

分析师：宋颖

执业证书编号：S0270511070001

电话：021-60883485

邮箱：songying@wlzq.com.cn

发布日期：2012年08月14日

内外兼修稳布局，百花齐放迎增长

——现代制药（600420）深度报告

公司深度报告

增持（维持）

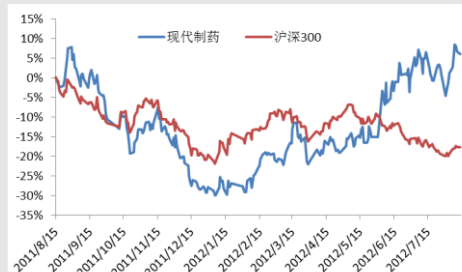
市场数据（2012-08-13）

收盘价（元）	14.20
一年内最高/最低（元）	14.81/9.20
上证指数	2156.75
市净率（倍）	5.06
流通市值（亿元）	41.35

基础数据（2012-08-13）

每股净资产（元）	2.94
每股经营现金流（元）	-0.0035
毛利率（%）	55%
净资产收益率（%）	2.18
资产负债率（%）	36.19%
总股本/流通股（亿股）	28773/28773
B股/H股（万股）	0/0

个股相对沪深300指数表现



研究助理：唐坚

电话：021—60883480

邮箱：tangjian@wlzq.com.cn

地址：上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603室

邮编：200122

报告关键要素：

公司在2011年开始遭遇产能瓶颈，同时原料药业务出现下滑，管理层在通过内部挖潜和调整，保持了高毛利制剂业务快速稳定发展。在内部挖潜同时，2012年积极寻求外延式扩张，寻找优质并购标的，完善产品线和生产线布局。依托大股东的强大研发实力，储备品种丰富，预计下半年开始会陆续投放多个大市场品种。

投资要点：

- **股东优势明显**：控股股东上海医药工业研究院是国内首屈一指的医药研发机构，具备非常强的科研成果产业化能力，公司受让品种较多，产品储备丰富。间接控股股东国药集团对公司战略发展定位清晰，其品牌资源和营销网络为公司外延式扩张提供强大支持。
- **内外兼修效果显著**：公司在2011年遭遇产能瓶颈和原料药业务下滑明显后，管理层积极做出调整，通过内部挖潜产能和业务调整，保证高毛利的制剂业务产能，依旧维持营收与利润的稳定增长；通过外延式扩张，积极寻找并购标的，完善公司的生产线布局，2012年在国药集团支持下成功收购焦作容生制药有限公司，并获得注射剂特别是冻干粉针生产线的补充。
- **产品储备丰富、新品种即将投放市场**：得益于大股东上海医药工业研究院强大的研发实力，公司受让了多个品种却受制于产能瓶颈未能进行批量生产和投放市场。下半年预计会有特康唑栓剂和原料药同时进入市场，中药贴剂风寒砂熨剂也有望开始销售；抗抑郁药米那普伦明年有望正式进入市场。另外，后续多个抗艾原料药独家品种也有望在产能瓶颈缓解后放量。
- **盈利预测与投资建议**：我们预测2012-2013年净利润分别实现10%和30%以上增长，对应EPS分别为0.47、0.63元；收购的容生制药若实现并表，对2012、2013年业绩分别增厚0.05元和0.13元。目前股价对应市盈率分别为27倍、19倍，结合目前制剂行业28-30倍平均PE，短期给予“增持”评级，中长期给予“买入”评级。

投资核心观点

● **公司整体判断**：现代制药控股股东上海医药工业研究院和间接控股股东国药集团是公司发展的强大后盾和保障。上海医工院是国内医药研发领域具有历史积淀和研发实力的著名研发机构；国药集团是国内医药领域收入第一的央企，具有强大的营销网络、资产整合资源和品牌资源。在上海医工院并入国药集团后，形成了强强互补的独特优势。公司在并入国药集团后，不再作为国资委直接监管企业。新的董事会对公司作了明确的发展战略定位：以非头孢类、非青霉素类药物为主攻方向，研究和生产有特色的原料药和制剂，沿既有的产品路线，大力拓展其它市场，致力于成为国内领先的研发驱动型制药企业。

2011年初以来，公司遇到了产能瓶颈，同时在国际原料药市场萎缩的影响下，通过调整原料药和制剂业务的比例，挖掘生产潜力，保证高毛利率的制剂业务产能，仍旧实现收入和净利的增长；在外部通过兴建南通海门原料药生产基地释放原料药产能，积极并购优质药企补充完善制剂业务的生产线。在完成原料药和制剂的布局后，未来1-2年内公司的丰富产品储备可以得到充分释放，实现高增长。

● **差异化观点**

公司通过近期的收购不仅获得了优质企业和品种，更是完善了冻干粉针的制剂生产线布局。预计后期仍会寻找标的来完善公司其他版块生产线。虽然抗艾原料药齐夫多定受国际原料药市场萎缩影响下滑较大，但公司将通过后续新抗艾品种的上市来尽量消弭相关影响。

● **估值和评级**

我们预测公司2012年-2013年的EPS分别为0.47元、0.63元。另外上半年收购的焦作容生制药预计会在年报中实现并表，2012 - 2013年分别增厚EPS约0.05元、0.12元。按照目前股价对应市盈率分别为27倍、19倍。我们预计公司的产能瓶颈会在2014年充分释放，部分新投放市场品种也会进入加速期，外延式扩张进程有望持续，进入高速增长期。短期给予公司“增持”评级，中长期给予“买入”评级。

● **股价触发因素**

收购优质标的；新品种受让或投放市场；国药集团资产整合。

● **风险因素**

原料药下滑程度超出预期；产品降价风险。

	2010年	2011年	2012E	2013E
营业收入(亿元)	14.23	17.03	18.89	22.66
增长比率(%)	22.22%	19.65%	11%	20%
净利润(亿元)	1.08	1.20	1.34	1.80
增长比率(%)	21.40%	11.03%	11.9%	34%
每股收益(元)	0.38	0.42	0.52	0.75
市盈率(倍)	38	32	27	19

