国联证券 GUOLIAN SECURITIES

公司研究

结构调整稳步推升业绩

生物医药

2011 年 1 月 28 日

评级：推荐（维持）

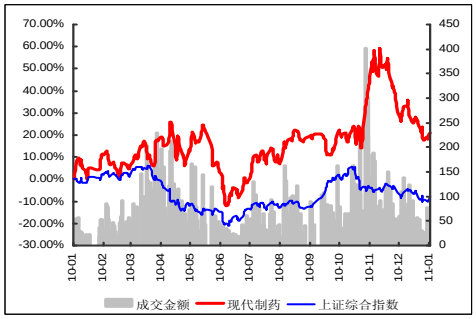
现代制药（600420）2010 年年报点评

事件：2010年度公司实现营业总收入14.23亿元，同比增长22.22%。实现营业利润、利润总额和归属于母公司净利润分别为1.4亿元、1.54亿元和1.08亿元，同比增加25.22%、22.36%和21.40%，实现每股收益为0.38元。分配方案：每10股分配现金股利1.00元。

点评：

- **销售费用和财务费用增长摊薄业绩。**公司 2010 年每股收益为 0.38 元，略低于我们此前 0.41 元预期，主要是由于销售费用、财务费用分别同比增加 31.49%和 212.95%，市场拓展费用、汇兑损失及现金折扣的增加摊薄了整体业绩。扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率为 14.72%，同比增加 1.39 个百分点，每股经营活动产生的现金流量净额为 0.4 元，同比增加 18.14%。总体来看，业绩增长稳定，现金流健康，盈利质量较高。
- **产品结构优化促销售收入、毛利率稳步提升。**公司通过产品结构优化，使得公司高毛利制剂产品销售持续增长，公司现有品种中硝苯地平控释片、依那普利片、头孢克洛缓释胶囊等几个重点制剂品种销量与去年同期相比明显增长。原料药方面，阿奇霉素原料药成为公司第一个年度销售超 2 亿元的产品，公司整体毛利率水平提升 0.86 个百分点。
- **海门基地投产解决产能瓶颈，国药渠道优势助推制剂销售。**随着海门原料药基地在 2012 年建成投产以及自建销售队伍与国药在一二线城市销售渠道互补优势的形成，原料药和制剂将保持高增长趋势。 其中阿奇霉素将突破产能瓶颈继续放量，硫辛酸原料药 2011 年对欧洲出口也将提速。
- **盈利预测：**不考虑增发摊薄的影响，我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 为 0.48 元、0.66 元和 0.88 元，对应的市盈率为 36 倍、27 倍和 20 倍，给予公司 “**推荐**”的投资评级。

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《每日医药晨报》2010-7-28

《每日医药晨报》2010-9-21

报告作者：

国联证券研究所医药小组

周静

执业证书编号：S0590210100010

联系人：

联系人：杨扬 周静

电话： 021-38991500-897

0510-82833217

Email: zhoujing@glsc.com.cn

yangyang@glsc.com.cn

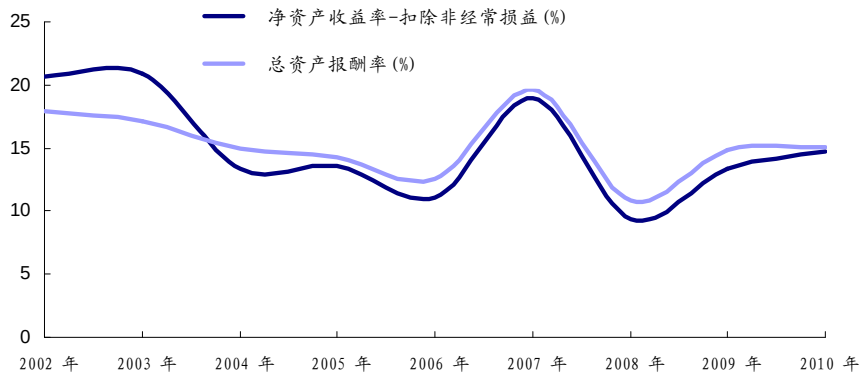
独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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，特此申明。

