

日期: 2014年09月10日

行业: 医药制造业



赵冰
021-53519888-1902
zhaobing@shzq.com
执业证书编号: S0870511030004

产品结构调整成果显现

投资摘要

以原料药和制剂生产为主业的医药企业

公司产品覆盖原料药和制剂、药物新型制剂和生物药品三大领域, 主导产品包括阿奇霉素、硫辛酸、头孢氨苄缓释胶囊、硝苯地平控释片和人尿制品等。公司在产品种约20个, 而储备品种数目也已达20多个, 具有较为丰富的储备品种资源。

制剂业务是公司发展的重点

2014年中报显示, 公司的制剂业务收入9.30亿元, 同比增长37.49%; 毛利率为56.34%, 同比增长2.55个百分点。制剂板块是公司发展的重点, 主要可分为心脑血管药物、激素、精神类药物和内分泌系统药物几个系列。由于良好的治疗效果, 我们预计2014年硝苯地平控释片仍有望取得30%以上的增长。而受国药容生并表影响, 今年全年制剂业务收入增长迅速, 未来有望维持20-30%的增长。

阿齐霉素价格有望小幅上涨

受今年环保压力大, 企业开工不足, 成本增加等原因, 造成低价的红霉素系列产品价格触底反弹, 目前成交价格已经稳步走高。预计全年阿齐霉素价格有望维持平稳上涨态势。

天伟生物收入稳步增长

天伟生物产品的原料主要来自于人尿, 由于原料收集的难度, 以及储存等因素, 公司通常上半年业绩好于下半年。我们预计天伟生物全年增速在10-15%左右。而随着未来天伟生物计划向制剂方向发展, 其发展前景看好。

贸易业务日渐萎缩

2014年中报显示, 公司贸易业务收入0.99亿元, 同比下降40.20%。公司对贸易业务发展的规划是逐步缩小规模, 以提高公司综合毛利率水平, 预计未来贸易业务仍将进一步萎缩。

给予“未来六个月, 谨慎增持”评级

公司13年实现EPS0.46元, 预计14年实现EPS为0.79元, 以9月9日收盘价21.2元计算, 静态与动态PE分别为45.94倍和26.91倍。化学制剂上市公司13、14年平均市盈率为44.80倍和36.78倍。公司目前的动态估值低于行业平均估值。公司的利润贡献主要来源于制剂、原料药业务。未来随着制剂结构优化, 主导产品收入增速加快; 而随着主要原料药产品毛利的恢复, 公司业绩增速日渐加快。随着公司完成增发, 将极大改善公司的财务结构, 同时公司的运营资金压力进一步缓解, 我们看好公司未来的发展前景, 给予公司“谨慎增持”评级。

基本数据 (2014Q2)

报告日股价 (元)	21.2
12mth A 股价格区间 (元)	14.56-22.12
总股本 (百万股)	287.73
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	61.00
每股净资产 (元)	3.81
PBR (X)	5.56
DPS (Y2013, 元)	无

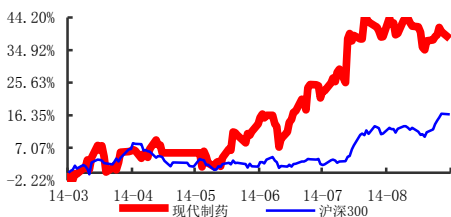
主要股东 (2014Q2)

上海医药工业研究院	41.62%
上海高东经济发展有限公司	2.9%
上海广慈医学高科技公司	2.75%

收入结构 (2014Q2)

制剂	67.78%
原料药	24.51%
贸易	7.19%
信息服务	1.05%

最近 6 个月股价与沪深 300 比较



报告编号: ZB14-CI04

首次报告日期: 2011年2月28日

相关报告:

《现代制药(600420) 调研报告: 产品结构调整已见成效》

——2011年09月05日

《现代制药(600420) 调研报告: 增发受阻 产品结构调整布局未来》

——2011年02月28日

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2349.75	2972.03	3584.17	4200.51
年增长率	17.08%	26.48%	20.60%	17.20%
归属于母公司的净利润	132.79	226.69	318.01	409.03
年增长率	14.53%	70.72%	40.28%	28.62%
每股收益 (元)	0.46	0.79	1.11	1.42
PER (X)	45.94	26.91	19.18	14.91

