213	288	366
所得税	23	29	39	49
净利润	147	184	249	317
少数股东损益	-27	-35	-47	-59
归属母公司净利润	120	150	203	257

主要财务比率	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	19.7%	21.8%	20.6%	22.4%
营业利润	10.2%	30.7%	38.5%	27.6%
净利润	11.0%	24.6%	35.4%	27.0%
获利能力				
毛利率(%)	31.1%	31.5%	32.0%	32.2%
净利率(%)	8.6%	8.9%	10.0%	10.4%
ROE(%)	14.7%	15.9%	18.2%	19.3%
ROA(%)	8.0%	8.7%	10.2%	11.5%
偿债能力				
流动比率	1.95	1.75	1.81	2.15
速动比率	1.35	1.12	1.15	1.38
资产负债率%	36.5%	35.7%	33.5%	29.2%
营运能力				
总资产周转率	114.1%	120.8%	126.4%	136.6%
应收账款周转天数	68.69	65.59	63.19	61.99
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	28.6	23.0	17.0	13.4
P/B	4.2	3.6	3.1	2.6

资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E
现金	276	168	160	170
应收款项净额	320	373	433	520
存货	291	344	387	440
其他流动资产	59	72	87	106
流动资产总额	946	956	1,067	1,235
固定资产	334	568	704	812
无形资产	128	122	117	112
长期股权投资	1	1	1	1
其他长期资产	25	25	25	25
资产总额	1,492	1,717	1,979	2,240
短期借款	174	174	155	54
应付款项	209	246	286	338
其他流动负债	103	126	150	183
流动负债	486	547	590	575
长期借款	30	30	30	30
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

现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
税后利润	120	150	203	257
加: 少数股东损益	17	29	40	51
公允价值变动	7	1	1	1
折旧和摊销	36	35	47	56
营运资金的变动	-76	-50	-49	-66
经营活动现金流	104	165	241	299
短期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产投资	-96	-250	-200	-150
投资活动现金流	-96	-250	-200	-150
股权融资	121	0	0	0
负债净变化	30	0	0	0
支付股利、利息	-46	-22	-30	-39
其它融资现金流	16	0	-19	-101
融资活动现金流	105	-22	-50	-139
现金净变动额	112	-107	-8	10

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%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
	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 关注	行业指数在未来6个月内弱于大盘 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。