



业绩增速50%以上超市场预期，重组整合降本增效牛刀小试

——现代制药（600420）2017年一季度报点评

2017年04月20日

强烈推荐/维持

现代制药

财报点评

张金洋	分析师	执业证书编号: S1480516080001
	zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
胡偌碧	联系人	
	hurb@dxzq.net.cn	010-66554044

事件:

现代制药发布 2017 年第一季度报告，Q1 公司实现营业收入 23.67 亿元，同比增长 9.14%；归属于上市公司股东的净利 1.60 亿元，同比增长 55.08%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.54 亿元，同比增长 341.95%。实现 EPS 为 0.29 元。

观点:

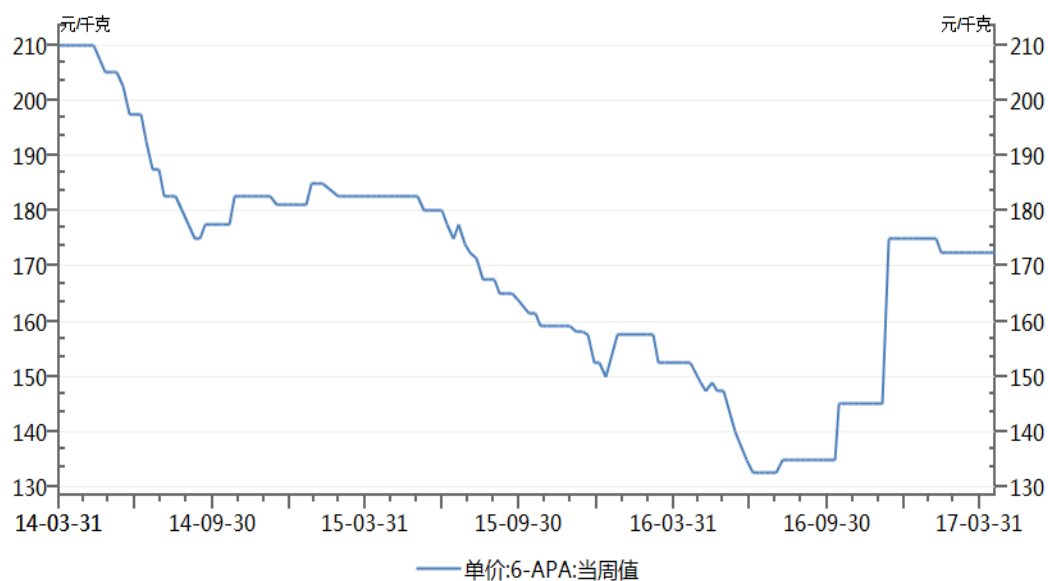
1、业绩增速55.08%超市场预期，降本增效初见成效

公司一季度实现营业收入 23.67 亿元，增速 9.14%，归母净利润 1.60 亿元，增速 55.08%，超高增速超出市场预期，但符合我们预期（我们预计 17 年 8 亿利润：重组并表业绩 4.7 亿+原有母公司业绩 2 亿+海门扭亏 8000 万+原料药部分 5000 万弹性）。

公司扣非后净利润 1.54 亿，增速 341.95%（主要由于同一控制下企业归母净利润为追溯调整数据，计入非经常损益，扣非后净利润 16 年基本是老现代业绩，而 17 年计入了重组公司业绩）

我们认为一季度高增速的原因有以下几点：

- ◆ 国企改革重组整合稳步推进，降本增效初见成效。（体现公司高执行力，超市场预期）
- ◆ 海门公司亏损同比降低，带来部分业绩弹性。（年底有望扭亏为盈）
- ◆ 原料药 6-APA 从 16 年 9 月开始提价，现在价格在 175 左右（图 1），同比价格较高，带来业绩弹性。
- ◆ 年底收购少数股东权益

图 1:6-APA 近期价格变动情况


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

财务指标方面: 公司销售费用率为 12.78%(去年同期为 26.24%),受重组影响波动较大;管理费用率为 8.45%,比去年同期 9.27%下降 0.82pp, 降本增效明显。公司财务费用增长 33.82%,主要是汇率波动导致的汇兑损失所致。公司经营性现金流变动幅度较大, 主要原因是响应两降一减号召, 降低应收账款, 使用了部分票据作为回款方式。另外支付的各项税费和付现费用增加导致。

