

科技先导，估值提升

报告关键点：

- 大股东资产注入，提升公司长期投资价值
- 给予“增持-A”的投资评级，调高12个月目标价至14.8元

报告摘要：

- **大股东资产注入，提升公司长期投资价值。**06年公司股改大股东上海医工院承诺：重点支持现代制药的发展，在适当的时机，将其拥有的优质资产以适当的方式注入现代制药。我们预期资产注入大体分三步走：医工院将医工股份的股权注入上市公司；医工院将制剂中心资产注入上市公司；医工院逐步实现整体上市。目前，资产注入已进展到第二步。我们认为现代制药有望借助医工院资产注入或整体上市的契机，在自身研发、产业化、销售和内控管理机制上全面提升获得质的提升，这将推动现代制药加速发展，使其具备长期投资吸引力。
- **上海医工院-中国医药工业科技航母。**医工院作为国内医药工业规模最大、实力最强的综合性研发机构，拥有6个博士学位授予权、7个硕士学位授予权和博士后流动站，中国工程院院士2人，享受国务院特殊津贴专家68人，国家新药评审专家12人，拥有4个国家级研究中心。在药物合成和新剂型开发领域技术卓越。累计获得国家及省部级科技进步奖300余次，申请国内外专利117项，获得新药证书约200个，恒瑞医药、华海药业、白云山、健康元、哈药、海正药业、浙江医药等知名药企均受让过医工院的产品和技术。医工院若能整体上市，将有助于其优势技术资源内部吸收和价值最大化，作为医药界科技航母，这一重大举措值得业界和资本市场重点关注。
- **新的管理层带来新的发展机遇。**08年下半年，现代制药新的管理层平稳过渡后，新的经营思路带来了新的发展机遇，公司重点在营销和研发方面做出了改革和积极调整。09年上半年，改革成效显著，销售突破了瓶颈，原料和制剂销售增长态势非常好，预期增长分别达100%、40%以上。公司主业的持续稳健增长构成投资公司的安全边际，同时现代制药作为载体，其经营和整合能力的显著提升，也为未来大股东医工院资产逐步注入、顺利实现整体上市，提供了有利的条件和保证，也构成公司的投资亮点。
- **维持“增持-A”的投资评级，调高12个月目标价至14.8元。**我们调高对公司09、2010年的业绩预测至每股收益0.33元、0.45元。我们用PE相对法和分部法分别对公司进行估值，假设资产注入方案以1.5倍的PB溢价收购大股东资产，增发价假设10元/股，则两种估值方法得到的合理目标价分别为15元和14.8元，则将公司12个月内目标价由前期的10.2元调高至14.8元，维持“增持-A”的投资评级。

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	1,123.4	1,380.9	1,655.7
Growth(%)	14.1%	10.1%	63.5%	22.9%	19.9%
净利润	113.1	72.6	111.7	146.1	188.6
Growth(%)	84.8%	-42.7%	78.2%	34.6%	31.6%
毛利率(%)	36.3%	36.5%	35.0%	35.9%	36.7%
净利润率(%)	15.1%	7.8%	8.6%	9.4%	10.3%
每股收益(元)	0.33	0.19	0.33	0.45	0.59
每股净资产(元)	2.07	2.19	2.35	2.57	2.88
市盈率	34.3	59.9	33.6	25.0	19.0
市净率	5.4	5.1	4.8	4.4	3.9
净资产收益率(%)	19.0%	11.5%	16.5%	19.7%	22.8%
ROIC(%)	27.1%	15.6%	20.9%	25.0%	29.2%
EV/EBITDA	19.5	32.2	21.9	16.5	12.9
股息收益率	0.8%	0.8%	1.5%	2.0%	2.6%

评级：
增持-A

上次评级：增持-A

目标价格： **14.80 元**

期限： 12 个月 上次预测： 10.20 元

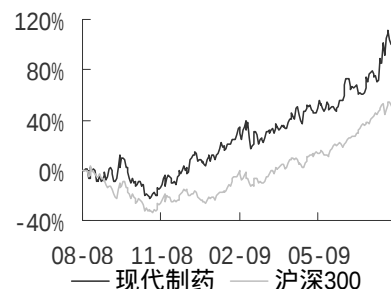
现价： 11.22 元

报告日期： **2009-08-11**

市场数据

总市值(百万元)	3,228.37
流通市值(百万元)	3,228.37
总股本(百万股)	287.73
流通股本(百万股)	287.73
12 个月最高/最低	4.30/12.12 元
十大流通股东(%)	19.26%
股东户数	31,371

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	12.58	6.97	54.67
绝对收益	16.88	37.03	98.94

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：资产注入提升公司估值

2009-07-14

现代制药：收入增长超预期，主业稳增

2009-04-27

现代制药：主业基本持平，资产注入预期明确

2009-04-02

目录

1. 投资要点	3
2. 公司概况	4
2.1. 历史沿革	4
2.2. 公司基本业务概况	4
2.3. 公司主要财务状况分析	6
3. 公司主要业务及产品分析	8
3.1. 硫辛酸:曾经辉煌	8
3.2. 阿奇霉素:过亿品种	9
3.3. 齐多夫定-有望成为第二个过亿品种	10
3.4. 制剂产品-新剂型具优势	10
4. 新管理层带来新的发展机遇	11
4.1. 营销方面:原料、制剂业务共进	11
4.2. 研发方面:充分依托大股东医工院优势	12
4.3. 控股子公司:加强财务、预算管理	13
4.4. 医工股份:整合资源,协同提效	13
5. 未来大股东资产注入、整体上市将提升公司估值	13
5.1. 大股东医工院-国内实力最强的科研院所	13
5.2. 大股东资产注入势在必行	15
6. 盈利预测和投资评级	16

图表目录

图 1 现代制药股权关系及组织架构图.....	4
图 2 公司历年收入、利润及现金状况.....	6
图 3 公司历年盈利能力指标.....	6
图 4 公司历年期间费用率和所得税率.....	6
图 5 公司历年现金状况及资产结构.....	6
图 6 近年公司原料药和制剂销售收入情况.....	7
图 7 近年公司原料药和制剂毛利率情况.....	7
图 8 近年公司原料药和制剂收入占比情况.....	8
图 9 近年公司原料药和制剂毛利占比情况.....	8
图 10 近年阿奇霉素原料药价格走势.....	10
图 11 医工院组织架构图.....	14
表 1 公司上市以来股本变化情况.....	4
表 2 现代制药下属生产基地及控股公司经营业务概况.....	5
表 3 公司近年资本结构、偿债能力和营运能力.....	8
表 4 公司主要制剂类产品.....	11
表 5 现代制药未来产品储备.....	12
表 6 医工院部分转让的产品技术.....	14
表 7 医工院主要研究成果及专利.....	15
表 8 现代制药分业务盈利预测.....	16
表 9 医工院资产注入假设方案敏感性分析.....	17

1. 投资要点

投资要点一：06年公司实施了股权分置改革，大股东医工院承诺：重点支持现代制药的发展，在适当的时机，将其拥有的优质资产以适当的方式注入现代制药。我们预期资产注入大体分三步走：第一、医工院将医工股份的股权注入上市公司；第二、医工院将制剂中心资产注入上市公司；第三、医工院逐步实现整体上市，目前，资产注入已进展到第二步。我们认为现代制药有望借助医工院资产注入或整体上市的契机，在自身研发、产业化、销售和内控管理机制上全面获得质的提升，这将推动现代制药加速发展，使得公司具备长期投资吸引力。医工院作为国内医药工业系统规模最大、实力最强的综合性研发机构，若能整体上市，将有助于其优势技术资源内部吸收和价值最大化，也值得业界和资本市场重点关注。

投资要点二：08年下半年，现代制药新的管理层平稳过渡后，新的经营思路给公司带来了新的发展机遇，公司重点在营销和研发方面做出了改革和积极调整。09年上半年，改革成效显著，公司突破了销售瓶颈，原料和制剂销售增长态势非常好，预期增长分别达100%、40%以上。

综上所述：公司管理层的变化带来经营层面的改善，公司主业的持续稳健增长构成投资公司的安全边际。同时现代制药作为载体，其经营和整合能力的显著提升，也为未来大股东医工院资产逐步注入、顺利实现整体上市，提供了有利的条件和保证，也构成公司的投资亮点。

估值与投资评级- 给予“增持-A”的投资评级

我们对公司09年、2010年的业绩预测分别为每股收益0.33元、0.45元。我们对现代制药采取两种估值方法：

第一、PE的相对估值方法

假设公司按照1.5倍PB、溢价收购大股东资产；同时假设增发价为10元/股，向大股东定向增发6,300万股，则2010年公司业绩摊薄后每股收益为0.37元。

根据医工院以往盈利情况，假设医工院2010年新药技术转让净利润为4,500万元，则资产注入后可增厚公司2010年每股收益0.13元。

医药行业2010年平均估值约为25倍PE，考虑到公司资产注入后，作为国内最强的医药科研院所的载体，公司未来将享有医工院高技术含量的产品，若能顺利产业化，将加速其未来业绩的增长。故对于现代制药这一未来的研发先导型的医药企业，我们给予其一定的估值溢价，按照公司2010年资产注入后业绩0.50元为计算基础，给予公司2010年30倍的PE，则其12个月目标价为15元。

