



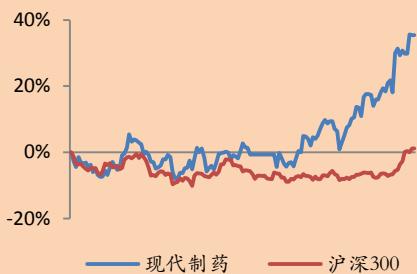
现代制药 (600420)

投资评级: 增持

报告日期: 2014-8-1

当前股价: 21.93 元

年初以来股价走势:



主要数据

总股本(亿股)	2.88
A股股本(亿股)	2.88
A股流通比例(%)	100%
总市值(亿元)	63.1
第一大股东	上海医药工业研究院
大股东持股比例	41.62%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会

分析师:

谭丁源

执业编号: S0010514010001

电话: 0551-65161830

邮箱: tdyhazq@163.com

央企改革背景下的创新型药企

主要观点: :

一、创新制剂打造核心竞争力

制剂业务是公司的主要业务,尤其是采用了控(缓)释技术的创新制剂,是公司有别于其他制剂生产企业的主要特点和核心竞争力,主要代表产品包括头孢氨苄缓释胶囊、硝苯地平激光打孔渗透泵控释片、右美沙芬控释混悬液等。

二、原料药出口日趋规范

原料药方面,公司主要以大环内酯类抗生素原料药(阿奇霉素等)、硫辛酸原料药以及艾滋病原料药为主,并且主要是面向出口市场。出口市场对于药品质量的认证较为严格,因此是否能够取得相关市场认证非常重要,因此,公司在原料药出口方面的一项重要工作就是努力取得出口市场资格认证。2014年4月,公司重点产品艾滋病原料药齐多夫定接受了美国FDA现场检查,并签发了审核通过的信函。本次海门公司艾滋病原料药齐多夫定得到美国FDA审核通过对于公司原料药产品进入规范市场具有重要意义。

三、产业布局日趋合理

公司在发展历程中,主要通过设立子公司、吸收合并控股股东原有子公司、并购等方式进行扩张,完善产业布局,使产业布局更为全面合理。目前公司主要子公司包括现代海门、天伟生物、川抗制药、国药容生、国药哈森和中联药业等。

四、央企改革带来资本运作预期

2014年,国药集团入选央企混合所有制改革试点。国药集团旗下有国药控股、国药股份、国药一致、天坛生物、现代制药、中国中药6家上市公司,其中,国药控股和中国中药在港股上市。现代制药第一大股东上海医工院由国药集团全资控股,实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

主要财务数据预测	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2,350	2,410	2,621	2,842
(+/-%)	17.1%	2.6%	8.7%	8.4%
净利润(百万元)	133	115	158	207
(+/-%)	14.5%	-13.7%	38.1%	30.6%
每股收益(元)	0.46	0.40	0.55	0.72
EBIT Margin	9.2%	10.2%	12.6%	14.7%
净资产收益率(ROE)	13.3%	11.2%	15.0%	18.8%
市盈率(PE)	48	55	40	31
EV/EBITDA	28.2	23.4	16.7	13.3
市净率(PB)	6.39	6.23	6.04	5.79

1 创新制剂打造核心竞争力

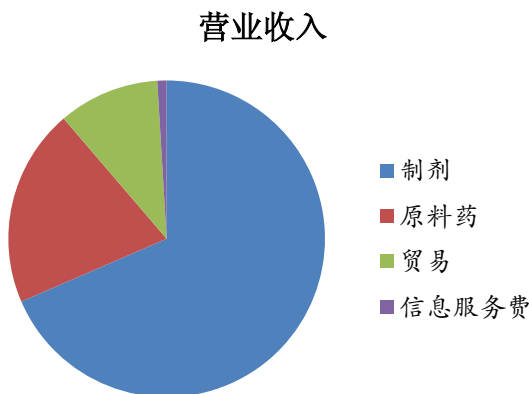
制剂业务是公司的主要业务，尤其是采用了控（缓）释技术的创新制剂，是公司有别于其他制剂生产企业的主要特点和核心竞争力，主要代表产品包括头孢氨苄缓释胶囊、硝苯地平激光打孔渗透泵控释片、右美沙芬控释混悬液等。

