证券研究报告—动态报告/公司快评

医药保健	现代制药（600420）	买入
制药与生物	重大事件快评	（维持评级）

2017 年 06 月 01 日

子公司经营持续改善，全年高增长确定性强

证券分析师： 江维娜 021-60933157 jiangwn@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515060001
联系人： 徐衍鹏 021-60875165 xuyanp@guosen.com.cn

事项：

昨日公司股价波动较大，我们邀请公司董事会秘书魏总参加电话会议就公司近期经营情况进行了交流。

国信观点：

经了解，公司基本面并无重大变化，昨日股价错杀。公司下属各子公司经营持续改善，全年业绩高增长确定性强，当前股价对应 17 年 PE 仅 21x，估值便宜，推荐买入。

我们在 4 月 9 日外发公司深度报告《新起点、新征程》（http://dwz.cn/5lL5Lx）中：1）比较了国药、上药、华润三大医药集团的医药商业和工业经营数据，并比较三大医药集团的工商业协同情况，认为国药集团在去年完成资产重组后工商业协同一体化的条件更为成熟，后续有望看到改进的成果落地；2）梳理了整合后的现代制药各子公司业务情况，认为不同子公司间在产业链上存在整合空间，随着大股东的更替及后续有望推进的混改实施，机制理顺后，管理改善空间巨大；3）详细拆分了公司业绩，我们测算 17 年公司有较大概率实现 8 亿元以上的业绩，尽管此前市场对此有一定分歧，但从一季报情况来看，我们的预测正在逐步兑现。关于 17 年业绩巨大弹性的来源见报告正文。

尽管市场对公司现有的以抗生素中间体、原料药及制剂为主的产品线预期不高，我们认为在医药行业大洗牌的当下，整合后的现代制药恰恰具备生产（产业链上下游一体化）、质量（公司目前有 60 多个品种正在进行一致性评价，大股东医工院在制剂技术方面国内领先）、渠道（国药集团拥有国内最大的医药分销网络和零售药店网络）等方面的优势。一致性评价促使行业产能出清后，公司作为龙头企业之一，将直接受益集中度的提升。而除抗生素外，公司也拥有包括硝苯地平控释片、尿促卵泡素等盈利能力较强的品种；同时在内生加强研发，及外延并购辅助下，未来有望不断补充和打造全新的有竞争力的制剂产品线。

我们认为公司在去年完成重组后成为国药集团下属唯一化药工业平台，肩负国药集团化药工业重整腾飞的使命，目前在新的起点上，正强力推进业务整合，迎来全新的发展阶段，新化药龙头企业正在崛起。预测公司 17-19 年净利润为 8.43/9.93/11.5 亿元，当前股价对应 17 年 PE 仅 21x，估值便宜，推荐买入。

附：电话会议交流纪要

主持人：国信医药 徐衍鹏
参会嘉宾：现代制药董事会秘书 魏总
会议时间：2017.5.31 16:30

主持人：公司今日股价波动比较大，利用这个机会做一个交流，首先请魏总为我们做一个简单的说明。
魏总：大家好，今天市场这个波动情况我们也觉得很奇怪，因为公司的基本面很正常。也没有什么预披露未披露的信息。我们预期价格还是比较谨慎的，就在上周四我们连威奇达的印度那个讼诉这么小的，没什么影响的一个讼诉我们都披露了信息了。所以我确实也不知道今天是因为什么原因造成的这种市场股价的恐慌性下跌。从成交量上来看今天成交量也很大，算比较大的一天吧。公司截止目前生产经营情况也很正常，基本面也没有任何变化。看看大家有什么问题，或者有什么特别听到的传闻啊之类的，我们也好进行一个澄清。

主持人：您刚才提到咱们上周公告的这个讼诉，能不能这个再给大家说的稍微详细些。大家会比较关注说我们这个诉讼，后续再去上诉的进展，以及未来诉讼结果的一个预期，还有荷兰那个诉讼现在是什么进展。
魏总：荷兰的诉讼还没到开庭的时候，我们也已经委托了律师团进行预诉，因为它也没到开庭的时候。印度德里这个高院是在一个相对信息不太对称的情况下进行的一个判决。因为我们的资料传递的一个原因，在传递的过程中我们是把电子申诉发过去，然后对方正式申诉时还在快递过去的途中，然后法院最后因为是没有采纳我们递交的电子材料，没有并到实体证据。所以我们后续再向印度高院上诉的过程中，我们应该还会把相关的证据再提交给印度高院。但是从它的销售状况来看，因为阿莫西林的这个终端产品销售不是威奇达的主要产品，那家的主要产品 6-ACA，量还比较大。阿莫西林在印度的出口量不大，73 吨，销售金额也就是 810 万元，这是 16 年的数据，此前更小，所以，对威奇达的业绩基本也不会产生重大的影响。国内，同时我们也在向国家专利局要求判决对方在中国的专利是无效的专利。所以这个事情应该也不至于对今天的股价造成这么大的影响。那么作为国内的企业在总投资过程中各种专利诉讼和专利挑战应该也是一种常态，也是一个艰难的过程吧。