第二、分部估值方法

根据我们跟踪了解的情况，我们估测08年医工院及制剂中心净资产接近4亿元，09年保守预期为4.2亿元。因两公司均属于科研型公司，以技术转让为主要盈利来源，盈利波动较大，故我们以PB来对其估值。目前化学制药细分行业的平均PB约为5倍，我们假设给予其4.5倍的PB，则医工院及制剂中心估值约为19亿元。

以现代制药2010年业绩0.45元为计算基础，按照行业平均水平给予公司25倍PE，则公司对应市值为33亿元。则医工院（含现代制药、制剂中心）体系整体市值保守估测应为52亿元。

我们假设现代制药向大股东定向增发，增发价为10元/股，收购大股东资产的溢价率区间为1.1倍PB~2倍PB，作敏感性分析，计算增发后对应合理股价为13.98-15.27元，取中值1.5倍PB，则对应12个月目标价为14.8元。

综上所述，我们调高公司12个月目标价从10.2元至14.8元，并给予“增持-A”的投资评级。

2. 公司概况

2.1. 历史沿革

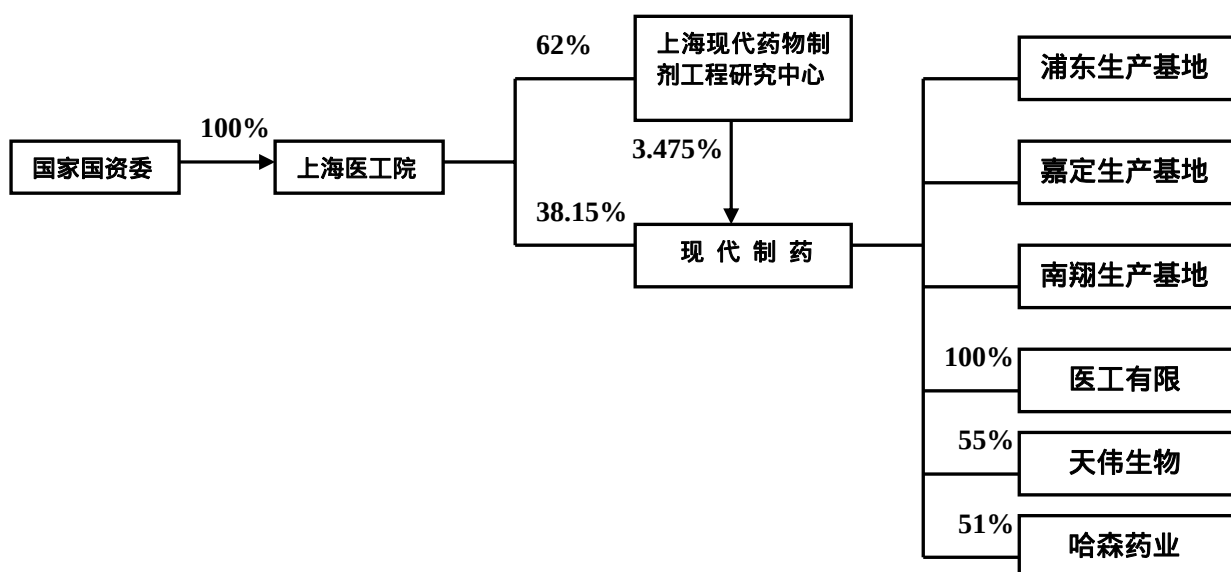
现代制药前身系上海现代制药有限公司，始建于 1996 年。2000 年 12 月，由上海医药工业研究院、上海现代药物制剂工程研究中心有限公司、上海广慈医学高科技公司、上海高东经济发展有限公司、上海华实医药研究开发中心作为发起人，有限公司整体变更为股份有限公司，并于 2004 年 6 月上市。公司的大股东为上海医药工业研究院、二股东为上海现代药物制剂工程研究中心有限公司，分别持公司 38.15%和 3.475%的股权。

2006 年，公司实施了股权分置改革，大股东医工院承诺：重点支持现代制药的发展，在适当的时机，将其拥有的优质资产以适当的方式注入现代制药。

2008 年，医工院为兑现股改承诺，将拥有的医工股份的股权注入上市公司。09 年一季度，现代制药已正式合并医工股份报表（含医工股份下属控股的上海浦力膜制剂辅料有限公司、上海数图健康医药科技有限公司）。2009 年 7 月，医工股份完成工商变更手续，更名为“上海医工院医药有限公司”，同时减资至人民币 2,000 万元，与现代制药在生产、经营方面进一步整合，而医工有限则专注于销售方面的职能。

2009 年，制剂中心将持有的现代制药 4.67%股权，在二级市场上减持至 3.475%（计 1,000 万股）。医工院拟内部协议受让制剂中心持有的现代制药全部股份，受让价格为 7.8 元/股。本次受让完成后，医工院持有公司股份的比例将由 38.145%（计 109,756,311 股）增至 41.62%（计 119,756,311 股），制剂中心将不再持有现代制药股份，按股改承诺，制剂中心有望作为大股东旗下的优质资产，注入到上市公司。

图 1 现代制药股权关系及组织架构图



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 1 公司上市以来股本变化情况

变动时间	04-06-16	05-06-16	06-04-04	06-05-26	07-04-04	08-04-07	08-04-14	09-04-07
变动原因	新股上市	10 转增 5 股	股改 10 送 2.5 股	10 转增 10 股	股改限售股上市	股改限售股份上市	10 股送 1 股	股改限售股上市
总股本(股)	87,191,940	130,787,910	130,787,910	261,575,820	261,575,820	261,575,820	287,733,402	287,733,402
流通 A 股(股)	33,000,000	49,500,000	61,875,000	123,750,000	172,761,780	189,152,046	208,067,251	287,733,402
限售 A 股(股)			68,912,910	137,825,820	88,814,040	72,423,774	79,666,151	

数据来源：wind 资讯，安信证券研究中心

2.2. 公司基本业务概况

现代制药下属有三个主要的生产基地、三家主要的控股公司，以化学合成原料药、药物新型制剂及生物药的研究、生产、销售为主，合成工艺创新、新型制剂研发和高水平生物原料药开发为公司的核心竞争力。

我们查询了国家药监局网站，公司有记录的原料及制剂产品批文总计有 51 个。化学合成原料药主要有阿奇霉素，齐多夫定，硫辛酸等。生化原料药主要有尿激酶、尿胰蛋白抑制剂、绒促性素、尿促性腺素。制剂产品主要包括：抗感染类如阿奇霉素片剂及头孢氨苄缓释胶囊等，心脑血管系统类如硝苯地平控释片，降脂类如普伐他汀钠，降压类如马来酸依那普利，抗氧化药类如硫辛酸和硫辛酰胺，抗艾滋病药物如齐多夫定等。

表 2 现代制药下属生产基地及控股公司经营业务概况

生产基地及控股公司	基本情况	业务性质及主要产品
浦东生产基地	位于浦东新区高东镇，80 年代初，从上海医工院实验药厂起步，开始科研产业化。1991 年成立上海医工院浦东药厂，2001 年转制后隶属于现代制药。	主要生产化学原料药和片剂，原料药产品包括：阿奇霉素、硫辛酸、齐多夫定，制剂包括：阿奇霉素片、罗红霉素片、马来酸依那普利片等。国内阿奇霉素原料药的最大的生产基地和供应商，针剂规格和口服规格的阿奇霉素原料药分别占据全国市场 80%和 50%以上的市场份额。国内硫辛酸的最大生产商，达到国际领先水平，全部出口供应国际市场。
嘉定生产基地	位于嘉定区娄塘镇，占地面积 29,000 平米。以新型给药系统制剂为主，已在缓控释制剂生产方面形成特色，现有头孢类片剂和胶囊剂、普通片剂、口服混悬液、激素类片剂 4 个 GMP 车间。	主要品种头孢氨苄缓释胶囊（申嘉）是我国国内第一个抗生素缓释制剂，1998 年被评为上海市高新技术成果转化项目和国家重点新产品。硝苯地平渗透泵控释片（欣然）是世界上成功上市的四个渗透泵药物制剂之一，于 2001 年 10 月列入上海市高新技术成果转化项目。右美沙芬缓释混悬液（小盾）是国内唯一采用离子交换树脂技术的缓释口服液。其他产品还有：头孢拉定胶囊、头孢克洛缓释胶囊（申洛）、头孢拉定分散片（申优）、替米沙坦片（浦美特）、普伐他汀钠片（浦惠旨）和非那雄胺片（浦列安）。
南翔生产基地	位于嘉定区南翔镇工业开发区，占地面积 18,225 平米，原为上海医南药业有限公司，2004 年 9 月归并于上海医工院医药股份有限公司。为上海唯一专业生产栓剂系列药品的企业，还有中药制剂、其他新型制剂如腔肠给药、吸入式粉末制剂的生产。	南翔基地现有 1 个栓剂车间和 1 个消毒剂车间，拥有目前世界上先进的栓剂生产设备，栓剂系列包括壬苯醇醚栓、甲硝唑栓、克霉唑栓、妇炎栓、痔疮栓、醋酸氯己定痔疮栓、吡喹酮美辛栓、小儿退热栓、硝酸咪康唑栓、双唑泰栓等 10 余种。消毒剂系列产品有 2%、20% 戊二醛消毒液，卫尔康消毒清洁剂，聚维酮碘溶液等。部分产品的技术水平已达到国内领先或国际先进水平，其中“戊二醛消毒液”1999 年获国家重点新产品证书，是上海市高新技术成果转化项目。力求在妇科、内分泌科和皮肤科用药领域做专做强。
天伟生物	位于上海市莘庄工业区，2001 年成立，由上海医药工业研究院生物技术开发中心转制设立。	专业从事生物来源的药物研究开发，具生物提取、微生物发酵和化学合成三大技术研发平台。主要产品有尿激酶、尿胰蛋白酶抑制剂，绒促性素、尿促性腺素、尿促卵泡素、普伐他汀钠、紫杉醇和伏格列波糖，产品远销亚洲、欧美等国。是世界上继瑞士的 SERON 和 IBSA 公司后第三家正式批量生产高纯度的尿促卵泡素的厂家，为丽珠集团提供原料。
哈森药业	位于河南省商丘市，前身为商丘市哈森药业有限公司，是国内最大原料药及注射剂生产企业之一。拥有国家 GMP 认证的原料药车间、口服固体制剂车间、小容量注射剂车间和胶囊剂车间。	公司拥有世界最先进的小容量注射剂 I、II 两条生产线，年生产小容量注射剂 15 亿支。有 120 个药品制剂和 16 个原料药批准证书。主要产品：硫辛酸注射液、天麻素注射液（静滴）、单硝酸异山梨酯注射液、盐酸伊曲康唑胶囊、罗红霉素胶囊、胶体果胶铋胶囊、罗红霉素颗粒、天麻素片、琥乙红霉素片等。公司今后主要定位以销售普药为主。
医工有限	成立于 2005 年 9 月，前身医工股份，2009 年 7 月，现代制药对医工股份减资至人民币 2,000 万元，并更名为医工有限。下属有南翔基地、以及控股子公司—上海浦力膜制剂辅料有限公司、上海数图健康医药科技有限公司。	目前其下属南翔基地已纳入现代制药总部统一管理，公司将依托现有的 GSP 经营资格，做销售代理。今后有可能与现代制药的销售进一步整合。下属的秀龙中药厂，目前已经清算，并要搬迁至南翔基地，南翔基地改建，秀龙搬迁都对医工有限今年的业绩有所影响。

