

新起点，新征程

证券研究报告 - 公司首次覆盖报告

证券分析师：江维娜 证券投资咨询执业证书编码：S0980515060001

联系人：徐衍鹏

2017年4月9日

目录

- 投资摘要
- 现代制药肩负国药集团化药工业重整腾飞的使命
- 混改拉开帷幕，有望注入强心剂
- 启动业务整合，发挥协同优势
- 盈利预测&投资建议

投资摘要

- **现代制药肩负国药集团化药工业重整腾飞的使命。**作为国资委下属最大的医药集团，国药集团目前下属有6家上市公司平台，按业务类型可分为医药商业、化药、生物药、中药四大板块。16年重组完成后，现代制药成为国药集团的化药工业平台，未来有进一步资产重合预期。国药集团的医药分销和零售业务在国内处绝对龙头地位，16年其分销收入规模达2464亿元人民币，远高于华润医药的1322亿元港币和上海医药的1086亿元人民币。但就工商业协同而言，国药弱于上药与华润。国药集团资产重组完成后有望加强工商业一体化协同，推动制药工业加快发展。
- **混改拉开帷幕，有望注入强心剂。**2014年，国药集团成为国务院国资委选定的中央企业发展混合所有制经济和中央企业董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理三项职权的两项试点企业之一。2016年8月初国药控股就混改试点工作要求形成了限制性股票激励计划并予以披露实施。而国药股份和国药一致作为国药集团及国药控股内部发展混合所有制经济的首批试点单位，在资产整合完成后，正在积极探索和推进各自的混改项目。现代制药在去年资产重组中已通过股权置换引入部分高管等个人股东，混改已实质上拉开帷幕；而当前公司管理层已基本稳定下来，后续有望跟进集团部署启动更大范围的混改。
- **启动业务整合，发挥协同优势。**重组完成后，公司正在梳理下属各子公司的业务线，未来将按照治疗类别分抗感染、心脑血管、抗肿瘤、精麻类药物、OTC五个方向对旗下公司进行整合管理，充分发挥上市公司平台下各子公司间在研发、生产、销售等方面的协同效应。其中，威奇达作为国内抗生素中间体的龙头企业充分受益于产品提价，按照目前其每年约1万吨实际产量粗算，6-APA每公斤价格若上涨10元，将增厚威奇达 $10000 \times 103 \times 10 = 1$ 亿元净利润。现代海门16年由于折旧、存货跌价准备等原因亏损8200万元，我们认为其17年有望渡过早期的困难阶段，通过与母公司、威奇达等开展产业链分工协作、增加注册原料药批文等举措实现扭亏。

投资摘要

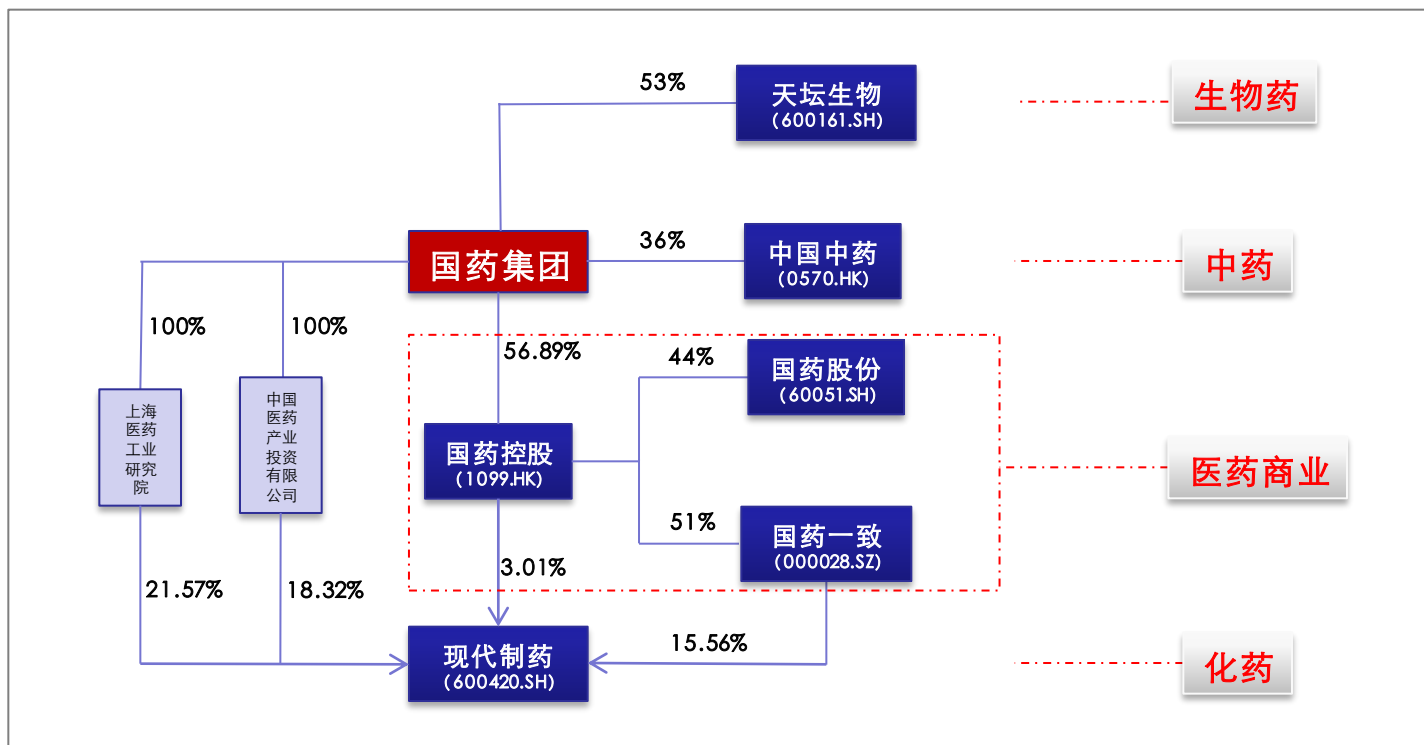
- **首次覆盖，给予“买入”评级，合理估值42.5-45.6元。**我们预测公司17-19年净利润为8.43/9.93/11.5亿元，同比增长76.8%/17.8%/15.8%，EPS为1.52/1.79/2.07元，当前股价对应PE为22.4/19.0/16.4x。公司重组完成后，成为国药集团下属化药工业平台，站在全新的发展起点上，有望对下属各业务板块进行重新梳理重合，充分发挥各条业务线在研发、生产、销售等方面的协同效应，并利用国药集团在医药分销、零售领域的优势，工商业一体化优势互补，将化药工业做大做强。我们看好公司作为国药集团的化药工业平台所迎来的历史性发展机遇与巨大前景，给予17年28~30x估值，对应合理估值42.5-45.6元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**重组完成后，子公司业务整合不达预期；普药类产品受医保控费、限抗政策等影响较大，产品价格及销量有下行风险；原料药价格波动风险；国药集团混改进度低于预期。