主持人：谢谢魏总，也有投资者比较关心，因为我们在年初在完成重组的时候提出很多子公司要实现扭亏，包括海门，中联，还有像容生去年总业绩出现有一定下滑。能不能跟大家说一下，就已经过去 5个月了，在前面这几个月里，这些公司的经营情况，以及他们完成的这个业绩目标是不是有什么压力，或者说完成的概率有多大？
魏总：经营上，压力肯定是有的，因为任何一个公司都有很大的压力。截至一季度末的话，　中联的亏损也和去年相比是明显的下降，海门的亏损也明显在减少，总体来看，中联和海门扭亏还是很有希望的，因为亏损在不断缩小中。容生，一季度业绩同比上升的比率也比较高。只是我们在一季度或者半年报我们都不会把这些子公司的信息披露，只会在年报里详细披露。总体来看，这三个公司，经营状况扭转也还是，方向都在往更好的方向发展吧。

主持人：那下面我们就开放提问，看投资者有什么问题，可以直接跟魏总来交流一下。
Q：您好，我想问一下，今天股价波动是不是跟监管局有关系？
魏总：这个我们并不清楚，因为公司基本面没有什么变化。
Q：咱们股东名册里面有没有一些结构化的私募产品呢？
魏总：股东名册里面我们也看不到。在这个之前，因为股东名册只体现股东名称，然后，体现他的持股数，别的，还有什么结构化，我们看不出来的。前几十名主要还是以机构为主吧，大的机构为主，基金里面有没有什么结构化，我们看不出来的。
Q:我问一下业绩那一块儿。今年的业绩承诺那里面承诺的那些，目前看起来有没有完成？
魏总：截止到目前，进度还可以。青海那边可能有些许压力，至于留存股的股东，没怎么影响。因为其实，我一直是这么理解的。对于有业绩承诺附进来的资产来讲，从短期来看，如果它完成不了业绩的话，其实是更有利于留存股的股东啊。因为我们换到一个最极端的情况来看，按照业绩补偿的这些公式，假如它最近三年，所有的这些承诺，全部都是零的话，那相当于它的这些股权是白送给上市公司。所以如果它完成不了，显然是有利于留存股股东的啊。
Q：6-APA 的价格最近有一定下降，后面是否有上涨的可能？
魏总：6APA 据业内反应是几家都停止报价了，后面价格走势暂时不确定。
Q：我看咱们这个交易数据也出来了，咱们交易卖出最多的那个，　900 到 1000 万股的样子。咱们从股东名字里看的话，主要是谁拿了？因为看我们股东前十大很多也没有这个量。

魏总： 这个我还没有看到，所以我不知道是谁在卖。

Q:拿这么多的您知道有谁吗？就是接近 1000 万股的。

魏总： 只能去找一季报里面的数据了，因为应该不会有特别大的结构性的变化。

Q: 想请您讲一讲，今年我们业绩反转得非常明显吗？去年亏的比较多的，像海门这一块儿，您能讲一下这块儿大概什么情况吗？

魏总： 我们今年之前也披露过，海门和中联今年利润是要扭亏的，截至第一季度数据来看，这两个公司减亏的势头还不错。所以说，近年来是很有希望的。但是压力肯定也是存在的，因为经营上，任何公司经营上都存在压力。截至一季度，希望还是挺大的。

Q:您能讲一个更详细一点的，比如说，对于海门和中联，每一季度会是怎么样的情况，可以展望一下吗？

魏总： 因为他们去年亏得比较多，今年减亏肯定要有一个过程。扭亏肯定是一个过程，扭亏肯定第一步是减亏，第一季度我们做到了数据的这个势头，至于这个状况能不能持续减亏，因为这个过程，一定是先低后高嘛！假如你从 1 月到 12 月，拉平来看，一定是前低后高。这个数据就是，逐步逐步减亏，然后经营状况逐步好转。因为，这么大个企业，你要指望他一夜之间好转，是不现实的嘛。到目前为止，这个势头还是不错的。