数据来源：公司网站、公司公告，安信证券研究中心

2.3. 公司主要财务状况分析

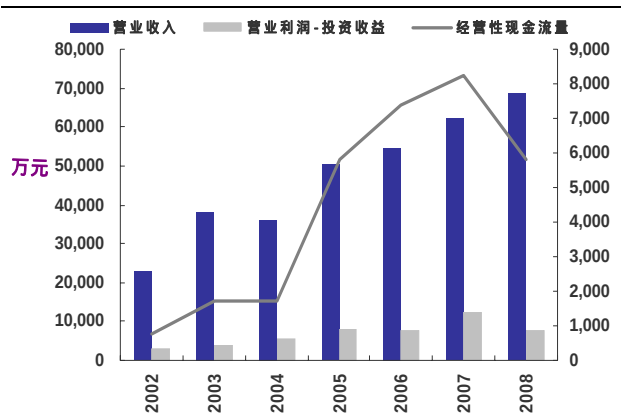
2008 年，公司销售收入、剔除投资收益的营业利润、经营性现金流量净额分别为 6.87 亿元、7,773 万元、5,804 万元，CAGR(02-08)分别为 20.22%、17.56%、40.82%（不考虑 02 年较低基数，03-08 年 CAGR 为 27.66%）。整体而言，公司的收入及盈利、经营性现金流多年来一直保持着稳健增长。

公司发展大体分几个阶段，第一、2004~2005 年，上市后的快速发展期；第二、2005~2008 年，平稳增长期（其中 2006 年公司实施了股改，对 07、08 年业绩有一定的影响）；第三、09 年以后，新管理层新思路下的二次快速成长期。

2004 年 6 月，公司上市募集资金 24,857.43 万元，主要用于手性药物系列产品产业化技改项目、药物新剂型技改项目、以及收购浦东药厂 10%股权项目。公司上市之初，主要盈利主体为公司母体（含嘉定生产基地）下属控股子公司上海现代浦东药厂有限公司（2005 年 8 月，现代制药吸收合并了浦东药厂）以及上海天伟生物制药有限公司。2004 年 8 月，公司完成了受让商丘市哈森药业 51%的股权，同时 2004 年上海医药销售有限公司被转让。

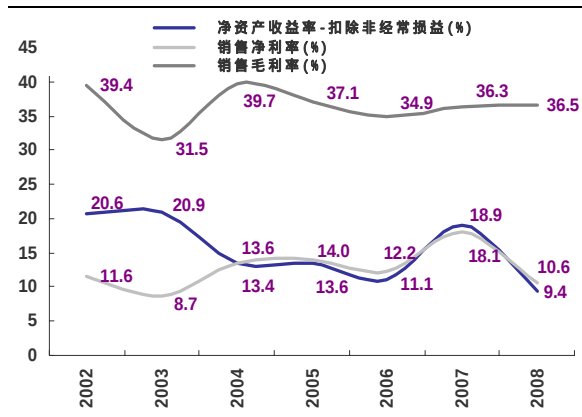
2004 年，公司销售收入为 3.59 亿元，比 2003 年有所下降，主要因转让了销售公司；剔除这一影响，公司 2004 年实际收入同比增长了 31.91%。2005 年是公司快速增长的一年，收入达到 5.03 亿元，同比增长了 40.22%，阿奇霉素和硫辛酸原料药均增长较快，整个原料药收入增长达 56.7%。05-08 年，公司收入年均增速仅为 10.98%，增速放缓，主要受新产品上市和产业化进展较慢、国家政策性降价、阿奇霉素原料药出口价格下降等因素影响。

图 2 公司历年收入、利润及现金状况



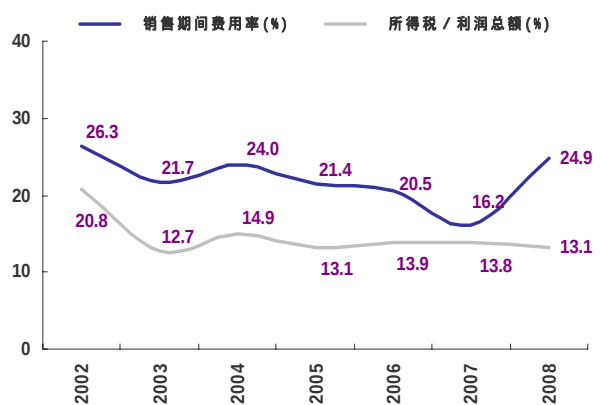
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3 公司历年盈利能力指标



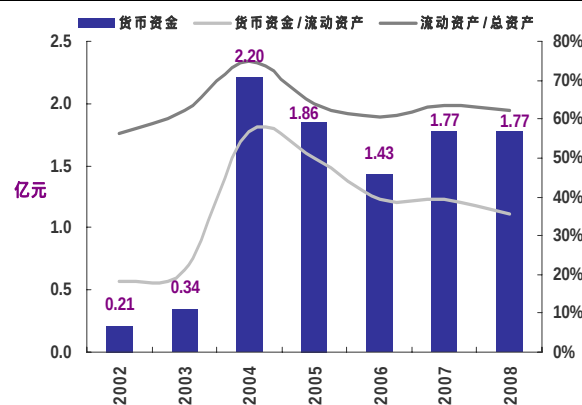
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4 公司历年期间费用率和所得税率



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5 公司历年现金状况及资产结构



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2007 年，是公司股改后业绩承诺的一年，公司股改承诺扣除非经常性损益后的净利润不低于 9,100 万元，否则要追送每 10 股 0.4 股。2007 年最终实现净利润 9,270 万元，同比增长了 87.2%。业绩大幅增长主要因：销售收入增长了 14.12%，其中原料药阿奇霉素产销量增长较快；毛利率提高了 1.37 个百分点；三项费用率 16.2%，同比下降了 4.3 个百分点，一方面与执行新会计准则部分研发费用资本化有关，另外与公司减少了研发支出、股改后有业绩释放动力有关。

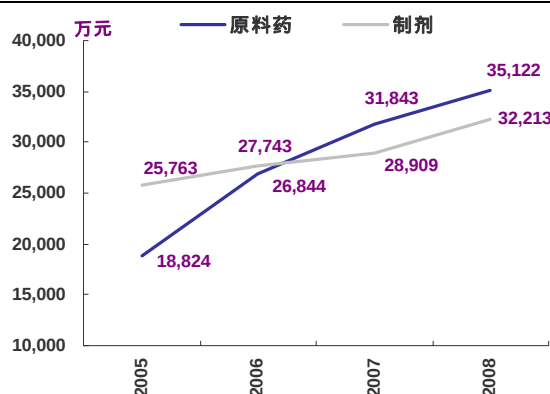
2008 年，对公司而言是调整和过渡的一年，一方面管理层在下半年全面更换，新的管理层着手在营销和研发等方面做出了积极改革和调整；另一方面股改实施完毕、没有业绩压力后，为保证公司可持续健康发展，公司技术受让支出增加、处理了部分历史坏帐。因此，虽营业收入达 6.87 亿元，同比增长 10.08%，同时综合毛利率 36.48%，略上升 0.18 个百分点；但公司三项费用及资产减值占营业收入的比率 24.81%，同比上升 8.26 个百分点，费用率上升主要因支付阿德福韦酯、奈伟拉平等六个产品合成新工艺技术转让费、为拓宽销售渠道致销售费用率增加 3.13 个百分点所致；最终实现净利润 5,391 万元，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，08 年药品营业利润与 07 年同比基本持平。经营活动产生的现金流量净额 5,804 万元，每股现金流量 0.20 元，同比下滑 29.48%。