●现代制药肩负国药集团化药工业重整腾飞的使命

重组后的现代制药成为国药集团的化药工业平台

- **国药集团架构：**作为国资委下属最大的医药集团，国药集团目前下属有**6家上市公司平台**，按业务类型可分为医药商业、化药、生物药、中药四大板块。其中，作为化药平台的现代制药是在**2016年集团内部进行统一整合**，将原先由集团及子公司持有的相关制药公司股权重组到现代制药旗下而构成。
- 重组后形成的现代制药作为国药集团的化药工业平台，肩负国药集团化药工业重整腾飞的使命，此次重组对于国药集团和现代制药都将产生深远影响！

图：国药集团下属业务板块构成



未来有进一步资产重合预期

- 本次重组完成后，现代制药除母公司产品线外（拥有硝苯地平控释片等重磅品种），旗下拥有18家参控股公司（17家为子公司，其中6家为全资子公司，其余11家持股比例也在50%以上），上市公司产品线极大丰富，医药工业产值在国内属行业领先。
- 考虑到现代制药作为国药集团的化药工业平台的重要定位，未来也不排除集团会进一步进行资产整合。包括对现代制药非全资子公司及联营企业剩余少数股东权益的整合、国药集团其它下属化药制造企业的整合及国内外其它优质资产的外延整合。

表：整合完成后的现代制药拥有18家参控股公司

被参控公司	参控关系	直接持股比例
国药集团威奇达药业有限公司	子公司	100.0%
上海现代制药海门有限公司	子公司	100.0%
国药集团容生制药有限公司	子公司	100.0%
国药集团汕头金石制药有限公司	子公司	100.0%
上海现代制药营销有限公司	子公司	100.0%
国药集团工业有限公司	子公司	100.0%
国药集团中联药业有限公司	子公司	96.2%
国药集团川抗制药有限公司	子公司	72.0%
上海天伟生物制药有限公司	子公司	55.0%
国药集团新疆制药有限公司	子公司	55.0%
青海制药(集团)有限责任公司	子公司	52.9%
国药集团致君(深圳)制药有限公司	子公司	51.0%
国药一心制药有限公司	子公司	51.0%
国药集团致君(深圳)坪山制药有限公司	子公司	51.0%
深圳致君医药贸易有限公司	子公司	51.0%
上海现代哈森(商丘)药业有限公司	子公司	51.0%
国药集团三益药业(芜湖)有限公司	子公司	51.0%
青海制药厂有限公司	联营企业	45.2%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表：国药集团下部分其它化药相关公司的介绍

被参控公司	参控关系	直接持股比例	主营业务介绍	业绩情况
国药集团 国瑞 药业	子公司	国药股份持股61.06%； 国药控股持股30%	公司以生产经营化学药品为主，重点聚焦心脑血管药、抗感染药、肿瘤疾病药、呼吸系统用药四大治疗领域药品制剂及其配套原料药。拥有160多个品种、规格的产品批准文号，包括冻干粉针剂、粉针剂（含头孢菌素类）、小容量注射剂、口服固体制剂、原料药。主要产品有依达拉奉、溴己新等。	2016年公司营业收入2.92亿元，净利润2412万元
深圳万 乐药业	联营企业	国药一致持股35.19%； 国药控股持股35%	公司是国内专业的抗肿瘤药物研发与生产企业，拥有涵盖蒽环类抗生素、植物碱类（包括紫杉烷类、喜树碱类和长春碱类）、烷化剂、金属铂类等各主要大类抗肿瘤药物的产品	2016年PDB样本医院销售额2.4亿元（最大品种吡柔比星1.4亿元，多西他赛8900万元）；估计公司年总销售额在10亿元左右

资料来源：公司公告、公司网站、国信证券经济研究所整理

国药集团的医药分销和零售业务在国内处绝对龙头地位

■ 作为国内最大的三大医药巨头，其医药商业收入规模均在千亿元以上，而国药控股又远超华润和上药，是国内医药商业领域的绝对龙头企业，规模优势十分明显。相比之下，三大医药集团的医药工业相对较弱，尽管收入规模均在百亿元以上，但产品线多以普药为主，如何充分发挥工商业一体的优势做大做强是其共同面临的问题。

表：国药、华润、上药三大医药集团业务比较

公司	医药商业		医药工业	
	盈利能力	业务规模	盈利能力	业务特点
国药控股 (1099.HK)	<p>医药分销业务：16年收入为2464亿元*，同比增长13.3%；</p> <p>医药零售业务：16年收入为102亿元，同比增长17.3%。</p>	<p>医药分销网络：国内医药分销龙头，分销网络覆盖全国31个省、直辖市及自治区，直接客户包括1.4万家等级医院（其中三级医院1991家），小规模终端客户（含基层医疗机构）11.9万家，零售药店7.9万家。在全国拥有物流网络站251个。</p> <p>零售药店：3502家，其中直营店2503家，加盟店999家。</p>	<p>16年收入：中国中药63亿元，天坛生物20亿元，现代制药91亿元。</p>	<p>重组后的现代制药作为化药工业平台，产品线主要涉及抗感染、心血管、抗肿瘤、激素药物、麻醉药、生化药几大领域，共拥有2013个药品批准文号，过亿元产品21个；2016年现代制药研发投入3.6亿元。</p>
华润医药 (3320.HK)	<p>医药分销业务：16年收入为1322亿元*，同比增长7.4%；毛利率为6.2%；</p> <p>医药零售业务：16年收入为39亿元，同比增长7.2%，毛利率为18.3%。</p>	<p>医药分销网络：已覆盖全国23个省、直辖市和自治区，客户中包括二、三级医院4280家，基层医疗机构3.58万家、零售药店1.9万家。分销业务拥有物流中心118个。</p> <p>零售药店：739家，DTP药房39家。</p>	<p>16年收入为253亿元，同比增长4.4%，毛利率为59.7%；其中，化药96亿元，中药132亿元，生物药2.4亿元，保健品5.2亿元。</p>	<p>专注于心血管、肿瘤、代谢病、消化道及中枢神经治疗领域，拥有药品种类超500种，其中，32个品种年收入过1亿元，6个品种年收入过10亿元；16年研发投入7.25亿元。</p>
上海医药 (601607.SH)	<p>医药分销业务：16年收入收入1086亿元，同比增长15.90%；毛利率5.89%；</p> <p>医药零售业务：16年收入51亿元，同比增长7.47%；毛利率15.52%。</p>	<p>医药分销网络：分销网络覆盖全国31个省、直辖市及自治区(其中通过控股子公司直接覆盖全国20个)，覆盖各类医疗机构超过2.5万家，其中医院24,553家，医院中三级医院1,332家。</p> <p>零售药店：1807家，其中直营店1173家；公司与医疗机构合办药房40家。</p>	<p>16年收入124亿元，同比增长5.01%，毛利率51.57%。其中化药57亿元，中药45亿元，生物药3.8亿元，其他工业产品（原料药、保健品、医疗器械等）17亿元。</p>	<p>产品主要聚焦消化系统和免疫代谢、心脑血管、全身抗感染、精神神经以及抗肿瘤五大治疗领域，常年生产超800个药品品种，过亿产品26个；16年研发投入6.71亿元。</p>