目录

1 公司介绍	4
2 业务分析	5
2.1 原料药业务.....	7
2.1.1 阿奇霉素.....	7
2.1.1.1 临床用途与市场竞争格局.....	7
2.1.2 齐多夫定	8
2.1.2.1 临床用途.....	8
2.1.3 其他原料药业务.....	8
2.2 制剂业务	9
2.2.1 硝苯地平控释片（商品名：欣然）----进口替代空间大	10
2.2.1.1 硝苯地平临床用途.....	10
2.2.1.2 硝苯地平竞争格局（医保甲类）	10
2.2.1.3 产品盈利分析.....	11
2.2.2 依那普利.....	11
2.2.2.1 临床用途.....	11
2.2.2.2 市场竞争格局.....	11
2.3 积雪苷.....	12
3. 待投放市场新品种.....	13
4 股东优势	13
4.1 国药集团—间接控股股东	13
4.2 上海医药工业研究院—直接控股股东	14
5. 盈利预测.....	15
图 1：现代制药与控股股东股权关系结构.....	5
图 2、近 4 年现代制药营业收入变化（万元/%）	6
图 3、近 4 年现代制药净利润变化（万元/%）	6
图 4、近 4 年分项业务占总体业务比重（%）	6
图 5、近 3 年分业务毛利率变化（%）	6
图 6、2007-2011 年样本医院阿奇霉素竞争格局.....	7
图 7、近两年阿奇霉素和硫氰酸红霉素价格变化.....	7
图 8、近 4 年制剂业务营业收入及增长变化（万元/%）	9
图 9、近 3 年制剂业务毛利率变化（%）	9
图 10、2007-2011 年样本医院硝苯地平竞争格局.....	10
图 11、2011 年硝苯地平生产企业竞争格局.....	10
图 12、2007-2011 年样本医院依那普利竞争格局.....	12
图 13、2011 年依那普利生产企业竞争格局.....	12
图 14、近 5 年样本医院积雪苷软膏竞争格局.....	12
图 15、2011 年积雪苷软膏生产企业市场竞争格局.....	12
图 16、近 5 年样本医院甲泼尼龙竞争格局.....	14
图 17、2011 年甲泼尼龙生产企业市场竞争格局.....	14

1 公司介绍

现代制药隶属于上海医药工业研究院，在2010年4月，在收到国务院国有资产监督管理委员会《关于中国医药集团总公司与上海医药工业研究院重组的通知》(国资改革[2010]252号)，上海医工院整体并入中国医药集团总公司成为其全资子公司，不再作为国资委直接监管企业，由国药集团依法对上海医工院履行出资人职责享有出资人权利。

公司控股股东上海医药工业研究院创建于1957年，曾隶属于化工部、国家医药局、国家药监局，2000年10月改制为国有重要骨干企业，是中央企业科研院所板块中唯一的医药科研院所，格局完备，成果众多，贡献突出。目前医工院的研究方向涵盖了由化学制药、生物制药、中药、药物制剂、药理、分析、装备和信息所构成的整个药学领域，特别是在化学制药工艺和新剂型领域更是国内的顶尖水平。

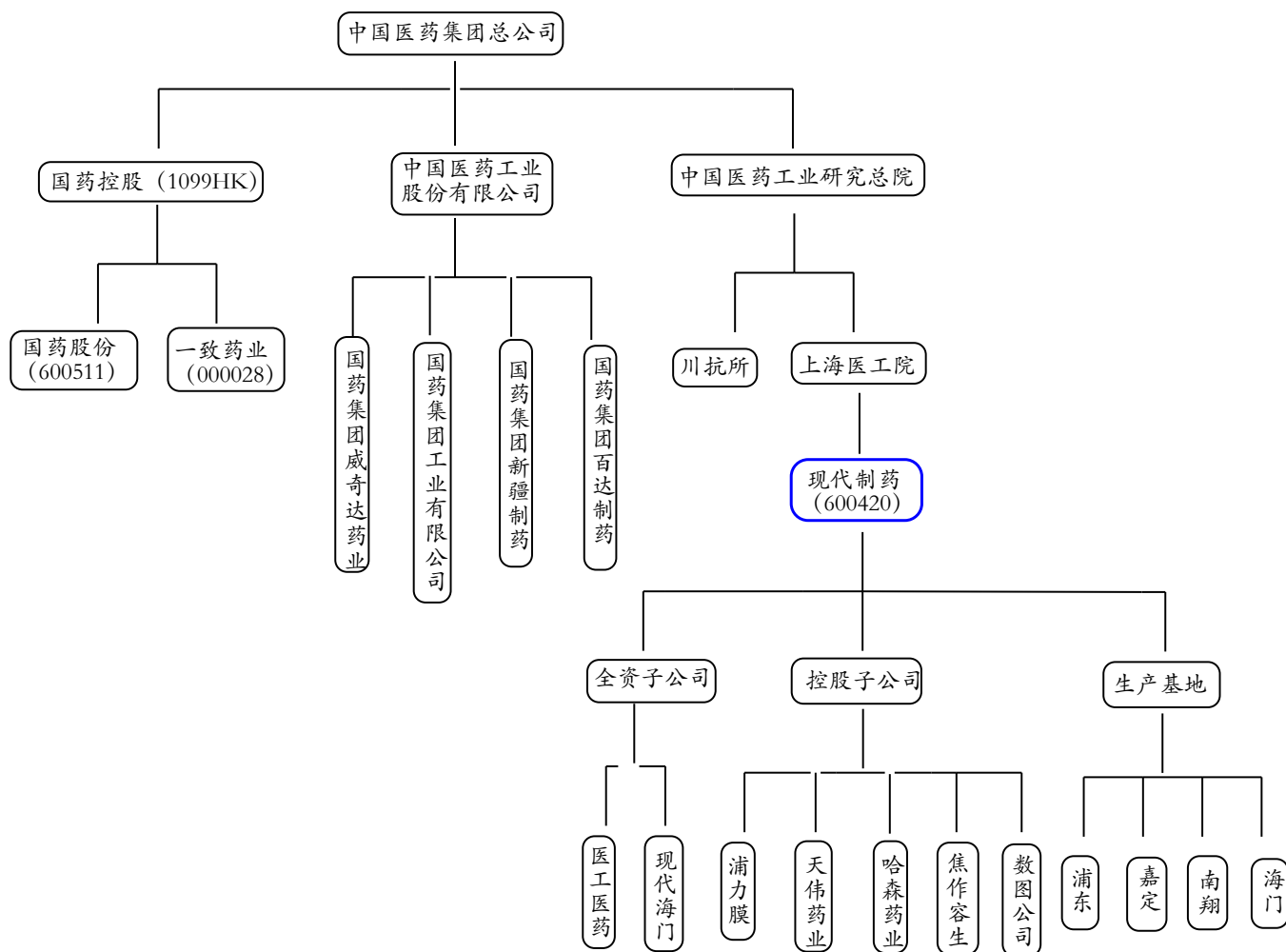
国内多家医药上市公司都通过与医工院的合作研发获得收益：“萘环类系列抗肿瘤抗生素”使浙江海正医药迅速壮大；抗高血压普利类新药使华海制药成为“世界普利药物专家工厂”；恒瑞医药借助医工院研发成果成为国内抗肿瘤化学药物领先企业；创新药物“头孢硫眯”在白云山制药独家生产，每年销售近3亿元。