09 年一季度，公司收入再次出现快速增长，主要得益于新管理层上任、经过 08 年下半年的积极调整，新的经营思路见效，公司销售突破瓶颈。公司实现营业收入 2.92 亿元，同比增长 64.25%；母公司实现营业收入 1.59 亿元，同比增长了 37.83%。合并报表收入增速远高于母公司增速，主要因报告期合并了医工股份报表所致。如果剔除医工股份并表影响，预期整体收入增速约在 33%。主要的原料及制剂产品均增长较快。最终实现净利润 2,093 万元，同比增长了 9.43%，每股收益 0.0727 元。业绩增速低于收入增速主要因预提研发费用增加、管理费用率提高了 4.26 个百分点所致。经营活动产生现金流量净额 1,892 万元，每股现金流量 0.0658 元，同比上升了 285.77%，主要因销售回款的增加。09 年二季度延续了这一增长态势，原料和制剂快速增长，09 年上半年，原料和制剂预期销售增长分别达 100%、40% 以上。

公司财务风格稳健，上市后资产负债率一直较低，08 年末为 20.56%。公司资产质量、现金状况均较好，08 年公司以自有资金 9,488.38 万元收购了医工股份 100% 的股权。公司营运能力较强，08 年应收帐款周转天数为 44 天、存货周转天数 125 天。

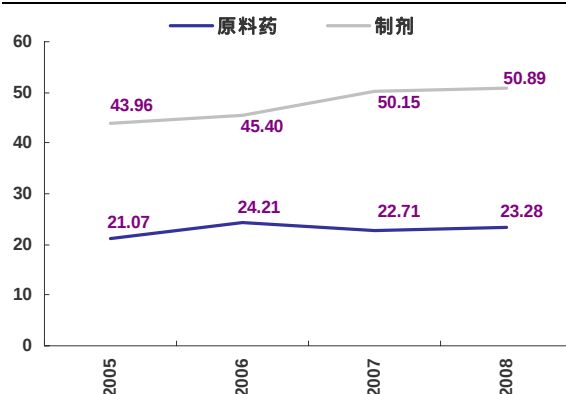
公司业务主要分为原料药和制剂两类，近年来原料药收入占比逐年提高，08 年达 51.1%。但原料药毛利率较低；制剂毛利率逐年提高，08 年毛利贡献达 65.4%，故公司今后的战略会更多的侧重高毛利的制剂产品产销，尤其是新型药物制剂是公司发展的重点。

图 6 近年公司原料药和制剂销售收入情况



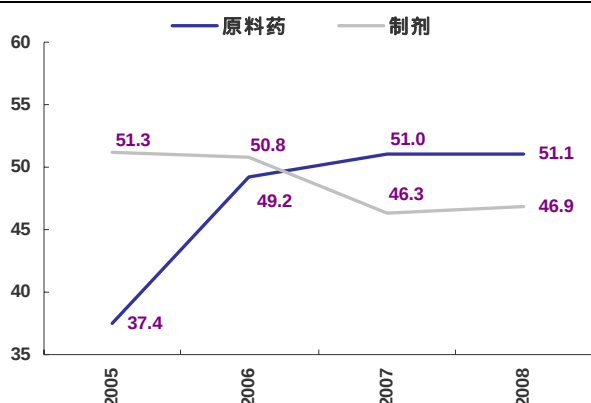
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7 近年公司原料药和制剂毛利率情况



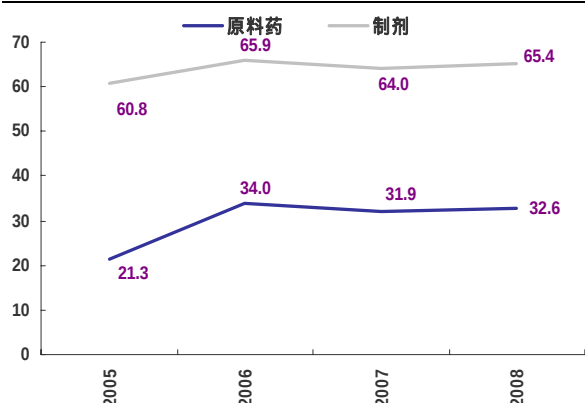
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8 近年公司原料药和制剂收入占比情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 9 近年公司原料药和制剂毛利占比情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 3 公司近年资本结构、偿债能力和营运能力

主要指标	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
资本结构							
资产负债率 (%)	43.67	45.44	14.4	18.22	14.35	16.75	20.56
流动资产 / 总资产 (%)	56.25	62.04	75.06	63.72	60.47	63.36	62.34
流动负债 / 负债合计 (%)	91.43	99.41	97.08	97.62	95.34	94.4	96.14
偿债能力							
流动比率	1.41	1.37	5.37	3.58	4.42	4.01	3.15
速动比率	1.06	0.98	4.46	2.52	3.07	2.81	2.08
息税折旧摊销前利润 / 负债合计			0.93	0.9	1.08	1.27	0.64
经营活动产生的现金流量净额 / 负债合计	0.08	0.14	0.23	0.54	0.85	0.69	0.36
营运能力							
营业周期 (天)	142.09	107.8	160.64	145.68	157.48	161.6	168.73
存货周转天数 (天)	65.34	51.28	93.49	100.2	111.88	111.36	125.11
应收账款周转天数 (天)	76.76	56.51	67.15	45.48	45.59	50.24	43.62
存货周转率 (次)	5.51	7.02	3.85	3.59	3.22	3.23	2.88
应收账款周转率 (次)	4.69	6.37	5.36	7.92	7.9	7.17	8.25
流动资产周转率 (次)	2.03	2.76	1.3	1.32	1.49	1.53	1.45
固定资产周转率 (次)	5.09	6.58	4.28	3.98	3.45	3.42	3.43
总资产周转率 (次)	1.2	1.64	0.92	0.91	0.92	0.95	0.91

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 公司主要业务及产品分析

3.1. 硫辛酸：曾经辉煌

公司是目前国内最大的硫辛酸原料药生产企业，产品 90% 出口到日本和欧洲。硫辛酸，也称 α -硫辛酸，是属于维生素 B 族的一种维生素，具有较强的抗氧化作用。有 R 型（右旋）及 S 型（左旋）两种光学异构物，其中 R 型为自然界存在的有效活性结构。天然的硫辛酸只有 R 异构体，化学合成的硫辛酸是一种由 50% R 型硫辛酸和 50% S 型硫辛酸组成的混合物。硫辛酸主要用于辅助治疗 2 型糖尿病，治疗肝坏死及乙肝、丙肝，改善艾滋病患者的血液状态，并有益于皮肤美容，延缓人体各重要器官的衰老。

2004 年现代制药在国内首先具备了手性药物生产工艺，获得了 R-硫辛酸和低残留硫辛酸的生产工艺。当年日本批准硫辛酸作为食品的添加剂，极大地扩大了硫辛酸的应用范围，日本企业加大了对高端硫辛酸（R-硫辛酸，以及低残留硫辛酸）的需求。同时 2005 年欧洲两家企业停产硫辛酸，使得现代制药出口市场迅速扩大。2005 年现代制药高端硫辛酸年出口量约 30 吨，普通硫辛酸销售 50 多吨。但是 2006 年因该保健品市场并不成熟，日本 2006 年对其需求下降，导致现代制药出口急剧下降，普通硫辛酸与 05 年基本持平，而高端硫辛酸仅销售 5 吨。

05 年硫辛酸价格较高位时候：普通的混合硫辛酸的价格为 650 元-680 元/kg，低残留硫辛酸价格为 1,200 元/kg，而 R-硫辛酸价格在 3,000 元/kg。04、05 年硫辛酸和阿奇霉素造就了公司的高速成长。而 06 年之后，两产品价格都相继走低，步入盈利低谷。公司目前主要还是以普通的混合硫辛酸的销售为主。据健康网最新数据显示，目前右旋硫辛酸价格为 260-270 美元/kg， α -硫辛酸价格为 34 美元/kg。08 年公司硫辛酸系列销售仅 1,000 多万元，未来公司开发和销售硫辛酸注射液等制剂产品是新的增长点。

目前国内生产硫辛酸注射液的有四家药厂，现代制药的“唐可停”，北京四环科宝的“奥立奥”，山西亚宝的“亚宝立舒”，德国进口的“奥立宝”。“唐可停”原料品质优异达到美国 FDA 新的质量标准，也是目前国内唯一的不含“苯甲醇”的硫辛酸注射液，而长期注射含有苯甲醇的注射液可引起肌肉挛缩，形成“蛙脚”。同时“唐可停”质量更加稳定，有效期为 2 年，而其它国内厂家生产的硫辛酸注射液的有效期仅为 1 年半。

3.2. 阿奇霉素：过亿品种

阿奇霉素属于大环内酯类抗生素，美国 FDA 抗感染咨询委员会将它推荐为用于敏感细菌所引起的呼吸道、泌尿生殖道、皮肤和软组织等感染的药物。阿奇霉素具有半衰期长、给药次数少、疗程较短、不良反应发生率低等优势，近几年在国际抗感染药物市场上一直是炙手可热的品种。从近两三年我国典型城市样本医院用药情况显示，其制剂的销售金额和用药数量不断增长，市场前景良好。在世界前 200 个畅销药中排名一直都在 20 多位。