Q:如果大概量化会是一个怎么样的态势呢？

魏总： 这个数据，我当初看完以后，准确的说，没把这个数据都记住。但是，印象中，这两个公司，今年一季度，转亏的势头都很好。比去年同期，下降都还是挺明显的。

Q:那您觉得，因为理论上，全年，如果我们能做到不亏，就真的特别牛。那从单一季度来讲，可能还是有一些亏损。是不是三四季度就要开始盈利，是这个概念吗？

魏总： 对，否则肯定扭不了亏。

Q: 下半年这一块，从季度来讲的话，是因为规模上来了吗？所以，弹性会比较高吗？

魏总： 已经积累很多年了吧，它的国际客户，国际高端客户等会逐渐逐渐上量的。因为瓶颈这个准备过程很漫长。

Q: 也就是说，是不是因为我们前期客户认证都已经完成了？

魏总： 客户认证，观环认证，客户审计等，这个确实都是需要两三年时间。

Q: 截止到上半年，我们可以看到大部分订单的客户可以完成？

魏总： 现在获得订单能力肯定是比以前大大提高了，因为以前我们是什么都没有么。

Q:再多问一个问题。以前也跟公司聊过，咱们从现在开始，到 2020 年，可能对各个子公司的增长都有一个要求，您能把大概规划给大家讲讲么？

魏总： 我们的规划现在还没发布呢，而且内部的讨论也还没完成呢，现在发布还不太方便，我还没正式的获得这些数据。没经过子公司的确认，也没经过管理层的确认，现在还不能讲。

Q:那之前听，比如说像咱们，国控层面，是不是说，对未来公司的复合增长从 2017 年起有双位数或者更好的增长，是有这个要求的么？

魏总： 我们这个要求应该是以年度总策略或者年度股东大会给我们的指标为准。他们那个指标，他们可能在董事会上发挥作用的，他们都在董事会里面，这部分意见应该是董事会形成的意见。董事会形成意见我们都公告过了。

Q: 现在现代制药现在一致性评价有没有什么进展？

魏总： 一致性评价如果您细心一点在 CFDA 的网站上，您能看到一些蛛丝马迹。如果你把现代制药旗下所有的子公司全部数据查一遍你应该能看到出，在 CFDA 还有 CDE 的网站上进行过备案，备案产品速递啊等等这类数据，应该在所有的仿制药企业里面，我们应该在前列，至少。

Q: 如果报那么多品种的话，是不是对我们当期的费用会比较高？

魏总： 对，个别品种呢因为涉及到商业秘密，我这里不便披露，但是我可以保证一条，假如我们某个品种最终通过了一致性评价，我们一定会及时的发布公告。在此之前我们具体做到什么程度，因为是商业秘密，因为这些品种几乎都有很多家厂家在竞争，我们为了保证能够领先，目前还在比较高度的保密状态。

Q: 如果报这么多品种的话，会不会对我们当期的费用会比较高？

魏总： 还好吧，我觉得，确实是每个品种都需要花不少钱，但是以我们现在的这个盈利能力和水平来讲这些我们都

承担的起，我们也相信这些品种如果通过之后也能带来资产一个很好的增量。

Q:现在做一致性评价，公司是要给那些 CRO 企业做么？

魏总：我们是多条腿走路。既有自己做，也有通过 CRO，也有请有经验的公司协助做。按照国外的经验来看，通过的概率可能大概是 50%左右。

Q: 现在您觉得也能 50%以上么？

魏总：这个最后需要以 CFDA 批准的为主。作为企业我们肯定希望我们投的钱做的每一个都能过，但是具体能不能过，最后肯定需要以国家局的结果为准的。因为到现在为止，国家局没有批过任何一个企业的一致性评价的通过。所以我们也不知道会以多大的比例过，那其实是去取决于每一家公司做的质量怎么样，也取决于每一个产品做的质量、资料数据、你的产品质量本身做的怎么样，所以单纯拿外国的这个通过比例，来考验国内通过比例，可能有参考价值，但是最终绝对不是一回事。因企业而异因产品而异。

Q:我听说上海市政府对上药报的一些品种给了一些临床推广方面支持。我不知道对现代有没有这方面的支持，就是上海市政府

魏总：不太了解这方面的情况。因为我们会有这种部门去进行相关的沟通，而且因为我们子公司也很多么，而且分布在不同地方，上海只是其中一部分。

Q: 魏总您好，就是外延并购这块儿是我们现代未来的发展路径之一，从现在政策来看比较严格，资金压力比较大，我们有什么对策？

魏总：目前现代没有什么具体的想法，如果有相关的行动我们都会公告的。

Q:我想再问一下专利的这个事儿，您能详细再介绍一下这个诉讼败诉的原因么？就是我看了一下应该是一个合成工艺的问题，这个事情它会扩大到发达市场么？或者其他我们在销售的市场？

