

现代制药（600420）

强烈推荐（维持）

2010 年报点评

市场数据

报告日期	2011-1-30
收盘价(元)	17.47
总股本(百万股)	287.73
流通股本(百万股)	287.73
总市值(百万元)	5026.70
流通市值(百万元)	5026.70
净资产(百万元)	723.56
总资产(百万元)	1135.63
每股净资产	2.51

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1423	1727	2146	2668
同比增长(%)	22.2%	21.3%	24.3%	24.3%
净利润(百万元)	108	162	243	360
同比增长(%)	21.4%	49.7%	50.3%	47.8%
毛利率(%)	30.6%	31.5%	34.1%	36.2%
净利率(%)	7.6%	9.4%	11.3%	13.5%
净资产收益率(%)	14.9%	18.9%	22.1%	24.6%
每股收益(元)	0.38	0.56	0.85	1.25
每股经营现金流(元)	0.40	0.78	0.92	1.29

相关报告

《控股股东上海医药工业研究院股权变动》2011-1-18

《新型制剂发展空间巨大》2011-1-9

《公开增发方案有效期延期一年》2010-12-28

分析师 王晞
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn
SAC:S0190200010075

投资要点

事件:

- 现代制药公布 2010 年年报, 公司实现营业收入 14.23 亿元, 比上年同期增长 22.22%; 实现利润总额 15,405.83 万元, 比上年同期增长 22.36%; 公司全年完成净利润 10,811.14 万元, 比上年同期增长 21.40%; 每股收益 0.38 元, 低于我们预测 (0.42 元)。公司分配预案为每 10 股派发现金股利 1 元 (含税)。
- 我们参加了公司临时股东大会, 与公司高管就未来发展做了交流。我们认为, 尽管公司目前受产能瓶颈制约以及销售队伍不足影响, 短期业绩增长低于预期, 但随着新产能建成、销售队伍扩大、新药陆续上市, 公司未来增长有望加速。公司市值不大, 又属于研发驱动企业, 因此我们维持“强烈推荐”评级。

点评:

- 公司 2010 年业绩低于我们预期, 主要原因是: 公司销售费用、财务费用有较大增长, 其中销售费用率同比提高约 1 个百分点。我们认为这与公司加大营销投入, 扩建销售队伍有关。
- 分业务看, 原料药收入 5.23 亿元, 同比增长 22%, 毛利率 21.37%, 同比提高 2.56 个百分点。我们认为, 公司硫辛酸今年起增加对欧盟市场出口, 由于欧盟市场单价较高, 预期未来原料药毛利率会继续改善。

■ 制剂业务收入 5.17 亿元 同比增长 20.20% 毛利率 56.810% 同比提高 1

个百分点。我们认为，公司国内制剂业务增长很快，但受制于产能瓶颈，目前规模还不够大。

- 医药贸易收入 3.53 亿元，同比增长 26.10%，毛利率 1.25%，同比略有提高。我们认为医药贸易不是公司的主业，未来规模和利润率提高空间不大。
- 公司 2010 年业绩增长，得益于：1)药品招标中标率提高，价格变化不大；2)高毛利率产品增长较快；3)重点产品特别是新型制剂品种增长较快。
- 公司资产质量较好。应收帐款余额中 92%帐龄在一年以内；资产负债率在 26%；各项营运指标与上年基本持平。公司 ROE 为 15%，销售毛利率 30.6%，销售净利率 9.36%，同比上年均有小幅提高。

我们对公司未来增长仍然看好，投资逻辑如下：1) 新型制剂行业发展空间巨大，公司是这一领域的龙头公司；2) 海门基地建设将缓解公司目前的原料药和制剂产能瓶颈；3) 未来一批重磅炸弹产品陆续上市；4) 国药集团对公司的考核将促进公司业绩增长。