硝苯地平为钙离子拮抗剂，广泛应用于治疗高血压和心绞痛。由于普通硝苯地平片在体内崩解时间很快，因此血药浓度很快达到峰值，由此带来的副作用较大，病人容易产生头晕、头痛、恶心、乏力等不良反应；而由于该药在体内半衰期短，因此血药浓度下降也较快，需要频繁服药，一般是一日三次。

为解决以上问题，国外研制上市可 24 小时释药的控释制剂（GLTS，激光打孔控释片），例如德国 Bayer 公司生产的“拜新同”。2000 年左右，公司创新制剂硝苯地平控释片研制成功，同样采用渗透泵、激光打孔技术。控释技术可使药物在体内长时间保持稳定释药，病人口服一次即可获得 24 小时的有效血药浓度，既可以控制病人病情，又可以减少头晕、头痛等副作用。

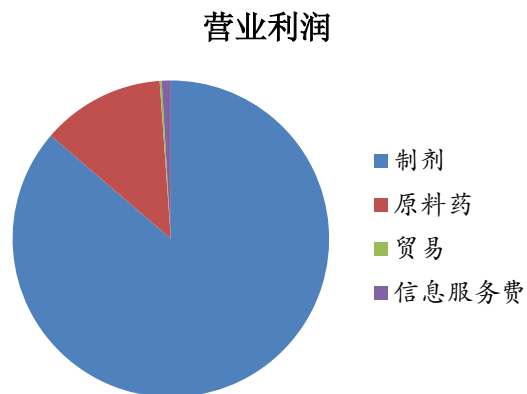
除了硝苯地平控释剂，公司其他创新制剂还有头孢氨苄缓释胶囊、右美沙芬控释混悬液等。与传统剂型相比，控（缓）释制剂副作用小且用药方便，因此具有显著优势，未来发展前景看好。

图表 1 营业收入构成



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 2 营业利润构成



资料来源：wind、华安证券研究所

2 原料药出口日趋规范

原料药方面，公司主要以大环内酯类抗生素原料药（阿奇霉素等）、硫辛酸原料药以及艾滋病原料药为主，并且主要是面向出口市场。出口市场对于药品质量的认证较为严格，因此是否能够取得相关市场认证非常重要，因此，公司在原料药出口方面的一项重要工作就是努力取得出口市场资格认证。2014 年 4 月，公司重点产品艾滋病原料药齐多夫定接受了美国 FDA 现场检查，并签发了审核通过的信函。本次海门公司艾滋病原料药齐多夫定得到美国 FDA 审核通过对于公司原料药产品进入规范市场具有重要意义。

硫辛酸原料药是公司的主打原料药产品，生产能力在 50 吨/年，主要用于出口，硫辛酸针剂由现代哈森进行生产。硫辛酸有两种化学构型，其中右旋构型在体内发挥作用，左旋构型不仅无效，而且还会影响右旋的效果，因此右旋体属于高端硫辛酸，价格更高，而两者的混合体属于普通硫辛酸，价格较低。分拆这两种构型不仅需要增加额外成本，还需要很强的化学工艺水平，因此右旋硫辛酸和混合硫辛酸的价格差异很大，前者是后者的 5-10 倍。现代制药 2004 年突破右旋硫辛酸生产工艺，是国内最早的右旋硫辛酸生产企业。

硫辛酸是一种存在于线粒体中的辅酶，具有抗氧化性，临床上被大量用于治疗糖尿病的神经营变上，此外硫辛酸还具有强化肝功能、改善老年痴呆、美容抗老化等作用。因此硫辛酸既可以作为药品也可以作为保健品。美国 FDA 于 1997 年批准硫辛酸作为保健食品上市；日本 2004 年将硫辛酸列为食品添加剂，可作为保健品应用；2009 年 11 月，国家新版医保目录首次收录了 α -硫辛酸注射剂为调节血糖的医保乙类药物。实际上，在我国硫辛酸的临床应用有很大提高空间，而作为保健品，硫辛酸在我国的应用也远远落后于国外，因此国内市场空间仍然很大。

