

现代制药 (600420) \ 医药生物

——业绩增长稳健，整合协同效果显现

事件：

8月18日公司发布半年报，上半年实现营业收入45.80亿元，同比减少0.05%；实现归母净利润3.57亿元，同比增长23.27%；实现归母扣非净利润3.54亿元，同比增长410.59%，业绩符合预期。

投资要点：

➢ 上半年业绩增长稳健，平台整合效应显现。

受国家限抗等政策影响，上半年营收与同期相比基本持平，而归母净利润实现同比增长23.27%，主要原因有1) 持续推进降本增效战略，17年上半年营业成本相比于16年同期减少1.09亿元；2) 公司调整产品结构，制剂产品占比提高，增加制剂中高毛利产品的占比；3) 平台整合后业务协同效应显现。子公司方面，中联与海门去年同期分别亏损10056万、4293万，随着中联搬迁完成、海门投产，今年上半年亏损额减小至1140万、2658万，扭亏形势较好；国药容生净利润同比增长29.19%，与现代哈森业务协同情况较好；新并入子公司中坪山制药实现净利润3032万元，完成全年承诺扣非归母净利润4303万确定性大；威奇达受益于环保核查力度加大原料药供给趋紧，公司主要产品如6-APA价格从175元/Kg涨至210元/Kg，预计下半年行业景气度仍将持续，产品价格仍有上涨空间。

➢ 整体毛利率略有提升，期间费用有所增高。

公司上半年毛利率为38.51%，同比提高2.34%，环比来看，二季度毛利率略有下滑，环比减少1.85%，整体而言公司毛利率水平保持稳定。2017年上半年销售费用、管理费用和财务费用同比增长3.62%、7.38%和3.23%，公司期间费用率稳中有升，同比提高了1.12%，由于公司加大市场推广力度、增加研发投入，销售费用率、管理费用率分别微幅上涨0.39个百分点、0.24个百分点。

➢ 平台整合持续推进，协同发展潜力大。

重组完成之后，公司开始着手在研发、采购与营销等方面进行整合，公司拥有内部的规模效应和上下游产业链协同的优势，协同效应将随着整合进程的深化逐步显现。公司一致性评价品种数较多，股东上海医工院提供技术支持，目前进度处于行业前列，未来有望受益；另外大股东国药集团是国内医药领域综合实力领先的医药集团，公司有望与母公司国药集团深入合作，工商业协同潜力大。

➢ 盈利预测和评级

公司通过重组成为国药集团下化药平台，随着对营销、研发等的整合的深入，未来平台效应将逐步显现。同时公司受益于一致性评价，与母公

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：16.2 元
 目标价格：元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,110/575
流通A股市值 (百万元)	9,322
每股净资产 (元)	5.14
资产负债率 (%)	51.85
一年内最高/最低 (元)	18.36/13.69

一年内股价相对走势



周静 分析师
 执业证书编号：S0590516030001
 电话：025-84578383
 邮箱：zhoujing@glsc.com.cn

夏禹 联系人
 电话：0510-85607875
 邮箱：yuxia@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《现代制药 (600420) \ 医药生物行业》
 《整合成效渐显，协同发展潜力大》

司的商业板块的协同效应值得期待。预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.68 元、0.82 元和 0.98 元，对应 2017 年 8 月 17 日收盘价 16.20 元，市盈率分别是 24、20、17 倍，给予“推荐”评级。

➤ 风险提示

整合效果弱于预期

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2682.24	9125.77	10312.13	11549.58	12935.53
增长率（%）	-2.42%	240.23%	13.00%	12.00%	12.00%
EBITDA（百万元）	599.94	2037.61	2348.49	2609.67	2897.69
净利润（百万元）	221.05	476.93	752.33	910.12	1088.37
增长率（%）	16.35%	115.76%	57.74%	20.97%	19.59%
EPS（元/股）	0.20	0.43	0.68	0.82	0.98
市盈率（P/E）	81.38	37.72	23.91	19.77	16.53
市净率（P/B）	13.54	3.15	2.82	2.50	2.20
EV/EBITDA	10.85	4.92	4.36	3.89	3.28