1、销售费用及财务费用增长摊薄业绩

公司 2010 年每股收益为 0.38 元，略低于我们此前 0.41 元预期，主要是由于销售费用、财务费用分别同比增加 31.49%和 212.95%，市场拓展费用、汇兑损失及现金折扣的增加摊薄了整体业绩。针对销售渠道的拓宽和品牌建设，公司采取一些列强有力的举措。销售渠道方面，运用组合营销扩大市场分额，新药销售在终端开发和销售增量上采取主动进攻型策略；普药销售采取借助渠道力量自上而下的销售与主动满足特异性终端和配送商利益相结合的方法；针对各级客户在产品营销利益链中的分工不同，重点维护关键客户。品牌建设方面，在专业评选、荣誉申报及商标管理上加大力度促进品牌的传播及认知。销售费用率处在历史的高位（见图表 9-10）说明了公司近两年正着力克服营销上的短板，虽然短期会牺牲部分盈利，但长期来看为未来的销售高成长奠定了良好的基础。另外，从资产收益率指标来看，扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率为 14.72%，同比增加 1.39 个百分点，每股经营活动产生的现金流量净额为 0.4 元，同比增加 18.14%。整体来看，业绩增长稳定，现金流健康，盈利质量较高。

图表 1：公司 2002-2010 年净资产收益率及总资产报酬率变动趋势



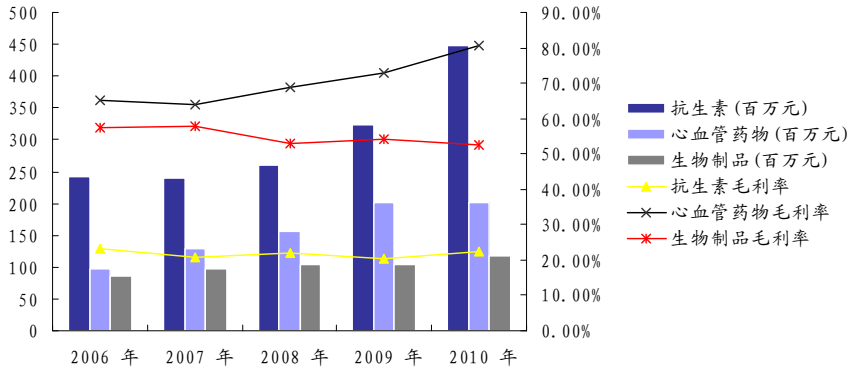
数据来源：国联证券研究所，上市公司年报

2、产品结构优化促销售收入、毛利率稳步提升

公司通过产品结构优化，使得公司高毛利制剂产品销售持续增长，公司现有品种中硝苯地平控释片、依那普利片、头孢克洛缓释胶囊等几个重点制

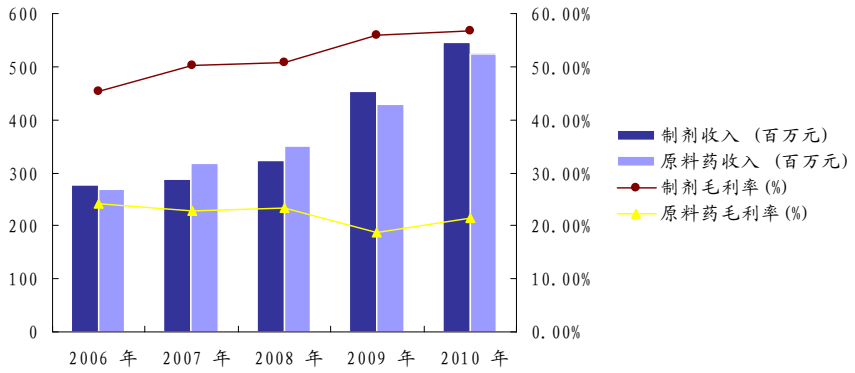
剂品种销量与去年同期相比明显增长，原料药方面，阿奇霉素原料药受益于2010年原料药的高景气度，成为公司第一个年度销售超2亿元的产品，公司整体毛利率水平提升0.86个百分点。