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理，以上公司仅作列示；*注：相关数据为2016年财报数据，华润数据单位为亿元港币，国控和上药数据单位为亿元人民币

就工商业协同而言，国药弱于上药与华润

- 制药业务收入分为外部收入（合并报表中实际收入）和分部间收入（销售给集团自身商业产生的收入，实际在合并报表时抵消）。国药集团下该“分部间收入”体现在现代制药与国药控股的关联交易中。
- 从2016年工商业协同产生的销售收入来看，现代制药仅为3.95亿元，远低于上药20.8亿元和华润29.4亿元（港币）；从该收入在制药业务的占比来看，现代制药仅为4.3%，同样低于上药16.8%和华润11.6%。
- 上药和华润医药在过去几年整体制药业务收入增速放缓，主要是外部收入放缓明显，内部销售给自身商业的收入仍然增长较快。

表：上海医药工商业协同情况（单位：亿元人民币）

单位：亿元人民币	2011	2012	2013	2014	2015	2016
制药业务分部收入	91	99	107	111	118	124
增长率		8.8%	8.1%	3.7%	6.3%	5.1%
其中：						
分部间收入	16.4	17.7	13.4	16.1	16.8	20.8
增长率		7.9%	-24.3%	20.1%	4.3%	23.8%
外部收入	74	81	94	95	101	103
增长率		9.5%	16.0%	1.1%	6.3%	2.0%
分部间收入占比	18.0%	17.9%	12.5%	14.5%	14.2%	16.8%

表：华润医药工商业协同情况（单位：亿元港币）

	2013	2014	2015	2016
制药业务分部收入	223	219	242	253
增长率		-1.8%	10.5%	4.5%
其中：				
分部间收入	14.7	22.5	26.4	29.4
增长率		53.1%	17.3%	11.4%
外部收入	208	197	216	223
增长率		-5.3%	9.6%	3.2%
分部间收入占比	6.6%	10.3%	10.9%	11.6%

表：国药集团工商业协同情况（单位：亿元人民币）

	2016
现代制药营业收入	91
销售给国药控股及附属公司的关联交易额	3.95
关联交易额在现代制药收入中占比	4.3%

●混改拉开帷幕，有望注入强心剂

2017年是国企混合所有制改革之年

- 2014年7月，国务院国资委发布了央企“四项改革”试点名单，国资改革迈出实质性步伐，进入顶层设计与试点先行同步推进的阶段。国药集团被选定作为其中两项的试点企业。

第一批央企“四项改革”试点名单：

- ✓ 中央企业改组国有资本投资公司试点：中粮集团、国家开发投资公司；
- ✓ 中央企业发展混合所有制经济试点：中国医药集团、中国建材材料集团；
- ✓ 中央企业董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理职权试点：中国节能环保集团、中国建材、新兴际华集团和中国医药集团；
- ✓ 向中央企业派驻纪检组试点：将选2-3家列入试点，尚未详列入围名单。

- 2016年8月，国资委发布《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》，意见提出“优先支持人才资本和技术要素贡献占比较高的转制科研院所、高新技术企业、科技服务型企业开展员工持股试点”、“主要采取增资扩股、出资新设方式开展员工持股，并保证国有资本处于控股地位”、“建立健全激励约束长效机制，符合条件的员工自愿入股，入股员工与企业共享改革发展成果，共担市场竞争风险”，同时也对员工持股的具体方案作出规定。意见的出台为相关国企混改路径指明方向，接下来进入各企业探索落地实施阶段。

- 2017年是国企混合所有制改革之年。2016年12月中旬召开的中央经济工作会议强调“混合所有制改革是国企改革的重要突破口，在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域迈出实质性步伐”。在今年的全国“两会”上，国资委主任肖亚庆表态称，2017年混合所有制的突破口要进一步扩大。

国药集团下属公司混改已箭在弦上

■ 七大垄断领域已开展试点

目前发改委会同国资委等部门在中央经济工作会议提出的“电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工”等七大垄断领域选择了7家企业或项目，开展第一批混合所有制改革试点。目前，正在组织审议批复试点方案，其中4个已经批复实施。

■ 医药等竞争性领域混改实施较快

2016年12月29日，云南白药公告混改方案，云南白药控股股东白药控股通过增资方式，引入新华都实业集团股份有限公司。新华都将向白药控股增资约254亿元，交易完成后，白药控股的股权结构变更为云南省国资委和新华都各持有50%股权。白药控股仍持有云南白药41.52%的股份，仍为公司的控股股东。该混改方案有两大特色：

- ✓ 新华都和云南省国资委各持有50%股权，并列为第一大股东；
- ✓ 双方达成“去行政化”条款，“买断”云南白药高管的行政性职级，成为彻底职业经理人，以后全部市场化选聘。

新华都作为战略投资方，大比例进行股权投资并参与管理层，有利于充分激发民营资本活力，提升国企业务的转型和升级，提升企业效率。云南白药的混改方案为其它国企提供一个新的样板，自公司公告混改方案复牌以来，股价已累计上涨24%，市场对于其混改后的经营效率提升充满期待。

■ 国药集团下属公司混改已箭在弦上

2014年成为国企改革试点企业后，国药集团在国药控股的股权激励，以及国药股份、国药一致、现代制药、天坛生物的资产整合方面取得进展。2016年8月初国药控股已经就混改试点工作要求形成了限制性股票激励计划并予以披露实施。另外，国药股份和国药一致作为国药集团及国药控股内部发展混合所有制经济的首批试点单位，在资产整合完成后，正在积极探索和推进各自的混改项目，有望在2017年取得重大进展。

现代制药的混改实质上已拉开帷幕

- 现代制药已于2016年完成对国药集团下属化药工业资源的重组，而公司作为国药集团重要的医药工业平台之一，在重组完成后也亟需理顺管理与激励机制，充分发挥各子公司业务协同的优势，提高经营效率，使旗下资产发挥1+1>2的效用。而混改是理顺机制的关键步骤，国药集团正在推动下属各公司的混改工作，现代制药也有望被纳入试点单位进行上市公司层面的混合所有制改革。
- 另外，前段时间现代制药高管层经历一定波动，目前已基本稳定。考虑到各子公司的业务情况，公司成立了合资公司管理委员会和全资公司管理委员会，前者由董事长周总负责，后者实际业务由董事韩总负责（韩总同时担任威奇达的董事长，在此管委会下负责现代制药下属全部子公司的协同管理）。在业务整合完毕，核心高管队伍稳定的前提下，已具备开展混改的条件。
- 从公司目前股东结构来看，董事韩总通过去年的资产重组（置换威奇达及中抗制药的股权）已成为公司最大个人股东，持股比例为**7.68%**；另外，原汕头金石**12**名自然人股东也同样通过去年的资产重组持有上市公司部分股权。公司的混改实质上已拉开帷幕。但要充分激励公司核心高管、技术骨干等，使各子公司协同效应最大化，尚需要在更广范围和程度上进行混改，这一点有望随着国药集团的整体部署得到积极推进。

