安信证券
ESSENCE SECURITIES

公司快报　　现代制药(600420)

维持评级

制药/医疗保健

现代制药：业绩大幅增长，再融资顺利推进

2010年中报点评

报告关键点：

- 业绩大幅增长45%，符合预期
- 大股东研发资源整合，增加后续产品储备
- 再融资顺利推进，解决公司产能瓶颈
- 维持"增持-A"的投资评级，12个月目标价20元

报告摘要：

- **业绩大幅增长45%，符合预期。**2010年中报，公司实现营业收入7.74亿元，同比增长13.98%，其中制剂和原料药销售分别增长了21.54%和12.11%。公司加大了制剂销售的市场拓展力度，出台了重点产品在标杆性三甲医院的开发政策，突出重点产品销售，心血管及抗生素制剂销售分别增长了18.76%和41.42%。整体毛利率为31%，同比增加了2.7个百分点。实现净利润4,871万元，同比增长了45.04%，每股收益0.17元。每股经营活动产生的现金流量净额为0.21元。加权平均净资产收益率7.61%，同比增加了1.5个百分点。
- **大股东研发资源整合，增加后续产品储备。**上海医工院与国药集团重组后，做为国药的科研整合平台，预期将与四川抗菌素工业研究所整合。公司股东方强大的科研实力保证公司后续的产品储备。同时，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。
- **再融资顺利推进，解决公司产能瓶颈。**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。另公司在江苏海门建立新的原料药和中间体生产基地，为解决项目对资金的需求于2009年底启动了再融资计划，目前再融资事宜在中国证监会审核并顺利推进。
- **维持"增持-A"的投资评级，12个月目标价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，则公司12个月目标价为20元，维持"增持-A"的投资评级。

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	80.2	48.6	33.5	25.5	20.6
市净率	6.8	6.1	5.4	4.6	3.9
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	43.1	31.9	23.9	18.4	15.0
股息收益率	0.6%	0.0%	1.2%	1.2%	1.5%

评级： 增持-A
上次评级：增持-A

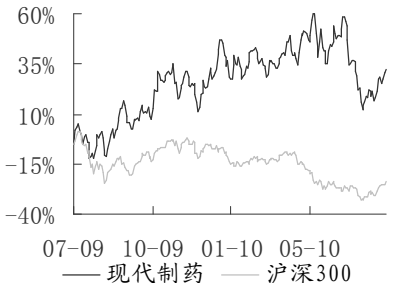
目标价格： 20.00 元
期限：12 个月　上次预测：20.00 元
现价：15.03 元

报告日期： 2010-07-28

市场数据

总市值(百万元)	4,324.63
流通市值(百万元)	4,324.63
总股本(百万股)	287.73
流通股本(百万股)	287.73
12 个月最高/最低	9.63/18.98 元
十大流通股东(%)	58.35%
股东户数	19,571

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(2.90)	(4.00)	56.06
绝对收益	2.51	(11.54)	32.31

研究员

洪露　首席行业分析师
021-68766073　honglu@essence.com.cn
证书编号　S1450210010306

前期研究成果

现代制药：主业增长较快，仍具重组预期
2010-04-26

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

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-7-28

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	**687.2**	**1,164.2**	**1,473.9**	**1,849.8**	**2,290.0**
减: 营业成本	436.5	817.9	1,020.0	1,272.6	1,571.0
营业税费	2.3	3.5	4.4	5.5	6.9
销售费用	83.1	124.5	154.8	186.8	233.6
管理费用	84.4	97.9	123.8	160.9	201.5
财务费用	3.3	2.0	3.0	2.0	0.8
资产减值损失	-0.3	1.7	3.0	2.0	2.0
加: 公允价值变动收益	-0.2	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-0.5	-5.3	-	-	-
营业利润	**77.2**	**111.4**	**165.0**	**219.8**	**274.3**
加: 营业外净收支	6.3	14.5	7.0	4.5	4.0
利润总额	**83.6**	**125.9**	**172.0**	**224.3**	**278.3**
减: 所得税	11.0	17.2	23.6	29.6	36.7
净利润	**72.6**	**108.7**	**148.4**	**194.7**	**241.5**

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	177.0	200.1	193.7	212.4	250.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	84.8	110.6	168.0	210.8	261.0
应收票据	41.6	42.9	54.5	68.4	84.7
预付帐款	23.8	46.9	67.3	92.7	124.2
存货	168.2	186.1	232.7	294.6	369.1
其他流动资产	-0.0	-	0.0	0.0	-0.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	36.4	1.0	2.0	1.8	1.8
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	197.1	222.6	269.7	322.8	374.5
在建工程	2.7	41.6	54.9	63.0	67.8
无形资产	48.1	55.3	55.4	55.4	55.5
其他非流动资产	3.3	3.2	8.8	8.7	9.1
资产总额	**794.9**	**927.7**	**1,107.0**	**1,330.7**	**1,597.7**
短期债务	45.0	38.0	50.0	60.0	61.7
应付帐款	62.0	100.9	96.7	120.6	148.9
应付票据	36.2	17.7	22.4	27.9	34.4
其他流动负债	13.9	47.9	77.5	120.2	172.4
长期借款	-	-	50.0	60.0	75.0
其他非流动负债	6.3	9.8	9.8	9.8	9.8
负债总额	**163.4**	**214.2**	**306.3**	**398.5**	**502.2**
少数股东权益	**80.0**	**98.0**	**114.2**	**135.7**	**162.4**
股本	287.7	287.7	287.7	287.7	287.7
留存收益	263.8	327.7	398.7	508.8	645.4
股东权益	**631.5**	**713.5**	**800.7**	**932.3**	**1,095.6**