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	253.86	1,157.04	2,062.43	2,309.92	3,648.72	营业收入	2,682.2	9,125.7	10,312.1	11,549.5	12,935.5
应收账款+票据	624.65	2,518.30	1,033.23	2,944.48	1,510.55	营业成本	1,358.3	5,826.8	6,161.49	6,872.00	7,664.30
预付账款	75.48	225.90	92.79	262.65	133.77	营业税金及附加	20.93	122.25	138.14	154.72	173.28
存货	772.38	1,809.51	2,503.12	2,306.82	3,057.68	营业费用	584.94	1,009.5	1,237.46	1,385.95	1,552.26
其他	0.00	124.56	124.56	124.56	124.56	管理费用	276.52	954.54	1,078.63	1,208.06	1,353.03
流动资产合计	1,726.3	5,835.31	5,816.12	7,948.43	8,475.28	财务费用	81.85	258.73	173.53	144.11	113.26
长期股权投资	0.00	81.05	81.05	81.05	81.05	资产减值损失	25.94	59.39	59.39	59.39	59.39
固定资产	1,636.6	6,742.57	6,675.62	6,638.06	6,588.42	公允价值变动收	0.00	-2.41	0.00	0.00	0.00
在建工程	256.58	504.40	561.88	578.74	596.44	投资净收益	0.00	15.69	0.00	0.00	0.00
无形资产	195.33	708.26	695.87	579.29	462.71	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	144.44	584.06	471.34	464.27	464.27	营业利润	333.72	907.81	1,463.48	1,725.35	2,020.00
非流动资产合计	2,233.0	8,620.34	8,485.76	8,341.41	8,192.89	营业外净收益	18.90	128.70	56.90	56.90	56.90
资产总计	3,959.3	14,455.6	14,301.8	16,289.8	16,668.1	利润总额	352.63	1,036.5	1,520.39	1,782.25	2,076.90
短期借款	543.95	1,301.68	968.69	267.12	0.00	所得税	61.07	182.48	228.06	267.34	311.54
应付账款+票据	274.54	1,344.88	367.55	1,542.35	587.75	净利润	291.55	854.03	1,292.33	1,514.92	1,765.37
其他	412.26	1,734.63	1,671.70	1,759.63	1,699.71	少数股东损益	70.50	377.10	540.00	604.80	677.00
流动负债合计	1,230.7	4,381.19	3,007.94	3,569.11	2,287.46	归属于母公司	221.05	476.93	752.33	910.12	1,088.37
长期带息负债	1,033.5	2,849.70	2,849.70	2,849.70	2,849.70						
长期应付款	33.55	261.18	261.18	261.18	261.18						
其他	28.20	3.09	3.09	3.09	3.09						
非流动负债合计	1,095.2	3,113.98	3,113.98	3,113.98	3,113.98						
负债合计	2,326.0	7,495.17	6,121.92	6,683.08	5,401.43						
少数股东权益	283.21	1,234.50	1,774.50	2,379.30	3,056.30						
股本	287.73	287.73	287.73	287.73	287.73						
资本公积	72.01	3,016.98	3,016.98	3,016.98	3,016.98						
留存收益	968.68	2,399.26	3,078.75	3,900.73	4,883.71						
股东权益合计	1,611.6	6,938.48	8,157.96	9,584.75	11,244.7						
负债和股东权益总	3,937.6	14,433.6	14,279.8	16,267.8	16,646.1						

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	288.72	851.21	1,243.96	1,466.55	1,717.00
折旧摊销	160.67	726.88	637.06	663.70	685.56
财务费用	90.47	285.11	191.04	163.72	135.22
存货减少	-22.12	132.54	-693.61	196.30	-750.86
营运资金变动	-322.29	-1,133.4	577.92	-818.38	548.28
其它	26.39	-39.17	59.39	59.39	59.39
经营活动现金流	221.84	823.08	2,015.77	1,731.27	2,394.60
资本支出	234.52	241.30	561.88	578.74	596.44
长期投资	12.58	626.61	0.00	0.00	0.00
其他	11.87	803.36	48.37	48.37	48.37
投资活动现金流	-235.23	-64.55	-513.51	-530.37	-548.07
债权融资	216.55	109.46	-332.99	-701.57	-267.12
股权融资	0.00	106.26	0.00	0.00	0.00
其他	-191.48	-475.95	-263.89	-251.85	-240.61
筹资活动现金流	25.07	-260.23	-596.88	-953.41	-507.74
现金净增加额	13.16	500.38	905.39	247.49	1,338.80

主要财务比					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-2.42%	240.23	13.00%	12.00%	12.00%
EBIT	27.81%	198.39	30.57%	13.70%	13.68%
EBITDA	33.74%	239.63	15.26%	11.12%	11.04%
归属于母公司净	43.08%	115.76	57.74%	20.97%	19.59%
获利能力					
毛利率	49.36%	36.15%	40.25%	40.50%	40.75%
净利率	10.87%	9.36%	12.53%	13.12%	13.65%
ROE	16.64%	8.36%	11.79%	12.63%	13.29%
ROIC	11.85%	30.84%	12.70%	13.42%	14.44%
偿债能力					
资产负债率	58.75%	51.85%	42.80%	41.03%	32.41%
流动比率	1.40	1.33	1.93	2.23	3.71
速动比率	0.78	0.89	1.06	1.55	2.31
营运能力					
应收账款周转率	5.04	3.82	11.31	4.15	9.55
存货周转率	1.76	3.22	2.46	2.98	2.51
总资产周转率	0.68	0.63	0.72	0.71	0.78
每股指标(元)					
每股收益	0.20	0.43	0.68	0.82	0.98
每股经营现金流	0.20	0.74	1.82	1.56	2.16
每股净资产	1.20	5.14	5.75	6.49	7.37
估值比率					
市盈率	81.38	37.72	23.91	19.77	16.53
市净率	13.54	3.15	2.82	2.50	2.20
EV/EBITDA	10.85	4.92	4.36	3.89	3.28
EV/EBIT	14.82	7.65	5.98	5.21	4.29

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及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一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064