- **公司是国内新型制剂行业的真正龙头**，这一状况可以类比恒瑞在抗肿瘤药领域的地位。新型制剂在国内的使用比例仅约 3%，随着消费水平提高，病人对用药安全和便捷的需求，将促使这一行业快速发展。（参见《新型制剂行业报告》）
- **海门基地建设已经开始，预计 2012 年上半年建设完成，下半年投产**。公司现在浦东的原料药基地产能严重不足，以阿奇霉素为例，产能 180 吨，实际产量约 220 吨。公司的硫辛酸在 2010 年通过欧盟认证，从今年起增加对欧洲的出口，但受制于产能，其规模很难扩大。未来海门基地定位于特色原料药以及中间体生产，将改善公司原料药瓶颈。
- **公开增发方案有效期延长一年的议案经股东大会通过**。公司公开增发方案拟募集 7.2 亿元，用于海门基地建设。我们预计上半年有望发行。若以当前股价估算，增发数量可能在 4000 万股左右。
- **公司扩大制剂产能，未来制剂业务是公司发展的重点**。公司有多个新型制剂产品，目前销售最大的是硝苯地平控释片、马来酸依那普利片、头孢克洛缓释胶囊，但规模也就刚过亿。公司有大批储备产品，但受产能不足影响，目前很多重量级产品并未投产。预计今年下半年盐酸米那普仑片生产销售，明年降钙素粉雾剂投产。这两个产品都具有很大潜力，米那普仑是第四代抗抑郁药，国内首家上市。它是特异性 5-HT 和 NE 再摄取抑制剂（SNRI），其活性高，明显优于地昔帕明（desipramine）和丙米嗪（imipramine）。可用于治疗抑郁症的主要症状（焦虑、记忆与睡眠障碍，动作迟缓）而不产生自杀危险，其耐受性好，不良反应发生率低，市场前景广阔。降钙素是国外用于治疗骨质疏松的常用药物，粉雾剂使用方便，生物利用度高，市场潜力大。
- **销售队伍扩大，将带来收入明显增长**。公司在 2010 年有销售人员约 218 人，按人均销售收入看，并不低。公司今年预计再增加 100 人左右，明年可能再增加 100 人。销售队伍扩大，将明显带来收入的增长。
- **国药入主，将带来积极变化**。国药集团在 2010 年完成对上海医工院股权的收购，成为现代制药的实际控制人。国药集团对公司的定位是：特色原料药和创新药物的基地，公司未来不再发展青霉素、头孢类产品。此外，从公司关联交易公告看出，现代制药与国药控股之间的合作也在增加，国药控股作为国内最大的分销商，有助于公司产品在各地的招标推广。

- **现代制药有望成为国药集团医药工业的平台。**在国药集团内部，国药控股定位于医药商业，中生集团定位于疫苗和血制品等生物产品，而工业缺乏一个合适的平台。现代制药母公司为上海医工院，是国内化学药研发的国家队，技术实力远高于其他企业，很多行业龙头公司起家产品都是医工院的技术转让成果。未来医工院的优秀研发成果将优先提供给集团内部企业，而现代制药具有先天的资源优势，有望获得更多的扶持。在 2010 年，公司和医工院签订协议，受让 8 个技术成果，大部分都是极具潜力的缓控释产品。目前国药集团目前下属的医药工业规模不足 100 亿，预计十二五末期做到约 300 亿。国药控股下属的制药业务，以及国药集团其他制药资产，都有望进行整合。未来现代制药自身发展以及对外并购，都会有较大看点。
- **我们对公司短期内盈利预测下调。**原因是：1) 硫辛酸出口欧盟，今年才开始，量不会很大。明年后随着海门基地扩产，出口量增加，未来有望成为公司下一个过亿的原料药品种；2) 国内制剂受现有产能和销售队伍规模限制，增长速度有限，未来产能扩大，收入有望加快增长。2011 年公司要完成公开增发，同时也面临扩产和销售队伍增加的考验，因此业绩会低于此前预期。
- **盈利预测。**短期受产能瓶颈制约，我们下调对公司未来的盈利预测，预计 2011-2013 年 EPS 分别是：0.56、0.85 和 1.25 元。对公司未来业绩我们仍然乐观，由于国药集团是 2010 年完成对公司的股权变动，我们认为 2011 年以后，集团对现代制药会有业绩方面的考核，可能加快公司业绩释放。
- **评级。**现代制药作为国内新型制剂行业的龙头，属于研发驱动型企业。过去公司是科研体制，对营销重视不够，增长较慢。随着新管理层上任，加快了公司产能建设以及营销队伍建设，我们认为公司未来增长会加快。鉴于公司的行业地位，目前 50 亿的市值偏小，我们维持“强烈推荐”评级。

