国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2017 年 04 月 20 日

现代制药（600420）\医药生物

——整合成效渐显，协同发展潜力大

投资建议： 推荐 首次覆盖

当前价格： 35.18 元

目标价格： 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	555/288
流通 A 股市值（百万元）	10,120
每股净资产（元）	19.82
资产负债率（%）	53.79
一年内最高/最低（元）	36.62/26.82

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
樊景扬联系人
电话：0510-82832380
邮箱：fjy@glsc.com.cn

相关报告

事件：

4月20日公司发布一季报，一季度实现营业收入23.67亿元，同比增长9.14%；实现归母净利润1.60亿元，同比增长55%；实现归母扣非净利润1.54亿元，同比增长342%，业绩符合预期。

投资要点：

➢ **一季度表现平稳，整合效果渐显。**

一季度营收实现稳健增长，归母净利润大增55%，主要有以下两方面原因：1）16年年底购买少数股东股权，2）由于收购资产开始整合后降本增效初见成效，净利润率提升1.2pct。另外，公司主要原料药中间体6-APA价格同比上涨约2万/吨，建议关注相关产品带来的业绩弹性。整体来看公司重组完成的首个季度业绩表现较好，预计17年利润可以保持高速增长。

➢ **平台雏形初现，长期发展值得关注。**

公司一季度完成了对国药集团工业资产的重组，其中并入的企业中，国药威奇达、致君制药、国药一心、中抗制药等都具备较好的盈利能力。重组完成之后，公司已经在研发、销售等方面着手整合，新成立了2个管委会，分别管理全资子公司和合资子公司。预计经过研发整合、采购整合、营销整合之后，各子公司的协同效应会逐渐展现出来，盈利能力有望稳步提升；另外目前亏损幅度较大的中联、海门等子公司，有望受益于管理加强、品种进入医保，逐步扭亏。

➢ **背靠国药集团，协同发展潜力大。**

公司大股东国药集团是国内医药领域综合实力最强的医药集团，在流通领域市场份额第一，有望持续受益于两票制等政策的推进，重组完成之后现代制药有望与母公司在多个方面展现出较好的协同效应。另外，重组完成之后，解决了同业竞争问题，公司可以在资本市场融资以促进公司发展。

➢ **盈利预测和评级。**

公司作为国药集团下唯一化药平台，目前重组已经完成，有望在研发、销售等方面展现出较好的整合效果，我们认为公司的发展有望受益于一致性评价、两票制等政策，长期发展值得关注。另外，母公司国药集团是央企改革试点单位，国企改革进程值得关注。预计公司17-19年EPS分别为1.35元、1.64元和1.96元，对应2017年4月20日收盘价35.18元，市盈率分别是26、21、18倍，首次覆盖，给予“**推荐**”评级。

➢ **风险提示**

整合效果弱于预期

请务必阅读报告末页的重要声明

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

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
应收账款+票据	624.65	2,518.30	1,033.23	2,944.48	1,510.55
预付账款	75.48	225.90	92.79	262.65	133.77
存货	772.38	1,809.51	2,503.12	2,306.82	3,057.68
其他	0.00	124.56	124.56	124.56	124.56
流动资产合计	1,726.3	5,835.31	5,816.12	7,948.43	8,475.28
长期股权投资	0.00	81.05	81.05	81.05	81.05
固定资产	1,636.6	6,742.57	6,675.62	6,638.06	6,588.42
在建工程	256.58	504.40	561.88	578.74	596.44
无形资产	195.33	708.26	695.87	579.29	462.71
其他非流动资产	144.44	584.06	471.34	464.27	464.27
非流动资产合计	2,233.0	8,620.34	8,485.76	8,341.41	8,192.89
资产总计	3,959.3	14,455.6	14,301.8	16,289.8	16,668.1
短期借款	543.95	1,301.68	968.69	267.12	0.00
应付账款+票据	274.54	1,344.88	367.55	1,542.35	587.75
其他	412.26	1,734.63	1,671.70	1,759.63	1,699.71
流动负债合计	1,230.7	4,381.19	3,007.94	3,569.11	2,287.46
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

利润表

单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,682.2	9,125.7	10,312.1	11,549.5	12,935.5
营业成本	1,358.3	5,826.8	6,161.49	6,872.00	7,664.30
营业税金及附	20.93	122.25	138.14	154.72	173.28
营业费用	584.94	1,009.5	1,237.46	1,385.95	1,552.26
管理费用	276.52	954.54	1,078.63	1,208.06	1,353.03
财务费用	81.85	258.73	173.53	144.11	113.26
资产减值损失	25.94	59.39	59.39	59.39	59.39
公允价值变动	0.00	-2.41	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	15.69	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	333.72	907.81	1,463.48	1,725.35	2,020.00
营业外净收益	18.90	128.70	56.90	56.90	56.90
利润总额	352.63	1,036.5	1,520.39	1,782.25	2,076.90
所得税	61.07	182.48	228.06	267.34	311.54
净利润	291.55	854.03	1,292.33	1,514.92	1,765.37
少数股东损益	70.50	377.10	540.00	604.80	677.00
归属于母公司	221.05	476.93	752.33	910.12	1,088.37

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	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	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	0.40	0.86	1.35	1.64	1.96
每股经营现金	0.40	1.48	3.63	3.12	4.31
每股净资产	2.39	10.27	11.50	12.98	14.75
估值比率					
市盈率	88.36	40.96	25.96	21.46	17.95
市净率	14.70	3.42	3.06	2.71	2.39
EV/EBITDA	19.96	7.60	6.69	5.98	5.16
EV/EBIT	27.25	11.82	9.17	8.02	6.76

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/或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门、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/或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