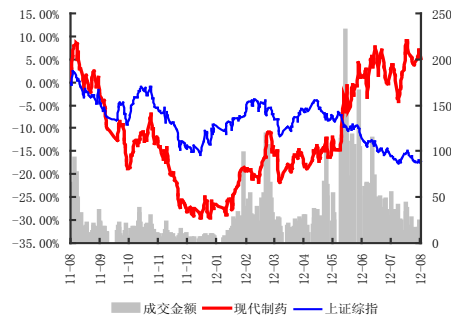


2012年8月23日

现代制药（600420）半年报点评

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

《内外兼修 齐头并进》2012-6-21

报告作者：

分析师：杨扬

执业证书编号：S0590512070003

联系人：

杨扬

电话：021-38991500-811

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。

2012年上半年公司实现营业总收入9.12亿元，同比增长4.94%。实现营业利润、利润总额和归属于母公司净利润分别为0.84亿元、0.88亿元和0.54亿元，同比增加9.03%、10.10%和7.30%，实现每股收益为0.19元，每股经营活动产生现金流量0.18元。

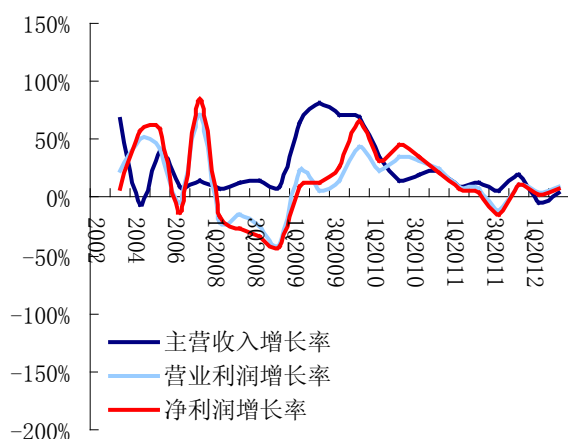
点评：

- **生物制品提升综合毛利，阿奇霉素拖累增长。**报告期内公司综合毛利率为34.62%，同比提升2.92个百分点。总体业绩增长基本符合市场预期，但收入增长结构与分项业务毛利率水平和市场此前判断略有不同，制剂增长较去年全年35%增速放缓至19.33%，这与去年部分地区招标由于价格过低弃标有关系，同时生物制药的增长超出预期，高毛利人尿制品收入增长48.61%，分项毛利率同比提升7.68个百分点，也带动综合毛利率提升近3个百分点，阿奇霉素由于竞争激烈，且终端价格与需求一直在低位徘徊，整体业务条线微亏。
- **浦东制剂扩产计划提上议事日程，与大股东医工院合作力度加大。**为了保持公司在新型制剂的领先优势，公司拟在浦东基地建设新型制剂产业化基地，项目预计建设期3年，总投资约为5亿元，项目以生产心脑血管类、抗感染类等新型制剂为主，主要包括控释片、缓释混悬液、口腔膜剂等新型剂型，从而有效解决制剂产能瓶颈，完成原浦东原料药基地的转型。同时，公司加强与大股东上海医工院合作力度，签署包括阿齐沙坦、艾司西酞普兰原料药制备工艺在内的技术开发合同，以上举措都显示了公司在特色原料药和新型制剂领域的长远战略布局。
- **盈利预测：**下半年重点关注制剂业务增速、焦作容生业绩成长以及天伟生物人尿产品出口情况，我们仍然维持原有业绩判断，即2012年-2014年EPS分别为0.52元、0.70元和0.89元，以2012

年8月22日收盘价14.38元来看，对应市盈率分别为27倍，21倍和16倍，估值趋于合理，考虑到新型制剂的高成长对估值带来的溢价以及未来国药工业平台整合预期，仍维持“推荐”评级。

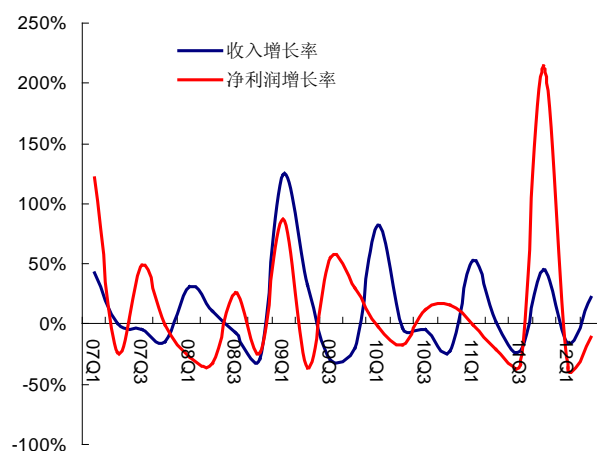
- **风险提示：**1、抗生素限用的政策风险；2、原料药出口周期性波动风险；3、药品降价风险；4、短期销售费用大幅提高的风险。5、并购业绩不达预期的风险。