阿奇霉素由原研单位克罗地亚 Pliva 公司研制合成，1988 年由 Sour Pliva 公司率先在前南斯拉夫上市。原研公司将全球的生产和市场开发权转让给美国辉瑞、意大利 Sigma-Tau 公司。1990 年 9 月该产品在英国上市，1991 年底获美国 FDA 批准在美国上市，商品名为 Zithromax（希舒美）。03 年希舒美销售额首次突破 20 亿美元。希舒美已在 2005 年 10 月 14 日专利期满，之后国内外均开始仿制。从国家药监局网站我们检索到，阿奇霉素原料药批文有 26 个，各类制剂批文有近 600 个，也侧面说明药厂普遍看好阿奇霉素广阔的市场前景。阿奇霉素是大环内酯类抗生素中剂型最全面的品种，目前批准生产的有片剂、胶囊、颗粒剂、分散片、干混悬液、注射液、粉针剂、输液剂等多种制剂，从而推动了市场的增长，也是竞争最为激烈的抗生素品种之一。

2008 年，阿奇霉素占了大环内酯类药物市场份额的 54.57%，为大环内酯类市场的龙头。其中市场份额最大的是辉瑞的希舒美，市场份额为 30.78%；排名第二的是东北制药集团的其仙，市场份额达到 20.20%；排名第三的是克罗地亚普利瓦药厂的舒美特，即阿奇霉素的原研产品，于 1994 年获准进入中国，2008 年的市场份额为 5.19%。

为了争取由下游制剂市场份额和产量的增长所带来的机遇，国内一些有实力的企业都在相继上马或扩产阿奇霉素原料药项目。四家主要的生产厂家分别为：新昌国邦、石家庄

华盛、江西立信、现代制药。产能的扩大，竞争更加激烈，2006 年，在国内阿奇霉素原料药市场占有率有将近一半份额的生产企业新昌国邦化学工业有限公司，采取价格战的方式，使阿奇霉素原料药的价格在 06-07 年一直在低谷徘徊。现代制药阿奇霉素原料药是 2002 年获得批文的，目前现代制药阿奇霉素原料药的总生产能力已经在 200 吨以上，正在积极准备欧洲的 COS 认证和美国 FDA 的认证，有望在年内获得认证通过。

而 08-09 年阿奇霉素原料药迎来了新的发展机遇。近期健康网信息显示，阿奇霉素市场持续紧张，目前国内几大厂家无现货供应，主要是中间体硫氰酸红霉素的供应紧张。国内最大的硫氰酸红霉素生产企业因环保问题，须减产。国内阿奇霉素企业大多选择在 8 月份停产检修，据了解，邯郸久鹏化工选择提前检修，9 月份以后才有货供应。浙江国邦药业由于供货紧张，目前不报价，进入 8 月份也要停产检修，此季节也正好是抗生素的淡季。但阿奇霉素价格暂时没有因供货困难而提高，目前仍稳定在 960-980 元/kg，价格变化不仅看市场供需，还要考虑中间体的价格。

2007年公司阿奇霉素原料药销售收入约 1亿元，08年约1.3亿元，09年预期仍能增长 30-40%。

图 10 近年阿奇霉素原料药价格走势



数据来源：健康网，安信证券研究中心

3.3. 齐多夫定：有望成为第二个过亿品种

齐多夫定最先于 1964 年合成，经过科学家对化合物的不断筛选后，由英国威尔康公，1987 年 3 月获得美国 FDA 批准，首次用于抗艾滋病（HIV/AIDS）预防和治疗，商品名为“立妥威”，在 20 世纪已有近百个国家用于临床，并载入 1998 年版英国药典和 2000 年版美国药典。2001 年 12 月齐多夫定胶囊剂在中国的行政保护期满后，东北制药总厂于 2002 年 8 月获得 SFDA 颁发的新药证书和生产批件，商品名为“克度”。现代制药齐多夫定是 2004 年获得生产批文的，药监局网站信息显示该产品国内共有东北制药总厂、海正药业等 10 个原料药批文，20 个制剂批文。据健康网信息：目前齐多夫定原料药价格在 2,400 元/公斤。在 2005 年价格高位时，齐多夫定原料的价格每公斤一度上升到 400 多美元。价格变化幅度不大，主要和政府对该类疫情药物鼓励研制、但控制价格有关。故该产品大的盈利上涨空间比较难，但随着每年全球特别是发展中国家发病率的大幅增长，庞大的需求使企业仍有兴趣开发和关注这些品种。国内主要生产企业包括有东北制药总厂、山东凤凰制药股份有限公司、厦门迈克制药集团、安徽贝克药业等。

现代制药 07 年、08 年齐多夫定约 5,000 万元左右的销售规模，09 年 1-6 月销售出现爆发性增长，预期 09 年有望成为第二个继阿奇霉素的原料药过亿品种。

3.4. 制剂产品：新剂型具优势

公司的制剂以新剂型为特色。头孢氨苄缓释胶囊是我国国内第一个抗生素缓释制剂，目前国家药监局也仅批复了其 1 家批文。硝苯地平渗透泵控释片也是世界上成功上市的四

个渗透泵药物制剂之一、是国内应用该技术的第一个产品、公司也拥有该技术的第一条中试生产线。目前药监局仅批复了国内 2 个控释片批文，而硝苯地平缓释片则较多。右美沙芬缓释混悬液是国内第一个采用离子交换树脂技术的缓释口服液，也是国家“九五”攻关项目，目前也是药监局唯一批复的 1 家批文。另外，公司的新剂型药物还有：辛伐他汀干混悬液，其为国内首创，获国家发明专利；还有罗红霉素干混悬剂、头孢拉定分散片、头孢克洛缓释胶囊等。这类品种凭借特殊剂型，在价格和招标上具有优势，我们认为这些产品将是公司今后的重要利润增长来源。

表 4 公司主要制剂类产品

治疗领域	产品化学名
头孢类抗生素	头孢氨苄缓释胶囊、头孢拉定胶囊（分散片）、头孢克洛缓释胶囊
大环内酯类抗生素	阿奇霉素、罗红霉素、克拉霉素片
降压药	硝苯地平控释片、马来酸依那普利片、替米沙坦片、缬沙坦地尔、福辛普利钠胶囊
降糖药	格列齐特
降脂药	普伐他汀钠、辛伐他汀干混悬剂
抗艾滋病药	奈韦拉平片、齐多夫定片
止咳类药	右美沙芬缓释混悬液
减肥药	盐酸西布曲明片

数据来源：SFDA 网站，安信证券研究中心

2008 年马来酸依那普利片销售约 7,600 万元，09 年上半年销售收入预期超过 5,000 万元，09 年有望过亿元；2008 年硝苯地平控释片销售约 4,800 万元；2008 年阿奇霉素片销售约 2,700 多万元；头孢类制剂产品中，头孢克洛目前增长也较快。

4. 新管理层带来新的发展机遇

08 年对公司而言，无论是经营业绩或人事安排都是调整和过渡的一年。08 年 4 月及 8 月，公司分别聘任魏宝康先生、选举周斌先生为公司总经理、董事长。原董事长朱宝泉先生、总经理黄良安先生、副总经理王晓东先生均因年龄或个人原因辞职。周斌董事长同时为医工院现任党委书记、院长。魏宝康先生为公司聘用的职业经理人，曾在国内浙江医药等多家药企历任车间主任、市场部经理、副厂长、营销总监等职务，有丰富的营销市场和生产管理经验。

新任董事长和总经理任职时年仅 40 岁，年轻的管理层平稳过渡后，新的经营思路给现代制药带来新的发展机遇，新管理层重点在公司营销和研发方面做出了积极调整。

4.1. 营销方面：原料、制剂业务共进

现代制药脱身于科研院所，营销方面的能力欠缺，阻碍了科研成果的转化，影响了企业发展，也是多年来医工院诸多好产品外流、扶植了大批国内知名的药企，而未能在现代制药开花结果的主要原因之一。所以，未来医工院要加快发展壮大，以医工院利益最大化为原则解决整个医工院体制问题的同时，现代制药经营层面的营销改革也势在必行。新管理层在制剂和原料两方面业务都做了积极调整：

第一、制剂方面：梳理产品类别、增销双高产品。按心脑血管类、新型药物制剂和特色外用制剂三条产品线，实行专业化、精细化和深度推广，同时增销高毛利、高附加值产品。2008 年，马来酸依那普利片和硝苯地平控释片（欣然）的销量和销售额增长都在 20% 左右；头孢氨苄缓释胶囊（申嘉）的销量、销售额增长也在 10% 以上。该系列产品

的销售额首次突破亿元大关。09 年上半年制剂产品预期增长 40%。

第二、原料药方面：首先，以服务 and 品牌优势增强产品的综合竞争力，满足客户对产品差异化规格的需求，保持稳定的市场占有率；其次，聚焦国际市场，成立国际认证部门，加强与研发、质控、生产和销售的协调，建立了稳定的销售渠道；再次，加大潜在支柱产品齐多夫定的培育。销售改革卓有成效：08 年当年，主导产品阿奇霉素和齐多夫定销量分别比 07 年增长约 3% 和 9%；09 年上半年阿奇霉素预期增长 30%，齐多夫定出现爆发性增长，2009 年有可能培育成继阿奇霉素后第 2 个销售额过亿元的原料药产品。