3 产业布局日趋合理

公司在发展历程中，主要通过设立子公司、吸收合并控股股东原有子公司、并购等方式进行扩张，完善产业布局，使产业布局更为全面合理。目前公司主要子公司包括现代海门、天伟生物、川抗制药、国药容生、国药哈森和中联药业等。

现代海门位于江苏省海门市，兴建于 2011 年 3 月，总投资 12 亿元，目标是成为公司重要特色原料药生产基地，以进入欧美日规范市场为主要发展目标，同时为集团公司制剂产品配套生产原料药。现代海门项目一期工程建筑面积 7800 万平方米，于 2013 年 9 月正式投产，投产的主要品种为大环内酯类、抗艾滋病类、心脑血管类高端原料药。2014 年 4 月，公司重点产品艾滋病原料药齐多夫定接受了美国 FDA 现场检查，并签发了审核通过的信函。由于现代海门主要是承接公司原有原料药生产业务，因此后续其他原料药陆续通过国际认证是必需的，也是在预期之中的。

天伟生物前身为上海医工院的一个研究分院，2001 年 4 月注册成立为有限公司。主要从事人尿制品绒促性素等生化原料药的研发和生产，主要出口欧洲、日本、韩国等市场。公司于 2012 年通过美国 FDA 现场认证。

川抗制药位于成都高新区，主要产品为免疫调节剂和肿瘤辅助治疗药品。2013 年，通过股权收购，川抗制药控股股东由中国医药工业研究总院变为现代制药，由现代制药的兄弟公司变为子公司。

中联药业位于湖北省武汉市，与川抗制药同时被中国医药工业研究总院转让给现代制药。中联药业由武汉中联制药厂（1952 年由享誉武汉三镇的金同仁、陈太乙、初开堂、九千年、刘有馥等 192 家中药店联合成立）和武汉第四制药厂（始建于 1966 年）组建而成，是一家中、西药并举的现代化医药公司。

国药哈森位于河南省商丘市，2004 年通过股权并购的形式成为现代制药的子公司，主要从事片剂、硬胶囊剂、颗粒剂、小容量注射剂、原料药等医药产品的生产。

国药容生位于河南省武陟县，2012 年成为现代制药的子公司，主要从事冻干粉针剂（含激素类）、小容量注射剂（含激素类）的生产，通过对国药容生的收购，冻干粉针剂和激素类产品对现代制药产品剂型和品种形成了有益的扩充，使得现代制药的产品线更加丰富。

现代制药通过投资或并购的方式，异地设立生产基地，一方面使得公司能够获得新的产品剂型和品种，使得药品生产业务覆盖更加全面，另一方面将原有的原料药生产从上海向外地转移，使得上海公司能够更加专注于研发和创新药的生产，并且所需的原料药也可以由异地公司提供。原料药生产属于利润率低，规模大，高污染产业，对于成本，规模 and 环境保护的要求都很高，因此异地公司在设立时可以综合考虑生产成本，生产规模和环境保护，从而有利于公司降低成本，扩张产能以及减少环保压力。

图表 3 现代制药子公司



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 4 主要分支单位及主要业务

		分支单位名称	所在地	主要业务
现代制药	母公司生产厂区	浦东厂区	上海市	高端原料药、渗透泵控释片、常释口服制剂
		嘉定厂区	上海市	缓释胶囊、缓释混悬液
		南翔厂区	上海市	外用制剂（外科、妇科）、中药制剂
	子公司	上海现代制药海门有限公司	江苏省海门市	主要从事高端原料药的生产
		上海医工院医药有限公司	上海市北京西路	主要从事国内外药品贸易流通
		上海天伟生物制药有限公司	上海市闵行区	主要从事生物药研发和生产
		国药集团现代哈森药业有限公司	河南省商丘市	主要从事片剂、硬胶囊剂、颗粒剂、小容量注射剂、原料药等医药产品的生产
		国药集团容生制药有限公司	河南省武陟县	主要从事冻干粉针剂（含激素类）、小容量注射剂（含激素类）、口服常释制剂生产的综合性制药企
		国药集团川抗制药有限公司	成都高新区	致力于免疫抑制剂、免疫增强剂以及抗肿瘤辅助治疗等领域药品的生产
		国药集团中联药业有限公司	湖北省武汉市	由武汉中联制药厂（1952年由享誉武汉三镇的金同仁、陈太乙、初开堂、九千年、刘有徐等192家中药店联合成立）和武汉第四制药厂（始建于1966年）组建而成，是一家中西药并举的现代化医药公司

