

现代制药(600420)/8.21 元

仍处于高速成长期，维持谨慎推荐评级

周锐
 86-755-82943245
 13713690858
Zhourui@ccs.com.cn

非周期性消费品·化学药

估值区间：8.2-9.0 元

谨慎推荐 A(维持)

8月3日现代制药公布05年中期报表，实现净利润3685万，已经超过2004年全年，硫辛酸是公司利润增长的最大贡献者。

- **利润增长远大于主营业务收入增长。**原因主要在于：1、公司营业费用增长幅度较少；2、由于公司全资子公司浦东药厂和嘉定基地的利润增长幅度要大于两个相对控股公司天伟生物和哈森制药的利润增长，因而公司少数股东权益增长幅度小于利润总额增长幅度，最终使得公司利润增长远大于主营收入增长。
- **硫辛酸是公司利润增长的最大贡献者。**据我们测算，由硫辛酸带来的净利润增长达到1159万，占现代制药净利润增长额1879万的61.7%。预计下半年硫辛酸仍将维持良好的销售态势，但增长速度有可能减缓。
- **阿奇霉素原料药毛利率进一步下降可能不大。**公司阿奇霉素原料药在成本上升的压力下毛利率上半年下降到11.7%（估算值）左右，随着国外需求的不断放大以及成本上升的推动，我们认为毛利率进一步下降的可能不大。
- **释药技术产品已经初露锋芒。**公司的释药技术产品销售收入增长幅度在50%以上，而带来的利润贡献比例也逐步增加。未来几年该产品很有可能脱颖而出成为公司利润增长的主力军，从而使公司摆脱原料药产品价格和市场波动可能带来的风险。该类产品的销售增长情况值得我们长期关注。
- **维持谨慎推荐评级。**据我们的业绩预测，现代制药当前动态PE 18.7倍，股价已经到了我们前期估值的8.2-9.0元的下限。但考虑到公司的长期增长潜力和可能出台的对价方案。我们仍然维持公司的谨慎推荐A的投资评级，建议继续增持。

上证指数：1104.04

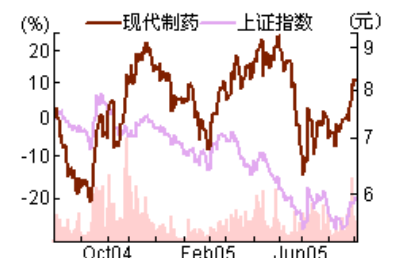
股本数据

A股总股本(万)	13079
流通A股(万)	4950
流通市值(亿)	4.06

股价表现

	绝对值	相对上证
3个月(%)	-11.4	-6.65
6个月(%)	12.3	24.2
1年(%)	11.1	30.7
52周波动(元)	5.80-9.40	

股价走势



资料来源：招商证券

相关研究

现代制药-上市简析与定价	6/15/2004
三大引擎推动公司快速成长	6/13/2005
复制“成功”——化学药2005年下半年投资策略报告	6/30/2005

主要财务指标

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E	会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(万元)	35853	61572	76674	90814	每股收益(元)	0.28	0.44	0.52	0.61
同比增长率(%)	-6.4%	71.7%	24.5%	18.4%	每股净资产(元)	4.61	3.71	3.99	4.27
营业利润(万元)	5574	8278	9977	11704	净资产收益率(%)	9.2%	11.8%	13.1%	14.4%
同比增长率(%)	50.1%	48.5%	20.5%	17.3%	每股股息(元)	0.19	0.24	0.34	0.44
净利润(万元)	3683	5707	6820	8014	股息收益率(%)	2.7%	3.3%	4.6%	6.0%
同比增长率(%)	57.2%	55.0%	19.5%	17.5%	负债率(%)	14.4%	16.5%	17.7%	18.4%
主营利润率(%)	39.4%	38.8%	38.4%	38.3%	P/E(倍)	29.2	18.8	15.7	13.4
营业利润率(%)	15.5%	13.4%	13.0%	12.9%	P/B(倍)	2.67	2.21	2.06	1.92
净利润率(%)	10.3%	9.3%	8.9%	8.8%	EV/EBITDA(倍)	11.4	8.1	6.6	5.6

