

现代制药：定位清晰，再融资加快公司发展

2010 年三季度报告点评

报告摘要：

- **业绩大幅增长36%，符合预期。**2010年1-9月，公司实现营业收入11.40亿元，同比增长20.12%。实现净利润7,688万元，同比增长35.78%，每股收益0.27元。每股经营活动产生的现金流量净额为0.19元。加权平均净资产收益率11.76%，同比增加了0.65个百分点。公司加大了制剂销售的市场拓展力度，出台了重点产品在标杆性三甲医院的开发政策，心血管及抗生素制剂均增长较快。
- **定位清晰，股东研发资源丰富公司产品储备。**上海医工院与国药集团重组后，做为国药的科研整合平台，预期将与四川抗菌素工业研究所整合。现代制药股东方强大的科研实力保证公司后续的产品储备。同时，现代制药今后作为国药体系内重要的生产及研发转化基地，战略定位为以非头孢类，非青霉素类药物为主攻方向，研究和生产有特色的原料药和制剂，定位清晰。
- **再融资项目保证公司后续可持续发展。**公司在江苏海门建立新的原料药和中间体生产基地，为解决资金需求于2009年底启动了再融资计划，目前再融资事宜已于今年8月获得中国证监会审核通过正待发行。发行股票的数量不超过8,500万股，募集资金不超过7.2亿元，募投项目主要包括：（1）抗艾滋病药物主要涉及齐多夫定、阿巴卡韦、奈韦拉平等。公司齐多夫定原料药2009年收入约1亿元，同比增长超过50%，未来整体市场前景良好。阿巴卡韦是全球最畅销抗艾产品之一，2008年全球销量超过14亿美元，而国内除现代制药外基本无其他厂家可以生产，优势明显。（2）大环内酯类药物克拉霉素属于抗生素品种，应用广泛，市场需求持续增加，公司的生产工艺大幅降低了生产成本，提升了产品的市场竞争力。（3）心血管类主要包括奈必洛尔。该药作为新的抗高血压药物，在国内为新产品，合成难度较大。现代制药依靠自身的研发优势开发了该药合成工艺，并取得了自主创新知识产权。新基地的建设一方面可以大大提升公司原料药产业的规模，科学合理地规划原料药生产；另一方面，原料药生产线搬迁至海门后，公司浦东基地将有空间发展制剂的生产和中试，未来公司制剂的产量也将有效扩大，因此公司在技术领先的同时，将通过规模扩大和整合资源来提升产业竞争力。
- **维持“增持-A”的投资评级，12个月目标价20元。**我们维持对公司2010、2011年的业绩预测即每股收益分别为0.45元、0.59元。假设增发价为15元，增发约4,800万股，则摊薄后2010、2011年每股收益分别为0.385元、0.505元。我们按照公司2011年增发摊薄后业绩0.505元给予40倍PE，则公司12个月目标价为20元，维持“增持-A”的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	687.2	1,164.2	1,473.9	1,849.8	2,290.0
Growth(%)	10.1%	69.4%	26.6%	25.5%	23.8%
净利润	72.6	108.7	148.4	194.7	241.5
Growth(%)	-42.7%	65.2%	45.0%	31.2%	24.0%
毛利率(%)	36.5%	29.7%	30.8%	31.2%	31.4%
净利润率(%)	7.8%	7.6%	8.8%	9.2%	9.2%
每股收益(元)	0.19	0.31	0.45	0.59	0.73
每股净资产(元)	2.19	2.48	2.78	3.24	3.81
市盈率	88.6	53.6	37.0	28.2	22.7
市净率	7.6	6.7	6.0	5.1	4.4
净资产收益率(%)	11.5%	15.2%	18.5%	20.9%	22.0%
ROIC(%)	15.6%	19.9%	23.5%	23.8%	24.5%
EV/EBITDA	47.7	35.2	26.3	20.3	16.5
股息收益率	0.5%	0.0%	1.1%	1.1%	1.3%