魏总：这个问题本身上是只存在于规范市场，这个工艺在国内用的是很广泛了，几乎所有的做阿莫西林的公司都在用这个工艺，之所以起诉威奇达，是因为威奇达力图走进欧洲市场，走进规范市场，也申请了欧盟的 CEP 的认证。因为欧洲市场是中华帝斯曼的大本营,使它获得利润最丰厚的市场。因为威奇达通过了欧洲的认证是动了它的奶酪，它才会做出这样一个反应。你看他们既没有起诉联邦也没有起诉其他几家，是因为威奇达在这方面走的比较先。这就是中国企业要进入规范市场，或者说进入发达国家市场去，必须要经历过的一个过程，都是这样。要面临各种各样的诉讼和官司，那么我们也可以努力去打赢这个官司，我们才能最终进入规范市场，最终把对手给替换掉。

Q:就是说，这理论上这个工艺是过期了么？还是大概一个什么情况啊。

魏总：它这个只能说是一个合成方法上的专利，你要说它过期不过期都是公说公有理婆说婆有理的事。

Q: 明白了，就还是法律上的事情是吧，两种可能都有。

魏总：对。我们在国内我们也向国家专利局提出这个专利，应该是不具有专利意义的。

Q: 明白。另外对我们现有的其他的海外市场会有影响么？

魏总：基本上影响不大，因为威奇达的阿莫西林这个品种本来竞争市场就很少，我们力图进入规范市场，进入利润更丰厚的市场。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9126	10338	11650	13160
营业成本	5827	6639	7607	8725
营业税金及附加	122	134	151	171
销售费用	1010	1406	1526	1658
管理费用	**955**	**1372**	**1485**	**1608**
财务费用	259	182	146	120
投资收益	16	3	3	3
资产减值及公允价值变动	(62)	15	15	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	**908**	**622**	**753**	**881**
营业外净收支	129	0	0	0
利润总额	1037	622	753	881
所得税费用	182	109	133	155
少数股东损益	**377**	**(330)**	**(373)**	**(424)**
归属于母公司净利润	477	843	993	1150

现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	**477**	**843**	**993**	**1150**
资产减值准备	(26)	(0)	(0)	(0)
折旧摊销	724	719	741	749
公允价值变动损失	**62**	**(15)**	**(15)**	**0**

长期负债合计	3365	3084	3034	2983
负债合计	8077	6943	6976	7370
少数股东权益	1235	1103	955	786
股东权益	5704	6294	6989	7794
负债和股东权益总计	15015	14341	14920	15951
每股收益	1.66	0.76	0.89	1.04
每股净资产	19.82	5.67	6.29	7.02
ROIC	14%	6%	7%	8%
ROE	8%	13%	14%	15%
毛利率	36%	36%	35%	34%
EBIT Margin	13%	8%	8%	8%

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	**1639**	**1500**	**2068**	**3001**
应收款项	2518	2549	2873	3245
存货净额	1810	2000	2316	2688
其他流动资产	370	310	349	395
流动资产合计	6337	6359	7607	9328
固定资产	7247	6583	5948	5290
无形资产及其他	708	681	654	626
投资性房地产	642	642	642	642
长期股权投资	81	76	70	64
资产总计	15015	14341	14920	15951
短期借款及交易性金融负债	2085	1298	1000	1000
应付款项	**1345**	**1500**	**1737**	**2016**
其他流动负债	1281	1061	1205	1372
流动负债合计	4711	3859	3942	4388
长期借款及应付债券	**2850**	**2620**	**2620**	**2620**

财务费用	259	182	146	120
营运资本变动	**(1267)**	**(277)**	**(349)**	**(395)**
其它	4	(131)	(148)	(169)
经营活动现金流	(26)	1139	1221	1335
资本开支	(5929)	(13)	(63)	(63)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(6010)	(7)	(57)	(57)
权益性融资	106	0	0	0
负债净变化	**1816**	**(230)**	**0**	**0**
支付股利、利息	(505)	(253)	(298)	(345)
其它融资现金流	4525	(788)	(298)	0
融资活动现金流	**7254**	**(1271)**	**(596)**	**(345)**
现金净变动	1217	(139)	568	932
货币资金的期初余额	422	1639	1500	2068
货币资金的期末余额	1639	1500	2068	3001
企业自由现金流	(5473)	1077	1054	1113
权益自由现金流	**868**	**(91)**	**636**	**1014**

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《现代制药-600420-首次覆盖：新起点，新征程》 ——2017-04-09

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 ±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 ±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。