

现代制药：主业增长较快，仍具重组预期
2010年一季度报告点评
报告关键点：

- 📖 营收增长均超30%，符合预期
- 📖 大股东医工院与国药重组
- 📖 维持“增持-A”的投资评级，调高6个月目标价至20元

报告摘要：

- **营收增长均超30%，符合预期。**2010年一季度，公司实现营业收入3.92亿元，同比增长34.4%，主要因制剂销售方面公司加大了市场拓展力度，突出重点产品销售，心血管及抗生素制剂产品销售增长较快所致。实现净利润2,738万元，同比增长了30.82%，每股收益0.095元。经营活动产生的现金流量净额1,640万元，每股现金流量0.06元，同比减少了13.34%。扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率4.29%，同比增加了0.58个百分点。
- **增加后续产品储备，解决公司产能瓶颈。**科研方面，公司继续加大新产品、新工艺的开发和储备，加强与大股东医工院、制剂中心的技术合作，为今后若干年新产品上市打下良好的基础。国家“十一五”专项的“上海现代制药药物集成创新技术平台”和“建立具有过程控制的新型药物制剂及工艺技术平台”两个平台项目进展顺利。产能扩建方面，2010年及今后，涉及到原料药及制剂，分布在浦东、嘉定、南翔三大基地，投资总额预计约为7,000万元。另公司拟在江苏海门建立新的原料药生产基地，为解决项目对资金的需求于2009年底启动了再融资计划，目前国资委已审批通过，后续尚需报中国证监会审批通过方可实施。
- **大股东医工院与国药重组。**公司4月9日公告，公司控股股东上海医工院收到国资委《关于中国医药集团总公司与上海医药工业研究院重组的通知》(国资改革[2010]252号)，国药集团与上海医工院重组事宜已报国务院批准，上海医工院整体并入国药集团成为其全资子公司。现代制药今后作为国药体系内重要的生产及研发转化基地，后续具有进一步重组和整合的预期。
- **维持“增持-A”的投资评级，调高6个月目标价至20元。**我们维持对公司2010、2011年的业绩预测即每股收益分别为0.45元、0.59元。假设增发价为13元，增发约5,500万股，则摊薄后2010、2011年每股收益分别为0.38元、0.50元。考虑后续现代制药被纳入国药体系仍具重组和整合预期，我们给予公司一定的估值溢价，按照公司2011年增发摊薄后业绩0.50元给予40倍PE，则调高公司6个月目标价至20元，维持“增持-A”的投资评级。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

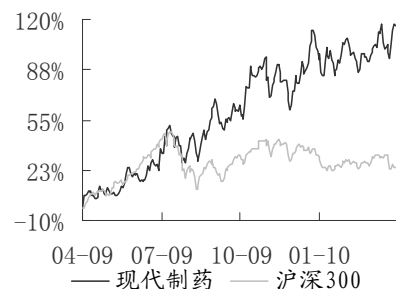
目标价格： 20.00 元

期限： 6个月 上次预测： 17.10 元

现价： 16.95 元

报告日期： 2010-04-25
市场数据

总市值(百万元)	4,877.08
流通市值(百万元)	4,877.08
总股本(百万股)	287.73
流通股本(百万股)	287.73
12个月最高/最低	7.63/17.48 元
十大流通股股东(%)	61.78%
股东户数	19,582

12个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	13.45	13.49	92.22
绝对收益	12.24	9.34	116.21

研究员
洪露
首席行业分析师

021-68766073

honglu@essence.com.cn

执业证书编号

S1450210010306

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	687.2	1,164.2	1,473.9	1,849.8	2,290.0
Growth(%)	10.1%	69.4%	26.6%	25.5%	23.8%
净利润	72.6	108.7	148.4	194.7	241.5
Growth(%)	-42.7%	65.2%	45.0%	31.2%	24.0%
毛利率(%)	36.5%	29.7%	30.8%	31.2%	31.4%
净利润率(%)	7.8%	7.6%	8.8%	9.2%	9.2%
每股收益(元)	0.19	0.31	0.45	0.59	0.73
每股净资产(元)	2.19	2.48	2.78	3.24	3.81
市盈率	90.5	54.8	37.8	28.8	23.2
市净率	7.7	6.8	6.1	5.2	4.5
净资产收益率(%)	11.5%	15.2%	18.5%	20.9%	22.0%
ROIC(%)	15.6%	19.9%	23.5%	23.8%	24.5%
EV/EBITDA	48.7	36.0	26.9	20.7	16.9
股息收益率	0.5%	0.0%	1.1%	1.0%	1.3%