注: 有关指标按当年股本摊薄

一、以原料药和制剂生产为主业的医药企业

公司是一家以原料药和制剂生产为主业的医药企业。公司产品覆盖原料药和制剂、药物新型制剂和生物药品三大领域，主导产品包括阿奇霉素、硫辛酸、头孢氨苄缓释胶囊、硝苯地平控释片和人尿制品等。公司是国内颇具优势的缓释药技术产品生产厂家，生产的头孢氨苄缓释胶囊销量占国内同类产品市场的一半份额以上，独家生产的硝苯地平控释片广泛用于治疗高血压和心绞痛，知名度较高。公司在产品种约 20 个，而储备品种数目也已达到 20 多个，具有较为丰富的储备品种资源。

1.1 主营收入、利润增速保持平稳

近几年，公司经营保持平稳。从收入增速上看，2010-2013 年分别为 19.65%、17.87%和 17.08%；同期公司的利润增速分别为 11.03%、-3.41%和 14.53%。2013 年，公司通过优化制剂营销策略，采取专业推广、稳定规模与价格、扩建队伍等措施，实现了母体制剂产品销售的快速增长，其中重点产品硝苯地平控释片同比增长超过 30%，单品销售规模达到 3.4 亿元，重点普药产品马来酸依那普利继续保持平稳增长，连续多年销售突破亿元，子公司产品注射用甲泼尼龙琥珀酸钠取得突破，加入公司亿元产品序列。此外，子公司国药容生继续保持快速增长，完成《增资扩股补充协议》约定的 8,500 万元税前利润目标。

2014 中报显示，公司实现营业收入 13.72 亿元，同比增长 7.18%（调整后）；归属于上市公司股东的净利润为 1.02 亿元，同比增长 35.36%（调整后）；基本每股收益 0.35 元。上半年业绩显著提升。上半年净利润远高于营收增速，主要因为高毛利产品占比增加、期间费用管控加大及国药容生（30%）并表所致。

1.2 制剂业务增长迅速

公司的主营业务收入主要来源于制剂、原料药、贸易和信息服务四大块。从增速看，制剂业务近几年增长快速，2013 年制剂业务增长 60.24%，毛利率达到了 52.10%。从综合毛利水平看，随着高毛利率制剂业务的增速加快，以及低毛利业务贸易等的萎缩，公司的综合毛利率水平一路走高，2014 年二季度达到了 45.60%。而同

期，公司的营业费用率虽然有所上升，但随着管理费用、财务费用率的下降，公司的期间费用率保持平稳。

图 1 公司近年来的收入、利润变化

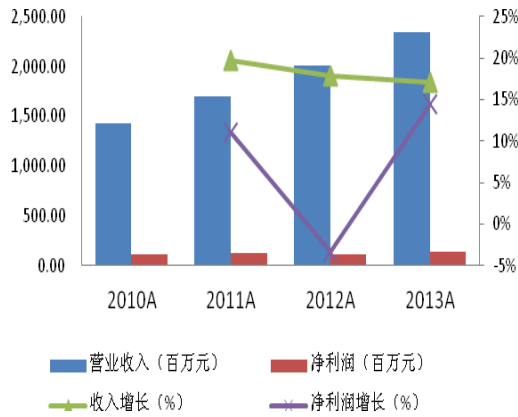
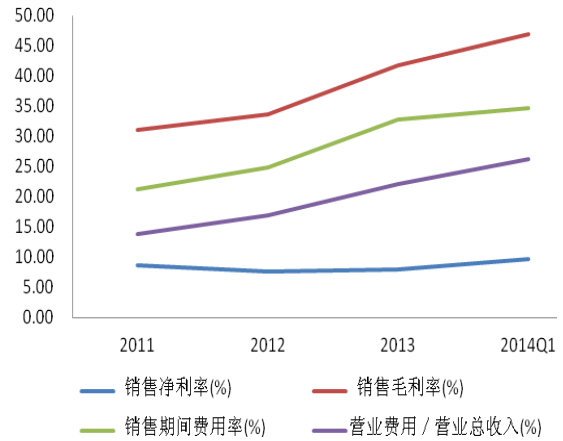


