



医药/必需消费

现代制药 (600420)

经营趋势向上，国企改革再添动力

2014 年业绩快报点评

	胡博新 (分析师)	丁丹 (分析师)
	0755-23976766	0755-23976735
	huboxin@gtjas.com	dingdan@gtjas.com
证书编号	S0880514030007	S0880514030001

本报告导读:

2014 年业绩快报好于我们预期，公司经营向上趋势确立。公司作为国药下属企业改革试点企业，机制优化有望为发展再添动力。

投资要点:

经营趋势向上，维持增持评级。 Q4 业绩延续高增长，上调盈利预测预测，2014~2016 年 EPS0.66 (+0.03) /0.87 (+0.02) /1.14 (+0.03) 元 (不考虑增发摊薄)。公司通过聚焦核心制剂品种+外延整合并购，逐步从普药向高端专科用药转型，原料药业务逐步趋向稳定，自 2014 年以来经营向上趋势已经逐步确立，随着后续 15 亿募集资金到位，公司外延整合步伐有望再次迈开。维持增持评级，目标价 30 元。

Q4 延续高增长，产品结构优化。 2014 年全年收入增 17%，归属于母公司净利润 1.89 亿元，同比增 42%。Q4 单季度净利增长 44%，延续 Q2 以来高增长趋势。净利增速更高在于产品结构优化：1) 硝苯地平控释片等专科品种增速更快，基药市场拉动预计增速 30%；2) 5 月起国药荣生并表时间由 70%提升至 100%。30%股权预计增厚 1500 万。2015 年公司营销改革效果将逐步体现，高毛利专科用药将保持快速增长，新产品特康唑栓、米那普仑片、风寒砂熨剂有望贡献利润。若审批顺利，2015 年天伟生物促性激素系列制剂获批，将成为公司重要业绩增长点。

国企改革试点，机制优化有望再添动力。 公司于 2014 年 7 月已公告实际控制人国药集团为国企改革试点央企之一，若未来高管激励机制完善，管理层经营动力将进一步提升，推动内生和外延加速发展。

风险提示: 营销改革导致制剂销售波动；海门基地投产折旧增加。

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **30.00**

上次预测: 30.00

当前价格: 23.96

2015.01.16

交易数据

52 周内股价区间 (元)	14.55-27.24
总市值 (百万元)	6,894
总股本/流通 A 股 (百万股)	288/288
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	3.45
日均成交值 (百万元)	81.74

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,090
每股净资产	3.79
市净率	6.3
净负债率	107.70%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.12	0.14
Q2	0.13	0.22
Q3	0.05	0.08
Q4	0.15	0.23
全年	0.46	0.66

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-2%	-3%	55%
相对指数	-15%	-44%	-10%

相关报告

《整体增速放缓，把握个股性机会》2014.11.15

《股改：资产注入的“推手”》2007.02.02

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,007	2,350	2,694	3,232	3,767
(+/-)%	18%	17%	15%	20%	17%
经营利润 (EBIT)	186	216	302	394	507
(+/-)%	11%	18%	36%	30%	28%
净利润	116	133	189	251	328
(+/-)%	-3%	15%	42%	33%	31%
每股净收益 (元)	0.40	0.46	0.66	0.87	1.14
每股股利 (元)	0.26	0.36	0.10	0.13	0.17

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	9.7%	9.7%	11.5%	12.4%	13.6%
净资产收益率 (%)	12.8%	13.3%	16.3%	18.3%	19.9%
投入资本回报率 (%)	10.9%	9.5%	10.8%	13.8%	17.6%
EV/EBITDA	31.1	27.4	20.3	14.9	12.1
市盈率	62.1	54.2	38.2	28.7	22.0
股息率 (%)	1.0%	1.5%	0.4%	0.5%	0.7%