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： 20.00 元

期限： 12 个月 上次预测： 20.00 元

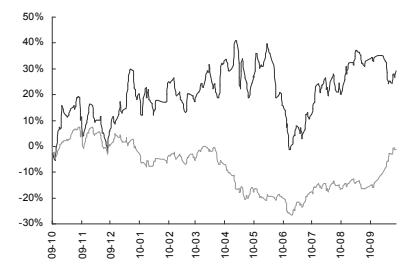
现价： 16.60 元

报告日期： 2010-10-24

市场数据

总市值(百万元)	4,776.37
流通市值(百万元)	4,776.37
总股本(百万股)	287.73
流通股本(百万股)	287.73
12 个月最高/最低	12.06/18.98 元
十大流通股(%)	59.91%
股东户数	15,629

12 个月股价表现



— 现代制药 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(21.17)	(4.32)	33.16
绝对收益	(2.93)	16.65	32.15

研究员

洪露
首席行业分析师

021-68766073

honglu@essence.com.cn

证书编号

S1450210010306

前期研究成果

现代制药：主业增长较快，仍具重组预期

2010-04-26

现代制药：改革、管理提效，业绩突破性增长

2010-02-28

现代制药：募投投向解决原料药产能瓶颈

2009-12-29

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-10-22

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	687.2	1,164.2	1,473.9	1,849.8	2,290.0	成长性					
减: 营业成本	436.5	817.9	1,020.0	1,272.6	1,571.0	营业收入增长率	10.1%	69.4%	26.6%	25.5%	23.8%
营业税费	2.3	3.5	4.4	5.5	6.9	营业利润增长率	-39.9%	44.3%	48.1%	33.2%	24.8%
销售费用	83.1	124.5	154.8	186.8	233.6	净利润增长率	-42.7%	65.2%	45.0%	31.2%	24.0%
管理费用	84.4	97.9	123.8	160.9	201.5	EBITDA 增长率	-95.3%	36.0%	36.8%	31.3%	23.7%
财务费用	3.3	2.0	3.0	2.0	0.8	EBIT 增长率	-96.2%	40.9%	48.1%	32.1%	24.0%
资产减值损失	-0.3	1.7	3.0	2.0	2.0	NOPLAT 增长率				30.1%	23.3%
加: 公允价值变动收益	-0.2	-	-	-	-	投资资本增长率	14.7%	16.3%	28.0%	19.8%	18.0%
投资和汇兑收益	-0.5	-5.3	-	-	-	净资产增长率	6.3%	13.0%	12.2%	16.4%	17.5%
营业利润	77.2	111.4	165.0	219.8	274.3	利润率					
加: 营业外净收支	6.3	14.5	7.0	4.5	4.0	毛利率	36.5%	29.7%	30.8%	31.2%	31.4%
利润总额	83.6	125.9	172.0	224.3	278.3	营业利润率	11.2%	9.6%	11.2%	11.9%	12.0%
减: 所得税	11.0	17.2	23.6	29.6	36.7	净利率	7.8%	7.6%	8.8%	9.2%	9.2%
净利润	72.6	108.7	148.4	194.7	241.5	EBITDA/营业收入	14.6%	11.7%	12.7%	13.2%	13.2%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	11.7%	9.7%	11.4%	12.0%	12.0%
货币资金	177.0	200.1	193.7	212.4	250.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	105	65	60	58	55
应收帐款	84.8	110.6	168.0	210.8	261.0	流动营业资本周转天数	128	89	92	96	95
应收票据	41.6	42.9	54.5	68.4	84.7	流动资产周转天数	248	167	159	155	155
预付帐款	23.8	46.9	67.3	92.7	124.2	应收帐款周转天数	44	27	33	35	36
存货	168.2	186.1	232.7	294.6	369.1	存货周转天数	80	55	51	51	52
其他流动资产	-0.0	-	0.0	0.0	-0.0	总资产周转天数	395	266	248	237	230
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	271	185	179	176	169
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	36.4	1.0	2.0	1.8	1.8	ROE	11.5%	15.2%	18.5%	20.9%	22.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.1%	11.7%	13.4%	14.6%	15.1%
固定资产	197.1	222.6	269.7	322.8	374.5	ROIC			23.5%	23.8%	24.5%
