

主业基本持平，资产注入预期明确

2008 年年报点评

报告关键点：

- 收入平稳增长，主业基本持平
- 医工股份资产注入产权交割已完成
- 维持“中性-A”的投资评级，12个月内目标价6.25元

报告摘要：

- **收入平稳增长，主业基本持平。**08年实现营业收入6.87亿元，同比增长10.08%。收入增长主要因原料药阿奇霉素、齐多夫定、普伐他汀纳增长较多；制剂方面心血管类、抗生素产品也表现突出，如马来酸依那普利、硝苯地平控释片、头孢氨苄缓释胶囊等均增长较快。综合毛利率36.48%，略上升0.18个百分点。三项费用及资产减值占营业收入的比率24.81%，同比上升8.26个百分点。费用率上升主要因支付阿德福韦酯、奈伟拉平等六个产品合成新工艺技术转让费950万元、去羟肌苷迟释颗粒临床批件及专利权283万元、为拓宽销售渠道致销售费用率增加3.13个百分点所致。最终实现净利润5,391万元，同比减少了42.66%，每股收益0.187元。但若剔除证券投资损益、技术转让收支、租赁收入、以及处理历史坏帐的影响，药品营业利润与去年同期相比基本持平。经营活动产生现金流量净额5,804万元，每股现金流量0.20元，同比下滑29.48%。
- **管理层平稳过渡，大股东增持。**公司董事长、管理层变动，目前均已平稳过渡。大股东上海医工院于报告期增持公司股份1,316,820股，占总股本的0.46%。在09年9月18日前，若继续增持，则总量不超过公司股本的2%。
- **医工股份资产注入产权交割已完成。**公司收购医工股份100%股权，截至目前产权交割已完成，后续工商变更等相关事宜正在办理中；但截至08年底，只完成38.78%，故08年报尚未能合并报表。医工股份是研、产、销为一体的医药企业，是医工院研发产品的产业化基地和发展的平台，以栓剂和中药现代制剂为特色，同时正在积极构建鼻用粉雾剂新剂型技术平台。我们对本次资产注入持乐观态度，这一举措一方面是兑现大股东股改承诺，减少关联交易；另一方面是基于公司产业发展的需要，有利于资源整合，发挥渠道优势，实现互补，提高公司核心竞争力。
- **产品研发取得了重大突破。**抗艾滋病药物阿巴卡韦目前已基本完成中试，其成本、质量与印度相比有较强的竞争力。公司获得了国家“十一五”专项的“上海现代制药药物集成创新技术平台”和“建立具有过程控制的新型药物制剂及工艺技术平台”两个平台项目，预期会有部分的科研补贴。
- **维持“中性-A”的投资评级，12个月内目标价6.25元。**暂不考虑大股东资产注入，我们维持对公司的09-10年的盈利预测，即每股收益0.25元、0.29元，以09年业绩为计算基础，因目前医药股整体估值水平已抬升，我们对公司的估值由20倍调高至25倍PE，则上调公司12个月内目标价至6.25元，维持“中性-A”的投资评级。我们会密切跟踪公司大股东资产注入事宜，适时将调整投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	624.3	687.2	790.3	915.2	1,064.4
Growth(%)	14.1%	10.1%	15.0%	15.8%	16.3%
净利润	113.1	72.6	86.1	99.4	121.2
Growth(%)	84.8%	-42.7%	30.8%	17.2%	24.5%
毛利率(%)	36.3%	36.5%	36.8%	36.8%	37.0%
净利润率(%)	15.1%	7.8%	8.9%	9.0%	9.7%
每股收益(元)	0.33	0.19	0.25	0.29	0.36
每股净资产(元)	2.07	2.19	2.33	2.56	2.83
市盈率	23.0	40.2	30.7	26.2	21.1
市净率	3.6	3.4	3.2	2.9	2.7
净资产收益率(%)	19.0%	11.5%	12.9%	13.5%	14.9%
ROIC(%)	27.1%	15.6%	16.3%	19.7%	21.2%
EV/EBITDA	13.0	21.6	18.3	15.2	12.9
股息收益率	1.7%	0.0%	1.6%	1.0%	2.4%