图表2：公司2006-2010年各大类产品销售额及毛利率变动趋势



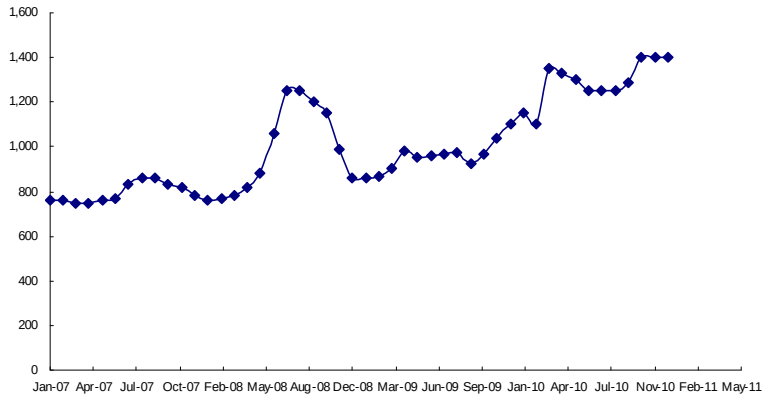
数据来源：国联证券研究所，上市公司年报

图表3：公司2006-2010年两大业务销售额及毛利率变动趋势



数据来源：国联证券研究所，上市公司年报

图表4：阿奇霉素原料药价格走势图

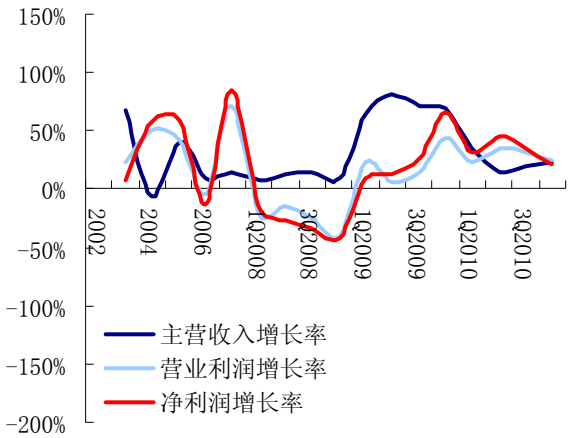


数据来源：健康网，国联证券研究所

3、海门基地投产解决产能瓶颈，国药渠道优势助推制剂销售

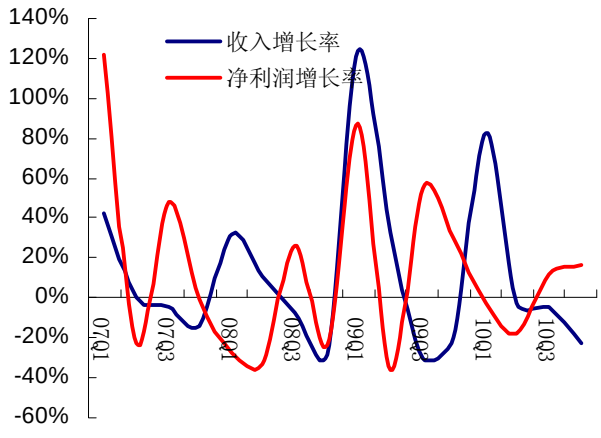
2010 年现代制药投入 7000 多万元对浦东、嘉定和南翔三个基地进行技术改造以扩大产能，其中浦东基地将主要生产重点制剂产品，南翔基地发展中药、OTC 类药物。同时公开增发募集资金建设海门基地，并将浦东基地的阿奇霉素等原料药转移至海门原料药基地，以释放浦东基地制剂产品产能。此外，海门基地的打桩建造时间由 2010 年 11 月推迟至 2011 年 2 月，海门基地将于 2012 年完工投产（一年建设，一年调试），届时将彻底解决产能瓶颈。另一方面，继 2010 年 4 月，中国医药集团总公司受让上海现代制药控股股东—上海医药工业研究院的全部资产后，上海医工院整体并入国药集团的相关产权登记变更手续于 2011 年 1 月 18 日全部完成。至此，上海医工院正式成为国药集团下属的新公司——中国医药工业研究总院的全资子公司。上海现代制药在国药集团中的定位被明确为以非头孢类、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。我们相信，随着海门原料药基地在 2012 年建成投产以及自建销售队伍与国药在一二线城市销售渠道互补优势的形成，原料药和制剂将保持高增长趋势。 其中阿奇霉素将突破产能瓶颈继续放量，硫辛酸原料药 2011 年对欧洲出口也将提速。