第三、营销保障方面：公司 08 年底有销售人员 135 人，09 年在人员上会加强力量。公司还成立了政府事务部和市场部，加速产品导入市场、加大产品市场份额、加快产品再注册申报。同时积极开展事件营销，如通过地震急需药品捐赠、著名商标展示、上海市名牌产品续报、专家学术会议召开、感恩医工院等活动，主动传播现代制药的企业宗旨、彰显国企的社会责任感、树立公司的品牌形象。

4.2. 研发方面：充分依托大股东医工院优势

研发方面，公司重点在组织保障、资源配置和内控管理等方面制定了相应配套措施。如为确保项目和技术平台建设，建立了研发中心 6 个主要业务板块的标准化程序；为激励研发人员，制定了鼓励创新和研发、技术改进和合理化建议的专项奖励条例。

2008 年公司加大了研发的投入，新产品研发和储备产品的转化工作取得进一步进展，获得生产批件 4 项：奈韦拉平原料及片剂、苯佐卡因含片、福辛普利钠胶囊。2008 年公司研发上还取得了重大突破，基本完成了抗艾滋病药物阿巴卡韦的中试，其成本质量与印度相比有较强的竞争力。由于该产品工艺难度较大，国内尚未规模化生产。公司未来产品储备较丰富，在研产品有 30 多项，为公司的可持续发展提供了保证。其中与医工院合作研发的抗抑郁症新药 - 盐酸米那普仑，被列入国家 863 计划，并获得了科技创新基金资助。

同时，公司在大股东医工院的支持下，积极申请“十一五”专项及其它部委的专项课题共 7 项，取得了很好的成果，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”等，争取到的政府资助资金达 2,000 余万，整个医工院体系获得资金支持约 2 亿元。这充分显示了医工院作为国内实力最强的产、学、研一体化的研发机构的前瞻性和国内科研地位，也体现了现代制药有大股东医工院作强有力的技术支撑的独特优势。另外，公司的研发中心已被列为上海市级的企业研发中心，目前正在申请国家博士后流动站，为申请国家级企业研发中心做准备。

表 5 现代制药未来产品储备

产 品 名 称	适 应 症	产 品 名 称	适 应 症
阿巴卡韦	抗艾滋病药物	酒石酸美托洛尔缓释片	治疗高血压、心绞痛、心肌梗死、心力衰竭
阿德福韦酯原料及胶囊	治疗乙型肝炎	奈比洛尔原料及片剂	抗高血压
替洛福韦		普那格雷原料及制剂	抗血栓药
伊曲康唑片		格列喹酮原料及片	治疗 2 型糖尿病
酮康唑乳膏	抗真菌药	盐酸非那酮奈原料及注射液	治疗脑卒中
盐酸特比萘芬原料及乳膏		普卢利沙星	抗菌药，各类细菌感染
特康唑原料		泰利霉素	
维 A 酸乳膏	痤疮及角化异常性疾病	盐酸西布曲明口溶片	减肥药
硫辛酸胶丸	抗氧化剂，用于保肝及清除人体自由基	罗库溴胺	全身麻醉辅助用药

酒石酸唑吡坦口溶片	镇静催眠药	盐酸米那普仑原料及片	抗抑郁药
乙酰半胱氨酸胶囊	治疗呼吸系统疾病：急性支气管炎、慢性支气管炎等	四氮唑	用于急性传染病、麻醉药及巴比妥类药物中毒时引起的呼吸抑制、急性循环衰竭
琥珀三亚铁	治疗贫血		

数据来源：公司数据，安信证券研究中心搜集整理

4.3. 控股子公司：加强财务、预算管理

公司新管理层上任以来加强了对旗下两家控股公司-商丘哈森药业与天伟生物的管理力度，主要体现在加强质量监控及财务预算管理。目的是通过加强管理，促进协同效应、提高企业效益。

派出公司副总经理杨志群专项协调在河南商丘的现代哈森公司与公司总部的各项业务联系和日常管理。针对哈森公司的产品品种多、曾出现产品质量问题，公司对其实行规范经营、提高产品质量的针对性管理。针对哈森产品普遍毛利率偏低问题，突出重点产品销售。

对天伟公司加强预算管理，并将普伐他汀纳作为与公司营销重点合作和推广的品种。在天伟公司新上的冻干粉针项目上，公司总部将在市场调研和产品定位等方面提前介入管理。

天伟公司 07 年销售收入约 1 亿元，净利润约 4,000 万元；08 年收入和利润水平基本与 07 年持平，天伟 09 年业绩预期应达 5,000 万以上。哈森药业的利润贡献较小，但正逐年增加，尤其今年得益于医改，09 年预期有 400-500 万元净利润。

4.4. 医工股份：整合资源，协同提效

公司根据医工院集团战略发展需要，对医工股份实施了全资收购。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。收购后，公司将医工股份的产品、剂型、生产线等资源统一纳入公司的整体规划和管理体系中。我们查询了国家药监局网站，公司有 21 个栓剂产品批文，是国内最大的栓剂生产厂。

目前，现代制药已将医工股份的生产基地纳入公司统一管理，通过对三个生产基地发展方向的定位，重新配置和调整相关资源，形成各生产基地在公司统一规划下的各具特色、重点突出、协同发展、齐头并进的新格局。

三个基地的定位格局大致为：逐步形成以出口原料药和普通制剂为主的浦东生产基地、以高附加值的新型药物制剂为主的嘉定生产基地（主要为缓控释制剂）、以外用及特色制剂为主的医工股份原南翔生产基地。

5. 未来大股东资产注入、整体上市将提升公司估值

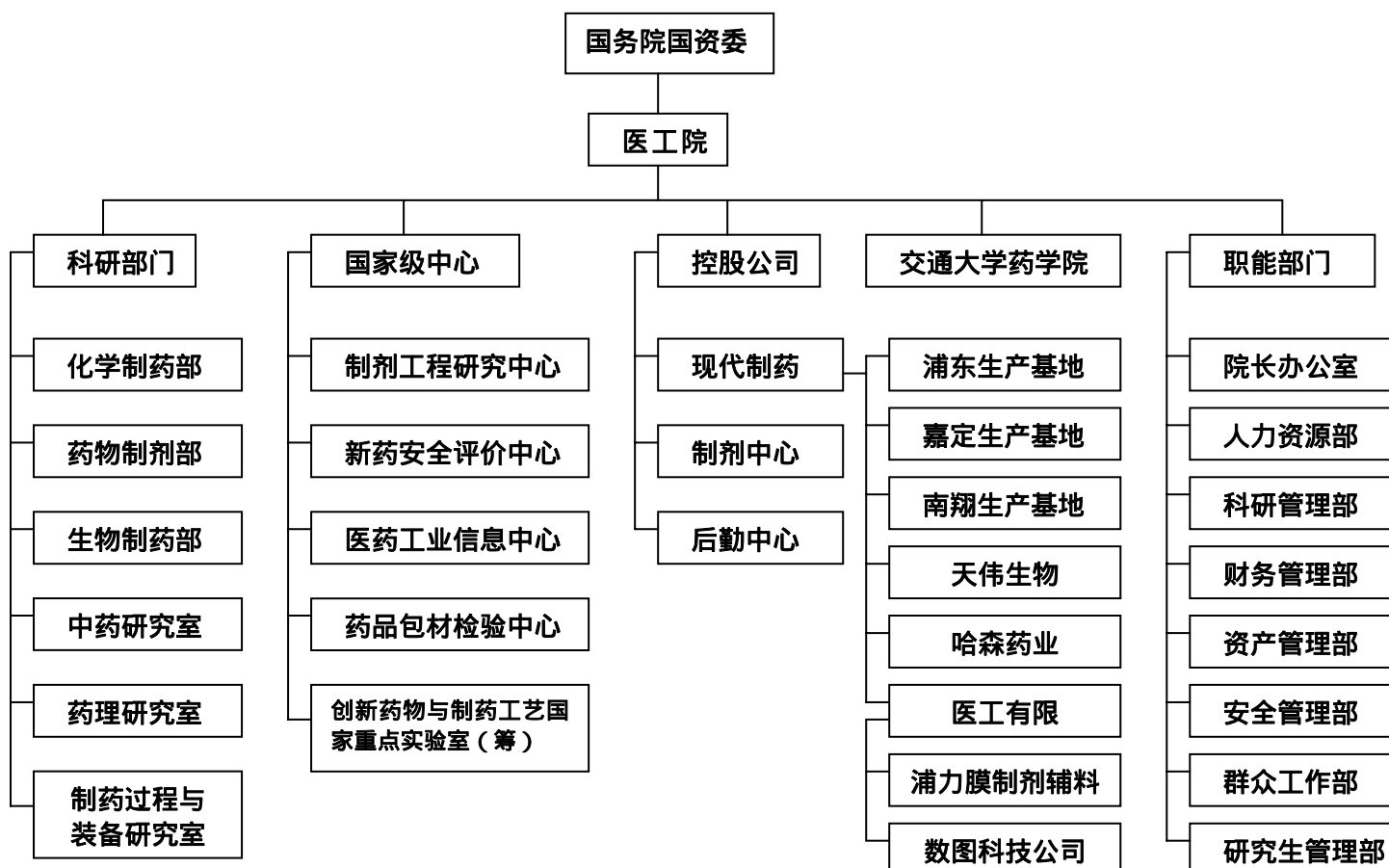
公司管理层的变化带来公司经营层面的改善，公司主业的持续稳健增长构成投资公司的安全边际，而未来大股东资产注入、最终实现整体上市构成公司的投资亮点。