现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	72.6	108.7	148.4	194.7	241.5
加: 折旧和摊销	22.8	25.9	18.5	23.1	27.9
资产减值准备	-0.3	1.7	3.0	2.0	2.0
公允价值变动损失	0.2	-	-	-	-
财务费用	0.9	1.4	3.6	3.0	2.0
投资收益	0.5	5.3	-	-	-
少数股东损益	18.7	19.7	19.3	25.3	31.4
营运资金的变动	-54.0	-33.8	-106.0	-71.4	-85.5
经营活动产生现金流量	**58.0**	**97.4**	**86.2**	**175.8**	**218.2**
投资活动产生现金流量	**-60.6**	**-64.7**	**-82.1**	**-80.9**	**-81.1**
融资活动产生现金流量	**-8.5**	**-21.1**	**7.3**	**-32.8**	**-47.2**

财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长性					
营业收入增长率	10.1%	69.4%	26.6%	25.5%	23.8%
营业利润增长率	-39.9%	44.3%	48.1%	33.2%	24.8%
净利润增长率	-42.7%	65.2%	45.0%	31.2%	24.0%
EBITDA 增长率	-95.3%	36.0%	36.8%	31.3%	23.7%
EBIT 增长率	-96.2%	40.9%	48.1%	32.1%	24.0%
NOPLAT 增长率	-33.9%	46.4%	36.8%	30.1%	23.3%
投资资本增长率	14.7%	16.3%	28.0%	19.8%	18.0%
净资产增长率	6.3%	13.0%	12.2%	16.4%	17.5%
利润率					
毛利率	36.5%	29.7%	30.8%	31.2%	31.4%
营业利润率	11.2%	9.6%	11.2%	11.9%	12.0%
净利润率	7.8%	7.6%	8.8%	9.2%	9.2%
EBITDA/营业收入	14.6%	11.7%	12.7%	13.2%	13.2%
EBIT/营业收入	11.7%	9.7%	11.4%	12.0%	12.0%
运营效率					
固定资产周转天数	105	65	60	58	55
流动营业资本周转天数	128	89	92	96	95
流动资产周转天数	248	167	159	155	155
应收帐款周转天数	44	27	33	35	36
存货周转天数	80	55	51	51	52
总资产周转天数	395	266	248	237	230
投资资本周转天数	271	185	179	176	169
投资回报率					
ROE	11.5%	15.2%	18.5%	20.9%	22.0%
ROA	9.1%	11.7%	13.4%	14.6%	15.1%
ROIC	15.6%	19.9%	23.5%	23.8%	24.5%
费用率					
销售费用率	12.1%	10.7%	10.5%	10.1%	10.2%
管理费用率	12.3%	8.4%	8.4%	8.7%	8.8%
财务费用率	0.5%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%
三费/营业收入	24.9%	19.3%	19.1%	18.9%	19.0%
偿债能力					
资产负债率	20.6%	23.1%	27.7%	29.9%	31.4%
负债权益比	25.9%	30.0%	38.3%	42.7%	45.8%
流动比率	3.15	2.87	2.91	2.67	2.61
速动比率	2.08	1.96	1.96	1.78	1.72
利息保障倍数	24.72	57.34	55.99	110.91	331.26
分红指标					
DPS(元)	0.09	-	0.18	0.18	0.22
分红比率	48.5%	0.0%	40.0%	30.0%	30.0%
股息收益率	0.6%	0.0%	1.2%	1.2%	1.5%

业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
EPS(元)	0.19	0.31	0.45	0.59	0.73
BVPS(元)	2.19	2.48	2.78	3.24	3.81
PE(X)	80.2	48.6	33.5	25.5	20.6
PB(X)	6.8	6.1	5.4	4.6	3.9
P/FCF	-	-536.4	405.0	162.9	87.7
P/S	6.3	3.7	2.9	2.3	1.9
EV/EBITDA	43.1	31.9	23.9	18.4	15.0
CAGR(%)	38.9%	30.5%	22.5%	-88.4%	-100.0%
PEG	2.1	1.6	1.5	-0.3	-0.2
ROIC/WACC	1.6	2.1	2.4	2.5	2.5
REP	4.9	3.3	2.2	1.9	1.5

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申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

梁涛	**上海联系人**	**潘艳**	**上海联系人**
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
黄方禅	**上海联系人**	**朱贤**	**上海联系人**
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	**上海联系人**	**张勤**	**上海联系人**
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	**北京联系人**	**李昕**	**北京联系人**
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	**北京联系人**	**周蓉**	**北京联系人**
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李国瑞	**深圳联系人**	**律烨**	**深圳联系人**
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
曹加	**深圳联系人**	**胡珍**	**深圳联系人**
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@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