



硫辛酸放量、产能逐步释放

买入(首次)

投资要点:

- 硫辛酸新进国家医保目录并获欧盟认证将使 2010 年业绩大增
- 公司制剂和原料药产能将在未来 2 年内释放
- 公司营销有望借力国药集团打开一二线城市市场

调研简报:

公司基本情况

现代制药主营业务为原料药和化学制剂，两块业务各约占营业收入的 50%，主要产品包括抗生素、心血管药物和生物制品。公司 2008 年自建销售队伍，至今已逐步成长为真正参与市场竞争的制药企业，但规模仍不算大，2009 年公司销售收入和净利润分别为 11.6 亿元和 1.1 亿元。我们认为未来公司的看点将体现在产能的释放和国药集团与公司在业务层面的合作方面。

阿奇霉素价格预期会下降

阿奇霉素是公司产品中两个过亿品种中的一个，公司与浙江国邦药业、石药欧意药业是国内三大阿奇霉素原料供应商。阿奇霉素近年来市场用量增长较快，2008 年阿奇霉素在抽样医院的用药金额比重在整个大环内酯类产品中占到 59% 的份额。2009 年以来，阿奇霉素受上游中间体供应紧张的原因，价格不断上涨，到 2010 年 3 月，市场价格已达 1300 元/kg。阿奇霉素最重要的上游原料之一为硫氰酸红霉素，由于国外企业环保标准提高纷纷停产，导致硫氰酸红霉素的国外需求旺盛，出口增长强劲，2009 年出口数量同比增长 25.6%，而出口数量排名第一的宁夏启元也由于环保问题而停产，导致硫氰酸红霉素价格也一路走高。但是我们认为硫氰酸红霉素的价格继续上涨的可能性不大，还有可能下降。主要原因有两个，一是硫氰酸红霉素的生产成本主要取决于电价和粮食价格，目前价格已经处于高位，即使下半年电价和粮食价格继续上涨，硫氰酸红霉素价格上涨的幅度也不可能像原来一样快；二是由于硫氰酸红霉素价格较高，生产厂家已逐步增多，宁夏启元的环保问题也有望解决，供应紧张问题将缓解。如硫氰酸红霉素价格不再上涨，则阿奇霉素价格也很难再上涨，甚至会下降。