图表 5：公司季度累计经营情况



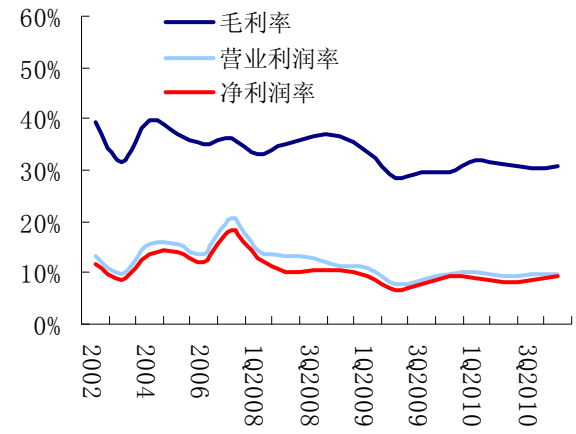
数据来源：WIND　国联证券研究所

图表 6：公司单季度经营情况



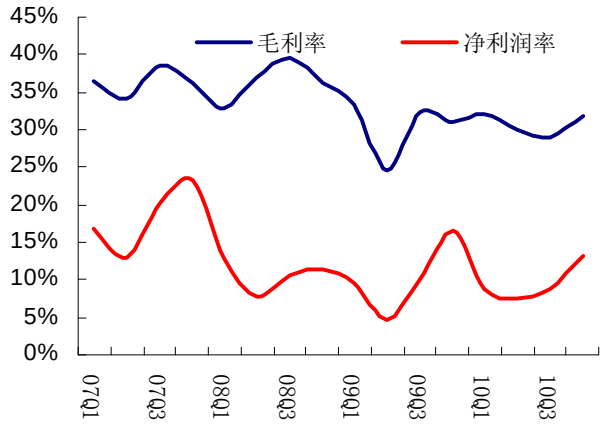
数据来源：WIND　国联证券研究所

图表 7：公司季度累计经营情况



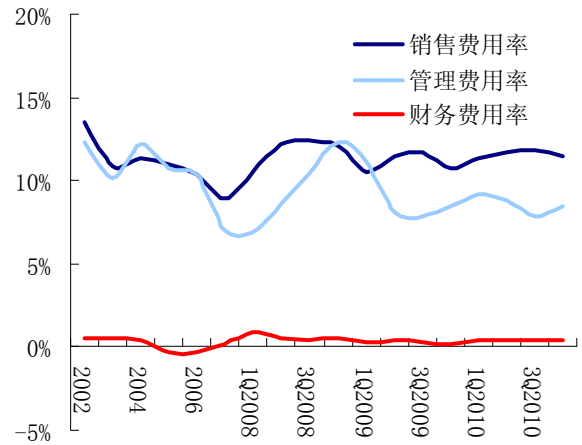
数据来源：WIND　国联证券研究所

图表 8：公司单季度经营情况



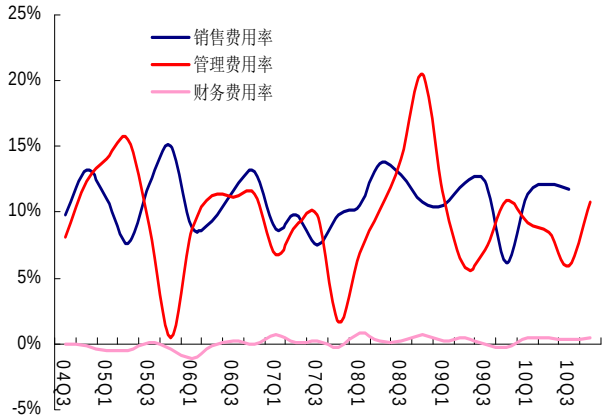
数据来源：WIND　国联证券研究所

图表 9：公司季度累计经营情况



数据来源：WIND　国联证券研究所

图表 10：公司单季度经营情况



数据来源：WIND　国联证券研究所

图表 11：公司单季度利润表

单位：百万元	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
一、营业总收入	182.83	130.23	291.90	387.20	269.91	215.22	392.32	381.72	365.91	283.01
二、营业总成本	160.43	124.83	259.97	366.48	234.43	186.62	353.23	349.46	327.99	252.62
其中：营业成本	110.25	83.20	194.54	292.28	182.65	148.46	266.84	267.13	260.32	193.17
营业税金及附加	0.62	0.53	0.92	0.83	0.98	0.78	1.09	0.91	0.96	0.72
销售费用	23.51	14.02	30.64	47.30	33.40	13.16	44.74	46.30	43.18	29.48
管理费用	25.64	26.67	32.44	22.55	19.44	23.49	35.91	32.44	21.70	30.66
财务费用	0.48	0.86	0.68	1.93	-0.12	-0.51	1.62	1.78	1.46	1.33
资产减值损失	-0.07	-0.44	0.76	1.59	-1.91	1.25	3.03	0.90	0.37	(2.75)
三、其他经营收益										
公允价值变动净收益		-0.17								
投资净收益	-0.03	-0.23	-0.03	-0.03	-5.06	-0.19	-0.04	(0.04)	(0.04)	(0.04)