图 2 公司近年来盈利能力变化



数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

图 3 公司近年来的收入构成变化 (%)

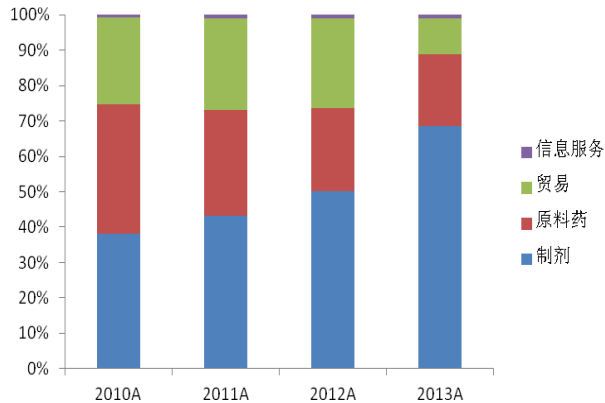
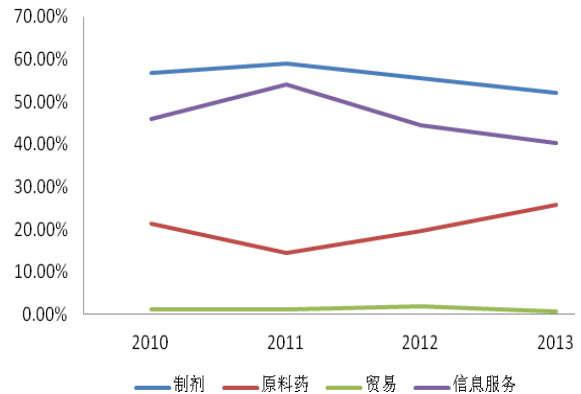


图 4 公司近年来的毛利率变化 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

二、主营业务收入

2.1 制剂业务是公司发展的重点

根据 2013 年年报显示，公司的制剂业务收入达到 16.18 亿元，同比增长 60.24%；毛利率为 52.10%，同比下降 3.52 个百分点。2014 年中报显示，公司的制剂业务收入 9.30 亿元，同比增长 37.49%；毛利率为 56.34%，同比增长 2.55 个百分点。制剂板块是公司发展

的重点，主要可分为心脑血管药物、激素、精神类药物和内分泌系统药物几个系列。

其中，心脑血管药物中，根据公司 2013 年报，硝苯地平控释片同比增长超过 30%，单品种销售规模达到 3.4 亿元。硝苯地平控释片属于选择性钙拮抗药，其适应症为：1、高血压；2、冠心病慢性稳定型心绞痛(劳累性心绞痛)。由于其良好的治疗效果，我们预计 2014 年仍有望取得 30% 以上的增长。

公司在激素方面的主要产品为注射用甲泼尼龙琥珀酸钠。公司通过收购国药容生开拓了激素类产品板块，补充了冻干粉注射剂的剂型，进一步完善公司产品结构。注射用甲泼尼龙琥珀酸钠临床适应症较广，主要可用于：抗炎治疗、胶原疾病、皮肤疾病、过敏状态、眼部疾病、胃肠道疾病、呼吸道疾病等。由于其较广的适用范围，近几年注射用甲泼尼龙琥珀酸钠增长较快。同时，由于国药容生的小水针生产线通过了新 GMP 认证，而大量中小药厂，由于新 GMP 认证花费巨大而不得不退出市场、或由于时间问题而导致上半年无法复产，国药容生的小水针生产线上半年几乎满负荷运转。2014 年上半年，国药容生实现 4,672.75 万元净利润；去年同期为 3,016.55 万元净利润，同比增长 54.89%。

公司自 2014 年 5 月开始将所收购国药容生 30% 股权对应利润纳入合并报表，预计受国药容生并表影响，今年全年制剂业务收入增速有望超过 40%，未来有望维持 20-30% 的增长。