资料来源：公司公告、华安证券研究所

4 央企改革带来资本运作预期

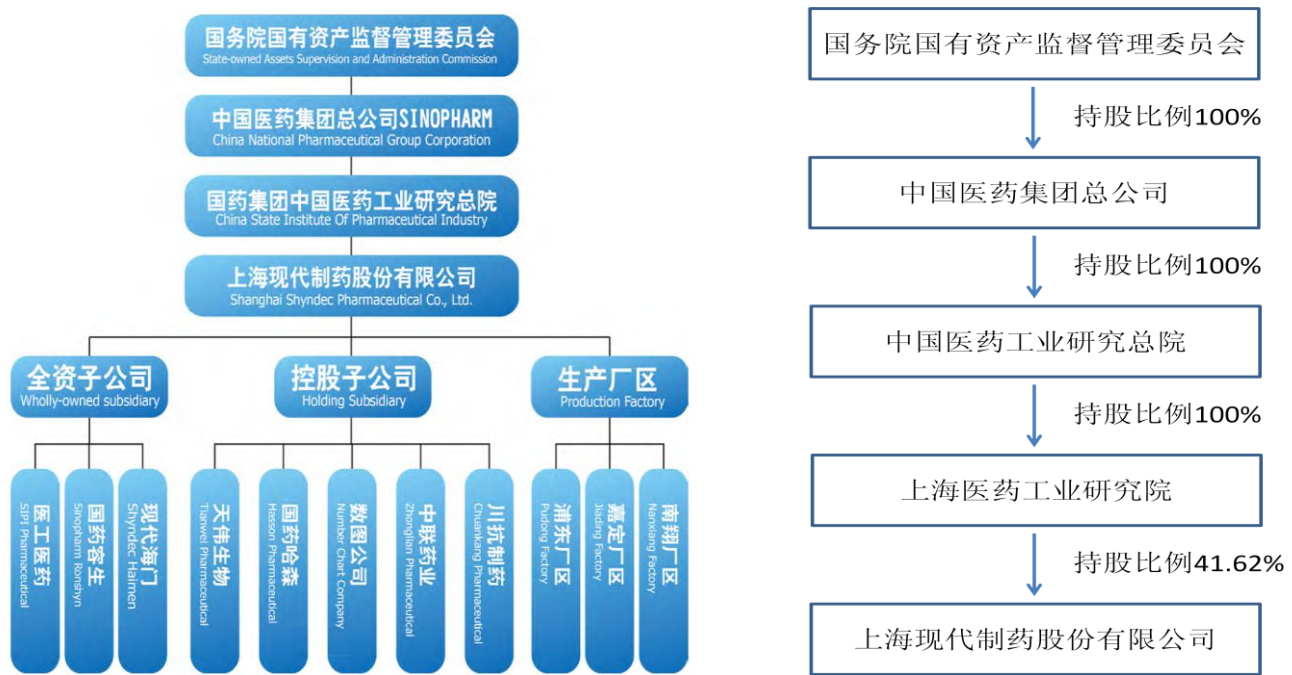
2014年，国药集团入选央企混合所有制改革试点。实际上国药集团混合所有制经济的发展已经比较充分。截止到2013年底，国药集团公司企业总户数为648户，其中与民营资本、地方国有资本、外资资本等实施混合所有制的企业为543户，占集团总户数的83.4%。混合所有制企业资产总额1390亿元，占集团总资产的82.6%；营业收入1881亿元，占集团总营业收入的92%。