四、营业利润	22.36	5.00	31.90	20.68	30.42	28.41	39.05	32.22	37.89	30.35
加：营业外收入	0.35	5.99	0.95	0.67	2.71	11.84	0.91	1.76	1.05	11.68
减：营业外支出	0.26	0.63	0.01	0.08	0.32	1.27	0.16	0.23	0.08	0.39
五、利润总额	22.46	10.36	32.84	21.27	32.80	38.98	39.80	33.75	38.86	41.64
减：所得税	3.02	-4.43	5.12	3.56	5.31	3.21	4.92	4.95	6.74	4.32
六、净利润	19.44	14.79	27.73	17.71	27.49	35.77	34.88	28.80	32.11	37.33
减：少数股东损益	4.46	5.47	6.80	5.06	4.45	3.34	7.50	7.47	3.94	6.10
七、归属母公司所有者净利润	14.98	9.32	20.93	12.66	23.04	32.43	27.38	21.33	28.17	31.23
EPS	**0.05**	**0.03**	**0.07**	**0.04**	**0.08**	**0.11**	**0.10**	**0.07**	**0.10**	**0.11**
收入增长率	-7%	-29%	124%	33%	-30%	-20%	82%	-3%	-4%	-23%
毛利率	40%	36%	33%	25%	32%	31%	32%	30%	29%	32%
营业利润率	12%	4%	11%	5%	11%	13%	10%	8%	10.36%	10.72%
净利率	11%	11%	9%	5%	10%	17%	9%	8%	9%	13%
营业税金率	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
销售费用率	13%	11%	10%	12%	12%	6%	11%	12%	12%	10%
管理费用率	14%	20%	11%	6%	7%	11%	9%	8%	6%	11%
财务费用率	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
所得税率	13%	-43%	16%	17%	16%	8%	12%	15%	17%	10%
净利润增长率	26%	-24%	87%	-36%	55%	30%	-2%	-17%	11%	16%