分析师

孙伟娜、胡朝凤（实习）

电话：010-88085269

Email: sunweina@hysec.com

市场表现

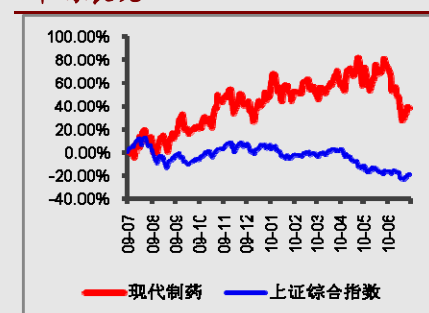
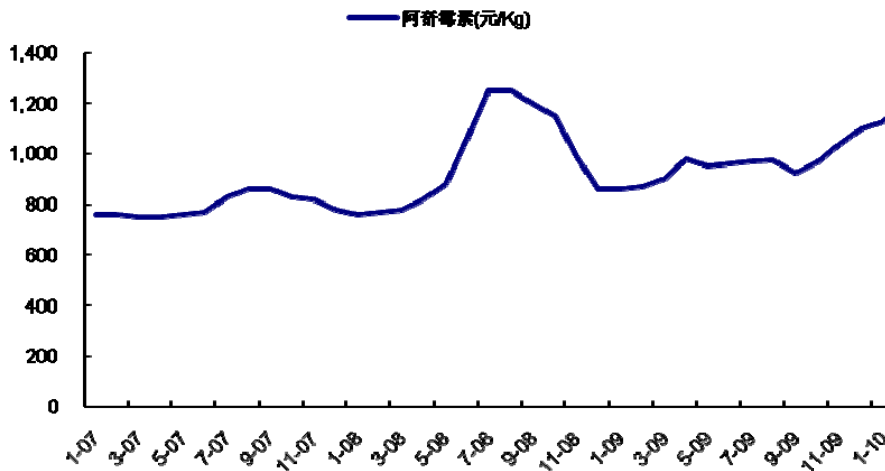
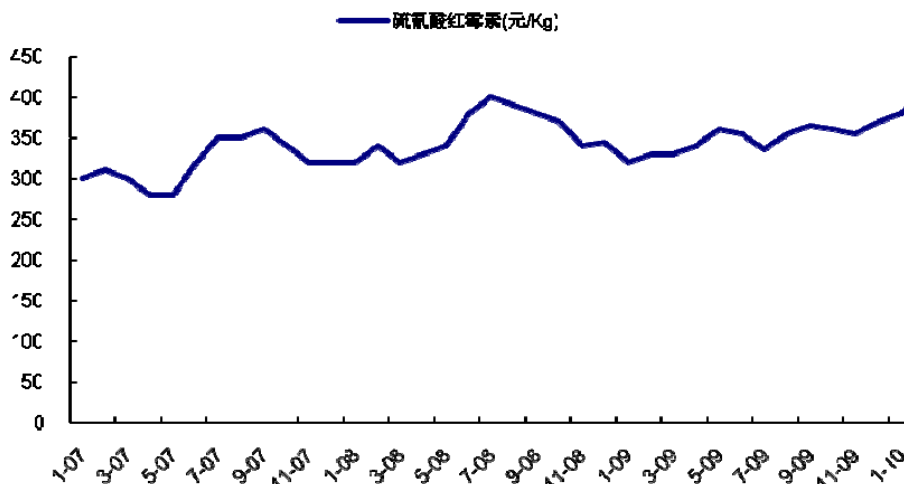


图 1: 阿奇霉素价格走势



资料来源: 健康网、宏源证券

图 2: 硫氰酸红霉素价格走势



资料来源: 健康网、宏源证券

➤ 硫辛酸享受进入国家医保目录及获欧盟认证双重利好

公司以生产硫辛酸原料为主, 年产量约 30 吨, 规模不算大, 全部出口到日本市场; 硫辛酸针剂由子公司上海现代哈森制药生产, 主要在国内市场销售。2009 年 11 月, 国家新版医保目录首次收录了 α -硫辛酸注射剂为调节血糖医保乙类药物, 市场容量大幅增加。2010 年 5 月, 公司又收到欧洲药品监督管理局签发的硫辛酸原料药 CEP 证书 (欧洲药典适应性认证证书), 这代表公司以后不仅可以在非规范市场销售硫辛酸原料药, 还可以进入欧盟规范市场。目前规范市场硫辛酸的价格几乎为非规范市场的 2 倍, 因此硫辛酸未来毛利率将大幅提高, 2010 年有望取得超预期的销售业绩。

硫辛酸具有超强的抗氧化能力, 日本 2004 年已将硫辛酸列为食品添加剂, 其他国家也开始将其作为膳食补充剂, 目前我国还仅将硫辛酸作为药品使用, 市场应用还有广阔

的空间。

➤ 2010-2012 年是公司规模扩大、结构调整的关键时期

(1) 2011 年产能将得到释放

公司产能扩张计划已在按部就班的进行。首先，公司 2010 年将共计投入 7000 多万元对浦东、嘉定和南翔三个生产基地进行技术改造，扩大重点制剂产品的产能，其中将浦东基地的阿奇霉素等原料药转移至海门原料药基地，并发展南翔生产基地的中药膏方业务，3 个基地的产能将在 2 年内逐步释放。其次，公司实施公开增发建设海门原料药基地，产品包括抗艾滋病原料药、大环内酯类、心血管类、孕激素类、抗肿瘤类、维生素类原料药。一期和二期分别将在 2011 年 6 月和 2013 年 6 月投产。