5.1. 大股东医工院-国内实力最强的科研院所

上海医药工业研究院创建于1957年，是国务院国资委直属17家大型科研院所之一，是国内医药工业系统规模最大、实力最强的综合性研究开发机构，研究方向涵盖整个医药科研领域。集团目前现有员工约2,500人，是国务院批准的药学一级学科单位，拥有药学领域所有6个学科博士学位授予权、7个学科硕士学位授予权和博士后流动站。有中国工程院院士2人，享受国务院特殊津贴专家68人，国家新药评审专家12人。有化学制药部等6个研究部，国家食品药品监督管理局、科技部、发改委等部委相继在医工院设立了4

个国家级研究中心：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，未来国家药物创新中心也可能在医工院诞生。历年来，医工院累计获得国家级及省部级科技进步奖300余次，申请国内外专利117项，获得新药证书近200个，医药版块50%的上市企业如恒瑞医药、华海药业、白云山、健康元及丽珠集团、哈药、海正药业、浙江医药等均受让过医工院的产品和技术，医工院科研能力可谓是国内之最。

图 11 医工院组织架构图



数据来源：医工院网站，公司公告，安信证券研究中心

表 6 医工院部分转让的产品技术

产品类别	产品化学名	受让公司	产品类别	产品名称	受让公司
新型降糖药	盐酸吡格列酮	恒瑞医药	抗高血压药物	盐酸莫昔普利	华海药业、哈药总厂
抗骨质疏松	盐酸雷洛昔芬	恒瑞医药	抗高血压药物	卡托普利	华海药业、常州药业、潍坊药厂
抗高血压药物	雷米普利	华海药业	抗生素	头孢硫脒	白云山
抗高血压药物	厄贝沙坦	华海药业	抗糖尿病药物	玉泉微丸	海正药业
抗高血压药物	氯沙坦钾	华海药业	抗溃疡药物	醋酸地塞米松 (意可贴)	健康元
抗生素	盐酸万古霉素	浙江医药			

数据来源：安信证券研究中心搜集整理

两名院士主导的合成和制剂工程化研究方向，也是医工院多年来核心的技术优势。周后元院士主要从事药物合成研究工作，先后主持负责糖精、维生素A、环己亚硝脒及卡氮芥、维生素B6、萘普生、麻黄碱、伪麻黄碱等重大产品的合成研究和工业化工作。侯惠民院士主要从事药物制剂工程化研究，在缓控释制剂技术领域作出了突出贡献。1995年筹建药物制剂国家工程研究中心（法人主体即：上海现代药物制剂工程研究中心有限公司），先后建立了缓控释颗粒的挤出-滚圆-气流包衣技术、生物黏附技术、激光

致孔渗透泵控释片技术、透皮给药技术、可生物降解的注射微球技术、缓释混悬剂技术、脂质体技术、体内植入小丸的挤出制造技术和药动学及体内评价技术等9大技术平台，其中新制剂中大部分实现了工程化、产业化。

目前医工院已累计申请专利298项、授权68项，其中化合物、基因、用途及组合物的发明专利比重不断提高。在抗感染、抗肿瘤、心血管、中枢神经、免疫系统等药物研发领域处于国内先进水平。

表 7 医工院主要研究成果及专利

奖项	项目名称	获奖年度	级别	奖项	项目名称	获奖年度	级别
国家 技术 发明 奖	七步合成法生产醋酸可的松	1959			巯甲丙脯酸	1987	三等奖
	治疗日本血吸虫病的药物呋喃丙胺(F-30066)	1964	一等奖		测定血清胆固醇用酶联试剂的开发研究	1987	三等奖
	高纯度尿激酶的制造方法和人尿中尿激酶抽提吸附装置	1982	二等奖		头孢菌素 C 菌种发酵提取及裂解的研究	1988	三等奖
	固定化细胞制备氨基青霉素(6-APA) 新工艺	1980	三等奖		左旋氨基丁醇消旋工艺研究	1989	三等奖
	硫酸钡干燥混悬剂的新处方及新工艺	1981	三等奖	国家 科技 进步 奖	水溶性栓剂基质 - 聚氧乙烯 (40) 硬脂酸	1990	三等奖
	氯甲左箭毒的试制研究	1982	三等奖		抗肿瘤新药 - 米托蒽醌的研究	1992	三等奖
	复方苯酚糊剂	1983	三等奖		阿霉素生产工艺和劳动保护研	1993	三等奖
	维生素 B6 噁唑法合成新工艺	1984	三等奖		盐酸地尔硫卓及其片剂研究	1995	三等奖
	磷酸哌嗪(抗矽 1 根)治疗矽肺	1984	三等奖		降血糖药格列齐特的研制	1995	三等奖
	N,N-二乙基硫辛酰胺(抗放药物-206)	1984	三等奖		丙烯酸树脂的试制和应用	1996	三等奖
	抗疟新药 - 青蒿琥酯 (制剂)	1989	三等奖		头孢菌素 C 高产菌株选育及发酵工艺	1997	三等奖
	依托泊苷合成新工艺	1997	三等奖		紫杉醇及其注射液的研制	1997	三等奖
	薏苡仁酯乳剂药理学研究和治疗肺癌的研究	1998	三等奖		注射用胶原酶的研究	1999	三等奖
	新头孢菌素——头孢硫脒	2006	二等奖		环孢菌素 A 生产新工艺关键技术及其应用	2005	二等奖
					万古霉素关键技术研究及产业化	2007	二等奖
				主 要 专 利			
	维生素 B6 中间体 4-甲基-5- 烷氧基噁唑合成工艺	1991			抗肿瘤药表鬼臼毒吡喃糖甙的合成新工艺	1995	
	巯甲丙脯酸中间体 D- 乙酰硫基 -2- 甲基丙酰 -L- 脯氨酸的制备方法	1993			苯丁酯丙脯酸 (马来酸依那普利合成方法)	1995	
	抗肿瘤药表鬼臼毒吡喃糖甙的合成新工艺	1995			一种双室渗透泵控释片打孔装置	2004	
	结晶头孢硫脒及其制备方法和用途	2008			结晶头孢硫脒及其制备方法和用途	2008	

数据来源：医工院网站，安信证券研究中心

5.2. 大股东医工院资产注入势在必行

2006 年，公司实施了股权分置改革，大股东医工院承诺：重点支持现代制药的发展，在适当的时机，将其拥有的优质资产以适当的方式注入现代制药。

2008 年，医工院为兑现股改承诺，将拥有的医工股份的股权注入上市公司。09 年一季度，医工股份资产注入已完成，现代制药已正式合并医工股份报表。

2009 年，上海现代药物制剂工程研究中心将持有的现代制药 4.67%股权，在二级市场上

减持至 3.475% (计 1,000 万股)。医工院拟内部协议受让制剂中心持有的现代制药全部股份,受让价格为 7.8 元/股。本次受让完成后,医工院持有公司股份的比例将由 38.145% (计 109,756,311 股) 增至 41.62% (计 119,756,311 股),制剂中心将不再持有现代制药股份。

未来预判一：按股改承诺，制剂中心将做为大股东旗下的优质资产，注入到上市公司。

未来预判二：上海医工院有可能逐步实现整体上市。

我们认为，无论是大股东资产注入或整体上市，对现代制药而言均是提升核心竞争力、估值水平不断抬升的实质利好。一方面，医工院资产注入或整体上市，将有助于医工院优势技术资源内部吸收和价值最大化；同时上市公司的新药研发、产业化能力均将随之获得显著提升，将加速公司发展，使公司的估值因此享受溢价。另一方面，大股东医工院是现代制药研发的重要依托，公司与控股股东之间不乏关联交易，这一举措，可减少关联交易，改善公司治理结构，进而有利于整个医工院的健康发展。

总体而言，我们认为现代制药有望借助医工院资产注入或整体上市的契机，在自身研发、产业化、销售和内控管理机制上均有望获得质的提升，这将推动现代制药加速发展，将使得现代制药成为科技先导型的企业，使得公司具备长期投资吸引力。

政策层面，随着国资委央企整合的逐步深入，科研院所改制也越来越近，本着医药产业资源整合和可持续发展的精神，国家将重点培育具备国际竞争力的大型医药企业，医工院资产注入和进而可能的整体上市符合国家政策导向。

另外我们认为，目前科研院所整体上市在技术层面具可操作性，医工院并非经营性资产，主要是科研性资产，各项专利、新药等无形资产较多、评估时要整体考虑。目前，国家即将出台《药品技术转让注册管理规定》，新规出台对于我国药品技术市场来说将带来一次划时代的变革，药品技术转让将形成更有效的市场，技术要素将在医药工业内部基本实现自由流动，将大大加快我国医药技术产业化的步伐，有力促进我国医药技术创新，对医工院该国内最大的医药科研院所而言，是实质利好，对其价值重估将更切实有效。

6. 盈利预测和投资评级

不考虑资产注入前提下，我们对公司09年、2010年的业绩预测调整至每股收益0.33元、0.45元。

因公司近年来都是按照原料药和制剂产品大类披露信息，故我们的盈利预测也主要按照分类业务对收入和毛利进行预测。

表8 现代制药分业务盈利预测

指 标	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入						
原料药(万元)	26,844	31,843	35,122	64,976	76,672	88,939
增速		18.6%	10.3%	85%	18%	16%
制剂(万元)	27,743	28,909	32,213	45,099	58,628	73,285
增速		4.2%	11.4%	40%	30%	25%
收入合计(万元)	54,587	60,753	67,336	110,075	135,300	162,225
增速		11.3%	10.8%	63.5%	22.9%	19.9%
营业成本						
原料药(万元)	20,345	24,613	26,947	49,642	58,424	67,594
制剂(万元)	15,147	14,410	15,819	21,963	28,259	35,177
成本合计(万元)	35,492	39,023	42,766	71,605	86,683	102,771
营业利润						