前期研究成果

现代制药：改革、管理提效，业绩突破性增长

2010-02-28

现代制药：募金投向解决原料药产能瓶颈

2009-12-29

现代制药：销售改革显效，营收增长较快

2009-10-30

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-4-23

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	687.2	1,164.2	1,473.9	1,849.8	2,290.0	成长性					
减: 营业成本	436.5	817.9	1,020.0	1,272.6	1,571.0	营业收入增长率	10.1%	69.4%	26.6%	25.5%	23.8%
营业税费	2.3	3.5	4.4	5.5	6.9	营业利润增长率	-39.9%	44.3%	48.1%	33.2%	24.8%
销售费用	83.1	124.5	154.8	186.8	233.6	净利润增长率	-42.7%	65.2%	45.0%	31.2%	24.0%
管理费用	84.4	97.9	123.8	160.9	201.5	EBITDA 增长率	-95.3%	36.0%	36.8%	31.3%	23.7%
财务费用	3.3	2.0	3.0	2.0	0.8	EBIT 增长率	-96.2%	40.9%	48.1%	32.1%	24.0%
资产减值损失	-0.3	1.7	3.0	2.0	2.0	NOPLAT 增长率	-33.9%	46.4%	36.8%	30.1%	23.3%
加: 公允价值变动收益	-0.2	-	-	-	-	投资资本增长率	14.7%	16.3%	28.0%	19.8%	18.0%
投资和汇兑收益	-0.5	-5.3	-	-	-	净资产增长率	6.3%	13.0%	12.2%	16.4%	17.5%
营业利润	77.2	111.4	165.0	219.8	274.3	利润率					
加: 营业外净收支	6.3	14.5	7.0	4.5	4.0	毛利率	36.5%	29.7%	30.8%	31.2%	31.4%
利润总额	83.6	125.9	172.0	224.3	278.3	营业利润率	11.2%	9.6%	11.2%	11.9%	12.0%
减: 所得税	11.0	17.2	23.6	29.6	36.7	净利润率	7.8%	7.6%	8.8%	9.2%	9.2%
净利润	72.6	108.7	148.4	194.7	241.5	EBITDA/营业收入	14.6%	11.7%	12.7%	13.2%	13.2%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	11.7%	9.7%	11.4%	12.0%	12.0%
货币资金	177.0	200.1	193.7	212.4	250.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	105	65	60	58	55
应收帐款	84.8	110.6	168.0	210.8	261.0	流动营业资本周转天数	128	89	92	96	95
应收票据	41.6	42.9	54.5	68.4	84.7	流动资产周转天数	248	167	159	155	155
预付帐款	23.8	46.9	67.3	92.7	124.2	应收帐款周转天数	44	27	33	35	36
存货	168.2	186.1	232.7	294.6	369.1	存货周转天数	80	55	51	51	52
其他流动资产	-0.0	-	0.0	0.0	-0.0	总资产周转天数	395	266	248	237	230
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	271	185	179	176	169
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	36.4	1.0	2.0	1.8	1.8	ROE	11.5%	15.2%	18.5%	20.9%	22.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.1%	11.7%	13.4%	14.6%	15.1%
固定资产	197.1	222.6	269.7	322.8	374.5	ROIC	15.6%	19.9%	23.5%	23.8%	24.5%
在建工程	2.7	41.6	54.9	63.0	67.8	费用率					
无形资产	48.1	55.3	55.4	55.4	55.5	销售费用率	12.1%	10.7%	10.5%	10.1%	10.2%
其他非流动资产	3.3	3.2	8.8	8.7	9.1	管理费用率	12.3%	8.4%	8.4%	8.7%	8.8%
资产总额	794.9	927.7	1,107.0	1,330.7	1,597.7	财务费用率	0.5%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%
短期债务	45.0	38.0	50.0	60.0	61.7	三费/营业收入	24.9%	19.3%	19.1%	18.9%	19.0%
应付帐款	62.0	100.9	96.7	120.6	148.9	偿债能力					
应付票据	36.2	17.7	22.4	27.9	34.4	资产负债率	20.6%	23.1%	27.7%	29.9%	31.4%
其他流动负债	13.9	47.9	77.5	120.2	172.4	负债权益比	25.9%	30.0%	38.3%	42.7%	45.8%
长期借款	-	-	50.0	60.0	75.0	流动比率	3.15	2.87	2.91	2.67	2.61
其他非流动负债	6.3	9.8	9.8	9.8	9.8	速动比率	2.08	1.96	1.96	1.78	1.72
负债总额	163.4	214.2	306.3	398.5	502.2	利息保障倍数	24.72	57.34	55.99	110.91	331.26
少数股东权益	80.0	98.0	114.2	135.7	162.4	分红指标					
股本	287.7	287.7	287.7	287.7	287.7	DPS(元)	0.09	-	0.18	0.18	0.22
留存收益	263.8	327.7	398.7	508.8	645.4	分红比率	48.5%	0.0%	40.0%	30.0%	30.0%
股东权益	631.5	713.5	800.7	932.3	1,095.6	股息收益率	0.5%	0.0%	1.1%	1.0%	1.3%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	72.6	108.7	148.4	194.7	241.5	EPS(元)	0.19	0.31	0.45	0.59	0.73
加: 折旧和摊销	22.8	25.9	18.5	23.1	27.9	BVPS(元)	2.19	2.48	2.78	3.24	3.81
资产减值准备	-0.3	1.7	3.0	2.0	2.0	PE(X)	90.5	54.8	37.8	28.8	23.2
公允价值变动损失	0.2	-	-	-	-	PB(X)	7.7	6.8	6.1	5.2	4.5
财务费用	0.9	1.4	3.6	3.0	2.0	P/FCF	-	-605.0	456.8	183.8	98.9
投资收益	0.5	5.3	-	-	-	P/S	7.1	4.2	3.3	2.6	2.1
少数股东损益	18.7	19.7	19.3	25.3	31.4	EV/EBITDA	48.7	36.0	26.9	20.7	16.9
营运资金的变动	-54.0	-33.8	-106.0	-71.4	-85.5	CAGR(%)	38.9%	30.5%	22.5%	-88.4%	-100.0%
经营活动产生现金流量	58.0	97.4	86.2	175.8	218.2	PEG	2.3	1.8	1.7	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-60.6	-64.7	-82.1	-80.9	-81.1	ROIC/WACC	1.6	2.1	2.4	2.5	2.5
融资活动产生现金流量	-8.5	-21.1	7.3	-32.8	-47.2	REP	5.5	3.7	2.5	2.1	1.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034