回首 2016, 是现代制药发展变化最大的一年, 公司完成了重大资产重组。重组并不是单纯的资产注入和堆砌, 而是真正的混合所有制改革, 有望为企业带来全新的活力。未来现代制药肩负着国药集团旗下化药平台的重任, 将依靠内生和外延, 成为领先的制药工业企业。

展望 2017, 我们认为目前公司业绩向上拐点已经确立, 维持此前年报点评的判断: 我们认为公司业务和业绩改善空间巨大, 化药平台百业待兴值得期待!

2、国企改革持续推进, 机制改善有望进一步激发活力

中国医药集团作为国务院国资委改革的试点单位, 未来大概率将开展股权激励等试点。公司激励机制若得到进一步改善(员工持股/股权激励/薪酬改革等方面), 管理层经营动力将进一步提升, 未来还有更大的弹性空间。

3、公司投资逻辑再梳理：业绩见底、改善空间大、外延有期待、焕然一新的国企改革排头兵

- ◆ **一致性评价方面：**公司目前开展一致性评价品种六十个，其中部分品种已启动生物利用度一致性评价。
- ◆ **现有品种梳理整合：**重组完成后，公司过亿元产品 21 个，通过资源整合，未来资源将更加高效配置，分散在各个工厂的无序的产品布局将进行合理规划整合，现代制药在重点领域的一级梯队地位将更加稳固。
- ◆ **医保目录弹性：**公司及下属子公司，有多个品新纳入医保目录。新进入医保目录的产品将对公司产生积极影响，尤其是其中的独家产品右美沙芬缓释混悬液、米那普仑片、金叶败毒颗粒等，将有望在未来放量并对公司盈利产生积极贡献。
- ◆ **原料药：**海门公司有望扭亏，6-APA, 7-ACA 原料药格局稳定，有望提价。
- ◆ **外延方面：**公司作为化药平台，外延预期仍然强烈。2016 年 3 月与 5 月，公司召开董事会及股东大会，重塑企业的战略定位，重新梳理公司未来的发展目标。公司的战略定位调整为：“以现有业务为支撑点，内生式增长与外延式扩张相结合，致力于成为体制机制科学、人才领先、产品领先、品质领先的综合性创新型制药企业。公司新战略目标为：发展成为集研发、生产、营销一体的，国内领先，国际知名的优秀制药企业。”

中短期来看，由于经营效率提升+原料药提价带来弹性，业绩有望实现超高增长。一季度的降本增效只是牛刀小试，未来期待大展宏图。

中长期角度，存量 2013 个品种焕发第二春+数十个新进医保品种放量+研发丰富储备为公司提供成长保障，

结论：

我们预计重组完成后，公司作为国药旗下化药平台，面目将焕然一新，经营效率有望持续提升。中短期来看，由于经营效率提升+原料药提价带来弹性，业绩有望实现超高增长。中长期角度，存量 2013 个品种焕发第二春+数十个新进医保品种放量+研发丰富储备为公司提供成长保障，另外作为集团化药平台，预计未来资源整合外延还会有动作。因此放眼现在，公司属于低估值，业绩反转，高增速，有催化，有变化的标的。我们预计 2017-2019 年归母净利润分别为 8.11 亿元、10.19 亿元、12.41 亿元，对应增速分别为 70.04%、25.66%、21.75%，EPS 分别为 1.46 元、1.84 元、2.23 元，对应 PE 分别为 24X、19X、16X。我们长期看好公司发展，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