2.2 原料药板块业绩有望复苏

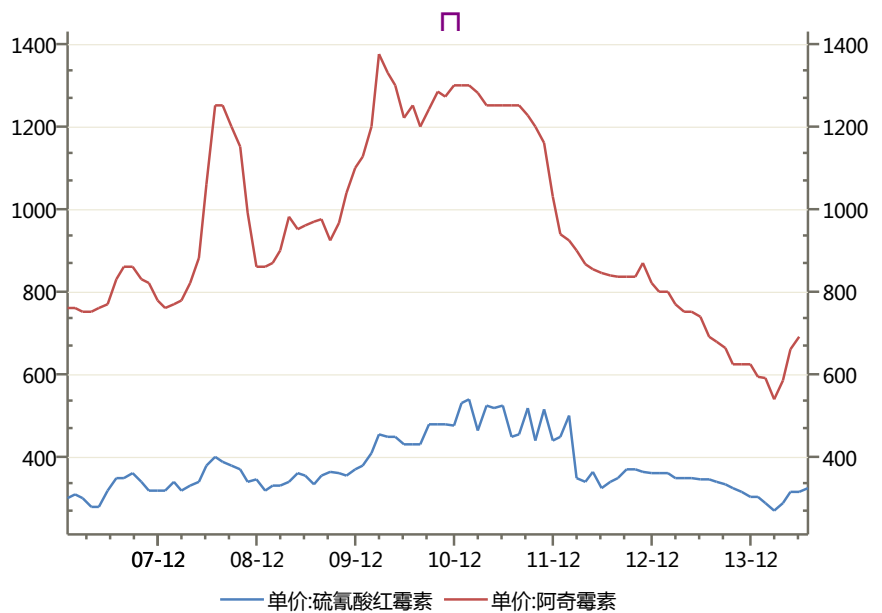
公司在原料药板块的重点产品是阿奇霉素及天伟生物的人尿产品。公司将继续专注抗艾滋病系列原料药和抗感染系列原料药的生产。2013 年公司原料药收入 4.77 亿元，同比增长 0.26%；毛利率为 25.72%，同比上升 6.11 个百分点。2014 年中报显示，原料药收入 2.41 亿元，同比增长 17.54%；毛利率为 28.44%，同比上升 2.05 个百分点。

2.2.1 阿齐霉素价格有望小幅上涨

受今年环保压力大，企业开工不足，成本增加等原因，造成低价的红霉素系列产品价格触底反弹，目前成交价格已经稳步走高，企业大部分还在交前期订单。红霉素价格上涨已成定局。根据 2014

年5月21-23日在成都召开的第72届API原料药展会上,由于阿齐霉素的原料来自于硫氰酸红霉素,因此,硫氰酸红霉素的价格走势直接影响到下游红霉素产品波动。在API原料药展会前,硫氰酸红霉素厂家已将价格调到330元/kg,而在展会上硫氰酸红霉素主要厂家没有设展,业内判断硫氰酸红霉素厂家由于受环保、成本等因素的影响,价格上涨已成定局。受硫红涨价影响,阿奇霉素厂家在5月已陆续恢复报价在620元/kg左右,目前已有厂家报到720-750元/kg。预计全年阿齐霉素价格有望维持平稳上涨态势。

图5 近期阿齐霉素、硫红霉素价格走势



数据来源:Wind资讯

数据来源:Wind, 上海证券研究所

2.2.2 天伟生物收入稳步增长

天伟生物主要经营高品质的原料药和医药中间体,拥有通过GMP认证的厂房和设备,主要产品有有绒促性素,尿促性素,尿促卵泡素,前列腺素系列,抗真菌系列及其中间体等。产品均由高新技术成果转化而来并全部列入国家高新技术产品出口目录,发酵与生化两大系列产品在国内外市场享有较高的声誉。

公司的主导产品促卵泡素属于辅助生殖药物,其治疗过程为:降调节—促排卵—诱发排卵—黄体支持。常用的辅助生殖药物有:枸橼酸克罗米酚(CC);促性腺激素释放激素(GnRH)--降调节药