(2) 公司营销有望借助国药集团更上一层楼

公司的销售队伍 2008 年才开始组建，目前销售人员从当初的几十人上升到目前的 200 多人，应该说营销已初具规模，但销售重点主要在社区和农村等第三终端医疗市场，未来营销发展的重点应该在一二线城市。国药集团收购了上海医工院后，市场预期现代制药未来将会借力国药集团的营销能力，我们认为这种可能性很大。因为国药集团拥有的上万家药房以及几千家医院资源大部分分布在一二线城市，与现代制药的销售结构形成互补，未来很有可能对现代制药的销售起到巨大的推动作用。公司与国药集团在业务上的合作尚未开始，因此我们预计 2010~2012 年将是公司结构调整的关键时期。

(3) 受让医工院及制剂中心 11 项技术提高核心竞争力

上海医工院作为国内首屈一指的医药研发机构，成为现代制药的最大的核心竞争力之一，但至今为止现代制药受益于医工院的项目并不算多。2010 年 7 月 3 日，公司公告拟受让控股股东上海医药工业研究院技术项目共 3 项，以及上海现代药物制剂工程研究中心有限公司技术项目共 8 项，受让上述技术项目总费用共计 1,950 万元。此次受让的金额和数量规模都比较大，我们可以预期在未来 1~2 年内，随着公司受让技术逐渐转化成生产力，公司的核心竞争力将进一步加强。

➤ 盈利预测

现代制药在未来 1~2 年内有产能释放和结构调整的双重因素驱动，其中原料药产能将从今年开始逐步释放，制剂将在 2011 年开始释放，我们假设硫酸辛酸今年业绩有较大增长，产品结构调整使制剂毛利率逐步提高。预计 2010~2012 年实现净利润增长率分别为 46%、76%、45%，实现 EPS 分别为 0.45、0.80、1.15 元，对应 PE 分别为 30、17、12 倍，考虑到公司即将实施公开增发，并考虑到大股东资产注入预期对估值的提升，我们给予公司 2010 年 38 倍 PE，则 6 个月目标价 17 元，首次给予“买入”评级。

表 1：现代制药收入成本预测

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
制剂	454.25	590.5	944.8	1,322.8
增长%	41.0%	30.0%	60.0%	40.0%
占比%	39.0%	40.3%	46.8%	50.0%
成本	200.75	259.8	415.7	582.0
毛利率	55.8%	56.0%	56.0%	56.0%
原料药	428.83	536.0	670.0	837.6

增长%	22.1%	25.0%	25.0%	25.0%
占比%	36.8%	36.6%	33.2%	31.7%
成本	348.15	434.2	542.7	678.4
毛利率	18.8%	19.0%	19.0%	19.0%
其他	280.90	337.1	404.5	485.4
增长%	1965.4%	20.0%	20.0%	20.0%
占比%	24.1%	23.0%	20.0%	18.3%
成本	269.00	320.2	384.3	461.1
毛利率	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%
营业收入	1,164	1,464	2,019	2,646
增长%	69.44%	25.74%	37.97%	31.02%
毛利率	29.73%	30.70%	33.51%	34.93%

资料来源：宏源证券

表 2：现代制药利润表预测

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,164	1,464	2,019	2,646
增长%	69.44%	25.74%	37.97%	31.02%
减：营业成本	818	1,014	1,343	1,722
毛利率%	29.73%	30.70%	33.51%	34.93%
营业税费	4	4	6	8
销售费用	124	157	216	283
管理费用	98	132	182	238
财务费用	2	1	1	2
营业利润	111	155	271	393
利润总额	126	155	271	393
减：所得税	17	21	37	54
实际税负%	13.66%	13.66%	13.66%	13.66%
净利润	109	134	234	339
减：少数股东损益	20	4	5	7
归属于母公司的净利润	89	130	229	332
增长%	65.17%	46.28%	76.01%	44.94%
净利润率%	7.65%	8.90%	11.35%	12.56%
基本 EPS	0.31	0.45	0.80	1.15

资料来源：宏源证券

分析师简介:

孙伟娜: 宏源证券研究所医药行业研究员, 清华大学工学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所。

重点研究覆盖公司: 天方药业、天士力、福瑞股份、同仁堂、亚宝药业、千金药业等。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085956 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。