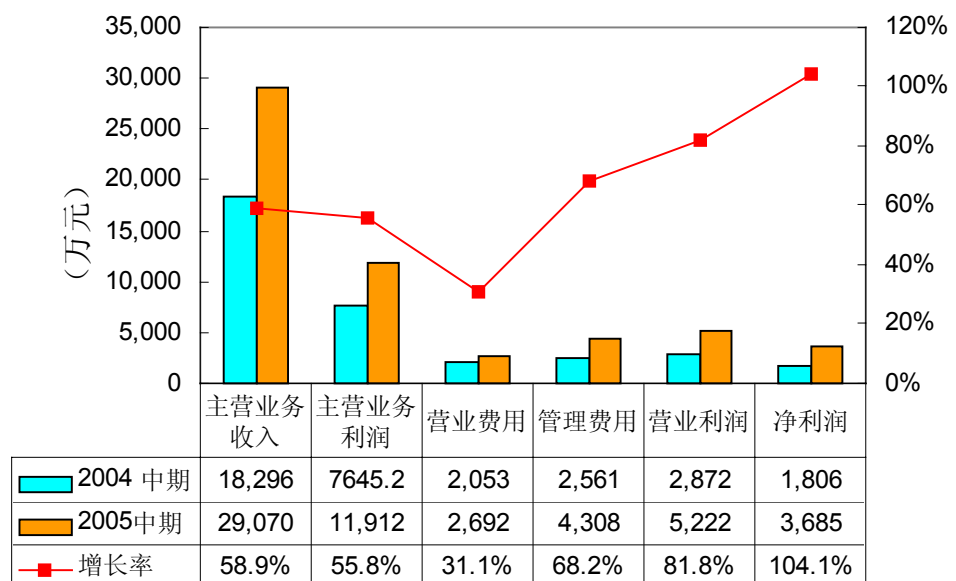
一、中期净利润同比翻番

8月3日现代制药公布2005年半年度报告，报告披露公司实现主营业务收入2.91亿，同比增长58.9%，净利润3685万，同比增长104.1%。每股收益0.28元，已经超出2004年全年的业绩。

公司的净利润增长幅度大大超过主营收入和主营利润的增长幅度，主要原因是由于公司营业费用增长幅度小于收入增长幅度，同时公司控股100%的浦东药厂和嘉定基地净利润增幅巨大，因而使得少数股东权益的增长幅度远小于营业利润的增长幅度，最终使得公司净利润取得了高达104%的巨幅增长。

在费用方面我们也注意到公司的管理费用增长幅度要大于主营收入增长幅度，而同时公司报表中支付给职工的资金约有1200万左右的增幅，因而我们推测管理费用的增长主要源于职工奖金的支付增加。

图1 现代制药主要盈利性指标变化情况



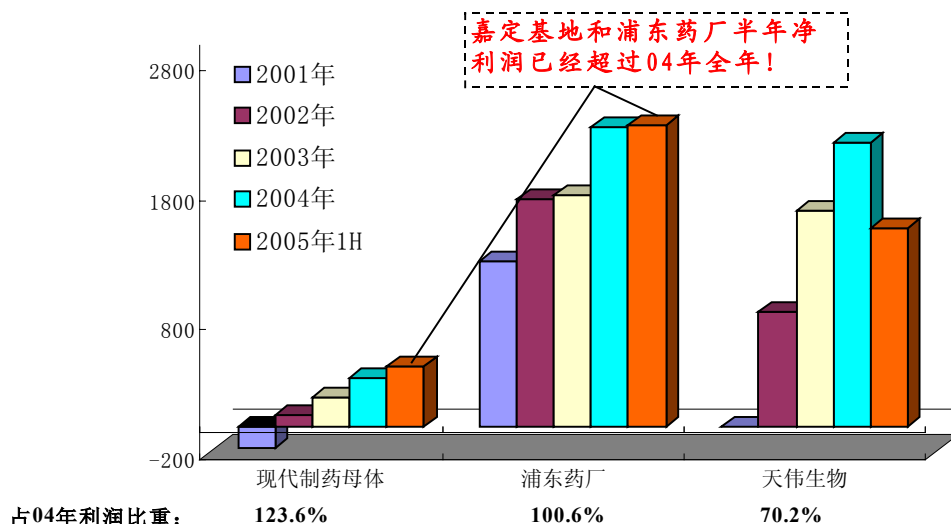
数据来源：招商证券研发中心

二、浦东药厂和嘉定基地是主要利润增长点

在现代制药下属的各个产业实体中，现代浦东药厂一直是公司利润的主要来源，对公司的净利润贡献超过60%。05年中期浦东药厂净利润再度出现大幅增长达到2331.6万，已经

