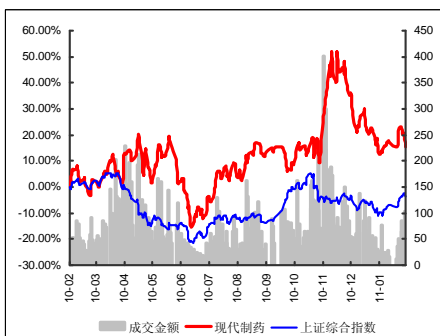


公司研究
增发暂缓：海门基地建设进程不变
生物医药

2011年2月21日

现代制药（600420）调研报告

评级：推荐（维持）

最近 52 周走势：

相关研究报告：

《结构调整稳步推升业绩》2011-1-31
 《每日医药晨报》2010-9-21
 《每日医药晨报》2010-7-28

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。

事件：2011年2月17日，我们参加了现代制药2010年度股东大会，公司高管就公司的经营发展状况作了简要的介绍。

点评：

- **增发暂缓不影响海门基地建设进程。**由于相关事项需要进一步落实，公司增发暂缓，但海门基地建设进程不受任何影响，按计划将于今年3月9日开工，预计在2013年建成投产。目前浦东基地产能严重不足，海门基地建成能有效解决制剂和原料药产能瓶颈，但由于建成投产尚需时日，原料药短期内放量条件不成熟。另外，增发暂缓避免了股本扩张对业绩摊薄的影响，国药雄厚的资金实力也将缓解海门基地建设的资金压力并且降低相关融资成本。
- **销售队伍扩编，销售渠道与国药形成互补。**公司销售队伍在去年218人基础上，今明两年每年预计增加100人左右，加上哈森180人销售队伍与主体销售队伍的整合，将为公司未来销售的扩张奠定良好基础。另外，国药销售渠道集与原有销售结构形成互补，但由于公司品种侧重点不在非处方药，短期内国药渠道的销售贡献有限，公司2011年财务预算中与国药集团及其子公司销售商品及提供劳务总金额约为8,000万元，总体销售占比不高。
- **新版GMP颁布对公司生产不构成压力，产品线齐头并进。**按照新版GMP标准，嘉定新基地基本都能达到要求，近几年浦东基地也一直在改造当中，GMP的影响没有预期那么剧烈，不会对生产构成影响。同时，公司目前原料药和制剂产品保持齐头并进的趋势，不会牺牲某一部分产品收入而去调高另一部分产品收入。
- **盈利预测：**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，虽然短期公司业绩低于我们预期，但是我们长期看好国药整合下现代制药作为工业平台的良好前景，给予公司“**推荐**”的投资评级。

财务报表预测与财务指标 单位: 百万

更新日期: 11-02-20

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,423	1,709	2,074	2,501	现金	163	150	160	193
营业成本	987	1,171	1,394	1,672	应收款项净额	192	216	249	292
营业税金及附加	4	5	6	8	存货	256	296	333	372
销售费用	164	188	218	256	其他流动资产	69	83	101	122
管理费用	116	150	185	205	流动资产总额	681	746	843	979
EBIT	152	190	267	355	固定资产	297	505	641	752
财务费用	6	4	7	4	无形资产	116	111	107	102
资产减值损失	-2	-1	-1	-1	长期股权投资	1	1	1	1
投资净收益	0	0	0	0	其他长期资产	17	17	17	17
营业利润	140	185	259	349	资产总额	1,136	1,418	1,671	1,905
营业外净收入	14	12	10	11	短期借款	46	134	135	41
利润总额	154	197	269	360	应付款项	98	110	124	140
所得税	21	27	36	49	其他流动负债	132	158	187	222
净利润	133	170	232	312	流动负债	276	402	447	403
少数股东损益	-25	-32	-44	-58	长期借款	0	0	0	0
归属母公司净利润	108	138	189	253	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
主要财务比率	2010A	2011E	2012E	2013E	现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					税后利润	108	138	189	253
营业收入	22.2%	20.1%	21.3%	20.6%	加: 少数股东损益	22	27	37	50
营业利润	25.2%	32.4%	40.1%	35.0%	公允价值变动	2	1	1	1
净利润	21.4%	27.9%	36.6%	34.1%	折旧和摊销	28	31	42	52
获利能力					营运资金的变动	-54	-28	-32	-41
毛利率(%)	30.6%	31.5%	32.8%	33.1%	经营活动现金流	105	169	237	315
净利率(%)	9.4%	10.0%	11.2%	12.5%	短期投资	0	0	0	0
ROE(%)	14.9%	16.4%	18.9%	20.8%	长期股权投资	0	0	0	0
ROA(%)	9.5%	9.7%	11.3%	13.3%	固定资产投资	-80	-250	-200	-150
偿债能力					投资活动现金流	-80	-250	-200	-150
流动比率	2.46	1.85	1.89	2.43	股权融资	-40	0	0	0
速动比率	1.54	1.12	1.14	1.50	负债净变化	0	0	0	0
资产负债率%	26.2%	30.7%	29.4%	24.2%	支付股利、利息	-12	-21	-28	-38
营运能力					其它融资现金流	1	88	1	-94
总资产周转率	125.3%	120.6%	124.1%	131.3%	融资活动现金流	-62	68	-27	-132
应收账款周转天数	49.32	46.22	43.82	42.62	现金净变动额	-37	-13	10	33
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	46.3	36.4	26.6	19.9					
P/B	6.9	6.0	5.0	4.1					

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%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	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

免责声明:

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。