

收入大幅增长，资产注入预期提升估值

2009 年中报点评

报告关键点：

- 销售改革显效，收入大幅增长
- 维持“增持-A”的投资评级，及12个月目标价14.8元

报告摘要：

- 销售改革显效，收入大幅增长。**09年1-6月，公司实现营业收入6.79亿元，同比增长81.49%，若剔除新增合并医工股份报表影响，收入约增长60%。原料药、制剂收入分别达4.31亿元、2.38亿元，同比增长分别达114%、42%。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，如马来酸依那普利片、硝苯地平控释片、头孢氨苄缓释胶囊、头孢克洛等均增长较快。09年齐多夫定和马来酸依那普利片均有望成为继阿奇霉素后公司新的过亿品种。受合并医工股份影响、以及低毛利的原料药占比增大、原料药毛利率下降等因素影响，综合毛利率降至28.31%，同比下降6.72个百分点。母公司毛利率为38.52%，同比上升了1.68个百分点。三项费用及资产减值占营业收入的比率20.30%，同比下降1.04个百分点。最终实现净利润3,358万元，同比增长了13.37%，每股收益0.12元。业绩增速低于收入增速主要因综合毛利率下降、预提费用增加所致。经营活动产生现金流量净额8,969万元，每股现金流量0.31元，同比上升了897.68%，现金流十分健康，主要因销售收入和回款增加所致。
- 加大市场拓展力度，增加后续产品储备。**公司销售方面采取积极的市场营销策略，加大市场拓展力度，调整了产品结构，突出重点产品销售。科研方面，加大了新产品、新工艺的开发和储备，加强了同制剂中心的技术合作，我们判断与制剂中心的业务合作、发挥协同优势是今后大股东资产注入的先行举措。
- 维持“增持-A”的投资评级，及12个月目标价14.8元。**我们维持对公司09、2010年的业绩预测即每股收益0.33元、0.45元。我们对公司用PE相对法和分部法分别进行估值（参见深度报告《科技先导，估值提升》），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。我们维持前期给予的公司12个月目标价14.8元，及“增持-A”的投资评级。

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： 14.80 元

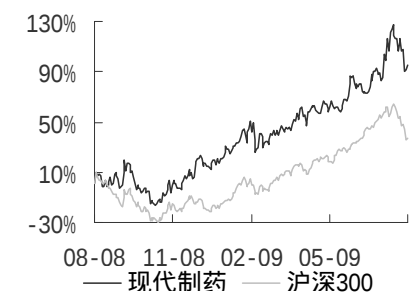
现价： 10.21 元

报告日期： **2009-08-18**

市场数据

总市值(百万元)	2,937.76
流通市值(百万元)	2,937.76
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	

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	13.55	6.01	57.75
绝对收益	3.67	18.87	94.86

研究员

洪露
高级行业分析师

021-68766073

honglu@essence.com.cn

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	31.2	54.5	30.6	22.7	17.3
市净率	4.9	4.7	4.3	4.0	3.5
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	17.7	29.3	19.9	15.0	11.8
股息收益率	0.9%	0.9%	1.6%	2.2%	2.9%

前期研究成果

- 现代制药：科技先导，估值提升
2009-08-13
- 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

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-8-18**

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	0.9%	0.9%	1.6%	2.2%	2.9%
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)	31.2	54.5	30.6	22.7	17.3
公允价值变动损失	-0.2	0.2	-	-	-	PB(X)	4.9	4.7	4.3	4.0	3.5
财务费用	1.4	0.9	1.4	4.5	12.0	P/FCF	-	266.8	120.4	56.2	22.8
投资收益	-7.5	0.5	0.3	-	-	P/S	4.7	4.3	2.6	2.1	1.8
少数股东损益	19.1	18.7	15.6	16.7	18.3	EV/EBITDA	17.7	29.3	19.9	15.0	11.8
营运资金的变动	-60.8	-54.0	-19.1	-22.2	-70.3	PEG	8.9%	37.5%	18.7%		
经营活动产生现金流量	82.3	58.0	135.4	171.0	169.7	CAGR(%)	3.5	1.5	1.6	-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	2.0	3.3	2.2	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	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人		
0755-82558084	lijin@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