表：现代制药前十大股东（2017年3月7日）

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	上海医药工业研究院	119,756,311	21.57%
2	中国医药投资有限公司	101,740,303	18.32%
3	国药集团一致药业股份有限公司	86,418,532	15.56%
4	韩雁林	42,637,223	7.68%
5	国药控股股份有限公司	16,731,237	3.01%
6	杭州潭溪投资管理有限公司	14,287,349	2.57%
7	永诚财产保险股份有限公司-自有资金	10,274,460	1.85%
8	上海广慈医学高科技公司	6,260,000	1.13%
9	卫保权	5,293,077	0.95%
10	机构投资者	4,183,598	0.75%
	合计	407,582,090	73.39%

● 启动业务整合，发挥协同优势

按产品线分为五大业务板块进行整合

■ 随着本次整合国药集团旗下工业资产的重大资产重组工作的完成，现代制药已成为初具规模的化学药集团，旗下涵盖二级企业17家，三级企业11家，在化学药工业发展方面，已经形成战略统一、资源集中、配置合理、具有规模效应及上下游产业链协同优势的专业化发展格局。目前公司正在梳理下属各子公司的业务线，未来将按照治疗类别分抗感染、心脑血管、抗肿瘤、精麻类药物、OTC五个方向对旗下公司进行整合管理，充分发挥上市公司平台下各子公司间在研发、生产、销售等方面的协同效应。

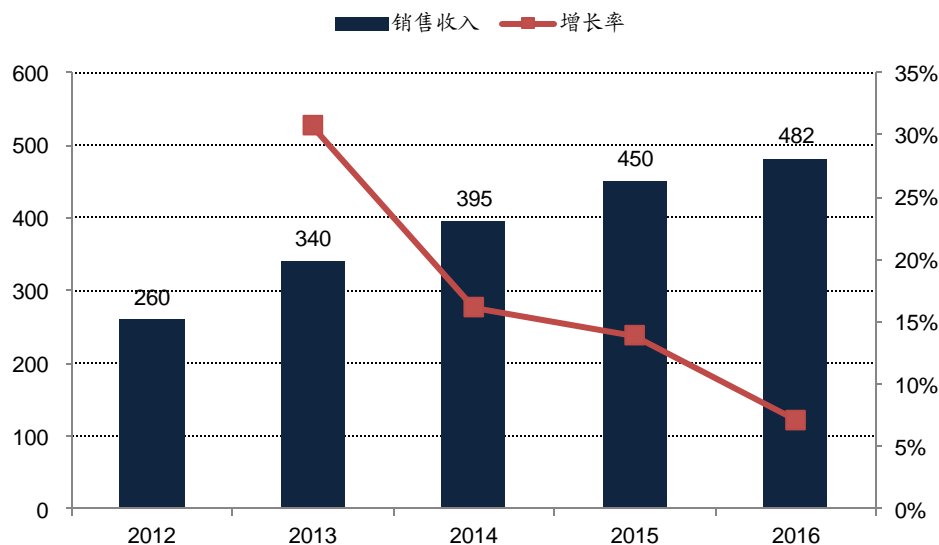
表：重组完成后现代制药的产品线布局

产品大类	相关公司	主要产品
抗感染	致君制药	头孢类抗生素
	国药威奇达	7-ACA、阿莫西林
	中抗制药	6-APA、青霉素钾盐
	汕头金石	头孢类抗生素、阿莫西林
	现代制药母公司	头孢类抗生素及其它类抗生素
抗肿瘤药物	国药一心	甘露聚糖肽、醋酸奥曲肽、胸腺五肽
	川抗制药	生物免疫抑制剂及抗肿瘤治疗药品，主要产品：他克莫司、吗替麦考酚酯、环孢素、甘露聚糖肽、乌苯美司等
麻醉药品	国工有限	阿片粉、氨酚待因片
心脑血管	现代制药母公司	硝苯地平控释片、马来酸依那普利
OTC	芜湖三益	皮肤病类药物溶搽剂、乳膏剂
	青海制药	藿香正气水、感冒清热颗粒
	坪山制药	双氯芬酸钠缓释片、健儿清解液
	新疆制药	复方甘草片、复方雪莲胶囊
	现代制药母公司	积雪苷霜软膏
	中联药业	OTC类中成药
	其它	天伟生物
	国药容生	冻干粉针剂、小容量注射剂为主，主要产品包括甲泼尼龙
	现代哈森	小容量注射剂为主，主要产品有抗头痛、抗失眠药天麻素系列产品、抗糖尿病新药硫酸辛酸注射液、抗真菌新药盐酸伊曲康唑系列产品
	现代海门	高附加值的医药原料药和中间体

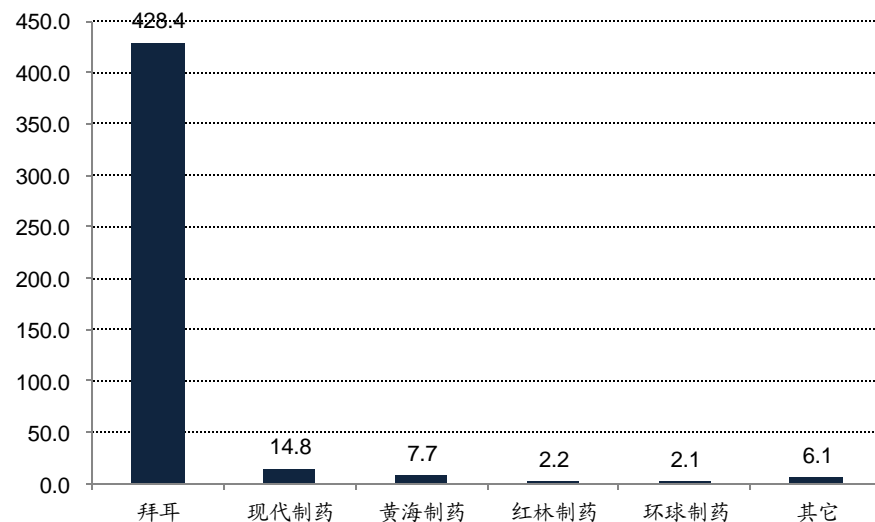
现代制药母公司：硝苯地平控释片保持快速增长

- 现代制药母公司独家生产的硝苯地平控释片为“国内两家、国产唯一”的控释片，其渗透泵控释技术在国内领先（该品种来自上海医工院，体现出医工院在研发方面的优势，现代制药整合完成后，加强与医工院在研发方面的优势互补有望取得更深层次的合作进展）。原研拜耳的拜新同与公司的欣然两个硝苯地平控释剂型在招标中具有优势，价格远高于缓释剂型，市场份额遥遥领先。2016年欣然销售达到4.82亿元，同比增长7.1%。
- 作为首仿药，欣然的中标价格约为原研的60%左右，价格优势明显。目前国内正在开展一致性评价，公司也早已启动对该产品的评价，并已开展了BE预试验。若欣然能尽早通过一致性评价，随着后续医保支付政策的落实，公司产品有望与原研产品享受同一报销标准，价格优势将带动销售放量加速。