物；促性腺激素--促排卵药物，包括，卵泡刺激素（FSH）、黄体生成素（LH）；人绒毛膜促性腺激素（hCG）--诱发排卵药物；黄体酮和雌激素--黄体支持药物等。

公司的尿促卵泡素以原料药形式向丽珠集团供货。目前国内市场相关产品包括丽珠集团的尿促性素，荷兰欧加农的重组促卵泡素β注射液、雪兰诺的注射用尿促卵泡素和长春高新注射用重组人促卵泡激素。国内促卵泡激素的市场容量在 20 亿元以上，每年在以 20% 的速度高速增长。目前国内市场的重组促卵泡激素只有瑞士雪兰诺和欧加农的进口产品，价格昂贵，在 330 元—350 元/75IU。而尿提取促卵泡激素市场主要被丽珠集团占据，价格较为便宜，售价在 200 元-220 元/75IU，虽然纯度和药效较重组产品要差一些，但由于其提取自天然尿液，因此仍被消费者所广泛接受。

天伟生物产品的原料主要来自于人尿，由于原料收集的难度，以及储存等因素，公司通常上半年业绩好于下半年。2014 年上半年，天伟生物实现净利润 4,807.49 万元；由于 2013 年半年报公司未披露天伟生物实际业绩，根据 2013 年公司年报披露的天伟生物净利润 5,978.42 万元推断，我们预计天伟生物全年增速在 10-15% 左右。而随着未来天伟生物计划向制剂方向发展，其未来业绩增速有望加快。

图 6 辅助生殖药物作用机理



数据来源：上海证券研究所

我们预计，随着阿齐霉素价格恢复，天伟生物的并表，公司原料药业务将取得 15% 的增长，而毛利率也有望逐步走高。

2.3 贸易业务日渐萎缩

2013 年公司的贸易业务收入 2.44 亿元，同比下降 52.20%；毛利率为 0.85%，同比下降 1.08 个百分点。2014 年中报显示，公司贸易业务收入 0.99 亿元，同比下降 40.20%。