公司在四届十五次董事会和2012年第一次临时股东大会通过了《关于公司战略定位》的议案，进一步明确了公司的战略定位为：以非头孢类、非青霉素类药物为主攻方向，研究和生产有特色的原料药和制剂，沿既有的产品路线，大力拓展其它市场，致力于成为国内领先的研发驱动型制药企业。

针对国际原料药市场萎缩、制剂产品降价和基药招标政策的影响，自2011年以来，公司通过调整产品结构和营销模式，重点加大制剂产品尤其是新药的推广力度，确保了公司销售量和销售额的增长，在公司的收入构成中，原料药与制剂相比，制剂的收入比例逐年提高；制剂中普药与新药相比，新药的收入比例逐年提高。由于公司产品收入构成的变化和营销结构的调整也深刻的影响了公司费用的结构和比例。

现代制药作为国药集团下属优质的化学药资本平台之一，存在资产整合的预期。国药集团也承诺未来解决同业竞争问题。我们预计国药集团的资产整合进度不会很快，但是通过国药和医工院的强力支持，公司通过自身内部调整，外部并购来逐步完善生产线布局，充分释放公司所拥有的丰富产品线优势。很显然，通过外部有效并购来加快布局的效果更好。

图1：现代制药与控股股东股权关系结构



2 业务分析

公司在 2008 年主要业务为原料药和化学制剂，基本呈现均分格局。在 08 年后，公司的管理层进行了较大调整，新任管理层年富力强，更加具备医药企业的市场营销经验；另一方面也加强了营销队伍的建设，改变了之前较为偏重学术性的风格，营销队伍迅速扩大，从 08 年的几十人扩大到目前的近 300 人的规模。

2009 年公司在营业收入和净利润方面都实现了大幅增长，管理层调整的效果显著。2010 年则实现 22% 左右的平稳增长，但在 2011 年后增速有所放缓，外部原因系招标政策调整、抗生素限用和国际原料药市场萎缩；内部原因因为公司制剂及原料药产能遭遇瓶颈，针对不理影响，公司管理层迅速作出

了调整，加大毛利率较高的制剂业务比重，缩小原料药业务来满足制剂产能；坚持以药品质量和品牌优先原则，果断放弃部分过低价格省份的招标和销售。

图 2、近 4 年现代制药营业收入变化 (万元/%)

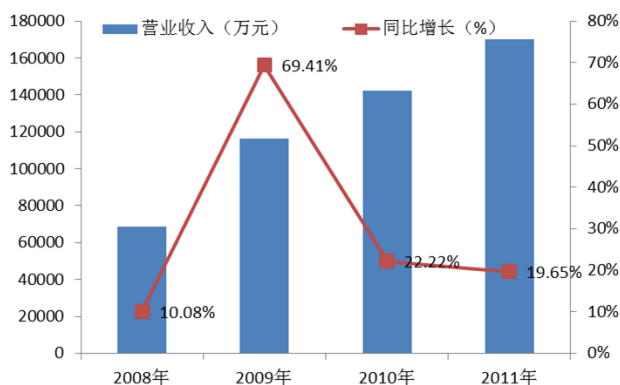
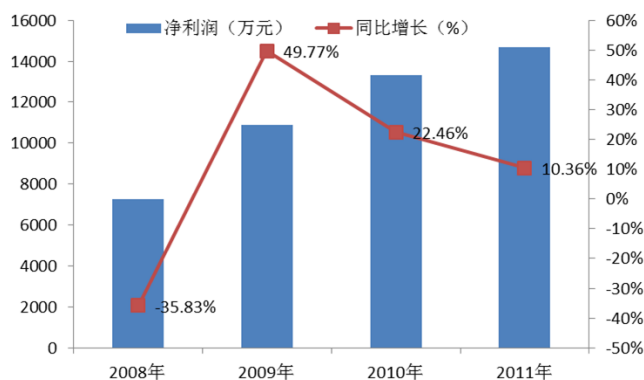


图 3、近 4 年现代制药净利润变化 (万元/%)



资料来源：公司年报；万联证券研究所

公司的业务包括原料药、制剂、贸易和信息服务 4 方面。原料药主要包括大环内酯类抗生素、抗艾原料药和人尿提取物原料药，制剂包括循环系统药物和头孢类抗生素等。制剂和原料药是公司利润的主要来源，贸易业务和信息服务规模不大，但盈利稳定，是公司利润的有效补充。

从公司分项业务看，2011 年公司对产能瓶颈和政策利空影响下所作的经营战略调整非常见成效。制剂业务的比重和毛利率持续上升，毛利率受影响的原料药业务比重下降，仍旧在 2011 年保持了 10% 的增长。

图 4、近 4 年分项业务占总体业务比重 (%)