图：现代制药硝苯地平控释片销售情况（单位：百万元人民币）



图：2016年PDB样本医院硝苯地平销售情况（单位：百万元人民币）

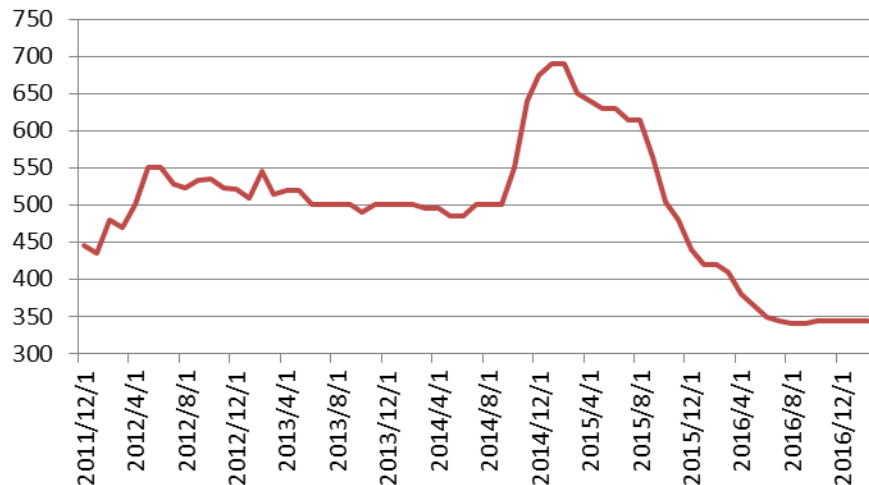


威奇达：抗生素中间体的龙头企业充分受益于产品提价

图：国内6-APA的价格走势（元/公斤）



图：国内7-ACA的价格走势（元/公斤）



6-APA的供需格局

需求：30000吨

供给：如下表

6-APA	产能（吨）	产能利用率
联邦制药	18000	50%
国药威奇达	10000	100%
科伦药业	5000	100%
常盛医药	2000	--

7-ACA的供需格局

需求：6000吨

供给：如下表

7-ACA	产能（吨）	产能利用率
健康元	2000	--
国药威奇达	1600	100%
石药集团	1600	--
科伦药业	3000	17Q3满产

威奇达：抗生素中间体的龙头企业充分受益于产品提价

- 威奇达深耕抗生素中间体行业十几年，积淀了较强的竞争优势，尤其在国内环保监管加严、行业产能出清的过程中，其竞争力得到放大和强化。威奇达的竞争力体现在以下几个方面：
 - ✓ 环保优势：早期便开始高投入（如，公司是国内最早投入MVR蒸发器），成为业内标杆；
 - ✓ 成本优势：公司16年主要产能利用率均达到100%，6-APA、7-ACA的实际产量在行业内领先，充足的开工率摊薄了成本；
 - ✓ 质量优势：公司产品的工艺优化、质量控制在业内也居于领先地位，因此在下游的主要优质客户（需求量大，且稳定）中认可度较高，如威奇达的7-ACA主要供给齐鲁，而6-APA主要供给LUPIN和大众。同时公司也积极开展在规范市场认证，加大向规范市场（价格更高）的出口力度。

表：威奇达在美国FDA认证的原料药

DMF#	SUBMIT DATE	HOLDER	SUBJECT
27903	2014/2/5	SINOPHARM WEIQIDA PHARMACEUTICAL CO LTD	CLAVULANATE POTASSIUM, USP
27966	2014/3/12		CLAVULANATE POTASSIUM DILUTED 1:1 WITH SILICON DIOXIDE
27976	2014/3/18		CLAVULANATE POTASSIUM DILUTED 1:1 WITH MICROCRYSTALLINE CELLULOSE
30473	2016/5/9		7-AMINOCEPHALOSPORANIC ACID
30779	2016/8/2		6-AMINOPENICILLANIC ACID

表：威奇达在欧盟COS认证的原料药

Substance Number	Substance	Certificate Holder	Certificate Number	Issue Date
1140	Potassium clavulanate	SINOPHARM WEIQIDA PHARMACEUTICAL CO., LTD. CN 037 300 Datong	R0-CEP 2014-320-Rev01	13/07/2016
1653	Potassium clavulanate, diluted with cellulose microcrystalline (0316) in ratio 1:1		R0-CEP 2014-327-Rev01	12/07/2016
1653	Potassium clavulanate, diluted with silica, colloidal anhydrous (0434) in ratio 1:1		R0-CEP 2014-329-Rev01	07/07/2016

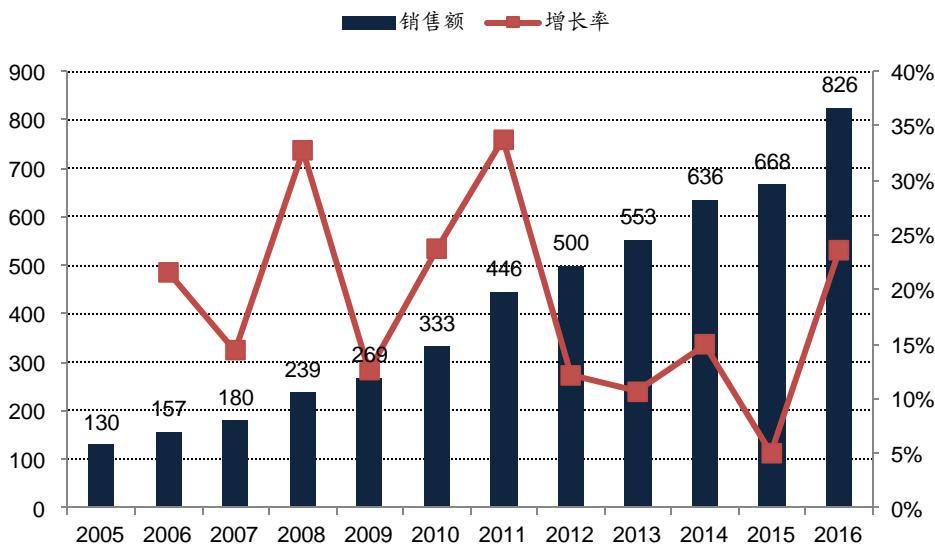
对价格走势的判断：

- ✓ 6-APA：受环保整治影响，行业现有产能未充分开工，目前国内6-APA供需基本平衡，供给略微紧张，若实际产能有收缩，6-APA价格有望继续回升，这也将给威奇达贡献业绩弹性。**按照目前每年约1万吨实际产量粗算，6-APA每公斤价格若上涨10元，将增厚威奇达10000*10³*10=1亿元净利润。**
- ✓ 7-ACA：目前国内7-ACA产能仍然过剩，行业竞争激烈，我们判断7-ACA价格将继续在底部徘徊，短期内难有大的上涨。