目前，国药集团旗下有国药控股、国药股份、国药一致、天坛生物、现代制药、中国中药6家上市公司。其中国药控股和中国中药在港股上市。其中，国药股份和国药一致主要是医药流通企业，天坛生物主要从事血液制品和疫苗等生物制品业务，中国中药主要定位于中药业务，因此国药控股和现代制药就成为集团公司两大主要化药制药平台。国药控股是由国药集团与复星集团共同出资设立投资公司进行控制，控制权比例为国药集团51%，复星集团49%。现代制药相比而言国企基因较为“纯正”，第一大股东上海医工院由国药集团全资控股。

国药集团旗下还有 11 家非上市公司，包括中国生物技术股份有限公司、中国医药工业研究总院、中国国际医药卫生公司、中国科学器材公司等。

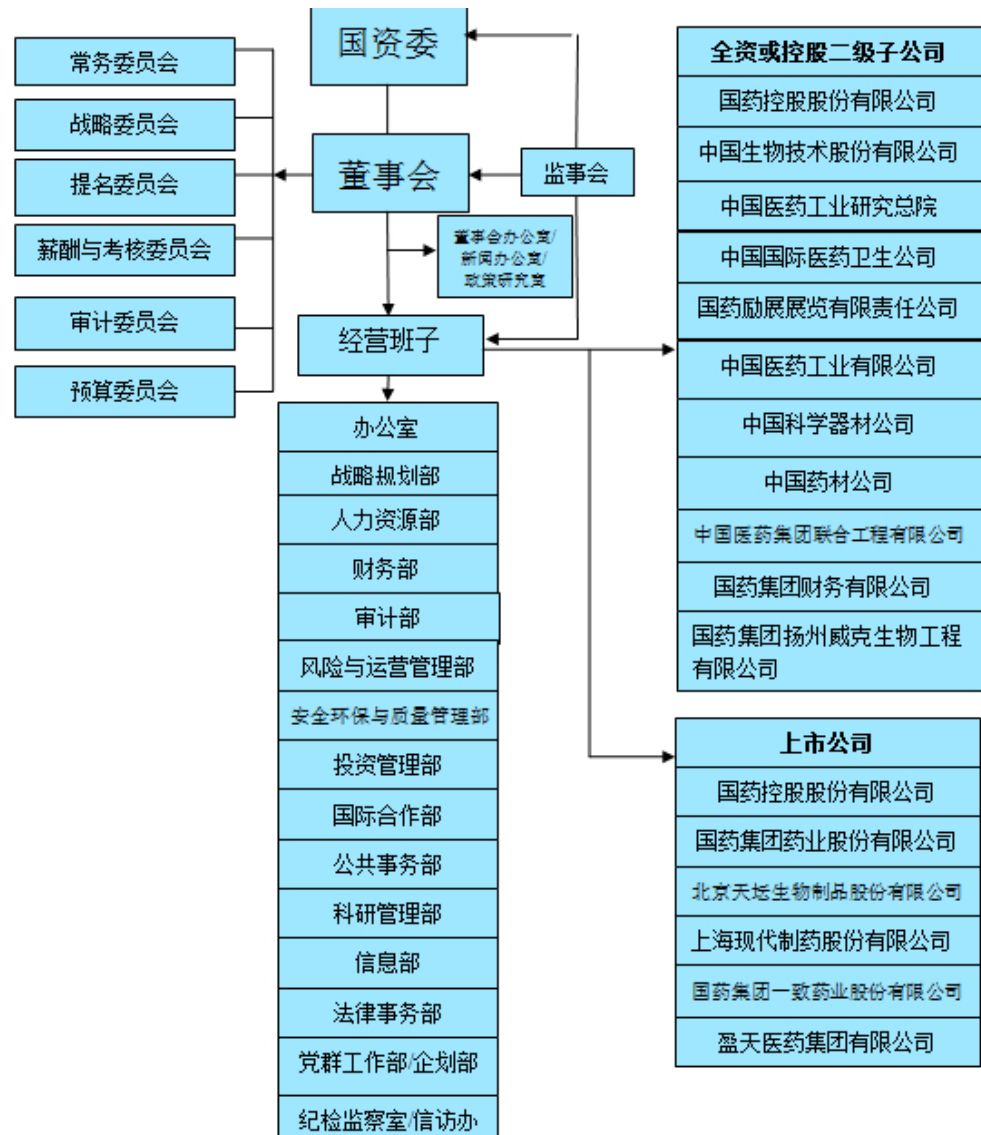
2013 年，国药容生和中联药业以股权收购的方式，由国药集团下属企业转为现代制药下属企业，因此现代制药未来也有望成为国药集团医药工业的一个整合平台。并且由于现代制药的国企基因较为纯正，因此混合所有制改革方面也有一定潜力。在央企改革背景下，现代制药作为国药集团的优质化药平台，未来存在一定的资本运作预期。