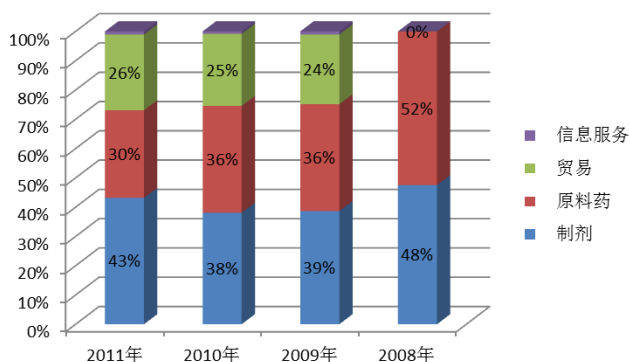
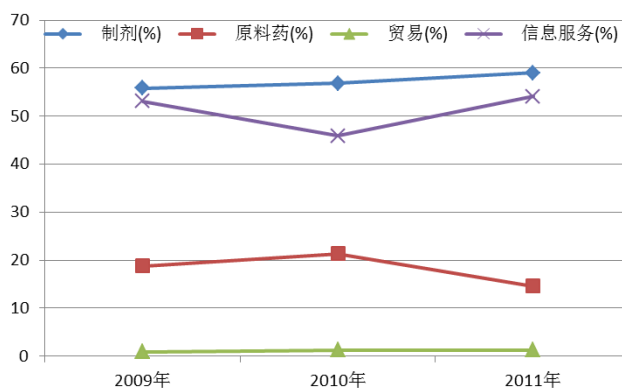


图 5、近 3 年分业务毛利率变化 (%)



资料来源：公司年报；万联证券研究所

2.1 原料药业务

公司的原料药业务主要包括大环内脂类抗生素原料药和抗艾滋病原料药,另外还有硫辛酸系列产品和生物制品原料药等。目前原料药业务正处于困难期和转型期,一方面受限抗政策及国内恶性竞争影响,收入超过2亿元的阿奇霉素价格下滑严重;抗艾滋病原料药齐夫多定出口业务,受美国FDA对艾滋病药物调整影响,齐夫多定需求相应减少;另一方面,公司遭遇产能瓶颈,多个品种无法满足销售的大幅增长,部分品种生产批件到期需要进行新版GMP认证。

为有效解决原料药产能瓶颈,2011年公司已在海门兴建原料药生产基地,计划2012年底完成一期工程主体建筑施工和设备安装,2013年初进行试生产。届时海门基地将成为公司特色原料药的生产基地。在基地建设项目的上,国药集团也是给予了大力支持,为公司提供3亿元的低息贷款,保证基地建设的如期完工。

2.1.1 阿奇霉素

2.1.1.1 临床用途与市场竞争格局

阿奇霉素为15元大环内脂类抗生素,即氮内酯类的第一个品种,适用于化脓性链球菌引起的急性咽炎、急性扁桃体炎等炎症。阿奇霉素在2000年世界最畅销处方药中排名第25位,全球销售额超过10亿美元。

在中国,阿奇霉素的生产始于1995年SFDA批准北京太洋药业开始。2006年,中国一共有158个阿奇霉素的新批文,2007年也有32个新批文。如今阿奇霉素已经是大环内酯类抗生素中剂型最全面的品种,包括片剂、胶囊剂、颗粒剂、注射液、粉针剂以及输液剂等,而且其原料药及制剂已被载入05版的中国药典。

目前我国有阿奇霉素原料药生产批文的企业有8家,现代制药由于采用特殊新工艺,生产成本较低,质量上乘。公司的针剂规格和口服规格的阿奇霉素原料药分别占据全国市场80%和50%以上市场份额,是国内最大的生产厂家和阿奇霉素原料药供应商。

图 6、2007-2011 年样本医院阿奇霉素竞争格局

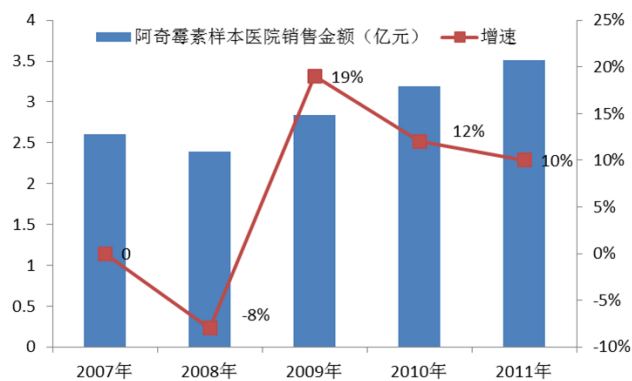
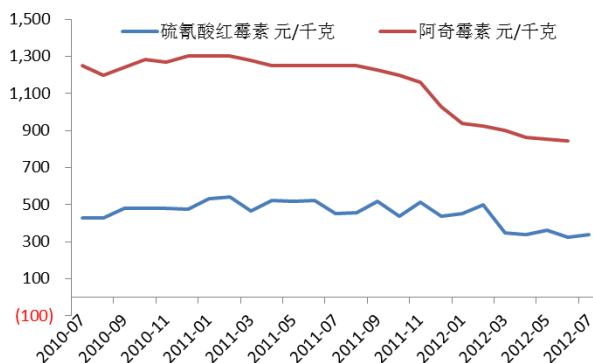


图 7、近两年阿奇霉素和硫氰酸红霉素价格变化



资料来源：南方所；万联证券研究所

阿奇霉素原料药价格自2010-2011年9月，价格一直在1250 - 1300元/千克的区间，随后就开始下跌，至2012年6月已跌至845元/千克；上游原料硫氰酸红霉素虽然价格也有相应波动，从530元跌至345元，但是并不能缓解阿奇霉素价格暴跌的损失。随着硫红产能的扩大，阿奇霉素价格的下跌，势必影响硫红的价格走低，因此我们预计阿奇霉素在下半年的毛利率有望企稳。

从样本医院的销售情况看，限抗后阿奇霉素比其它抗生素要好，仍旧保持了一定的增长；阿奇霉素由于未被列入特殊使用目录，在上海、广州等部分城市，阿奇霉素片剂甚至未被列入限制使用目录。随着限抗政策和临床抗菌药物管理办法的实施，阿奇霉素的下滑应该基本触底，未来或因其较好的临床用途和较低耐药性而保持较稳定增长。