天伟生物：受益于辅助生殖需求激增，业绩快速增长

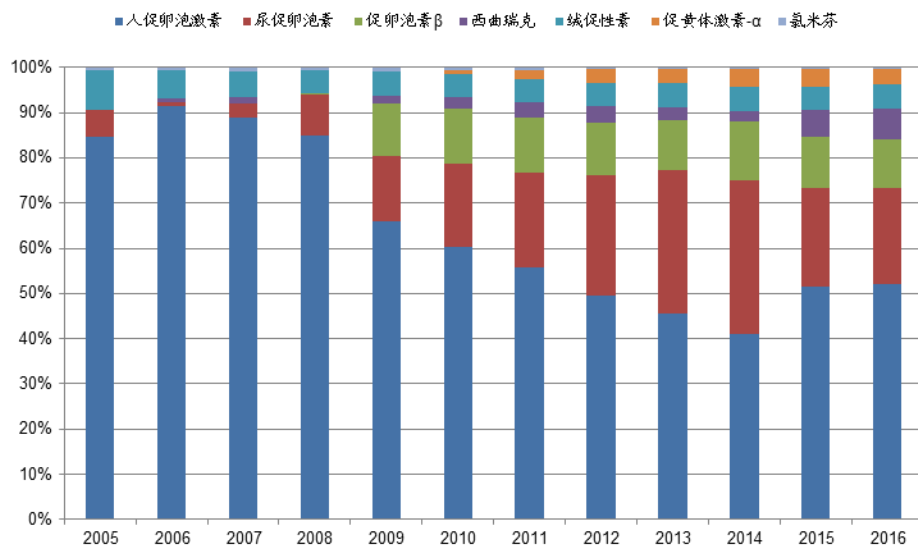
- 天伟生物主营高附加值的原料药与中间体，拥有生物提取、微生物发酵和化学合成三大技术研发平台，主要产品有有绒促性素，尿促性素，尿促卵泡素，前列腺素系列，抗真菌系列及其中间体等。其中，尿促卵泡素原料药目前独占市场，是其盈利的重要来源之一。丽珠的尿促卵泡素原料药均自天伟采购，两家签有长期合作协议；另外，丽珠也已于16年底获得尿促卵泡素原料药批文
- 辅助生殖需求旺盛。据卫计委公开资料，中国目前不孕不育发病率占育龄人群的10%至12%，患病人群数量超过4000万。全面二胎政策放开也进一步推动辅助生殖市场需求提升。PDB样本医院的助孕药销售规模在2016年已达到8.26亿元（同比增长23.6%），预计国内市场在30亿元以上。
- “促卵泡素（FSH）+绒促性素（HCG）”是临床助孕主要用药（两类药物合计市场占比近90%）。其中，FSH用来促进卵泡发育与成熟，之后再注射HCG促进排卵。

图：样本医院助孕药市场规模增长情况（单位：百万元）



资料来源：PDB、国信证券经济研究所整理

图：样本医院助孕药市场格局变化



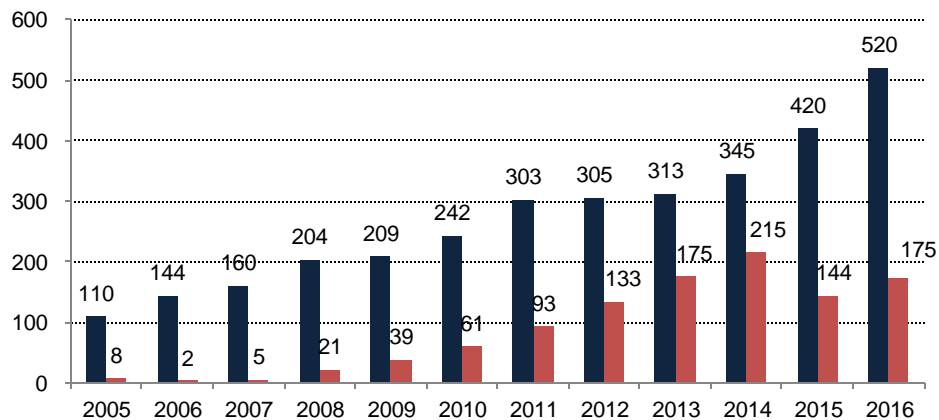
资料来源：PDB、国信证券经济研究所整理

天伟生物：受益于辅助生殖需求激增，业绩快速增长

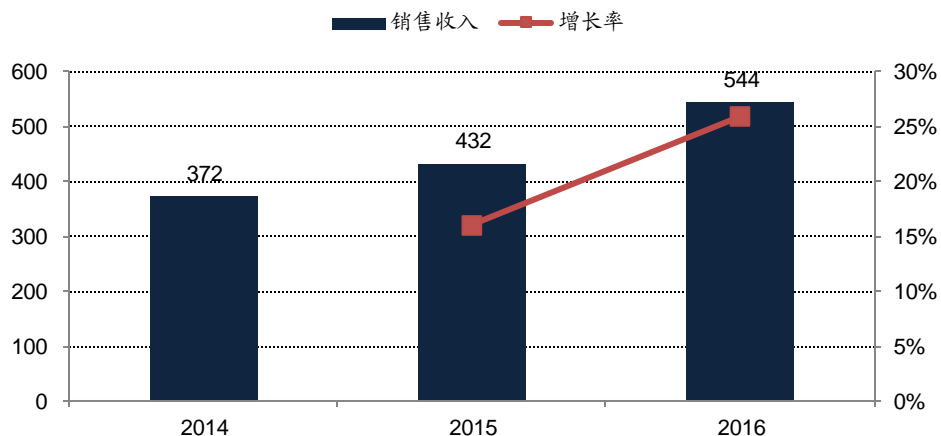
- 促卵泡素用量及用药成本远高于绒促性素，市场规模遥遥领先。2016年样本医院促卵泡素销售收入达6.94亿元（同比增长23%），在整体助孕药市场中占比为84%。
- 从来源上来分，促卵泡素分为天然提取的尿促卵泡素与重组人促卵泡激素，大量临床试验证明两者临床疗效并无区别，但重组人促卵泡激素更容易进行质量控制，污染概率低，在市场定位方面相对高端。国外主要应用重组人促卵泡激素，但作为国内非医保报销产品，天然的尿促卵泡素由于价格便宜（同当量的中标价约为重组产品的1/3-1/2），在国内市场占据重要一席，并且这种格局短期内将会持续。
- 国内促卵泡素的市场格局：
 - ✓ 三分天下格局持续已久：默克雪兰诺生产的人促卵泡激素（商品名：果纳芬）、默沙东欧加农生产的促卵泡素 β （商品名：普丽康）、丽珠集团生产的尿促卵泡素（商品名：丽申宝）三大产品基本瓜分国内促卵泡素市场，三家企业产品上市较早，共同培育市场发展壮大，在渠道方面（主要是全国近400家辅助生殖中心）有较强的先发优势。
 - ✓ 除上述三大品种外，巨大市场前景也吸引后来者加入。2015年金赛药业的重组促卵泡素获批，是国内第一个重组型的促卵泡素；2016年年销售达3000万元。
 - ✓ 尿促卵泡素市场规模在2015年由于IBSA的退出（批文到期后未续）出现下滑，丽珠独占市场，并在2016年保持快速增长，年实际销售收入达到5.44亿元，同比增长25.9%。