模型更新时间: 2015.01.16

股票研究

必需消费
医药

现代制药 (600420)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **30.00**

上次预测: 30.00

当前价格: 23.96

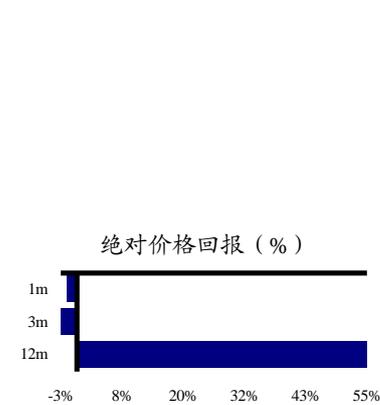
公司网址

www.shyndec.com

公司简介

公司是一家以原料药和制剂的生产为主业的医药企业。

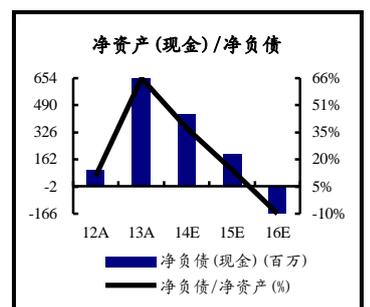
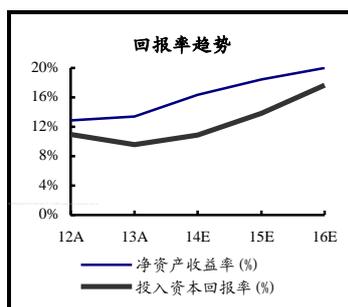
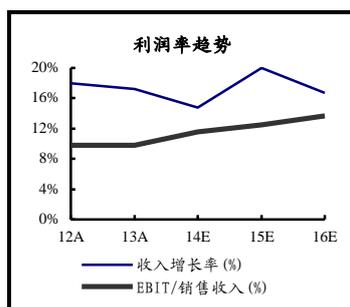
公司产品覆盖原料药和制剂、药物新型制剂和生物药品三大领域, 主导产品包括阿奇霉素、硫辛酸、头孢氨苄缓释胶囊、硝苯地平控释片和人尿制品等。



52 周价格范围 14.55-27.24
市值 (百万) 6,894

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	2,007	2,350	2,694	3,232	3,767
营业成本	1,330	1,369	1,466	1,680	1,882
税金及附加	8	14	16	19	23
销售费用	339	519	647	792	953
管理费用	144	233	263	347	403
EBIT	186	216	302	394	507
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	3	0	0	0
财务费用	-17	-19	-39	-32	-27
营业利润	170	180	262	360	479
所得税	34	29	44	58	76
少数股东损益	36	55	58	77	101
净利润	116	133	189	251	328
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	496	433	460	471	836
其他流动资产	801	1,014	1,018	1,191	1,368
长期投资	1	7	7	7	7
固定资产合计	962	1,480	1,484	1,444	1,366
无形及其他资产	208	211	204	197	189
资产合计	2,469	3,146	3,174	3,310	3,766
流动负债	747	923	733	580	659
非流动负债	532	898	898	898	898
股东权益	904	995	1,156	1,369	1,647
投入资本(IC)	1,760	2,405	2,434	2,484	2,496
现金流量表					
NOPLAT	159	198	261	340	437
折旧与摊销	57	74	90	126	135
流动资金增量	-130	37	194	325	98
资本支出	611	581	80	80	50
自由现金流	696	890	625	871	720
经营现金流	375	107	324	356	464
投资现金流	-611	-587	-80	-80	-50
融资现金流	456	417	-218	-265	-49
现金流净增加额	221	-63	27	11	365
财务指标					
成长性					
收入增长率	17.9%	17.1%	14.7%	19.9%	16.6%
EBIT 增长率	11.0%	17.6%	35.6%	29.6%	28.2%
净利润增长率	-3.4%	14.5%	42.1%	32.8%	30.8%
利润率					
毛利率	33.3%	41.2%	45.0%	47.4%	49.4%
EBIT 率	9.7%	9.7%	11.5%	12.4%	13.6%
净利润率	5.8%	5.7%	7.0%	7.8%	8.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	12.8%	13.3%	16.3%	18.3%	19.9%
总资产收益率(ROA)	4.7%	4.2%	5.9%	7.6%	8.7%
投入资本回报率(ROIC)	10.9%	9.5%	10.8%	13.8%	17.6%
运营能力					
存货周转天数	102	134	107	105	106
应收账款周转天数	82	73	72	71	71
总资产周转天数	443	482	424	369	360
净利润现金含量	4.68	1.37	2.48	2.05	2.05
资本支出/收入	30.4%	24.7%	3.0%	2.5%	1.3%
偿债能力					
资产负债率	51.8%	57.9%	51.4%	44.7%	41.3%
净负债率	11.1%	65.7%	37.9%	14.5%	-10.1%
估值比率					
PE	62.1	54.2	38.2	28.7	22.0
PB	8.0	7.2	6.2	5.3	4.4
EV/EBITDA	31.1	27.4	20.3	14.9	12.1
P/S	3.6	3.1	2.7	2.2	1.9
股息率	1.0%	1.5%	0.4%	0.5%	0.7%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许范围内使用, 并注明出处为“国泰君安证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议, 本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后的 12 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		