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级：

中性-A

上次评级：中性-A

目标价格：

6.25 元

期限：12 个月 上次预测：5.00 元

现价：7.69 元

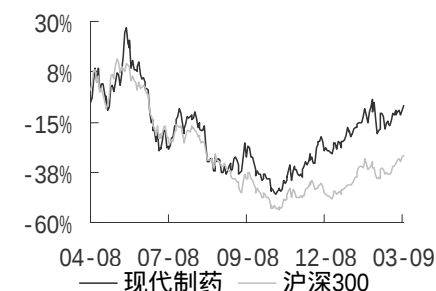
报告日期：

2009-04-01

市场数据

总市值(百万元)	2,212.67
流通市值(百万元)	1,600.04
总股本(百万股)	287.73
流通股本(百万股)	208.07
12 个月最高/最低	4.30/11.28 元
十大流通股东(%)	21.26%
股东户数	38,737

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.58)	(6.24)	22.85
绝对收益	16.17	31.24	(7.40)

研究员

洪露

高级行业分析师

021-68766073

honglu@essence.com.cn

前期研究成果

- 现代制药：主业基本持平，资产注入进展较快
2008-10-30
- 现代制药：主业基本持平 资产注入进行中
2008-08-20
- 现代制药：业绩有所下滑，资产注入预期明确
2008-04-22