天伟生物：受益于辅助生殖需求激增，业绩快速增长

图：样本医院天然与重组促卵泡素的销售增长情况（单位：百万元）

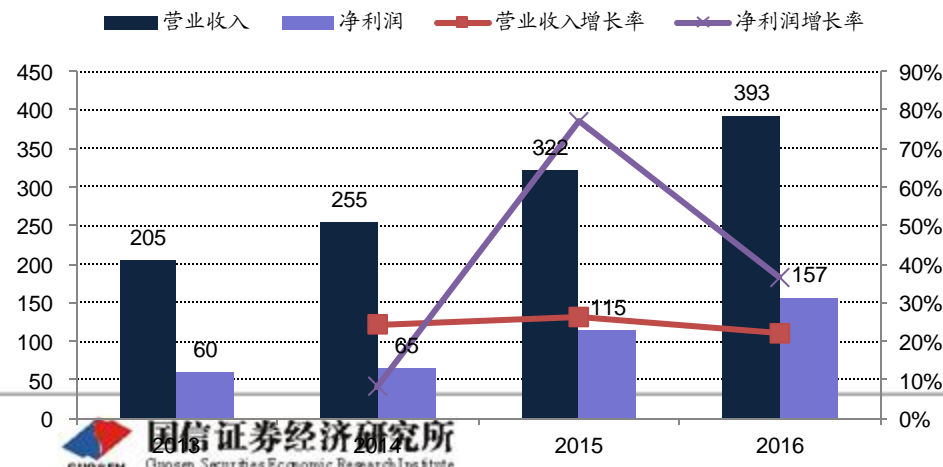


图：丽珠集团尿促卵泡素制剂销售情况（单位：百万元）

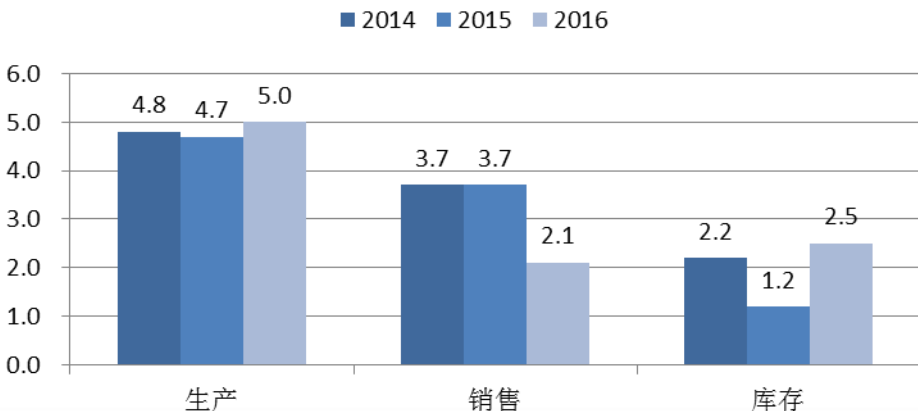


资料来源：CFDA、国信证券经济研究所整理

图：天伟生物收入与利润增长情况（单位：百万元）



图：近三年天伟生物尿源生化制品的生产量与销售量情况（单位：万MIU）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

天伟生物：受益于辅助生殖需求激增，业绩快速增长

- 由于下游制剂市场的蓬勃发展，天伟生物原料药销售增长势头良好。过去几年销售收入保持在**20%以上**，**2016年实现净利润1.57亿元，同比增长36%**。
- ✓ 作为丽珠集团尿促卵泡素原料药的独家供应商，公司该品种销售稳健增长，尽管丽珠已于16年底获得原料药批文，在未来相当长一段时间内仍将以采购天伟原料药为主；
- ✓ 天伟生物也在积极向下游制剂拓展产业链，并于**2016年3月**获得低纯度尿促卵泡素制剂批文，目前正在进行原料药**GMP**认证；同时公司的高纯度尿促卵泡素制剂也已处于临床研究阶段；
- ✓ 根据现代制药公告，天伟生物2016年尿源生化制品生产量与往年持平，但销售量下滑**43%**，同时库存量翻倍；而天伟16年仍然实现收入增长**22%**，我们推断与产品提价有关；销售减少推断与公司制剂即将上市，储备原料药有关；
- 国内辅助生殖市场空间巨大，而且天然促卵泡素在疗效并不差、价格优势强的条件下，将继续在市场中占据重要地位。短期来看，原料药销售仍将为天伟生物提供稳健的现金流回报，并增厚上市公司业绩（现代制药持有天伟生物**55%**股权）；长期来看，随着天伟生物向下游制剂产业链的拓展，在上市公司平台帮助下(尤其在产品销售推广方面)，未来有望通过销售更高利润率的制剂获得丰厚回报。

现代海门：17年有望渡过早期的困难阶段，实现扭亏

■ 2016年亏损8200万元的原因：

- ✓ 现代制药年报中披露，16年上市公司计提存货跌价准备3900万元，我们推断其中大部分出自现代海门，原因是海门的部分中间体在按客户要求备产后，实际采购订单远低于预期，造成减值损失；
- ✓ 2013年海门制药I期在建工程转固，金额为5.9亿元，粗略按20年折旧计算，每年折旧金额约3000万元；
- ✓ 其它费用支出，如财务费用估计在3000万元左右，另有研发费用（原料药在海外市场认证）支出等；
- ✓ 主业原料药与中间体由于尚处于产品注册及文号转移（从现代制药母公司）阶段，实际产能利用率不足，盈利能力有限。

■ 我们认为现代海门2017年有望扭亏，原因是：

- ✓ 产能利用率提升：现代制药于2016年完成整合，海门制药未来将作为公司旗下重要的原料药和中间体研发与生产基地，与其它子公司及母公司的业务协同将加快推进，包括与母公司、威奇达等进行原料药产业链的分工、协作，甚至直接转移部分同类型产品文号到海门，因此现代海门的产能利用率将大大提升，摊薄生产成本；
- ✓ 研发进入回报期：现代海门拥有自己的原料药与中间体研发团队，经过几年的积累，研发成果逐步变现。如14年公司的齐多夫定（年产100万吨）原料药通过了美国FDA认证，另外也有多个产品出口欧盟地区。目前公司在研的产品也有数个有望在17年获得规范市场认证。海门通过自身的研发不断扩充产品线，17年起逐步进入回报期。
- ✓ 市场方面受益于威奇达等兄弟公司：一方面是产品线的扩充（自身研发、上市公司内部转移及外购文号）和产能利用率的提高，另一方面的改善则来自于现代制药完成收购后在市场和渠道方面给海门的带动作用，如威奇达自身有优质的下游客户，将为现代海门的销售产生积极影响。