2.1.2 齐多夫定

2.1.2.1 临床用途

齐多夫定一直以来都是核苷类首选抗HIV药物，但近年美国把它降为次选药物。主要原因有：1. 齐多夫定有骨髓抑制的副作用，而血细胞是骨髓产生的，所以齐多夫定降低白细胞从而影响CD4细胞（它是白细胞的一种）上升。2. 齐多夫定也可以造成脂肪萎缩，虽然比司他夫定轻一些，但是比替诺福韦和阿巴卡韦严重的多。美国因此把替诺福韦和阿巴卡韦作为了首选核苷类药物。

虽然齐多夫定的销量下滑严重，但是公司目前已经具备替诺福韦、阿巴卡韦、恩曲他滨等一线抗艾滋病药物原料药的生产工艺。其中，阿巴卡韦和恩曲他滨都是国内独家品种，替诺福韦作为WHO艾滋病治疗指南推荐的艾滋病抗病毒一线药物，在我国被列为国家免费治疗艾滋病的二线药物，有望获得国家政策支持允许抢仿。公司所拥有的多个独家品种和领先技术也有望通过产品替换来快速弥补齐多夫定造成的艾滋病原料药业绩下滑的影响。

全球HIV治疗市场预计将从2008年的108亿美元增加到2015年的139亿美元，年复合增长率（CAGR）为3.7%。我国的艾滋病患者约100万人，人均艾滋病药物花费2000 -4000元，每年的市场为300亿元左右，市场空间巨大。

2.1.3 其他原料药业务

公司在除了阿奇霉素和抗艾原料药外，还有众多原料药品种，如天伟生物的人尿制品生物原料药包括绒促性素，尿促性素，尿促卵泡素，前列腺素系列及其中间体等；硫辛酸系列；心血管药物奈必洛尔等。

天伟生物原料药毛利率较高，质量上乘，2011年上半年毛利率下滑较大，主要是由于生产成本上升的缘故；产品主要出口日本，虽然日本2011年受地震影响，但该系列产品仍呈现增长态势；同时公司也在积极申报制剂批文，

开拓国内市场。

硫辛酸是国外作为抗氧化和抗辐射的保健品，近年来作为食品添加剂的用量大大超过作为药物的用量，硫辛酸的主要活性成分是右旋硫辛酸，作为药物及保健品原料使用的均为右旋硫辛酸。国际市场上混旋硫辛酸每公斤售价仅为600元左右，而相比之下，以右旋硫辛酸为主的α硫辛酸原料药每公斤售价高达3000元。现代制药是国内具备拆分右旋硫辛酸生产工艺并实现国产化的企业之一，具备50吨的年产能，2011年生产30吨。虽然国内生产硫辛酸企业较多，但多数是混旋产品，真正实现右旋硫辛酸产能的企业很少。近年国际右旋硫辛酸的市场需求已达到500吨/年。2010年5月，硫辛酸原料药通过欧盟CEP认证，进入欧洲市场。

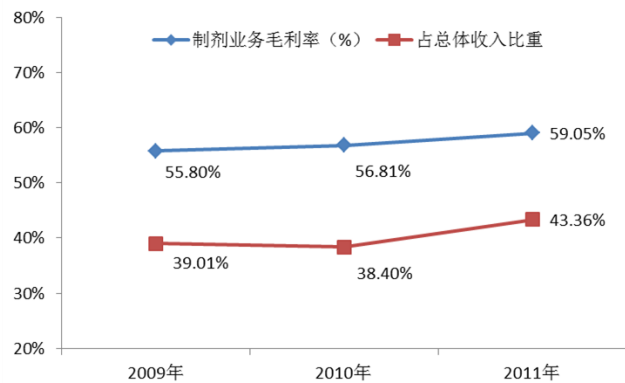
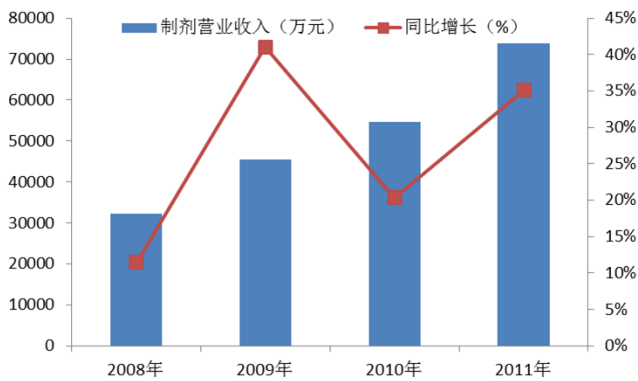
奈必洛尔具有血管扩张活性的选择性β1肾上腺素受体拮抗剂，无内源性产感神经活性。用于轻至中度高血压病人的治疗，亦可用于心绞痛和充血性心力衰竭的治疗。由于奈必洛尔的专利到期不久，原料药市场需求较大，公司的生产工艺具有较强的竞争力，且已在国内申请专利，原料药的增长非常不错，2011年接近500万元的销售额。目前已在国内申请制剂批文，也是海门基地的一个重点产品。

2.2 制剂业务

公司控股股东上海医药工业研究院下属的上海现代药物制剂工程研究中心有限公司是国内著名药剂学专家侯惠民院士带领的研发机构和产业化平台，重点研究开发口服控缓释制剂、微粒、微囊制剂和透皮、粘膜吸收制剂等。目前已建成6个技术平台：口服缓释包衣颗粒技术；微型包囊微粒技术；脂质体微粒及纳米粒注射剂技术；长效微粒注射剂技术；激光打孔渗透泵控释技术；透皮透粘膜技术。

制剂业务的收入以硝苯地平控释片、马来酸依那普利片为代表的循环类药物为主，以及部分头孢类抗生素和中药制剂药物。硝苯地平控释片（欣然）是国内除原研企业外唯一的控制剂型品种，年销售额已经突破2亿元；同样的控释剂型头孢氨苄也是国内独家剂型；马来酸依那普利在2009年销售额已破亿元；南翔中药基地的积雪苷软膏剂也凭借国内独家剂型品种保持高速增长。今年还将推出特康唑栓剂与抗炎中药贴剂风寒砂熨剂，均是国内独家品种，未来有望快速达到上亿元销售额。