在建工程	2.7	41.6	54.9	63.0	67.8	费用率					
无形资产	48.1	55.3	55.4	55.4	55.5	销售费用率	12.1%	10.7%	10.5%	10.1%	10.2%
其他非流动资产	3.3	3.2	8.8	8.7	9.1	管理费用率	12.3%	8.4%	8.4%	8.7%	8.8%
资产总额	794.9	927.7	1,107.0	1,330.7	1,597.7	财务费用率	0.5%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%
短期债务	45.0	38.0	50.0	60.0	61.7	三费/营业收入	24.9%	19.3%	19.1%	18.9%	19.0%
应付帐款	62.0	100.9	96.7	120.6	148.9	偿债能力					
应付票据	36.2	17.7	22.4	27.9	34.4	资产负债率	20.6%	23.1%	27.7%	29.9%	31.4%
其他流动负债	13.9	47.9	77.5	120.2	172.4	负债权益比	25.9%	30.0%	38.3%	42.7%	45.8%
长期借款	-	-	50.0	60.0	75.0	流动比率	3.15	2.87	2.91	2.67	2.61
其他非流动负债	6.3	9.8	9.8	9.8	9.8	速动比率	2.08	1.96	1.96	1.78	1.72
负债总额	163.4	214.2	306.3	398.5	502.2	利息保障倍数	24.72	57.34	55.99	110.91	331.26
少数股东权益	80.0	98.0	114.2	135.7	162.4	分红指标					
股本	287.7	287.7	287.7	287.7	287.7	DPS(元)	0.09	-	0.18	0.18	0.22
留存收益	263.8	327.7	398.7	508.8	645.4	分红比率	48.5%	0.0%	40.0%	30.0%	30.0%
股东权益	631.5	713.5	800.7	932.3	1,095.6	股息收益率	0.5%	0.0%	1.1%	1.1%	1.3%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	72.6	108.7	148.4	194.7	241.5	EPS(元)	0.19	0.31	0.45	0.59	0.73
加: 折旧和摊销	22.8	25.9	18.5	23.1	27.9	BVPS(元)	2.19	2.48	2.78	3.24	3.81
资产减值准备	-0.3	1.7	3.0	2.0	2.0	PE(X)	88.6	53.6	37.0	28.2	22.7
公允价值变动损失	0.2	-	-	-	-	PB(X)	7.6	6.7	6.0	5.1	4.4
财务费用	0.9	1.4	3.6	3.0	2.0	P/FCF	-	-592.5	447.3	180.0	96.8
投资收益	0.5	5.3	-	-	-	P/S	7.0	4.1	3.2	2.6	2.1
少数股东损益	18.7	19.7	19.3	25.3	31.4	EV/EBITDA	47.7	35.2	26.3	20.3	16.5
营运资金的变动	-54.0	-33.8	-106.0	-71.4	-85.5	PEG(%)	38.9%	30.5%	22.5%	-88.4%	-100.0%
经营活动产生现金流量	58.0	97.4	86.2	175.8	218.2	CAGR(%)	2.3	1.8	1.6	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-60.6	-64.7	-82.1	-80.9	-81.1	ROIC/WACC	1.6	2.1	2.4	2.5	2.5
融资活动产生现金流量	-8.5	-21.1	7.3	-32.8	-47.2	REP	5.4	3.6	2.5	2.0	1.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，首席医药行业研究员，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

梁涛

021-68766067

黄方禅

021-68765913

凌洁

021-68765237

潘冬亮

010-59113590

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

曹加

0755-82558045

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

深圳联系人

caojia@essence.com.cn

潘艳

021-68766516

朱贤

021-68765293

张勤

021-68763879

李昕

010-59113565

周蓉

010-59113563

律烨

0755-82558076

胡珍

0755-82558073

上海联系人

panyan@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

深圳联系人

lvye@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@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