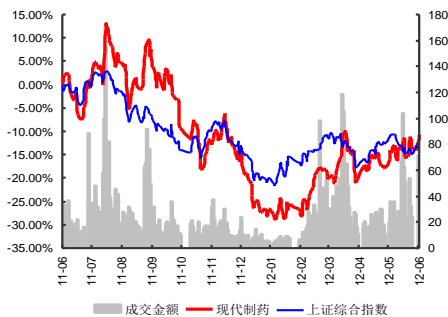


2012年6月1日

现代制药（600420）临时公告点评

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》

2012-3-12

《新型制剂夯实未来增长》2012-5-24

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。

公司与焦作容生制药有限公司 5 月 30 日签订了《增资扩股及股权收购框架协议》。拟由现代制药向焦作容生制药增资 2.1 亿元，以获得其 70% 股权，原有股东持有其余 30% 股权，并于增资扩股实施完毕后的 2 个完整会计年度内在达成既定盈利指标的前提下，公司以 3 亿元的价格收购其所持有的焦作容生制药 30% 股权。

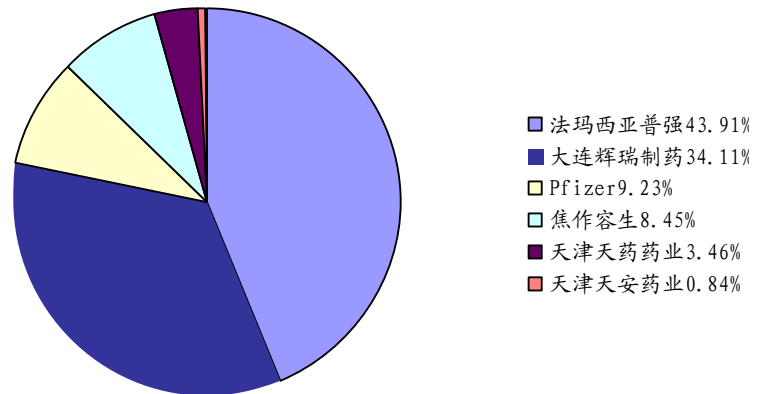
点评：

- **外延扩张完善产品结构，制剂再添第二个“欣然”。**注射剂品种一直是公司短板，此次收购焦作容生，其优势品种注射用甲泼尼龙琥珀酸钠（米乐松），年生产能力 1 亿支，销售收入达 1 亿元，利税贡献 4000 万元左右，不管是收入水平还是利润水平，相当于贡献了第二个“欣然”，米乐松相对于辉瑞同类产品（商品名甲强龙）有效解决了助溶剂苯甲醇引起肌挛缩症的难题，能够完成原研药的进口替代，且该产品国内竞争对手只有天安药业一家，由于 10 年才获批上市，天安所占市场份额较小（相关市场份额见附件），米乐松在技术和市场渠道的先发优势显而易见。从适应症范围和市场空间来看，甲泼尼龙主要用于治疗风湿性疾病、胶原疾病、内分泌失调、皮肤病、血液病、肿瘤、器官移植引起的排斥反应等，临床上大量应用于疾病危重期或维持治疗，口服及注射剂型属于医保乙类品种，国内市场 2011 年销售总额按出场价折算约在 12 亿元左右，国际市场甲泼尼龙销售额已占到皮质激素销售总额的 24%，是处方量排名第一的皮质激素药物。
- **收购交易结构合理，标的成长性良好。**按照《增资扩股协议》中业绩增长条件，且公司在 7 月份开始并表，此次收购未来一年动态 PE 相当于 7 倍左右（2013 年半年度业绩按照预测值一半计算），如若全部业绩达成，2015 年对应剩余 30% 股权收购的动态 PE 在

11 倍左右（以 2015 年后三年复合增长率 20% 计算），从未来三年业绩整体复合增长率 30% 来看，支付对价相对比较合理，不考虑增发摊薄的影响，12-14 年 EPS 分别增厚 0.05 元、0.13 元、0.18 元，股权收购条件的预设也减少了业绩波动不确定对收购造成的风险。

- **国药资金支持彰显战略定位，大集团小公司未来发展可期。**从近期公告中可以看出，无论是海门基地建设还是本次收购，国药集团在资金上给予了大力的支持，公司在集团医药工业平台规划中积极进取，有望在制剂领域做大做强，也为将来在国药的整合中争取到有利地位。
- **盈利预测：**由于并表的不确定性，我们暂不考虑此次收购业绩增厚以及未来股本摊薄的影响，维持原来预测，即 2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.52 元、0.70 元和 0.89 元，以 2012 年 5 月 25 日收盘价 11.55 元来看，对应市盈率分别为 22 倍，17 倍和 13 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。5、并购业绩不达预期的风险。

附表 1：国内甲泼尼龙市场竞争格局



数据来源：南方医药经济研究所

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%
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。