图 8、近 4 年制剂业务营业收入及增长变化（万元/%） 图 9、近 3 年制剂业务毛利率变化（%）



资料来源：南方所；万联证券研究所

2.2.1 硝苯地平控释片（商品名：欣然）----进口替代空间大

2.2.1.1 硝苯地平临床用途

硝苯地平为钙离子拮抗剂，广泛用于治疗高血压和心绞痛。由于该药半衰期短，病人需要频繁服用。德国拜耳公司生产的“拜新同”可24小时释药的控释制剂，采用渗透泵、激光打孔技术，可使药物在长时间内保持稳定释药，病人口服一次即可获得24小时的有效血药浓度，且可增加药物的谷峰比率，有利于控制病人症状，减少硝苯地平的面部潮红、心悸、头痛等副作用。

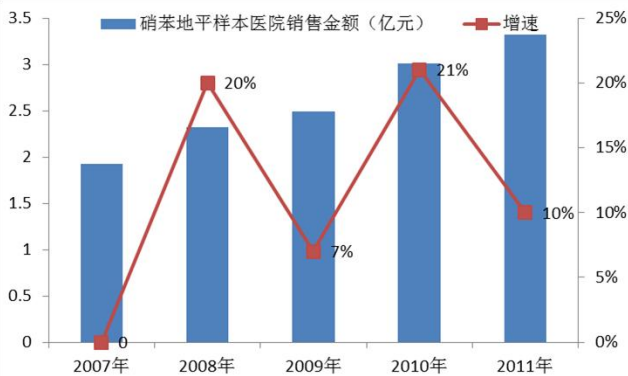
2.2.1.2 硝苯地平竞争格局（医保甲类）

硝苯地平最早由德国拜耳公司药物研究中心开发，并于1980年开始用于治疗高血压。1992年拜耳公司开发出控释剂型—硝苯地平控释片（拜新同）。硝苯地平控释片（渗透泵型）的生产工艺十分复杂，需二次压片、二次包衣和激光打孔，技术含量高，生产难度大。至今世界上利用渗透泵技术制备控释制剂的产品只有四个，硝苯地平就是其中之一。现代制药的硝苯地平是国内应用该技术的第一个产品，是国内首创和独家生产。

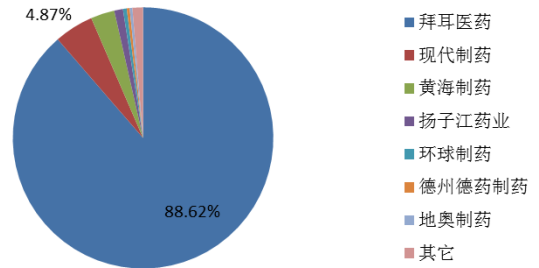
随着国内人口老龄化程度不断加大，“欣然”从问世第一年就销售一千多万元，10年内已突破亿元销售额。目前硝苯地平的市场还主要由原研企业拜耳医药的拜新同所主导，占据88.6%的市场份额；公司是除拜耳外唯一的控释剂型品种企业，占据4.87%的市场份额，未来的进口替代空间较大。

图 10、2007-2011 年样本医院硝苯地平竞争格局

图 11、2011 年硝苯地平生产企业竞争格局



2011年硝苯地平生产企业竞争格局



资料来源：南方所；万联证券研究所

2.2.1.3 产品盈利分析

目前硝苯地平控释片在部分省市进入医保甲类，部分为医保乙类。而口服常释剂型为医保甲类。其他企业的缓释片、片剂、胶囊剂、糖衣片价格均比控释片低，但在疗效和服用频率上均不如控释片。公司的控释片已基本进入全国各省市的医保，未来有望继续实现进口替代的放量增长。从样本医院硝苯地平的 sales 增速看，未来每年应该保持10%-20%的稳定增速。

2.2.2 依那普利

2.2.2.1 临床用途

本品适用于各种程度高血压病、肾血管性高血压及糖尿病合并高血压病患者的治疗；也可用于慢性充血性心力衰竭的治疗，尤以常规应用洋地黄或利尿药难于控制者，能延缓充血性心力衰竭症状的临床进展及减少住院治疗的需要。由于本品效果优于卡托普利，不良反应又较轻，故使用日益广泛，为高血压治疗的首选药。

2.2.2.2 市场竞争格局

马来酸依那普利适用于各期原发性高血压；肾血管性高血压；各级心力衰竭，对于症状性心衰病人，本品也适用于提高生存率、延缓症状性心衰的进展、减少因心衰而导致的住院等。

依那普利作为一个基药目录中的普药，属于医保甲类品种，市场已经基本成熟，在普利类药物中排名还比较靠前，但在降压药物中主要还是沙坦类药物占主流。从样本医院看依那普利基本没有增长，2011年出现了较大负增长，国内生产企业也较多，单个品种市场基本被扬子江药业所主导。公司的市场份额在3%左右，2011年销售额超过1亿元，预计每年的增长接近10%的水平。由于原料药由国内企业生产提供，公司凭借制剂保持了较好的毛利率。

图 122、2007-2011 年样本医院依那普利竞争格局

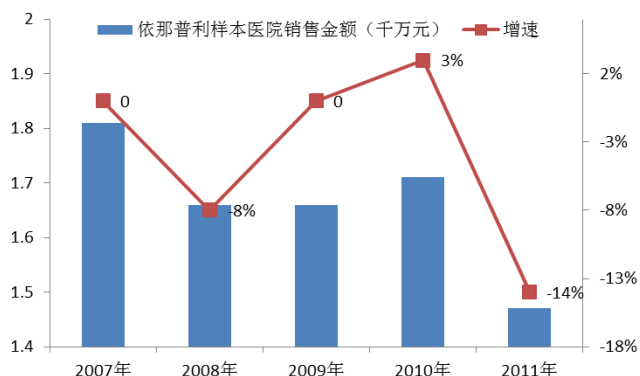
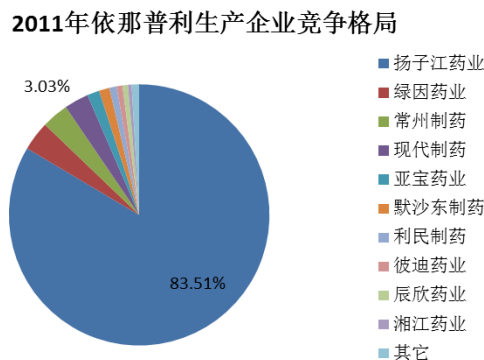