超过 2004 年全年，而对公司利润贡献一直不大的嘉定基地（公司母体）营业利润也达到 544 万，由此估算对公司整体净利润的贡献约在 450 万，占公司净利润的比例超过 12.2%。这意味着公司释药技术产品对公司的利润贡献也在逐步增加。

图 2 现代制药主要产业的利润增长情况



数据来源：招商证券研发中心

三、主要产品销售状况及全年预测

硫辛酸

2005 年上半年硫辛酸无疑是现代制药的明星产品，据我们测算，由硫辛酸带来的净利润增长达到 1159 万，占现代制药净利润增长额 1879 万的 61.7%。预计下半年硫辛酸仍将维持良好的销售态势，但增长速度有可能减缓。

阿奇霉素

浦东药厂另外一个增长迅速的产品阿奇霉素原料药的销售额据我们估算上半年达到 6600 万，但毛利率则下降到 11.7%，因而该产品对公司的利润贡献甚微，这也符合我们前期的判断。

从阿奇霉素原料药的价格情况来看，04 年上半年约在 1350 元/kg 以上，而 04 年 8 月份就跌到了 1250 元/kg，05 年的价格在 1200 元/公斤波动，近期没有大的波动。而从我们估算的阿奇霉素毛利率来看，04 年上半年为 25.1%，下半年为 17%，05 年上半年又下降到 11.7%。毛利率的下降趋势十分明显。我们推测其原因主要是由于原材料的价格上涨，04 年下半年

以来阿奇霉素的原料硫氰酸红霉素因国外需求量大增价格出现了一定涨幅，而石化产品的价格也在不断上升之中。

我们认为阿奇霉素的目前的毛利率的下降空间不大，而随着国外需求的不断放大以及成本的推动，未来毛利率还存在回升的可能。如果现代制药能够在 FDA 和 COS 认证方面取得进展，未来还存在大幅提升阿奇霉素原料药毛利率的可能。

表 1 现代制药主要产品预测表

产品分类	2004 年		2005 年中期			2005E	
	主 营 收 入	毛 利 率	主 营 收 入	占 04 全 年	毛 利 率	主 营 收 入	毛 利 率
	(万)		(万)	比 例		(万)	
抗生素	15224	37.1%	12681	83.3%	32.0%	26436	29.7%
阿奇霉素原料药	6500	21.0%	6600	101.5%	11.7%	13650	12.0%
抗生素制剂总计	8724	49.1%	6081	69.7%	54.1%	12786	48.5%
阿奇霉素片	2600	-	-	-	-	3770	-
头孢氨苄缓释	2100	-	-	-	-	2500	-
头孢拉定分散片	1600	-	-	-	-	2880	-
其它抗生素	2424	-	-	-	-	3636	-
保肝类	4305	27.5%	6515	151.3%	39.1%	10700	39.6%
硫辛酸	4305	27.5%	6515	151.3%	39.1%	10700	39.62%
心血管类	4053	70.2%	3515	86.7%	68.5%	7414	68.0%
硝苯地平控释片	1730	-	1453	84.0%	88.0%	3114	-
马来酸伊那普利	1700	-	-	-	-	2500	-
其它心血管药物	623	-	-	-	-	1800	-
生物类	5634	50.2%	3518	62.4%	59.0%	7322	52.0%
普伐他汀	2834	-	-	-	-	3542	-
生化尿制品	2800	-	-	-	-	3780	-
右美沙芬缓释	0	-	-	-	-	500	60.0%
其它	887	-43.0%	-	-	-	1200	-
医药商业	2881	1.6%	-	-	-	0	-
内部抵消	488	-1.1%	-	-	-	0	-
哈森药业	3357	8.1%	-	-	-	8000	-
合计	35853	39.7%	29070	81.1%	41.2%	82636	35.1%