图表 5: 公司季度累计经营情况



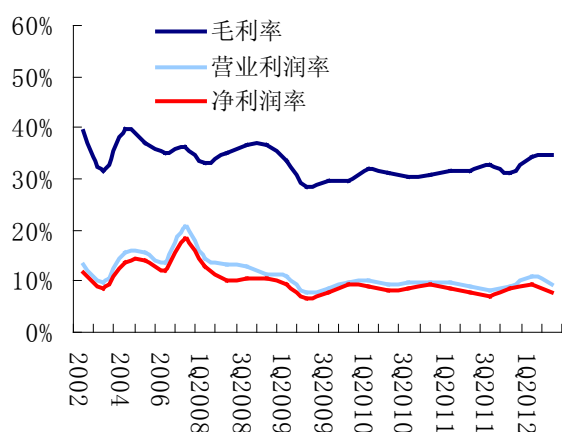
数据来源：WIND 国联证券研究所

图表 6: 公司单季度经营情况



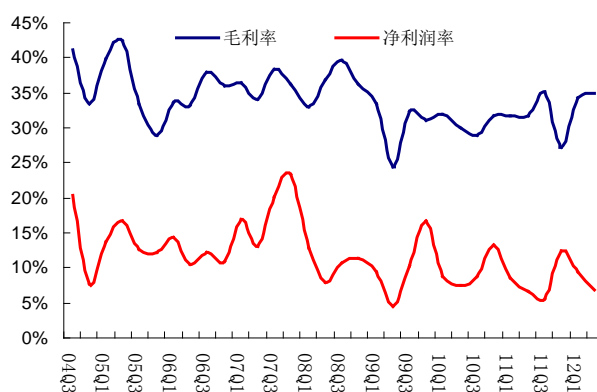
数据来源：WIND 国联证券研究所

图表 7: 公司季度累计经营情况



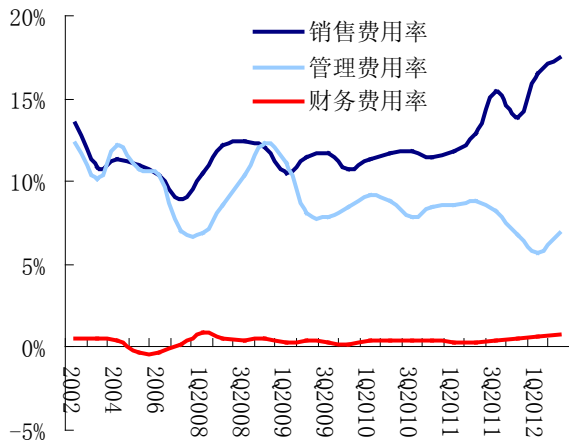
数据来源：WIND 国联证券研究所

图表 8: 公司单季度经营情况



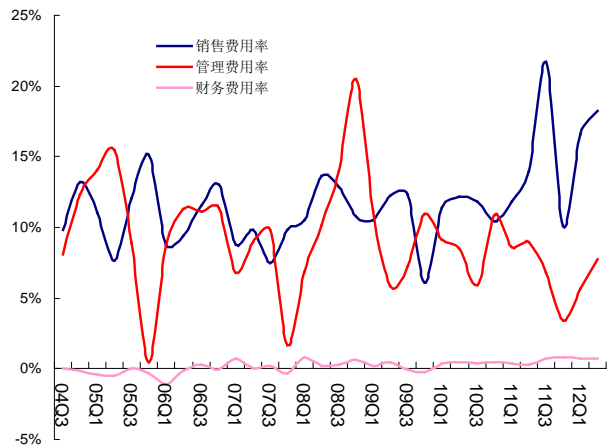
数据来源：WIND 国联证券研究所

图表 9: 公司季度累计经营情况



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 10: 公司单季度经营情况



数据来源: WIND 国联证券研究所

财务报表预测与财务指标 单位: 百万

更新日期: 12-08-22

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	34.5	27.7	20.4	16.1					
P/B	5.1	4.4	3.7	3.1					

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%
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。