

分析师：宋颖

执业证书编号：S0270511060002

电话：021-60883485

研究助理：唐坚

电话：021-60883480

邮箱：tangjian@wlzq.com.cn

发布日期：2012年10月31日

## 阿奇霉素拖累利润增速，整体向好趋势不变

——现代制药（600420）2012年三季度报点评

### 公司点评报告

买入（上调）

#### 事件：

**现代制药公布2012年三季度报：**2012年前三季度，实现营业收入14.77亿元，同比增长22.04%；实现归属于上市公司股东的净利润0.76亿元，同比增长15.52%。EPS 0.26元。

#### 点评：

- **阿奇霉素价格下滑拖累利润增速：**2012年第3季度，实现营业收入5.65亿元，较上年同期增长65.7%；实现归属于上市公司股东的净利润2137.8万元，较去年同期增长43.49%。从前3季度数据看，营收增速（Q1：-4.81%、Q2：4.94%、Q3：22.04%）与主营业务利润增速（Q1：2.98%、Q2：7.30%、Q3：15.52%）每个季度逐步提高，第3季度因为容生制药合并报表，营业收入和净利润同比增长较高。公司今年原料药业务下滑较大，主要是阿奇霉素原料药恶性竞争，价格下滑较大；而占利润比重较大的制剂业务仍然维持稳定增长；生物制品业务延续上半年的增长趋势；容生制药的盈利情况预计好于收购时对赌协议的目标。

图 1、近 2 年每季度营收与利润变化 (%)

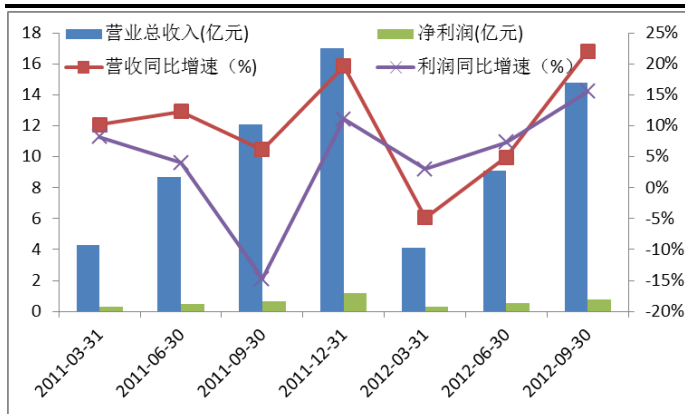
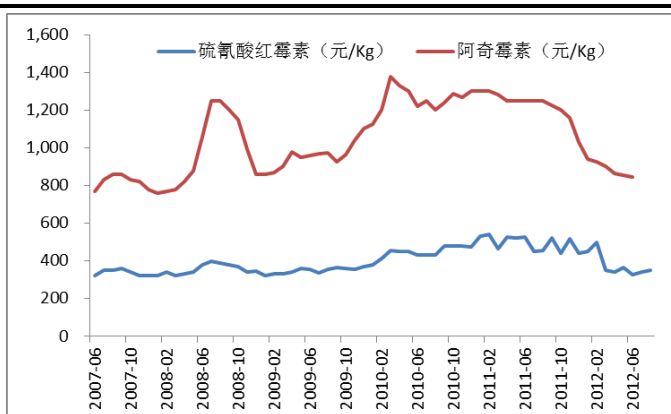


图 2、阿奇霉素与原料硫氰酸红霉素价格变化 (元/kg)



资料来源：公司年报；WIND 资讯；万联证券研究所

- **财务费用增长较高，绝对值并不高：**前3季度，销售费用2.62亿元，占营业收入17.74%，同比增长40.92%，系公司加大市场推广与销售力度；管理费用1.01亿元，同比增长1.47%；财务费用0.11亿元，同比增长113.08%，大幅增长的原因主要由于公司在建工程项目较大，银行借款利息增加所致，总体费用并不算高。
- **产品线储备继续丰富：**2012年新上市独家品种抗真菌药酮康唑栓剂和外敷中药贴剂风寒砂熨剂，以及已获得生产批件的第4代抗抑郁药米那普伦等。风寒砂熨剂在目前的市场推广中深受患者欢

迎，公司也对此独家品种的市场潜力持乐观态度；米那普伦受制于目前产能限制，未能批量生产，预计明年将正式投放市场。另外，皮质激素药物甲泼尼龙凭借产品质量好于原研外企辉瑞的优势，进口替代空间广阔；2011年辉瑞市场份额87%，公司市场份额8.4%，2011年市场规模达到10亿元；预计今年与明年都会超过收购时的预期收益。

公司直接控股股东上海医药工业研究院研发实力国内首屈一指，报告期日，医工院与现代制药签订3项技术转让合同，增强公司新产品储备，形成系列产品梯队，保持公司在相关重点发展领域内的竞争优势。(1)阿齐沙坦原料药制备工艺研究：阿齐沙坦为血管紧张素II受体AT1拮抗剂，临床上用于治疗高血压，主要通过阻断AT1受体，产生舒张血管、抑制醛固酮分泌、逆转心血管重构等作用以达到降低血压的效果。相关临床数据证明，阿齐沙坦的降压效果优于同类其他产品，同时具有安全性高、选择性好等特点。合同金额为人民币120万元。(2)阿齐沙坦质量研究：主要进行阿齐沙坦原料药的相关质量研究开发，合同金额为人民币35万元。(3)艾司西酞普兰原料药制备工艺及相关质量标准研究：艾司西酞普兰为外消旋西酞普兰的左旋对映体，其作用机制是增进中枢神经系统5-羟色胺(5-HT)能的作用，抑制5-HT的再摄取，临床上用于重症抑郁症、广泛性焦虑的治疗。具有起效快、安全性高、不良反应发生率等特点。目前已成为抗抑郁药的一线药物，被誉为“革命性的抗抑郁药物”。

- **盈利预测与投资建议：**我们维持之前的盈利预测，2012-2013年并表后的EPS分别为0.52、0.69元；目前股价对应市盈率分别为24倍、18倍，结合目前制剂行业28-30倍平均PE，给予“买入”评级。
- **风险因素：**原料药基地建设进度低于预期；药品政策性降价等。

### 盈利预测

	2010年	2011年	2012E	2013E
营业收入(亿元)	14.23	17.03	18.89	22.66
增长率(%)	22.22%	19.65%	11%	20%
净利润(亿元)	1.08	1.20	1.48	1.97
增长率(%)	21.40%	11.03%	23.8%	33%
每股收益(元)	0.38	0.42	0.52	0.69
市盈率(倍)	38	32	24	18

市场数据:		2012-10-30		基础数据:		2012-10-30	
收盘价 (元)	12.35	每股净资产 (元)	3.00	每股经营现金流 (元)	0.18	毛利率 (%)	34.62
一年内最低 (元)	9.20	净资产收益率 (%)	6.46	资产负债率 (%)	50.77	总资产 (万元)	28773.3402
一年内最高 (元)	14.81	总股本 (万股)	28773	流通股 (万股)	28773	B 股/H 股 (万股)	/
沪深 300	2351.93						
市净率 (倍)	4.23						
流通市值 (亿元)	35.54						

个股相对沪深 300 指数走势



**相关报告:**

低点即拐点 (2012-8-23)

内外兼修稳布局, 百花齐放迎增长 (深度分析报告, 2012-8-14)

内外兼修有效缓解产能瓶颈 (2011-9-21)

### 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.wlzq.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