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-4-1**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	624.3	687.2	790.3	915.2	1,064.4	成长性					
减: 营业成本	397.7	436.5	499.6	578.4	671.0	营业收入增长率	14.1%	10.1%	15.0%	15.8%	16.3%
营业税费	2.4	2.3	2.6	3.0	3.5	营业利润增长率	71.1%	-39.9%	26.8%	14.7%	21.8%
销售费用	56.0	83.1	95.6	111.7	129.9	净利润增长率	84.8%	-42.7%	30.8%	17.2%	24.5%
管理费用	43.8	84.4	82.2	95.2	110.7	EBITDA 增长率	68.2%	-32.4%	17.1%	20.8%	18.8%
财务费用	1.2	3.3	4.9	12.9	13.0	EBIT 增长率	77.4%	-38.0%	27.8%	21.8%	19.7%
资产减值损失	2.4	-0.3	7.1	1.7	-0.5	NOPLAT 增长率	75.3%	-33.9%	19.8%	22.3%	19.8%
加: 公允价值变动收益	0.2	-0.2	-	-	-	投资资本增长率	14.5%	14.7%	1.4%	11.4%	10.7%
投资和汇兑收益	7.5	-0.5	-0.3	-	-	净资产增长率	15.6%	6.3%	6.1%	10.0%	10.5%
营业利润	128.5	77.2	97.9	112.3	136.8	利润率					
加: 营业外净收支	2.6	6.3	2.0	3.0	3.8	毛利率	36.3%	36.5%	36.8%	36.8%	37.0%
利润总额	131.2	83.6	99.9	115.3	140.6	营业利润率	20.6%	11.2%	12.4%	12.3%	12.9%
减: 所得税	18.0	11.0	13.8	15.9	19.4	净利率	15.1%	7.8%	8.9%	9.0%	9.7%
净利润	113.1	72.6	86.1	99.4	121.2	EBITDA/营业收入	23.7%	14.6%	14.9%	15.5%	15.8%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	20.8%	11.7%	13.0%	13.7%	14.1%
货币资金	177.2	177.0	186.5	198.6	201.6	运营效率					
交易性金融资产	0.4	-	-	-	-	固定资产周转天数	105	105	93	87	81
应收帐款	98.7	84.8	100.1	123.9	117.0	流动营业资本周转天数	121	128	121	115	115
应收票据	25.9	41.6	6.5	8.8	10.2	流动资产周转天数	235	248	225	209	203
预付帐款	15.0	23.8	33.8	45.4	58.8	应收帐款周转天数	54	44	39	45	41
存货	135.2	168.2	150.3	156.8	185.6	存货周转天数	71	80	73	60	58
其他流动资产	0.0	-0.0	15.5	34.2	56.6	总资产周转天数	379	395	363	334	318
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	261	271	254	234	223
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	36.4	26.7	26.7	26.7	ROE	19.0%	11.5%	12.9%	13.5%	14.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	15.8%	9.1%	10.8%	11.1%	12.3%
固定资产	203.6	197.1	212.8	231.3	247.8	ROIC	27.1%	15.6%	16.3%	19.7%	21.2%
在建工程	1.7	2.7	2.2	1.9	1.8	费用率					
无形资产	47.9	48.1	54.0	56.3	62.8	销售费用率	9.0%	12.1%	12.1%	12.2%	12.2%
其他非流动资产	3.4	3.3	10.7	13.5	16.7	管理费用率	7.0%	12.3%	10.4%	10.4%	10.4%
资产总额	713.9	794.9	799.0	897.3	985.6	财务费用率	0.2%	0.5%	0.6%	1.4%	1.2%
短期债务	17.0	45.0	18.0	19.5	23.6	三费/营业收入	16.2%	24.9%	23.1%	24.0%	23.8%
应付帐款	53.3	62.0	66.2	80.0	85.8	偿债能力					
应付票据	16.3	36.2	20.5	31.7	27.6	资产负债率	16.8%	20.6%	16.2%	17.9%	17.4%
其他流动负债	26.3	13.9	14.6	14.8	14.9	负债权益比	20.1%	25.9%	19.3%	21.8%	21.1%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	4.01	3.15	4.13	3.89	4.15
其他非流动负债	6.7	6.3	9.9	14.3	19.5	速动比率	2.81	2.08	2.87	2.81	2.92
负债总额	119.6	163.4	129.3	160.3	171.5	利息保障倍数	110.24	24.72	20.85	9.67	11.48
少数股东权益	70.6	80.0	93.2	107.4	123.0	分红指标					
股本	261.6	287.7	287.7	287.7	287.7	DPS(元)	0.09	-	0.12	0.14	0.18
留存收益	262.2	263.8	288.8	341.8	403.3	分红比率	27.8%	0.0%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	594.3	631.5	669.7	737.0	814.0	股息收益率	1.2%	0.0%	1.6%	1.9%	2.4%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	113.1	72.6	86.1	99.4	121.2	EPS(元)	0.33	0.19	0.25	0.29	0.36
加: 折旧和摊销	22.4	22.8	14.6	16.6	18.7	BVPS(元)	2.07	2.19	2.33	2.56	2.83
资产减值准备	2.4	-0.3	7.1	1.7	-0.5	PE(X)	23.0	40.2	30.7	26.2	21.1
公允价值变动损失	-0.2	0.2	-	-	-	PB(X)	3.6	3.4	3.2	2.9	2.7
财务费用	1.4	0.9	1.4	4.9	12.9	P/FCF	-	196.8	61.0	108.4	53.9
投资收益	-7.5	0.5	0.3	-	-	P/S	3.5	3.2	2.7	2.4	2.0
少数股东损益	19.1	18.7	15.6	16.7	18.3	EV/EBITDA	13.0	21.6	18.3	15.2	12.9
营运资金的变动	-60.8	-54.0	-3.9	-37.5	-54.6	CAGR(%)	-4.2%	18.6%	18.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	82.3	58.0	124.7	109.8	116.1	PEG	-5.4	2.2	1.6	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-23.4	-60.6	-22.6	-32.1	-32.1	ROIC/WACC	2.8	1.6	1.7	2.0	2.2
融资活动产生现金流量	-24.7	-8.5	-61.7	-42.3	-52.4	REP	1.4	2.4	2.3	1.7	1.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，高级医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁	上海联系人
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王昊文 0755-82558069	深圳联系人 wanghw@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034