数据来源：招商证券研发中心 蓝色部分为估算值

释药技术产品

释药技术产品是现代制药最据优势和潜力的产品，05 年上半年从现代制药母公司的经营状况可以看出公司的释药技术产品总体销售收入增长幅度在 50%以上，而带来的利润贡献比例也逐步增加。未来几年该类产品很有可能脱颖而出成为公司利润增长的主力军，从而使公司摆脱原料药产品价格和市场波动可能带来的风险。该类产品的销售增长情况值得我们长期关注。

四、盈利预测和投资策略

现代制药业绩增长迅速，公司中期报表虽然在部分产品的销售额和毛利率方面与我们的预测值有所差异，但增长趋势和业绩整体符合我们的预测。我们仍然维持对于公司 05-07 年每股收益 0.44、0.52 和 0.61 的业绩预测。

根据我们的业绩预测，现代制药当前动态 PE 18.7 倍，股价已经到了我们前期估值的 8.2-9.0 元的下限。但考虑到公司的长期增长潜力和可能出台的对价方案。我们仍然维持公司的谨慎推荐 A 的投资评级，建议仍可增加持有量。

附表 财务预测表及主要财务比率指标

资产负债表	2004	2005E	2006E	2007E
货币资金	22041	17718	13578	12352
应收帐款	6782	11648	14505	17180
其他应收款	1134	1134	1134	1134
存货净额	6562	11263	14109	16735
流动资产合计	38748	44063	46180	50774
长期投资合计	98	98	98	98
固定资产合计	9918	17943	23575	26780
无形资产	2843	2635	2427	2219
资产总计	51619	64751	72293	79884
短期借款	1100	1100	1100	1100
应付帐款	2641	4584	5742	6811
预收帐款	852	1462	1821	2157
流动负债合计	7215	10715	12769	14675
长期借款	0	0	0	0
长期应付款	0	0	0	0
负债合计	7432	10715	12769	14675
少数股东权益	4028	5510	7325	9416
股本	8719	13079	13079	13079
资本公积金	22851	22851	22851	22851
留存收益	8590	12597	16269	19863
股东权益合计	40160	48526	52198	55792
负债和股东权益总计	51619	64751	72293	79884

现金流量表	2004	2005E	2006E	2007E
经营活动现金流量净额	-	2336	6356	8563
投资活动现金流量净额	-	(9183)	(7400)	(5400)
筹资活动现金流量净额	-	2525	(3097)	(4388)
现金期末余额	3421	17718	13578	12352
现金期初余额	3421	22041	17718	13578
经营活动现金流量净额	-0	(4322)	(4140)	(1226)

利润表	2004	2005E	2006E	2007E
主营业务收入	35853	61572	76674	90814
减：主营业务成本	21626	37545	47030	55783
主营业务税金及附加	87	150	187	221
主营业务利润	14140	23877	29458	34810
加：其他业务利润	22	20	20	20
营业费用	4076	6711	8358	9899
管理费用	4359	8990	11194	13259
财务费用	154	(82)	(51)	(32)
营业利润	5574	8278	9977	11704
加：投资收益	(16)	0	0	0
补贴收入	239	250	250	250
营业外收入	29	20	20	20
减：营业外支出	109	100	100	100
利润总额	5717	8448	10147	11874
减：所得税	852	1259	1512	1769
减：少数股东损益	1182	1482	1815	2091
净利润	3683	5707	6820	8014

财务比率	2004	2005E	2006E	2007E
盈利能力				
销售毛利率	39.7%	39.0%	38.7%	38.6%
销售净利率	10.3%	9.3%	8.9%	8.8%
净资产收益率	9.2%	11.8%	13.1%	14.4%
负债能力				
流动比率	5.37	4.11	3.62	3.46
速动比率	4.33	2.91	2.35	2.15
资产负债比率	14.4%	16.5%	17.7%	18.4%
现金流量				
每股经营现金流	0.00	0.18	0.49	0.65
净利润现金含量	0.0%	40.9%	93.2%	106.8%
营运能力				
应收账款周转率	5.36	6.68	5.86	5.73
存货周转率	3.85	4.21	3.71	3.62
发展能力				
主营业务收入增长率	-6.4%	71.7%	24.5%	18.4%
净利润增长率	57.2%	55.0%	19.5%	17.5%
净资产增长率	251.8%	20.8%	7.6%	6.9%
总资产增长率	96.9%	25.4%	11.6%	10.5%

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。