图 13、2011 年依那普利生产企业竞争格局



资料来源：南方所；万联证券研究所

2.3 积雪苷

积雪苷有促进创伤愈合作用，用于治疗外伤、手术创伤、烧佃、疤痕疙瘩及硬皮病。伤口：如各种手术切口、剖腹产、植皮、创伤、火器伤等。溃疡：如糖尿病、静脉曲张、血管栓塞、损伤、射线伤、手术等诱发的久治不愈的溃疡、痤疮及瘰等。烧灼伤：如各度烧伤、烫伤、化学品及日光灼伤等。粘连：如肌腱粘连、腹腔粘连和皮肤粘连等。瘢痕：如增生性瘢痕和瘢痕挛缩、瘢痕疙瘩、色素沉着和功能受限等。特殊手术：整形整容手术、五官科、妇产科手术和儿童手术。硬皮病：结缔组织纤维化的胶原性疾病等。

目前积雪苷在国内有两种剂型，包括软膏剂与片剂，临床上主要使用为外用剂型，随着新适应症的申报，口服制剂还将有很大发展空间。目前软膏剂型只有现代制药与海南普利制药两家生产。公司的软膏剂与片剂均已进入上海市医保。在市场份额方面，现代制药的软膏剂占据全国近80%市场份额，在市场销售增速上也保持了较快速度，2009年-2011年均超过70%。

图 14、近 5 年样本医院积雪苷软膏竞争格局

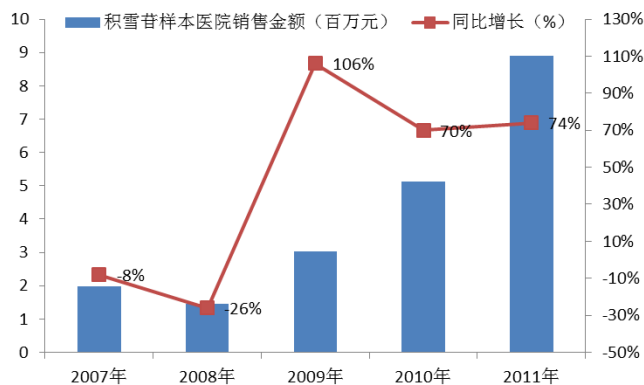
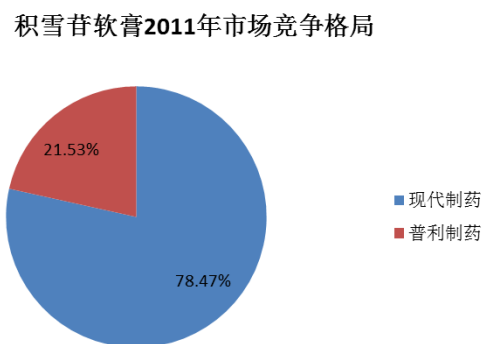


图 15、2011 年积雪苷软膏生产企业市场竞争格局



资料来源：南方所；万联证券研究所

3. 待投放市场新品种

2012年下半年预计公司陆续会有新品种继续投放市场，如特康唑栓剂、风寒砂熨剂等。

特康唑用于治疗阴道念珠菌病。属三唑类抗真菌药，作用机制同酮康唑，本品体外对念珠菌、许多表皮癣菌和其他真菌有抗菌作用。对某些细菌也有抗菌作用。但对阴道微生物如乳酸杆菌等无活性。预计公司的特康唑原料药与栓剂会同步进入市场。

风寒砂熨剂是一味外敷中药贴剂，临床使用效果较好，为市场所乐于接受，使用方便，只需摇匀产生热量后直接贴于患处即可。公司对此品种销售空间充满信心，未来有望获得上亿元销售规模。主治祛风散寒，活血止痛。用于腰腿酸痛，四肢麻木，闪腰岔气，腹痛痞块，风湿性关节作痛。

除此之外，公司还有已获得原料药与制剂生产批件的第4代抗抑郁药**米那普伦**；该药物在美国被获批应用于纤维肌痛的治疗，在风湿患者中，纤维肌痛综合症几乎占一半，市场相对广阔，在美国约有600万患者。公司由于产能限制，一直未进行批量生产，预计明年会开始投放市场。

4 股东优势

4.1 国药集团—间接控股股东

国药集团隶属国务院国资委下属企业，是我国医药领域规模最大的医药产业集团，下面包括多家上市公司和业务平台，在医工院和现代制药整体并入国药集团后，我们从国药集团下属企业的股权关系图可以看到，现代制药是国药集团下属优质化学药和特色原料药的资本平台，而国药集团也对现代制药作了清晰的发展战略定位：致力于以非头孢类，非青霉素类药物为主攻方向，研究和生产有特色的原料药和制剂，沿既有的产品路线，大力拓展其它市场。全力支持现代制药按照上述战略定位方向发展，力争将现代制药打造成为中国最具规模的特色原料药和特色制剂生产企业。

在现代制药并入国药集团后，我们单从账面上可以看到集团对公司的一系列经济支持行为，上海医工院注册资本从2010年的不足4千万元增加至2011年末的5亿元。今年为公司提供3亿元的低息贷款，保证海门基地建设进度和如期完工。

如果说财政的支持保证了公司这两年建设期的顺利进行，那么国药集团的品牌资源和营销网络资源对公司的支持更是不容忽视。首先，作为国内最大的医药产业集团，对公司今年的并购事件以及后续可能的并购项目都起到了至关重要的作用。国药集团全国的营销网络对公司未来多个重要品种的推广、招标、营销将起到难以计算的作用；集团的供销体系也为公司在上下游原材