原料药(万元)	6,499	7,230	8,175	15,334	18,248	21,345
制剂(万元)	12,596	14,499	16,394	23,136	30,369	38,108
利润合计(万元)	19,095	21,729	24,569	38,470	48,617	59,454
毛利率						
原料药	24.21%	22.71%	23.28%	23.60%	23.80%	24.00%
制剂	45.40%	50.15%	50.89%	51.30%	51.80%	52.00%
综合毛利率	34.98%	35.77%	36.49%	34.95%	35.93%	36.65%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

估值讨论：我们对现代制药采取两种估值方法：

第一、PE的相对估值方法

假设公司按照1.5倍PB、溢价收购大股东资产；同时假设增发价为10元/股，向大股东定向增发6,300万股，则2010年公司业绩摊薄后每股收益为0.37元。

根据医工院以往盈利情况，假设医工院2010年新药技术转让净利润为4,500万元，则资产注入后可增厚公司2010年每股收益0.13元。

医药行业2010年平均估值约为25倍PE，考虑到公司资产注入后，作为国内最强的医药科研院所的载体，公司未来将享有医工院高技术含量的产品，若能顺利产业化，将加速其未来业绩的增长。故对于现代制药这一未来的研发先导型的医药企业，我们给予其一定的估值溢价，按照公司2010年资产注入后业绩0.50元为计算基础，给予公司2010年30倍的PE，则其12个月目标价为15元。

第二、分部估值方法

根据我们跟踪了解的情况，我们估测08年医工院及制剂中心净资产接近4亿元，09年保守预期为4.2亿元。因两公司均属于科研型公司，以技术转让为主要盈利来源，盈利波动较大，故我们以PB来对其估值。目前化学制药细分行业的平均PB约为5倍，我们假设给予其4.5倍的PB，则医工院及制剂中心估值约为19亿元。

以现代制药2010年业绩0.45元为计算基础，按照行业平均水平给予公司25倍PE，则公司对应市值为33亿元。则医工院（含现代制药、制剂中心）体系整体市值保守估测应为52亿元。

我们假设现代制药向大股东定向增发，增发价为10元/股，收购大股东资产的溢价率区间为1.1倍PB~2倍PB，作敏感性分析，计算增发后对应合理股价为13.98-15.27元，取中值1.5倍PB，则对应12个月目标价为14.8元。

表9 医工院资产注入假设方案敏感性分析

注入资产对价	1.1*PB	1.2*PB	1.3*PB	1.4*PB	1.5*PB	1.6*PB	1.7*PB	1.8*PB	1.9*PB	2*PB
增发融资规模(亿元)	4.62	5.04	5.46	5.88	6.30	6.72	7.14	7.56	7.98	8.40
增发股数(亿股)	0.46	0.50	0.55	0.59	0.63	0.67	0.71	0.76	0.80	0.84
增发后股本(亿股)	3.34	3.38	3.42	3.47	3.51	3.55	3.59	3.63	3.68	3.72
注入后市值(亿元)	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52
对应股价(元/股)	15.27	15.38	15.20	14.99	14.81	14.65	14.48	14.33	14.13	13.98

数据来源：安信证券研究中心

综上所述，我们调高公司12个月目标价从10.2元至14.8元，并给予“增持-A”的投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2009-8-10		
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	1,123.4	1,380.9	1,655.7	成长性					
减: 营业成本	397.7	436.5	730.8	884.7	1,048.9	营业收入增长率	14.1%	10.1%	63.5%	22.9%	19.9%
营业税费	2.4	2.3	3.7	4.6	5.5	营业利润增长率	71.1%	-39.9%	68.7%	30.4%	29.1%
销售费用	56.0	83.1	121.3	160.2	192.1	净利润增长率	84.8%	-42.7%	78.2%	34.6%	31.6%
管理费用	43.8	84.4	124.7	147.8	175.5	EBITDA 增长率	68.2%	-32.4%	49.0%	32.8%	26.2%
财务费用	1.2	3.3	4.5	12.0	12.5	EBIT 增长率	77.4%	-38.0%	67.5%	34.9%	27.5%
资产减值损失	2.4	-0.3	7.8	1.8	1.9	NOPLAT 增长率	75.3%	-33.9%	53.2%	35.2%	27.5%
加: 公允价值变动收益	0.2	-0.2	-	-	-	投资资本增长率	14.5%	14.7%	12.9%	9.0%	4.9%
投资和汇兑收益	7.5	-0.5	-0.3	-	-	净资产增长率	15.6%	6.3%	7.3%	9.3%	11.8%
营业利润	128.5	77.2	130.3	169.9	219.4	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%	35.0%	35.9%	36.7%
利润总额	131.2	83.6	132.3	172.9	223.2	营业利润率	20.6%	11.2%	11.6%	12.3%	13.2%
减: 所得税	18.0	11.0	20.6	26.8	34.6	净利润率	15.1%	7.8%	8.6%	9.4%	10.3%
净利润	113.1	72.6	111.7	146.1	188.6	EBITDA/营业收入	23.7%	14.6%	13.3%	14.4%	15.1%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	20.8%	11.7%	12.0%	13.2%	14.0%
货币资金	177.2	177.0	186.3	199.0	202.2	运营效率					
交易性金融资产	0.4	-	-	-	-	固定资产周转天数	105	105	66	58	52
应收帐款	98.7	84.8	109.0	134.0	160.7	流动营业资本周转天数	121	128	94	91	85
应收票据	25.9	41.6	61.6	75.7	90.7	流动资产周转天数	235	248	168	154	145
预付帐款	15.0	23.8	34.8	48.1	63.8	应收帐款周转天数	54	44	29	31	32
存货	135.2	168.2	150.3	156.8	174.2	存货周转天数	71	80	51	40	36
其他流动资产	0.0	-0.0	8.7	13.9	19.4	总资产周转天数	379	395	268	241	222
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	261	271	189	170	152
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%	16.5%	19.7%	22.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	15.8%	9.1%	12.8%	15.0%	17.6%
固定资产	203.6	197.1	212.8	231.3	247.8	ROIC	27.1%	15.6%	20.9%	25.0%	29.2%
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	60.0	62.0	64.0	销售费用率	9.0%	12.1%	10.8%	11.6%	11.6%
其他非流动资产	3.4	3.3	8.6	9.0	9.2	管理费用率	7.0%	12.3%	11.1%	10.7%	10.6%
资产总额	713.9	794.9	875.4	973.2	1,070.4	财务费用率	0.2%	0.5%	0.4%	0.9%	0.8%
短期债务	17.0	45.0	45.0	30.0	25.0	三费/营业收入	16.2%	24.9%	22.3%	23.2%	23.0%
应付帐款	53.3	62.0	88.4	111.9	122.1	偿债能力					
应付票据	16.3	36.2	35.0	48.5	43.1	资产负债率	16.8%	20.6%	22.6%	23.4%	22.0%
其他流动负债	26.3	13.9	7.9	5.5	3.1	负债权益比	20.1%	25.9%	29.2%	30.6%	28.2%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	4.01	3.15	3.12	3.20	3.68
其他非流动负债	6.7	6.3	21.6	30.7	40.3	速动比率	2.81	2.08	2.27	2.40	2.78
负债总额	119.6	163.4	197.9	226.5	233.6	利息保障倍数	110.24	24.72	29.75	15.17	18.56
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	0.09	0.17	0.22	0.30
留存收益	262.2	263.8	296.5	345.6	417.3	分红比率	27.8%	48.5%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	594.3	631.5	677.5	740.8	828.0	股息收益率	0.8%	0.8%	1.5%	2.0%	2.6%
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	111.7	146.1	188.6	EPS(元)	0.33	0.19	0.33	0.45	0.59
加: 折旧和摊销	22.4	22.8	14.6	16.6	18.7	BVPS(元)	2.07	2.19	2.35	2.57	2.88
资产减值准备	2.4	-0.3	7.8	1.8	1.9	PE(X)	34.3	59.9	33.6	25.0	19.0
公允价值变动损失	-0.2	0.2	-	-	-	PB(X)	5.4	5.1	4.8	4.4	3.9
财务费用	1.4	0.9	1.4	4.5	12.0	P/FCF	-	293.2	132.3	61.8	25.0
投资收益	-7.5	0.5	0.3	-	-	P/S	5.2	4.7	2.9	2.3	1.9
少数股东损益	19.1	18.7	15.6	16.7	18.3	EV/EBITDA	19.5	32.2	21.9	16.5	12.9
营运资金的变动	-60.8	-54.0	-19.1	-22.2	-70.3	CAGR(%)	8.9%	37.5%	18.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	82.3	58.0	135.4	171.0	169.7	PEG	3.9	1.6	1.8	-0.2	-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	2.1	2.6	3.0
融资活动产生现金流量	-24.7	-8.5	-72.0	-59.7	-91.2	REP	2.2	3.6	2.4	1.9	1.5

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 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
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	李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn	张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@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