重组整合低于预期，水针、抗生素受限制

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1895	6337	7902	8791	9956	营业收入	2682	9126	10154	11203	12587
货币资金	422	1639	2538	2801	3147	营业成本	1358	5827	6448	7035	7867
应收账款	281	1191	1947	2148	2414	营业税金及附加	21	122	51	56	63
其他应收款	93	130	145	160	180	营业费用	585	1010	1117	1232	1385
预付款项	75	226	355	496	653	管理费用	277	955	1015	1120	1259
存货	772	1810	2332	2544	2845	财务费用	82	259	0	0	0
其他流动资产	0	125	28	28	28	资产减值损失	25.94	59.39	50.00	40.00	30.00
非流动资产合计	2243	8678	8061	7562	7060	公允价值变动收益	0.00	-2.41	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	81	81	81	81	投资净收益	3.97	15.69	10.00	15.00	17.00
固定资产	1637	6743	6316	5902	5506	营业利润	338	908	1483	1734	2001
无形资产	195	708	637	567	496	营业外收入	45.87	162.18	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	6	53	53	53	53	营业外支出	30.94	33.48	0.00	0.00	0.00
资产总计	4137	15015	15963	16352	17016	利润总额	353	1037	1483	1734	2001
流动负债合计	1289	4711	8141	7601	7224	所得税	61	182	252	295	340
短期借款	544	1302	4593	2889	1192	净利润	292	854	1231	1439	1661
应付账款	197	739	389	424	474	少数股东损益	71	377	420	420	420
预收款项	49	136	1151	2271	3530	归属母公司净利润	221	477	811	1019	1241
一年内到期的非流	278	784	784	784	784	EBITDA	763	2538	1981	2233	2503
非流动负债合计	1236	3365	56	56	56	BPS (元)	0.77	0.98	1.46	1.84	2.23
长期借款	1034	2850	2850	2850	2850	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	2526	8077	8198	7658	7281	成长能力					
少数股东权益	283	1235	1655	2075	2495	营业收入增长	-2.42%	240.23	11.27%	10.33%	12.36%
实收资本(或股本)	288	288	555	555	555	营业利润增长	33.49%	168.83	63.37%	16.91%	15.40%
资本公积	72	3017	3017	3017	3017	归属于母公司净利润	16.35%	115.76	70.04%	25.66%	21.75%
未分配利润	855	1979	2101	2254	2440	获利能力					
归属母公司股东权	1328	5704	6111	6620	7241	毛利率(%)	49.36%	36.15%	36.50%	37.20%	37.50%
负债和所有者权益	4137	15015	15963	16352	17016	净利率(%)	10.87%	9.36%	12.12%	12.85%	13.19%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	12.90%	5.34%	3.18%	5.08%	6.23%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	16.64%	8.36%	13.27%	15.39%	17.14%
经营活动现金流	227	839	1189	2501	2677	偿债能力					
净利润	292	854	1231	1439	1661	资产负债率(%)	61%	54%	51%	47%	43%
折旧摊销	344	1371	0	500	502	流动比率	1.47	1.35	0.97	1.16	1.38
财务费用	82	259	0	0	0	速动比率	0.87	0.96	0.68	0.82	0.98
应收账款减少	0	0	-757	-201	-265	营运能力					
预收帐款增加	0	0	1015	1120	1259	总资产周转率	0.68	0.95	0.66	0.69	0.75
投资活动现金流	-235	-65	98	-25	-13	应收账款周转率	10	12	6	5	6
公允价值变动收益	0	-2	0	0	0	应付账款周转率	11.72	19.51	18.01	27.57	28.03
长期股权投资减少	0	0	15	0	0	每股指标(元)					
投资收益	4	16	10	15	17	每股收益(最新摊薄)	0.77	0.98	1.46	1.84	2.23
筹资活动现金流	25	-260	-388	-2213	-2318	每股净现金流(最新)	0.06	1.79	1.62	0.47	0.62
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.62	19.82	11.01	11.92	13.04
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	267	0	0	P/E	45.79	35.87	24.09	19.17	15.74
资本公积增加	-2	2945	0	0	0	P/B	7.62	1.77	3.20	2.95	2.70
现金净增加额	16	514	899	262	346	EV/EBITDA	15.14	5.29	12.73	10.41	8.48

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3 年证券行业研究经验，3 年医药行业实业工作经验。2015 年新财富第七名团队核心成员，2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

胡偌碧

医药行业分析师。2016 年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。北京大学医学部分子药理学博士，和君商学院六届学子。2016 年 8 月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、精准医疗等投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。