数据来源：WIND　国联证券研究所

财务报表预测与财务指标　单位：百万　　更新日期：10-01-29

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	**1,423**	**1,709**	**2,074**	**2,501**
营业成本	987	1,171	1,394	1,672
营业税金及附加	4	5	6	8
销售费用	164	188	218	256
管理费用	116	150	185	205
EBIT	**152**	**190**	**267**	**355**
财务费用	6	4	7	4
资产减值损失	-2	-1	-1	-1
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	**140**	**185**	**259**	**349**
营业外净收入	14	12	10	11
利润总额	**154**	**197**	**269**	**360**
所得税	21	27	36	49
净利润	**133**	**170**	**232**	**312**
少数股东损益	-25	-32	-44	-58
归属母公司净利润	**108**	**138**	**189**	**253**

主要财务比率	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	22.2%	20.1%	21.3%	20.6%
营业利润	25.2%	32.4%	40.1%	35.0%
净利润	21.4%	27.9%	36.6%	34.1%
获利能力				
毛利率(%)	30.6%	31.5%	32.8%	33.1%
净利率(%)	9.4%	10.0%	11.2%	12.5%
ROE(%)	14.9%	16.4%	18.9%	20.8%
ROA(%)	9.5%	9.7%	11.3%	13.3%
偿债能力				
流动比率	2.46	1.85	1.89	2.43
速动比率	1.54	1.12	1.14	1.50
资产负债率%	26.2%	30.7%	29.4%	24.2%
营运能力				
总资产周转率	125.3%	120.6%	124.1%	131.3%
应收账款周转天数	49.32	46.22	43.82	42.62
存货周转天数	97.12	93.92	89.12	83.22
每股收益	**0.38**	**0.48**	**0.66**	**0.88**
每股净资产	2.51	2.92	3.48	4.23
P/E	**46.5**	**36.4**	**26.6**	**19.9**
P/B	6.9	6.0	5.0	4.1

资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
现金	163	150	160	193
应收款项净额	192	216	249	292
存货	256	296	333	372
其他流动资产	69	83	101	122
流动资产总额	**681**	**746**	**843**	**979**
固定资产	297	505	641	752
无形资产	116	111	107	102
长期股权投资	1	1	1	1
其他长期资产	17	17	17	17
资产总额	**1,136**	**1,418**	**1,671**	**1,905**
短期借款	46	134	135	41
应付款项	98	110	124	140
其他流动负债	132	158	187	222
流动负债	**276**	**402**	**447**	**403**
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	22	33	45	57
负债总额	**298**	**436**	**492**	**460**
少数股东权益	114	141	178	228
股东权益	724	841	1,002	1,217
负债和股东权益	**1,136**	**1,418**	**1,671**	**1,905**

现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
税后利润	108	138	189	253
加：少数股东损益	22	27	37	50
公允价值变动	2	1	1	1
折旧和摊销	28	31	42	52
营运资金的变动	-54	-28	-32	-41
经营活动现金流	**105**	**169**	**237**	**315**
短期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产投资	-80	-250	-200	-150
投资活动现金流	**-80**	**-250**	**-200**	**-150**
股权融资	-40	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	-12	-21	-28	-38
其它融资现金流	1	88	1	-94
融资活动现金流	**-62**	**68**	**-27**	**-132**
现金净变动额	**-37**	**-13**	**10**	**33**

数据来源：国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话：0510-82833507

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话：0755-82878221

传真：0755-82878221

国联证券投资评级：

类别	级别	定义
股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。