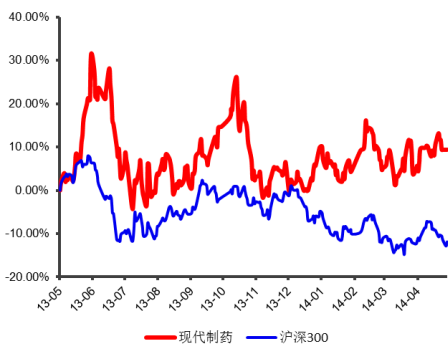


2014年4月30日

——现代制药（600420）一季报点评

评级：推荐

最近 52 周走势：

相关研究报告：

 《生物制品带动综合毛利提升》
 -2012-08-24

报告作者：

分析师：杨扬

执业证书编号：S059052070003

联系人：

杨扬

电话：021-38991500

Email: yangyang@glsc.com.cn

独立性申明

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。

公司发布定期公告，2014年一季度实现营业收入 63,481.41 万元，较 2013 年同期增长 7.86%；归属于上市公司股东的净利润 3,977.43 万元，较 2013 年同期增长 11.90%，基本每股收益 0.14 元，收入增长略低于我们的预期，利润增长基本符合预期。

点评：

- **收入结构持续优化，毛利率大幅提升。** 一季度营业收入同比增长 7.86%，环比增长 34.59%，一季度多为公司销售淡季，且去年年底营销管理层经历调整后收入仍呈现平稳增长实属不易。综合毛利率同比提升 8.66 个百分点，主要源于收入结构的持续改善，高毛利制剂和天伟生物原料药收入占比提高，原有低毛利的商贸业务(今年预计收入同比将再减半)及阿奇霉素原料药收入占比下降。
- **制剂转型投入加大，销售费用率攀升。** 一季度销售费用率为 26.27%，同比增加 6.59 个百分点，反映出公司在制剂转型中投入力度加大，今年制剂销售有以下看点：(1)欣然在广东及山东招标中击败拜新同，在控释剂型中独占上述区域市场份额，另外该品种去年 10 月底已入选全军药品网上集采增补目录，今年全年销售额单品突破 4 亿元(不含税)几无悬念，从长期目标来看有望成为 10 亿元大品种；(2)激素药物甲泼尼龙琥珀酸钠替代辉瑞原研药物甲强龙及地塞米松市场份额，2013 年样本医院数据已经呈现翻倍成长，目前单品已过亿元，未来仍有较大市场空间；(3)盐酸米那普伦及风寒砂熨剂今年上市，产品技术上已储备多年，在经历两年左右的市场导入期后也将成为颇具看点的特色品种；(4)右美沙芬缓释混液经过工艺改造攻关，解决了原来药液沉降的缺陷，再次推向市场后老产品将焕发新活力。
- **背靠大集团优势资源，医药并购中抢占先机。** 公司外延式并购步伐自 2010 年进入国药集团后开始加速，先后收购焦作容生、川抗制药、武汉中联，以相对较低的并购成本引入了包括甲泼尼龙琥

珀酸钠、乌苯美斯等一系列重磅品种，我们认为公司以外延式收购来弥补短期内生增长瓶颈的战略有利于缩短产业布局的时间，抚平业绩波动带来的估值压力，是兼顾资本市场和产业发展两者利益后的明智之举。

- **维持“推荐”评级：**公司目前市值仅 47 亿元，暂不考虑增发摊薄及并购扩张影响，预计公司内生业务 2014-2016 年 EPS 为 0.51、0.58、0.65 元，对应最新收盘价 16.2 元的市盈率分别为 32、28、25 倍，公司是大集团工业整合中最后一块尚未被市场充分挖掘的板块，经过四年调整蓄势待发，未来发展前景值得期待，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**海门原料药项目转固后短期对利润的负面影响，并购不达预期，新品推广速度慢于预期。

当前股价

16.20

财务报表预测与财务指标 单位: 百万

更新日期: 14/04/30

利润表	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,350	2,650	2,979	3,575	现金	433	566	650	500
营业成本	1,369	1,497	1,652	1,998	应收款项净额	411	463	521	625
营业税金及附加	14	15	17	21	存货	511	552	605	736
销售费用	519	662	745	894	其他流动资产	93	104	117	141
管理费用	221	220	265	325	流动资产总额	1,447	1,685	1,893	2,002
EBIT	216	243	283	318	固定资产	503	1,445	1,562	1,559
财务费用	19	25	34	34	无形资产	184	177	169	162
资产减值损失	-20	0	0	0	长期股权投资	7	14	20	26
投资净收益	3	3	3	3	其他长期资产	27	27	27	27
营业利润	180	221	252	287	资产总额	3,146	3,520	3,732	3,786
营业外净收入	36	25	25	25	短期借款	417	500	597	344
利润总额	216	246	277	312	应付款项	279	301	330	402
所得税	29	37	42	47	其他流动负债	226	254	283	343
净利润	188	209	236	265	流动负债	923	1,055	1,210	1,089
少数股东损益	-55	-62	-70	-79	长期借款	670	670	670	670
归属母公司净利润	133	147	166	186	应付债券	0	0	0	0
					其他长期负债	228	246	265	283
					负债总额	1,820	1,971	2,145	2,042
					少数股东权益	330	361	396	436
					股东权益	995	1,188	1,191	1,309
					负债和股东权益	3,146	3,520	3,732	3,786
主要财务比率	2013A	2014E	2015E	2016E	现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力					税后利润	133	147	166	186
营业收入	17.1%	12.8%	12.4%	20.0%	加: 少数股东损益	12	31	35	39
营业利润	6.0%	22.6%	14.2%	13.9%	公允价值变动	20	0	0	0
净利润	14.5%	10.5%	12.8%	12.6%	折旧和摊销	74	98	123	135
获利能力					营运资金的变动	-160	-137	-147	-109
毛利率(%)	41.7%	43.5%	44.6%	44.1%	经营活动现金流	79	139	176	253
净利率(%)	8.0%	7.9%	7.9%	7.4%	短期投资	0	0	0	0
ROE(%)	13.3%	13.5%	13.6%	13.8%	长期股权投资	-6	-6	-6	-6
ROA(%)	4.2%	5.0%	4.4%	4.9%	固定资产投资	-553	-310	-380	-350
偿债能力					投资活动现金流	-559	-316	-386	-356
流动比率	1.57	1.16	1.25	1.44	股权融资	-31	0	0	0
速动比率	1.02	0.78	0.85	0.91	负债净变化	348	300	300	100
资产负债率%	57.9%	67.4%	65.5%	61.9%	支付股利、利息	-105	-73	-83	-93
营运能力					其它融资现金流	-39	83	77	-53
总资产周转率	74.7%	75.3%	79.8%	94.4%	融资活动现金流	417	309	294	-47
应收账款周转天数	63.81	63.81	63.81	63.81	现金净变动额	-63	132	84	-150
存货周转天数	141.15	141.15	141.15	141.15					
每股收益	0.46	0.51	0.58	0.65					
每股净资产	3.46	3.42	3.45	3.56					
P/E	35.1	31.8	28.2	25.0					
P/B	4.7	4.7	4.7	4.6					

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

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

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