图表 5 组织架构及股权结构



资料来源：公司公告、华安证券研究所

图表 6 国药集团组织架构



资料来源：公司网站、华安证券研究所

5 投资策略

公司作为创新制剂生产企业，所生产剂型具有核心竞争力，随着人民生活水平的提高，控（缓）释制剂未来发展潜力较大；公司原料药产品也多以高端特色原料药为主，具有较宽的护城河，竞争门槛较高，因此具有稳定增长前景。在央企改革背景下，公司未来也存在一定的资产注入预期。根据公司目前经营情况，我们预计公司 2014-2016 年每股收益分别为 0.40、0.55、0.72 元，目前股价所对应的 PE 分别为 55、40、31 倍，给予公司“增持”评级。

附录：财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	433	433	433	433
应收款项	411	421	458	497
存货净额	511	514	512	519
其他流动资产	93	95	103	112
流动资产合计	1447	1463	1507	1561
固定资产	1480	1700	1865	1987
无形资产及其他	184	166	147	129
投资性房地产	27	27	27	27
长期股权投资	7	7	7	7
资产总计	3146	3364	3554	3712
短期借款及交易性金融负债	417	600	747	824
应付款项	279	280	280	284
其他流动负债	226	226	223	238
流动负债合计	923	1106	1250	1346
长期借款及应付债券	670	670	670	670
其他长期负债	228	228	228	228
长期负债合计	898	898	898	898
负债合计	1820	2004	2147	2243
少数股东权益	330	340	354	372
股东权益	995	1019	1053	1097
负债和股东权益总计	3146	3364	3554	3712

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.46	0.40	0.55	0.72
每股红利	0.36	0.31	0.43	0.57
每股净资产	3.46	3.54	3.66	3.81
ROIC	9%	9%	11%	13%
ROE	13%	11%	15%	19%
毛利率	42%	42%	44%	46%
EBIT Margin	9%	10%	13%	15%
EBITDA Margin	12%	15%	19%	23%
收入增长	17%	3%	9%	8%
净利润增长率	15%	-14%	38%	31%
资产负债率	68%	70%	70%	70%
息率	1.6%	1.4%	2.0%	2.6%
P/E	47.9	55.4	40.2	30.7
P/B	6.4	6.2	6.0	5.8
EV/EBITDA	28.2	23.4	16.7	13.3

资料来源：华安证券研究所

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2350	2410	2621	2842
营业成本	1369	1407	1470	1536
营业税金及附加	14	14	15	16
销售费用	519	529	576	624
管理费用	233	214	231	248
财务费用	19	78	90	98
投资收益	3	2	2	2
资产减值及公允价值变动	(20)	(9)	(9)	(9)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	180	161	232	311
营业外净收支	36	26	26	26
利润总额	216	187	258	337
所得税费用	29	25	34	45
少数股东损益	55	47	65	85
归属于母公司净利润	133	115	158	207

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	133	115	158	207
资产减值准备	20	26	14	8
折旧摊销	74	111	179	228
公允价值变动损失	20	9	9	9
财务费用	19	78	90	98
营运资本变动	(132)	11	(33)	(27)
其它	(9)	(16)	(0)	10
经营活动现金流	107	256	327	435
资本开支	(581)	(349)	(349)	(349)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(587)	(349)	(349)	(349)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	348	0	0	0
支付股利、利息	(105)	(90)	(125)	(163)
其它融资现金流	(70)	183	147	77
融资活动现金流	417	93	22	(86)
现金净变动	(63)	0	0	0
货币资金的期初余额	496	433	433	433
货币资金的期末余额	433	433	433	433
企业自由现金流	(451)	(13)	82	213
权益自由现金流	(173)	103	151	205

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。