

## 新型制剂保持快速增长

——现代制药(600420)调研简报

### 核心观点

**1. 自主营销推动新型制剂快速增长。**公司通过自建销售队伍加大对新型制剂的学术推广力度。2010年 公司销售队伍人数由 170 多人扩展到 200 多人。前三季度硝苯地平控释片和头孢克洛缓释胶囊等新型制剂获得较快增长, 其中 12 片规格的硝苯地平控释片销量翻倍增长, 头孢克洛缓释胶囊增长约 40%, 领先于其他头孢品种。未来新型制剂销售仍将以自主销售为主, 到 2012 年公司销售队伍将扩大至 300-400 人。

**2. 普药持续增长, 哈森业绩大幅提升。**马来酸依那普利是公司首个收入过亿的制剂品种, 2010 年前三季度增长约 10%。替米沙坦作为降压新品种市场推广较快, 增长约 40%。现代哈森是公司主要的普药生产平台, 2010 年通过产品结构和市场定位调整, 实现突破式发展。2010 年上半年, 现代哈森销售收入比去年同期增长 42.2%, 净利润比去年同期增长 294%, 我们预计全年哈森的净利润将超过 2000 万元。

**3. 原料药新老品种皆有突破。**2010 年前三季度阿奇霉素收入增长约 40%。考虑到上游原料硫氰酸红霉素对阿奇霉素成本和质量影响较大, 公司可能向上游延伸, 实现原料自产。硫辛酸原料药 8 月通过 COS 认证, 部分客户已在试用阶段, 预计 2011 年对欧洲出口将有较快增长。抗艾滋病药物阿巴卡韦收入过千万元。作为美国 FDA 推荐的首选抗艾滋病药物, 阿巴卡韦的前景良好。恩曲他滨仍处于中试阶段, 海门生产基地建成后, 将转移至新基地生产。

**4. 大股东变更为中国医药研究总院。**目前由上海医药工业研究院、四川抗菌素研究所、现代制药、上海现代药物制剂工程研究中心、国家(上海)新药安全评价研究中心、中国医药工业信息中心等 6 家机构组成的中国医药工业研究总院已开始正式运行。股权登记完成后, 公司大股东将变更为中国医药工业研究总院。从研究总院的管理层结构来看, 原上海医工院的管理层仍占主导。我们预计短期内公司管理层将不会有大的变动。

**5. 生产基地建设顺利。**海门生产基地计划在一季度正式开工建设, 按照工程进度, 预计在 2012 年建成投产。南翔生产基地已完成 GMP 认证, 主要生产栓剂和中药。目前中药只有积雪苷片一个品种, 未来公司可能会收购或者研发增加新的品种。

**6. 盈利预测与评级。**我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 为 0.44 元、0.58 元和 0.70 元, 对应的市盈率为 41 倍、31 倍和 26 倍, 维持公司“推荐-A”的投资评级。

### 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)	12.43-23.2
总市值(亿元)	52.97
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

- 《国都证券-公司研究-公司点评-现代制药(600420):业绩增长平稳, 公开增发获通过》 2010-10-25
- 《国都证券-公司研究-公司点评-现代制药(600420):制剂业务保障业绩持续增长》 2010-07-30

### 财务数据与估值

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(百万)	1164.23	1329.00	1487.64	1686.01
同比增速(%)	69.41%	14.15%	11.94%	13.33%
净利润(百万)	108.70	153.65	200.10	241.25
同比增速(%)	65.17%	43.21%	30.23%	20.56%
EPS(元)	0.31	0.44	0.58	0.70
P/E	58.55	40.88	31.39	26.04

研究员: 徐昊

电话: 010-84183293

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号: S0940510120004

联系人: 胡博新

电话: 010-84183363

Email: huboxin@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。

附录：财务预测表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	587	642	702	787	<b>营业收入</b>	1164	1329	1488	1686
现金	200	236	244	291	营业成本	818	894	980	1088
应收账款	105	111	127	142	营业税金及附加	4	4	4	5
其它应收款	5	17	20	28	营业费用	124	153	171	194
预付账款	47	42	57	39	管理费用	98	114	122	140
存货	186	202	215	248	财务费用	2	5	4	5
其他	43	35	38	39	资产减值损失	2	2	2	2
<b>非流动资产</b>	341	513	717	737	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	223	317	417	426	<b>营业利润</b>	111	156	203	252
无形资产	55	60	62	65	营业外收入	16	24	27	30
其他	62	136	236	245	营业外支出	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	928	1155	1419	1525	<b>利润总额</b>	126	179	228	281
<b>流动负债</b>	204	186	241	240	所得税	17	25	32	39
短期借款	38	46	57	61	<b>净利润</b>	109	154	196	241
应付账款	72	54	82	68	少数股东损益	20	26	33	41
其他	94	87	102	111	<b>归属母公司净利润</b>	89	128	163	200
<b>非流动负债</b>	10	56	57	58	EBITDA	154	202	258	313
长期借款	0	50	50	50	EPS (元)	0.31	0.44	0.57	0.70
其他	10	6	7	8					
<b>负债合计</b>	214	242	298	298	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	98	118	145	156		2009	2010E	2011E	2012E
股本	288	288	288	288	<b>成长能力</b>				
资本公积金	33	227	227	227	营业收入	131.6%	14.2%	138.3%	145.3%
留存收益	295	413	563	747	营业利润	44.3%	40.3%	30.0%	24.1%
归属母公司股东权益	615	820	1006	1102	归属母公司净利润	65.2%	43.2%	27.8%	22.9%
<b>负债和股东权益</b>	928	1155	1419	1525	<b>获利能力</b>				
					毛利率	29.7%	32.8%	34.1%	35.5%
					净利率	9.3%	11.6%	13.2%	14.3%
					ROE	15.2%	16.8%	17.5%	19.7%
					ROIC	14.7%	15.7%	16.3%	18.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	23.1%	21.0%	21.0%	19.5%
					净负债比率	-22.7%	-15.3%	-12.3%	-14.7%
					流动比率	2.87	3.45	2.92	3.28
					速动比率	1.73	2.14	1.78	2.08
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.35	1.28	1.16	1.15
					应收帐款周转率	13.15	12.30	12.50	12.50
					应付帐款周转率	32.93	13.00	13.00	13.00
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.31	0.44	0.57	0.70
					每股经营现金	0.34	0.39	0.43	0.49
					每股净资产	2.48	3.17	3.90	4.26
					<b>估值比率</b>				
					P/E	58.55	40.88	31.39	26.04
					P/B	6.69	5.23	4.26	3.89
					EV/EBITDA	31.05	23.65	18.53	15.28
					<b>利润表</b>				

资料来源：公司报表、国都证券

**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**

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

**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
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@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	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
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	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
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	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			