表、现代制药分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	10-1Q	10-2Q	10-3Q	10-4Q	QOQ	2009	2010	YOY	说明
营业收入	392	382	366	283	-22.7%	1164	1423	22.2%	原料药、制剂业务稳定增长 产品结构调整，毛利率提高 公司加大营销力度，计提较多销售费用
营业成本	267	267	260	193	-25.8%	818	987	20.7%	
毛利	125	115	106	90	-14.9%	346	436	25.8%	
销售费用	45	46	43	29	-31.7%	124	164	31.5%	
管理费用	36	32	22	31	41.3%	98	121	23.3%	
财务费用	2	2	1	1	-8.4%	2	6	213.0%	
资产减值	3	1	0	-3	-833.5%	2	2	-7.5%	
公允价值	0	0	0	0		0	0		
投资收益	-0	-0	-0	-0	0.0%	-5	-0	-97.3%	
营业利润	39	32	38	30	-19.9%	111	140	25.2%	
利润总额	40	34	39	42	7.2%	126	154	22.4%	四季度费用较多，增速环比不高
净利润	27	21	28	31	10.9%	89	108	21.4%	
EPS	0.095	0.074	0.098	0.109	10.9%	0.309	0.376	21.4%	
销售费用率	11.4%	12.1%	11.8%	10.4%	-1.4%	10.7%	11.5%	0.8%	
管理费用率	9.2%	8.5%	5.9%	10.8%	4.9%	8.4%	8.5%	0.1%	
财务费用率	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.1%	0.2%	0.4%	0.3%	
所得税率	12.4%	14.7%	17.4%	10.4%	-7.0%	13.7%	13.6%	-0.1%	
毛利率	32.0%	30.0%	28.9%	31.7%	2.9%	29.7%	30.6%	0.9%	
净利润率	7.0%	5.6%	7.7%	11.0%	3.3%	7.6%	7.6%	-0.1%	

资料来源：天软投资系统

注：“说明”一栏内容主要是对当期异动项原因的点评

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	681	787	958	1175
货币资金	163	224	279	347
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	107	156	194	241
其他应收款	7	8	10	12
存货	256	266	318	383
非流动资产	454	861	1106	1197
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	1	1	1	1
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	297	571	819	924
在建工程	24	112	106	78
油气资产	0	0	0	0
无形资产	116	122	129	135
资产总计	1136	1649	2064	2372
流动负债	276	631	782	709
短期借款	46	358	483	364
应付票据	30	25	30	41
应付账款	69	102	115	134
其他	132	146	155	169
非流动负债	22	27	27	27
长期借款	0	0	0	0
其他	22	27	27	27
负债合计	298	658	809	736
股本	288	288	288	288
资本公积	33	33	33	33
未分配利润	346	466	690	1021
少数股东权益	114	134	155	177
股东权益合计	838	991	1255	1637
负债及权益合计	1136	1649	2064	2372

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	108	162	243	360
折旧和摊销	31	42	61	76
资产减值准备	-12	18	4	5
无形资产摊销	4	3	3	3
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	6	9	20	19
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	25	20	21	22
营运资金的变动	55	20	94	110
经营活动产生现金流量	112	224	264	371
投资活动产生现金流量	-114	-437	-315	-165
融资活动产生现金流量	2	274	105	-138
现金净变动	-0	61	54	68
现金的期初余额	200	163	224	279
现金的期末余额	200	224	279	347

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1423	1727	2146	2668
营业成本	987	1183	1415	1701
营业税金及附加	4	5	6	8
销售费用	164	181	225	280
管理费用	121	147	182	227
财务费用	6	9	20	19
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-0	0	0	0
营业利润	140	199	295	431
营业外收入	15	12	12	12
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	154	210	306	442
所得税	21	29	42	60
净利润	133	182	264	382
少数股东损益	25	20	21	22
归属母公司净利润	108	162	243	360
EPS (元)	0.38	0.56	0.85	1.25

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	22.2%	21.3%	24.3%	24.3%
营业利润增长率	25.2%	43.0%	47.8%	46.0%
净利润增长率	21.4%	49.7%	50.3%	47.8%
盈利能力(%)				
毛利率	30.6%	31.5%	34.1%	36.2%
净利率	7.6%	9.4%	11.3%	13.5%
ROE	14.9%	18.9%	22.1%	24.6%

偿债能力(%)

资产负债率	26.2%	39.9%	39.2%	31.0%
流动比率	2.46	1.25	1.22	1.66
速动比率	1.54	0.83	0.82	1.12

营运能力(次)

资产周转率	1.38	1.24	1.16	1.20
应收帐款周转率	12.70	12.34	11.08	11.09

每股资料(元)

每股收益	0.38	0.56	0.85	1.25
每股经营现金	0.40	0.78	0.92	1.29
每股净资产	2.51	2.98	3.82	5.07

估值比率(倍)

PE	46.50	31.06	20.66	13.98
PB	6.95	5.87	4.57	3.44

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。