- 我们认为现代海门已渡过早期的困难阶段，研发、生产及销售都将在2017年有质的改善与提高，未来现代海门将作为现代制药旗下的高附加值原料药研发与生产基地，与母公司及其它子公司协同发展，进入持续、稳健的快速发展阶段。

● 盈利预测&投资建议

盈利预测

■ 关键说明:

- ✓ 去年收购12家子公司业绩按照承诺业绩进行预测计算;
- ✓ 威奇达按承诺业绩略保守, 实际按目前6-APA均价, 17年净利润会高于16年。我们在前文中也对6-APA的涨价带来的业绩进行过测算, 这是公司17年业绩弹性的重要来源;
- ✓ 现代制药原有主业16年整体业绩下滑较大, 主要由现代海门及中联药业亏损、国药容生业绩下滑、资产重组支付的财务费用等导致。而17年海门(见前文论述)和中联(搬厂完成陆续投入生产、新产品放量)均有望扭亏, 国药容生历年去年的人事变动后, 新管理层上任有望重整销售, 实际业绩反弹。因此, 17年现代制药原有主业有望实现业绩的大幅增长。

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	备注
芜湖三益 (51%)							
净利润	-13.0	0.1	-8.5	2.0	3.0	4.0	
归属现代制药股东净利润	-6.6	0.0	-4.3	1.0	1.5	2.0	
国药一心 (51%)							
净利润	66.6	95.9	117.6	114.0	126.0	140.0	按承诺业绩估算
归属现代制药股东净利润	34.0	48.9	60.0	58.1	64.3	71.4	
致君制药 (51%)							
净利润	264.5	263.7	231.5	232.0	242.0	250.0	按承诺业绩估算
归属现代制药股东净利润	134.9	134.5	118.1	118.3	123.4	127.5	
坪山制药 (51%)							
净利润	2.1	9.2	45.1	43.0	50.0	60.0	按承诺业绩估算
归属现代制药股东净利润	1.1	4.7	23.0	21.9	25.5	30.6	
致君医贸 (51%)							
净利润	0.4	0.8	2.9	2.3	2.3	2.3	按承诺业绩估算
归属现代制药股东净利润	0.2	0.4	1.5	1.2	1.2	1.2	
国工有限 (100%)							
净利润	16.0	19.5	20.3	21.4	22.4	23.5	
归属现代制药股东净利润	16.0	19.5	20.3	21.4	22.4	23.5	
国药威奇达 (100%)							
净利润	75.0	154.0	212.0	180.0	199.0	210.0	按承诺业绩估算
归属现代制药股东净利润	75.0	154.0	212.0	180.0	199.0	210.0	
汕头金石 (100%)							
净利润	12.0	18.0	25.5	15.8	18.2	20.0	按承诺业绩估算
归属现代制药股东净利润	12.0	18.0	25.5	15.8	18.2	20.0	
青海制药 (52.92%)							
净利润	23.8	20.4	25.0	51.0	53.8	57.0	按承诺业绩估算
归属现代制药股东净利润	12.6	10.8	13.3	27.0	28.5	30.2	
新疆制药 (55%)							
净利润	13.0	7.0	18.3	19.2	20.2	21.2	
归属现代制药股东净利润	7.2	3.9	10.1	10.6	11.1	11.7	
中抗制药 (33%)							
净利润	72.0	91.0	103.0	112.0	121.0	130.0	按承诺业绩估算
归属现代制药股东净利润	23.8	30.0	34.0	37.0	39.9	42.9	
收购12家公司合计归母净利润	310.0	334.4	398.0	492.3	535.1	571.0	
现代制药 (原有主业) 归母净利润拆分	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	股权比例
天伟生物	65	114	157	188	245	318	55%
国药容生	102	117	57	110	110	110	100%
哈森药业	25	28	28	30	30	30	51%
川抗制药	15	18	19	20	20	20	72%
现代海门	-30	-86	-82	0	10	20	100%
中联药业			-59	0	5	10	93%
母公司	73	109	71	92	120	156	100%
归属现代制药母公司股东净利润	204.3	229.9	105.3	335.6	409.1	500.1	
现代制药归母净利润 (实际报出)	190	221					
合计归属现代制药母公司股东净利润		555.4	503.3	827.9	944.1	1071.1	
调整后实际报出(预测)的业绩		530	477	843	993	1150	
增长率				76.7%	17.8%	15.8%	
总股本			555.23	555.23	555.23	555.23	
EPS			0.86	1.52	1.79	2.07	
PE			39.5	22.4	19.0	16.4	

资料来源: 国信证券经济研究所预测

首次覆盖，给予“买入”评级

■ 首次覆盖，给予“买入”评级，合理估值42.5-45.6元

我们预测公司17-19年净利润为8.43/9.93/11.5亿元，同比增长76.8%/17.8%/15.8%，EPS为1.52/1.79/2.07元，当前股价对应PE为22.4/19.0/16.4x。公司重组完成后，成为国药集团下属化药工业平台，站在全新的发展起点上，有望对下属各业务板块进行重新梳理重合，充分发挥各条业务线在研发、生产、销售等方面的协同效应，并利用国药集团在医药分销、零售领域的优势，工商业一体化优势互补，将化药工业做大做强。而国药集团作为首批国企改革试点单位，目前国药控股及下属国药股份、国药一致等公司已在方案拟定过程中。现代制药在去年资产重组中已通过股权置换引入部分高管等个人股东，混改已实质上拉开帷幕；而当前公司管理层已基本稳定下来，后续有望跟进集团部署启动更大范围的混改。因此公司未来几年在管理方面也有望迎来重大变革，大幅提升经营效率，充分发挥旗下各优质资产的效用，实现业绩的快速、稳步增长。我们看好公司作为国药集团的化药工业平台所迎来的历史性发展机遇与巨大前景，给予17年28~30x估值，对应合理估值42.5-45.6元。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示:**重组完成后，子公司业务整合不达预期；普药类产品受医保控费、限抗政策等影响较大，产品价格及销量有下行风险；原料药价格波动风险；国药集团混改进度低于预期。

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,684	2,954	10,338	11,650	13,160
(+/-%)	39.0%	75.4%	13.3%	12.7%	13.0%
净利润(百万元)	326	443	843	993	1150
(+/-%)	23.9%	35.7%	76.8%	17.8%	15.8%
摊薄每股收益(元)	0.33	0.44	1.52	1.79	2.07
EBIT Margin	21.6%	20.6%	7.6%	7.6%	7.6%
净资产收益率(ROE)	7.1%	9.0%	13.4%	14.2%	14.8%
市盈率(PE)	53.8	39.7	22.4	19.0	16.4
EV/EBITDA	43.0	28.4	17.1	15.9	15.0
市净率(PB)	3.8	3.6	2.99	2.70	2.42

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

全球视野 本土智慧
GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM