

经营正处低谷，未来还看资产注入

现代制药 (600420)

股价: 7.07 元

评级: 中性

调研简报

2009 年 3 月 12 日 星期四

医药化工小组

袁舰波

021-50586660-8628

yjb@longone.com.cn

医药行业/化学制剂

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

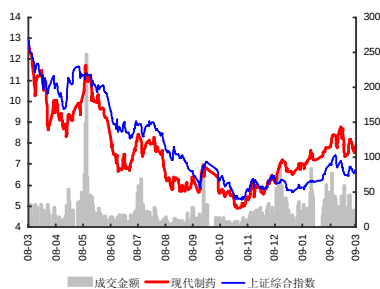
重要数据

总股本(亿股)	2.88
流通股本(亿股)	2.08
总市值(亿元)	20.34
流通市值(亿元)	14.71

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	1.1	-4.6
3 个月	22.7	27.7
6 个月	27.9	27.9

个股相对上证综指走势图



相关报告:

1、《基本面良好,未来发展可期》, 2007 年 10 月 16 日

投资要点

- **公司目前经营正处于低谷:** 从前三季度的经营情况看, 公司的收入同比增长 13.9%, 但销售费用率和管理费用率大幅度提升, 预计全年业绩将发生较大幅度的下滑。
- **内部整合仍在进行:** 2008 年, 公司原营销总监以及总经理等重要岗位人员相继离任, 目前公司正在进行内部人事变动和经营管理优化等方面的整合, 整合效果还需要进一步观察。
- **大股东资产注入研究:** 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。我们认为, 从上海医工院所处的外部环境进行分析, 其对公司优质资产的注入行为很可能会持续进行。
- **盈利预测及估值:** 我们预测公司 2008-2010 年每股收益分别为 0.19 元、0.28 元和 0.36 元。对应公司目前 7.07 元的股价, 其市盈率分别为 37.2 倍、25.2 倍和 19.6 倍。由于目前公司大股东研发资产注入仍存在相当大的不确定性, 我们给予公司短期“中性”评级, 但仍将密切关注公司在资产注入和整合提升经营效益等方面的进展。
- **风险提示:** 原料药市场价格变化剧烈, 可能会影响公司效益; 内部整合效果还需进一步观察; 大股东研发资产注入仍存在较大不确定性。

1. 公司经营正处于低谷

公司是我国为数不多的具备深厚研发背景的医药上市企业，主要产品包括原料药和制剂两个方面，目前二者各占到公司主营业务的一半。

公司的原料药主要有硫辛酸、阿奇霉素和齐多夫定等，其中硫辛酸和阿奇霉素曾是年销售超过1亿元的大品种，也正是两大品种的快速增长造就了公司04、05年的高速增长。

然而，从06年开始，受原料药产品价格快速下调的影响，公司的经营开始步入低谷。尽管抗艾滋病病毒的药物齐多夫定取代上述品种，保持快速增长，预计销售收入将从06年的3000万元增长到08年的1.3亿元，但由于该产品毛利率的持续下降，公司业绩依然未见明显改善。

进入2008年，从前三季度的经营情况看，公司的收入同比增长13.9%，由于高毛利的制剂业务比重逐步上升，公司毛利率同比基本持平，但销售费用率和管理费用率则大幅度提升，预计全年业绩将发生较大幅度的下滑。

2. 内部整合仍在进行

导致公司经营进入困境的原因，除了原料药价格的持续降低，毛利率下降外，其内部因素也不容忽视。

长期以来，营销能力缺乏和激励机制不完善一直是公司经营的短板，这也是严重制约公司快速增长的重要内因。

公司控股股东，上海医工院显然也意识到了这一点。

2008年，公司原营销总监以及总经理等重要岗位人员相继离任，核心决策层的变更，对公司短期的经营管理产生了比较大的影响。

根据我们的了解，目前公司正在内部人事变动和经营管理优化等方面加紧进行整合，不过由于各方面的原因，整合效果还需要进一步观察。

3. 大股东资产注入研究

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，建院至今已有50多年的历史，拥有数百人的研发队伍，其中包括中国工程院院士2人，享受国务院特殊津贴专家73人。上海医工院科研方向涵盖了整个药学领域，可进行化学合成药物、微生物与生化药物、中药和中药现代化制剂、药物新型制剂的研究开发，以及有关重大品种生产工艺的技术创新；除相应的药物研究室外，上海医工院还拥有国家医药工业信息中心、药物制剂国家工程研究中心、国家（上海）新药安全评价研究中心、国家药品包装材料检测中心以及创新药物与制药工艺国家重点实验室（筹）等5个

国家级研究中心，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。

上海医工院虽然拥有得天独厚的药物研发优势，但就其总体规模而言，在央企中依然处于非常弱小的位置，在央企整合的大背景下，其未来的定位存在着较大的不确定性，因此，其核心的研发资产也存在着被其他企业并购的可能性。

我们认为，从上海医工院所处的外部环境进行分析，其通过对唯一的上市平台——现代制药进行持续注资，最终将其最核心的研发资产注入，从而实现对研发资产的完全掌控，这一可能性是不可排除的，事实上这也正是市场关注公司的重要原因。

在公司股改承诺中，上海医工院承诺将在适当的时机向公司注入优质资产。08年，上海医工院已将其第二大的药物生产企业——上海医工股份注入公司。我们分析，由于上海医工院最核心的研发资产仍未注入，这次注资很可能只是上海医工院完成股改承诺的一个步骤，而非全部，未来更深入的注资行为或将继续。

尽管上海医工院研发资产目前的盈利能力尚有待提升，但其在国内药物研发领域的超强地位和绝对优势是不可替代的。如这些研发资产能成功注入公司，公司将成为我国唯一一家以药物研发为核心资产，并拥有药品生产和销售完整产业体系的高科技制药企业，其未来的发展前景将非常值得期待。

4. 盈利预测及估值

我们预测公司 2008-2010 年每股收益分别为 0.19 元、0.28 元和 0.36 元。对应公司目前 7.07 元的股价，其市盈率分别为 37.2 倍、25.2 倍和 19.6 倍。

由于目前公司大股东研发资产注入仍存在相当大的不确定性，我们对公司的短期估值暂不考虑其影响。因此，就目前的股价而言，公司的短期估值已基本合理，给予公司“中性”评级。

我们将密切跟踪公司在大股东研发资产注入以及整合提升经营效率等方面的进展，并及时调整公司评级。

5. 风险提示

原料药市场价格变化剧烈，可能会影响公司效益；内部整合效果还需进一步观察；大股东研发资产注入仍存在较大不确定性。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有 13 年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业、双鹭药业、上海医药、复星医药等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122