公司对贸易业务发展的规划是逐步缩小规模，以提高公司综合毛利率水平，预计未来贸易业务仍将进一步萎缩。

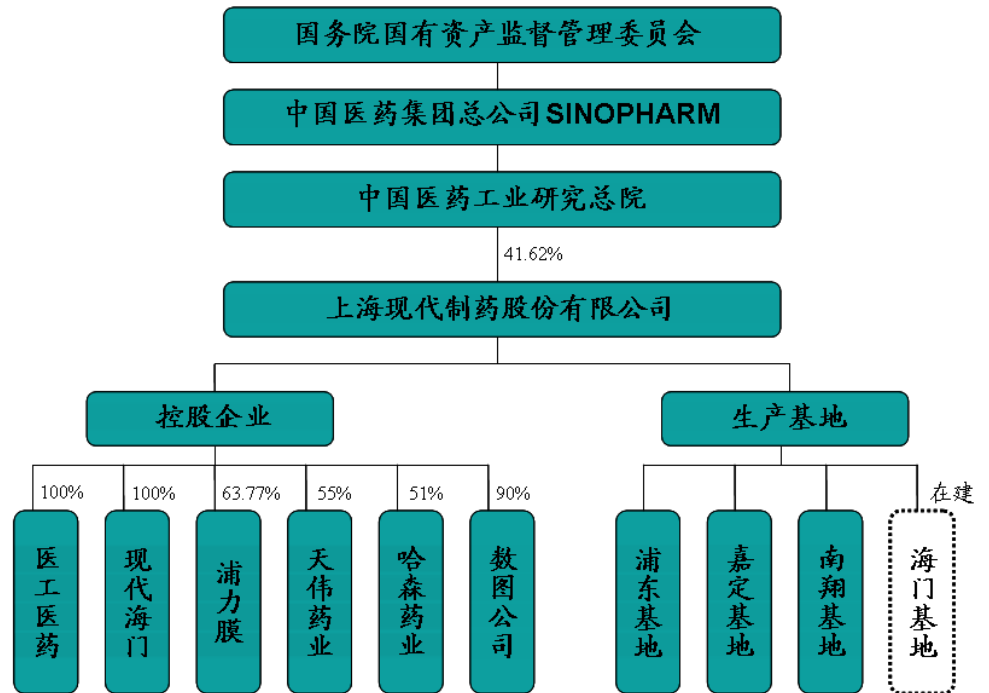
三、增发有望减少财务费用，利好长期发展

3.1 增发利好公司长期发展

2014 年 7 月，公司公告以 14.62 元/股，非公开发行 103,283,173 股。其中，国药集团出资 1 亿元认购 6,839,945 股、医工总院出资 6,000 万元认购 4,103,967 股、浦东科投出资 9.5 亿元认购 64,979,480 股、财通基金通过其管理的财通基金-富春 77 号资产管理计划出资 4 亿元认购 27,359,781 股。本次发行锁定期为 3 年。发行完成后，控股股东上海医工院持股比例为 30.62%，公司实际控制人仍为国资委。国药集团、医工总院及上海医工院合计持股比例为 33.42%。

根据公司规划，本次发行募集获得的资金将主要用于偿还银行贷款和补充公司流动资金。根据 2014 年中报显示，公司目前的资产负债率为 65.20%，公司的短期借款余额为 3.88 亿元，长期借款余额为 10.68 亿元。2014 年上半年，公司的财务费用为 0.13 亿元。预计随着募集资金到位后，公司日常经营和发展所需要的营运资金压力将得到缓解、公司的财务结构也将进一步优化。

图7 现代制药股权结构图



数据来源：公司网站，上海证券研究所

3.2 央企改革有望激发企业活力

公司由上海医药工业研究院作为主发起人，联合国家药物制剂工程研究中心、上海瑞金医院广慈医学高科技公司等五家企业共同发起，于2004年6月16日上市。2010年3月31日，国家药物制剂工程研究中心将全部股权转让给上海医工院，医工院持股比例增加到41.62%。2010年4月9日，上海医工院整体并入国药集团成为其全资子公司，不再作为国资委直接监管企业。

公司在股改时承诺，医工院重点支持现代制药的发展，在适当的时机，将其拥有的优质资产以适当的方式注入现代制药。除此外，公司还承诺在适当的时机，积极推进管理层持股计划，使公司管理层与全体股东共担风险，共享收益。公司近期公告，在2014年7月15日，国务院国资委召开专题新闻发布会，宣布中国医药集团总公司为本次国务院国资委选定的中央企业发展混合所有制经济和中央企业董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理三项职权的试点企业之一。预计未来随着国资国企改革的推进，公司

有望进一步激发发展活力。

四、盈利预测

4.1 预测假设

- 1、制剂类产品推广顺利，收入快速增长；
- 2、阿齐霉素价格复苏；
- 3、天伟生物业绩增长稳定。

4.2 盈利预测

我们预计，2014-2016年，公司的净利润将实现年递增70.72%、40.28%和28.62%，相应的每股收益为0.79元、1.11元和1.42元。

五、给予“未来六个月，谨慎增持”评级

公司13年实现EPS0.46元，预计14年实现EPS为0.79元，以9月9日收盘价21.2元计算，静态与动态PE分别为45.94倍和26.91倍。化学制剂上市公司13、14年平均市盈率为44.80倍和36.78倍。公司目前的动态估值低于行业平均估值。公司的利润贡献主要来源于制剂、原料药业务。未来随着制剂结构优化，主导产品收入增速加快；而随着主要原料药产品毛利的恢复，公司业绩增速日渐加快。随着公司完成增发，将极大改善公司的财务结构，同时公司的运营资金压力进一步缓解，我们看好公司未来的发展前景，给予公司“谨慎增持”评级。

六、风险提示

6.1 未来药品价格的变化

近年来，为治理药价虚高、降低群众医疗成本，政府加强了对药价的管理工作，2006年以来国家发改委多次调低相关药品的最高零售价，对药品生产企业的收入和利润有不同程度的影响。