料等方面提供保障。

今年6月份，公司能够顺利收购焦作容生制药这家优质企业，国药集团的品牌及渠道销售优势至关重要，使得公司能在众多竞争者中顺利胜出。容生制药的甲泼尼龙冻干粉针是除原研企业辉瑞外在国内的最大生产企业，占国内8.45%的市场份额，同时还有一定的出口份额。直观分析看，公司收购了一家资质优良企业，而且可以增厚业绩，但我们认为焦作容生的冻干粉针线是公司看中的重点，可以弥补公司目前冻干粉针线的空白，对公司完善制剂生产线的布局意义重大。未来在国药的营销体系护航下，甲泼尼龙实现进口替代的市场空间也比较广阔，而且容生制药的甲泼尼龙较辉瑞的产品质量更好。

图 16、近 5 年样本医院甲泼尼龙竞争格局

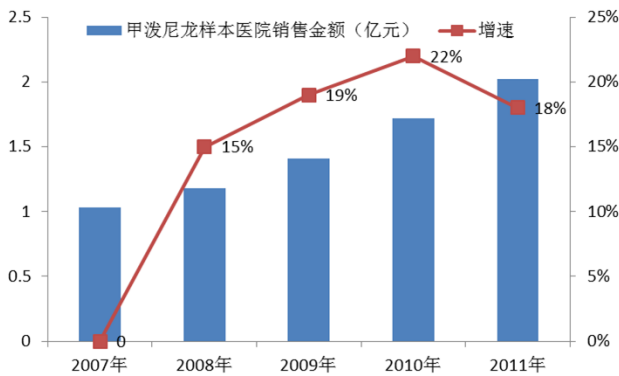
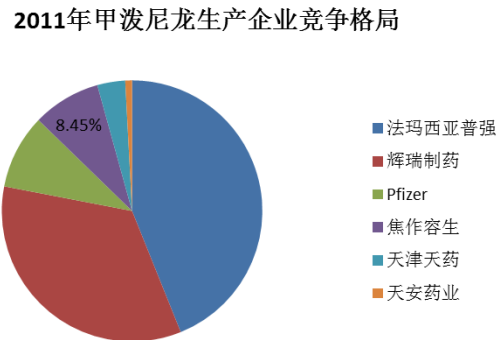


图 17、2011 年甲泼尼龙生产企业市场竞争格局



资料来源：南方所；万联证券研究所

4.2 上海医药工业研究院—直接控股股东

上海医药工业研究院（简称上海医工院）成立于1957年，是新中国成立后组建的最具实力的综合性药物研究院，具备化学药物、生物药物、中药及其制剂品种及工艺研究的开发实力，并拥有药理、毒理、分析测试等药物研发的服务部门。五十多年来，上海医工院始终把技术创新作为发展灵魂，以科技成果产业化作为自己的使命，坚持“天然贴近产业、扎根产业、服务产业”的研发特色，多年的科研成果为我国制药工业发展做出巨大贡献，扶持了一大批上市公司和大型制药企业。

2010年上海医工院整体并入中国医药集团，并成立中国医药工业研究总院（简称医工总院），新上海医工院成为医工总院下属最大的以药物研发为主业的科研院所，拥有化学制药、微生物与生化、生物化工、中药、制剂、药理和药分等7个国家药一级学科，已形成了比较完整的新药研发技术链，并基本具备了与国际接轨的新药研发设施和科研水准，拥有“创新药物与制药工艺国家重点实验室”。新的科研创新体系由一室、三部、四中心构成，分别为上海市抗感染药物研究重点实验室、化学制药部、生物制

药部、中药研究部、上海呼吸系统药物工程技术研究中心、药理评价研究中心、化学制药新技术中心和分析测试中心。具备化学药物、生物药物、中药等种类新药及其仿制药的研发实力，并能够为药物研发提供药理活性评价、化合物结构确认和质量标准研究等技术服务。上海医工院的科研管理制度最大限度调动科研人员的积极性，实行透明、公正的业绩考核政策，以确保科研人员最大收益。

上海医工院累计获得国家科技发明奖14项，国家科技进步奖15项，全国科学大会奖40项，省部级奖280余项，特别是近4年来连续获得国家科技进步二等奖3项，国家技术发明二等奖1项。累计申请专利900余项，获得授权专利近300项，近3年来每年申请数以30%递增，成为医药行业创新科研成果的重要输出源。累计承担国家和省部级科研项目300多项，近三年122项。目前已有1800余项科研成果推广到我国31个省、市、自治区转化为生产力，科研成果转化率高达90%以上，在全国医药行业具有影响力和领航作用。

2007年被评为上海市企业技术中心，2008年被认定为“上海市高新技术企业”，2009年被国家科技部评为“创新型企业”。2009年我院的“重大疾病治疗药物产业化关键技术创新平台建设”项目获得“自主创新企业”上海市科技进步一等奖。

医工院多年以来的科研成果通过与国内众多医药企业和上市公司的合作后，都形成了有效的产业化。现代制药作为医工院的下属公司，在成果转化方面具有得天独厚的优势，在更换了新的管理层后，相信未来会把大股东的优势利用和发挥的更换。现代制药在经历近两年的建设期和生产线的布局逐步完善后，随着2014年-2015年国内专利药到期的高峰期，我们认为公司会进入收获的高峰期，成为国内屈指可数的医药上市企业。

5. 盈利预测

综合考虑公司去年与今年面临的发展瓶颈与业务转型，我们认为今年原料药业务仍会有所下滑；制剂业务仍将保持稳定增长。总体上今年保持10% - 15%的增长，2012年产能瓶颈部分有效释放后增速会提高。预计公司2012年-2013年的EPS分别为0.47元、0.63元。另外算上半年收购的焦作容生制药应该会在年报中实现并表，2012 - 2013年分别增厚EPS约0.05元、0.12元。我们预计公司的产能瓶颈会在2014年充分释放，部分新投放市场品种也会进入加速期，外延式扩张进程有望持续，进入高速增长期。短期给予公司“增持”评级，中长期看给予“买入”评级。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

证券分析师承诺

姓名：宋颖

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlqz.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责声明

本报告仅供万联证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，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、发表和引用。

万联证券有限责任公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883487 传真：021-60883484

广州 珠江东路11号高德置地广场F座18层

电话：020-38286833 传真：020-38286831