

现代制药（600420）：增发突破产能瓶颈 大股东资产注入提升公司长期投资价值

医药行业研究员：宋文昭 执业证书编号：S0990200010018 报告日期：2011年 12月 2日

一、股东背景简介

公司控股股东上海医药工业研究院隶属于国务院国资委，是医药行业中唯一的中央直属研究院，也是中国医药工业系统中科研实力最强的综合性研究开发机构之一。上海医工院拥有 6 个博士学位授予权、7 个硕士学位授予权和博士后流动站，中国工程院院士 2 人，享受国务院特殊津贴专家 68 人，国家新药评审专家 12 人，拥有 4 个国家级研究中心，在药物合成和新剂型开发领域技术卓越。

上海医工院累计获得国家级及省部级科技进步奖 300 余次，申请国内外专利 117 项，获得新药证书约 200 个，恒瑞医药、华海药业、海正药业、浙江医药、白云山、健康元、哈药股份等知名药企均受让过医工院的产品和技术。

作为医药界科技航母，上海医工院有着深厚的研发底蕴，强大的产业化和工业化能力，长期看，医工院存在以现代制药为平台的整体上市预期，医工院若能整体上市，将有助于其优势技术资源内部吸收和价值最大化。

二、战略定位清晰

国药集团入主后，将公司明确定位为以非头孢类，非青霉素类药品为主攻方向的特色原料药和制剂研发、生产平台。随着公司战略定位的明确，我们认为原上海医工院资产注入的股改承诺将逐步提上议程，其中制剂中心是一个比较理想的注入标的。首先，制剂中心是新型给药系统领域国家级研究中心，与公司特色原料药和制剂的定位相一致，在研发产业化方面与公司业务往来频繁；其次，制剂中心持有的公司股份已转让给医工院，扫清了资产注入的股权障碍。我们认为，制剂中心注入的可能性较大，一旦注入将大大增强公司在缓释剂型领域的核心竞争力。

2010 年 7 月 3 日，公司公告拟受让控股股东上海医药工业研究院技术项目共 3 项，以及上海现代药物制剂工程研究中心有限公司技术项目共 8 项，受让上述技术项目总费用共计 1,950 万元。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。我们可以预期在未来 1~2 年内，随着公司受让技术逐渐转化成生产力，公司的核心竞争力将进一步加强。

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。我们预计，随着依那普利和替米沙坦等心血管制剂推广力度的加大，未来制剂增速仍会进一步加快。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。

三、公开增发有助于突破原料药产能瓶颈

近年来，公司阿奇霉素、齐多夫定等原料药内销外贸增长较快，浦东原料药基地产能明显不足，为了解决产能瓶颈，公司拟在海门新建原料药基地。为解决资金需求公司于 2009 年底启动了再融资计划，目前再融资事宜已于今年 8 月获得

中国证监会审核通过正待发行。发行股票的数量不超过 8,500 万股，募集资金不超过 7.2 亿元，项目分两期建成，一期预期建成抗艾滋病类、大环内酯类、心血管类、孕激素类共四大类产品的生产车间，以及基地的总体环保、安全、消防设施和动力中心、贮运设施、溶媒回收中心等，计划在 2011 年 6 月建成。一期建成后，浦东原料药生产基地将把原料药全部迁至新基地生产，同时新移植 5-6 个新制剂去充实浦东生产基地。一期固定资产投资约 6 亿元，配套流动资金约 1.2 亿元，全部以本次增发募集资金投入，如本次增发募集资金不足，则由公司通过银行贷款或其他融资方式自行解决。二期还会建成抗肿瘤类、维生素类生产车间，固定资产投资约 4 亿元，配套流动资金约 7,000 万元，计划在 2013 年 6 月建成。新建原料药生产基地短期能解决公司原料药瓶颈以及环保问题，长期看符合公司未来生产特色原料药的发展战略。

新基地的建设一方面可以大大提升公司原料药产业的规模，科学合理地规划原料药生产；另一方面，原料药生产线搬迁至海门后，公司浦东基地将有空间发展制剂的生产和中试，未来公司制剂的产量也将有效扩大，因此公司在技术领先的同时，将通过规模扩大和整合资源来提升产业竞争力。

募投项目分析：1、抗艾滋病药物主要涉及齐多夫定、阿巴卡韦、奈韦拉平等。公司齐多夫定原料药 2009 年收入约 1 亿元，同比增长超过 50%，未来整体市场前景良好。阿巴卡韦是全球最畅销抗艾产品之一，2008 年全球销量超过 14 亿美元，而国内除现代制药外基本无其他厂家可以生产，优势明显；2、大环内酯类药物克拉霉素属于抗生素品种，应用广泛，市场需求持续增加，公司的生产工艺大幅降低了生产成本，提升了产品的市场竞争力；3、心血管类主要包括奈必洛尔。该药作为新的抗高血压药物，在国内为新产品，合成难度较大。现代制药依靠自身的研发优势开发了该药合成工艺，并取得了自主创新知识产权。

四、公司营销有望借助国药集团更上一层楼

公司既往的营销体系尤其是制剂营销体系不健全，是公司发展的瓶颈。2008 年新的领导班子成立后，对公司的制剂营销体系进行了改革并进行大量的投入。目前销售人员从当初的几十人上升到目前的 200 多人，应该说营销已初具规模，但销售重点主要在社区和农村等第三终端医疗市场，未来营销发展的重点应该在一二线城市。国药集团收购了上海医工院后，市场预期现代制药未来将会借力国药集团的营销能力，我们认为这种可能性很大。因为国药集团拥有的上万家药房以及几千家医院资源大部分分布在一二线城市，与现代制药的销售结构形成互补，未来很有可能对现代制药的销售起到巨大的推动作用。公司与国药集团在业务上的合作尚未开始，因此我们预计 2010~2012 年将是公司结构调整的关键时期。

五、投资建议

我们预计现代制药 2010-2012 年基本每股收益分别为 0.42 元、0.58 元和 0.86 元。我们认为公司为了公开增发顺利实施，在发行前后均有抬高股价的意愿。公司主业的持续稳健增长构成投资公司的安全边际，而未来大股东资产注入、最终实现整体上市构成公司的投资亮点。我们认为，无论是大股东资产注入或整体上市，对现代制药而言均是提升核心竞争力、估值水平不断抬升的实质利好。一方面，医工院资产注入或整体上市，将有助于医工院优势技术资源内部吸收和价值最大化；同时上市公司的新药研发、产业化能力均将随之获得显著提升，将加速公司发展，使公司的估值因此享受溢价。

六、风险提示

公开增发方案未能顺利实施；产能释放后的营销风险；大股东研发资产注入时间仍存在不确定性。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大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。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为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，股价跌幅为10%以上

评级说明：

1. 投资建议的比较标准

- ◇ 投资评级分为股票评级和行业评级。
- ◇ 以报告发布后的 6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

- ◇ 报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准