6.2 医药行业招投标政策影响

2014 年医药行业将迎招标大年，各地的基药招标启动、基药使用比例提升等政策因素，将对销售产生一定的影响。考虑到医保支付压力的存在，原研药降价政策的出台，医改政策执行力度的进一步加大，带来一定的政策不确定性。

七、附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	2,006.89	2,349.75	2,972.03	3,584.17	4,200.51
二、营业总成本	1,836.75	2,173.05	2,591.04	3,049.70	3,513.06
营业成本	1,330.08	1,368.80	1,584.64	1,803.15	2,007.08
营业税金及附加	8.07	13.59	13.43	17.11	21.11
销售费用	338.78	518.54	683.57	842.28	1,008.12
管理费用	143.76	233.15	267.48	329.74	394.85
财务费用	16.90	19.33	29.72	43.01	58.81
资产减值损失	-0.83	19.65	12.20	14.40	23.08
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.14	3.47	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	169.99	180.17	381.00	534.47	687.45
加: 营业外收入	16.33	37.11	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	1.14	0.91	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	185.19	216.37	381.00	534.47	687.45
减: 所得税	33.52	28.86	57.15	80.17	103.12
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	151.67	187.51	323.85	454.30	584.34
减: 少数股东损益	35.73	54.73	97.15	136.29	175.30
归属于母公司所有者 的净利润	115.94	132.79	226.69	318.01	409.03
七、摊薄每股收益(元)	0.40	0.46	0.79	1.11	1.42

资料来源: Wind 上海证券研究所

附表 2 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 百万元人民币)

分业务收入测算	2013A	2014E	2015E	2016E
制剂	1618.37	2265.72	2832.15	3398.58
原料药	477.43	549.04	631.40	694.54
贸易	243.95	146.37	102.46	81.97
信息服务	22.34	29.04	36.30	43.56
内部抵销	(18.14)	(18.14)	(18.14)	(18.14)
合计	2349.75	2972.03	3584.17	4200.51
分业务成本测算	2013A	2014E	2015E	2016E
制剂	775.18	1042.23	1246.14	1427.40
原料药	354.65	395.31	448.29	486.18
贸易	241.88	144.91	101.43	81.15
信息服务	13.34	20.33	25.41	30.49
内部抵销	(17.94)	(18.14)	(18.14)	(18.14)
合计	1368.80	1584.64	1803.15	2007.08
分业务增速	2013A	2014E	2015E	2016E
制剂	60.24%	40.00%	25.00%	20.00%
原料药	0.26%	15.00%	15.00%	10.00%
贸易	-52.20%	-40.00%	-30.00%	-20.00%
信息服务	15.04%	30.00%	25.00%	20.00%
内部抵销	-4.93%	0.00%	0.00%	0.00%
分业务毛利率	2013A	2014E	2015E	2016E
制剂	52.10%	54.00%	56.00%	58.00%
原料药	25.72%	28.00%	29.00%	30.00%
贸易	0.85%	1.00%	1.00%	1.00%
信息服务	40.29%	30.00%	30.00%	30.00%
内部抵销		0.00%	0.00%	0.00%

数据来源: Wind 上海证券研究所

附表 3 现代制药历年财务指标

指标名称	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 H1
销售毛利率(%)	31.07	33.72	41.75	45.60
EBIT/主营业务收入(%)	10.31	9.97	10.05	13.29
销售净利率(%)	8.63	7.56	7.98	10.37
净资产收益率(全面摊薄)(%)	15.61	13.49	13.99	9.76
流动比率	1.95	1.74	1.57	1.63
速动比率	1.35	1.24	1.02	1.05
资产负债率(%)	36.50	51.78	57.87	65.20
存货周转率	4.29	3.99	3.09	1.26
应收账款周转率	10.19	9.02	11.08	5.09
总资产周转率	1.30	1.01	0.84	0.40
净利润同比增长率(%)	11.03	-3.41	3.85	35.36
每股收益(全面摊薄)	0.42	0.40	0.46	0.35
每股经营性现金流量	0.47	0.67	0.72	0.68
每股未分配利润	1.48	1.76	1.92	2.28
每股资本公积金	0.11	0.12	0.26	0.26

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及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，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。