

制剂业务保障业绩持续增长

——现代制药(600420)公司点评

核心观点

1. 业绩增长符合预期。2010年上半年，公司实现营业收入7.74亿元，同比增长13.98%，实现营业利润7128万元，同比增长35.55%，实现归属于母公司净利润4871万元，同比增长45.04%。业绩增长符合我们的预期。

2. 制剂业务保障业绩持续增长。上半年，制剂业务实现收入2.59亿元，同比增长21.54%，毛利率同比提高2.47个百分点。分产品方面，高毛利率的缓控释制剂增长显著，其中硝苯地平控释片增长约20%，头孢克洛缓释胶囊同比增长约40%，其他缓释头孢品种也有20%左右增长。制剂业务的快速增长得益于公司坚持积极的市场营销策略，加大以缓控释技术为特色的学术推广。为扩大重点产品在三甲医院的影响力，公司还出台了重点产品在标杆性三甲医院的开发政策。相对新型制剂，普药制剂增长则相对平稳。其中依那普利因为基数较高，增速有所放缓。公司计划通过构建分销体系，通过促销手段以加快普药的推广。

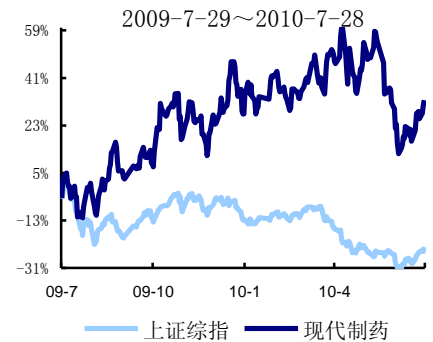
3. 原料药增长平稳。因为产能制约，上半年原料药业务增长相对平稳，报告期内实现收入2.95亿元，同比增长12.11%，毛利率同比提高0.60个百分点。原料药增长主要来自阿巴卡韦、曲螺酮、奈必洛尔等新品种增长。硫辛酸因为进入医保以及通过欧盟认证，增长也较为显著。主导产品阿奇霉素增长相对平稳，而且增长主要来自价格提高。下半年，随着原料硫氰酸红霉素的价格回落，阿奇霉素的收入可能下降，但因为成本下降，毛利反而会上升。

4. 医工股份完成过渡，贸易业务毛利率回升。09年因为医工股份刚刚完成整合，贸易业务有所波动，全年贸易业务的毛利率不足1%。经过上半年的调整，贸易业务毛利率已提高到6.84%，同比提高2.18个百分点。

5. 加强与医工院合作，增加制剂品种储备。7月1日，公司受让上海医工院和制剂中心共11项产品及专利技术。其中原料生产技术2项，新药开发技术1项，制剂产品8项。我们发现自上市以来，公司与医工院合作多以原料药及新药为主，制剂品种较少。09年新管理层上任后，制剂业务被重新重视，销售能力显著提升。此次大量增加制剂品种储备，主要为未来2-3年发展所考虑。

6. 海门基地已开始建设。为解决长期制约公司发展的产能问题，公司计划在海门新建生产基地。目前海门基地已开始土建工作，预计在2011年底正式建成投产。同时为解决建设资金问题，公司于去年12月通过增发方案，计划募集资金不超过7.3亿元。目前，增发方案仍在等待证监会审批阶段。我们预计在9月完成过会。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	28773.34
流通A股(万股)	28773.34
52周内股价区间(元)	9.63-18.98
总市值(亿元)	43.25
总资产(亿元)	9.28
每股净资产(元)	2.14
目标价	6个月 12个月

相关报告

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	1164	1329	1488	1686
同比增速(%)	69.41	14.15	11.94	13.33
净利润(百万)	30	71	104	140
同比增速(%)	49.77	41.35	27.76	22.90
EPS(元)	0.31	0.44	0.57	0.70
P/E	46	34	27	22

研究员:徐昊

电话: 010-84183293

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号: S0940210060003

联系人:潘蕾

电话: 010-84183157

Email: panlei@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 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, 特此声明。

7. 盈利预测与投资评级。我们预计公司 2010-2012 年的每股收益为 0.44 元、0.58 元和 0.70 元，按照昨日收盘价计算，对应的市盈率为 34 倍、27 倍和 22 倍。公司即将进行公开增发，因此今年有充足的业绩释放动力。从长远来看，公司作为国药集团内部重要的医药工业平台，将受益于国药对医工院研究性资产的整合以及遍布全国的商业配送网络，因此我们首次给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

8. 风险提示。产品降价风险、原料药价格波动风险、行业政策风险。

表1：现代制药分产品收入和毛利预测

单位：万元	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
制剂	25763	27743	28909	32213	45425	54983	65231	77551
增长率		7.68%	4.20%	11.43%	41.01%	21.04%	18.64%	16.24%
毛利率	43.96%	45.40%	50.15%	50.89%	55.81%	59.92%	60.04%	60.76%
原料药	18824	26844	31843	35122	42883	47537	51684	57658
增长率		42.60%	18.62%	10.30%	22.10%	10.85%	8.72%	11.56%
毛利率	21.07%	24.21%	22.71%	23.28%	18.81%	21.26%	21.37%	21.14%
贸易				9544	27981	29380	30849	32391
增长率					193.18%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率				3.13%	0.88%	1.00%	1.00%	1.00%

资料来源：公司公告，国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姚小军	基金研究	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、利率产品	wuhao@guodu.com	赵荣杰	股指期货	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			