



东兴证券
DONGXING SECURITIES

二季度业绩接近2亿超预期，降本增效逐季改善效果明显

——现代制药（600420）事件点评

2017年07月19日

强烈推荐/维持

现代制药 | 事件点评

事件：

公司发布 2017 半年度业绩快报，公司上半年实现营业收入 45.80 亿元，同比下降 0.05%；归属于上市公司股东的净利 3.57 亿元，同比增长 23.27%。实现 EPS 为 0.32 元。

公司一季度业绩 1.60 亿，二季度业绩 1.97 亿接近 2 亿，相较一季度提升明显。

主要观点：

1. 二季度业绩接近 2 亿超预期，逐季改善全年 8 亿可期

公司上半年收入端增速与去年基本持平。主要由于国家“限制抗生素、限制辅助用药”等行业政策的负向影响。我们推测公司主要处方药制剂维持平稳增速，各产品线有一定整合协同作用，上半年有一定增长。原料药尤其是抗生素原料药方面，二季度有一定限产保价因素，整体供给端收缩，产能有一定调整。

利润端二季度 1.97 亿利润，逐季向好改善明显。公司在收入端持平的情况下，利润实现 23.27% 的增长，体现了重组整合各业务协同效应的释放和降本增效的改善效果。一季度业绩 1.60 亿，二季度业绩 1.97 亿，提升明显，且符合我们的预期。我们推测公司业绩改善主要原因如下：

- ◆ 国企改革重组整合稳步推进，降本增效持续进行（体现混合所有制激发企业活力）。
- ◆ 海门和中联亏损同比降低，带来部分业绩弹性（年底海门有望扭亏，中联有望大幅度减亏）。

站在中报展望全年，8 亿利润值得期待。我们预计公司 17 年有望完成 8 亿利润：重组并表业绩 4.7 亿利润+原有老现代业绩 2 亿左右+海门扭亏 8000 万+原料药部分 5000 万弹性。

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

联系人：胡皓碧

010-66554044

hurb@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	13.69-18.36
总市值（亿元）	168
流通市值（亿元）	80.07
总股本/流通 A 股（亿股）	11.1/5.7
流通 B 股/H 股（亿股）	/
52 周日均换手率	0.81

52 周股价走势图



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《现代制药（600420）2017 年一季报点评：业绩增速 50% 以上超市场预期，重组整合降本增效牛刀小试》2017-04-20
- 2、《现代制药（600420）2016 年年报点评：重组过渡期业绩暂时低于预期，化药平台百业待兴值得期待》2017-03-20

2. 业绩向上拐点确立，原料药下半年有望提供较大弹性

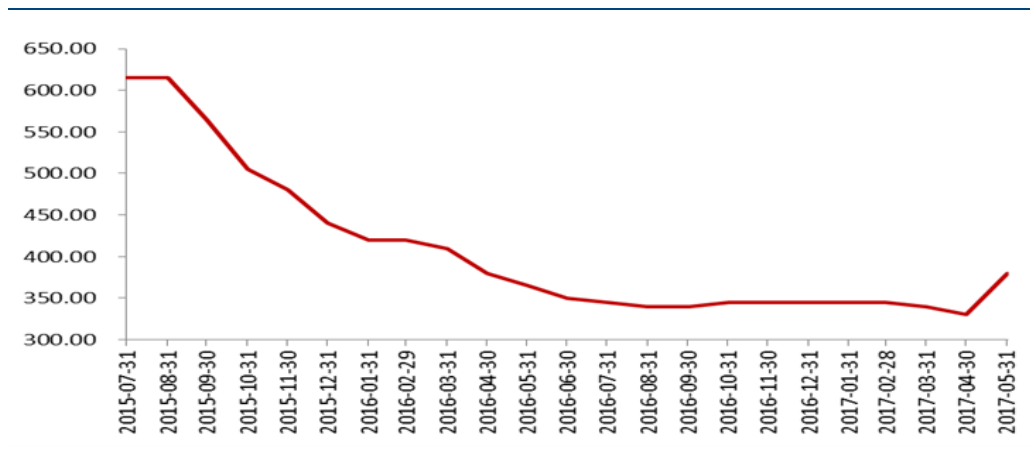
我们认为目前公司业绩向上拐点已经确立，制剂板块逐渐走上正轨，下半年原料药板块有望提供较大弹性。

- ◆ **抗生素原料药板块（6-APA，7-ACA，青霉素工业盐等）**：根据草根调研结果，二季度科伦、威奇达、联邦4-5月产能都在减少，威奇达5月是环保部在山西督查适当缩减产能。5月份在上海原料药会上，抗生素原料药有涨价。7-ACA报价480（2017年上半年均价330-350），跳涨100块钱，6-APA报价190（2017年上半年均价170左右），青霉素工业盐报价70（2017年上半年均价60左右）。虽然不是成交价格，但这也释放了价格稳定的信号。我们认为8-9月份价格仍有上涨的趋势，下半年抗生素原料药有望为公司提供较大弹性。

除了抗生素原料药板块之外，海门和中联也有望为公司提供弹性。

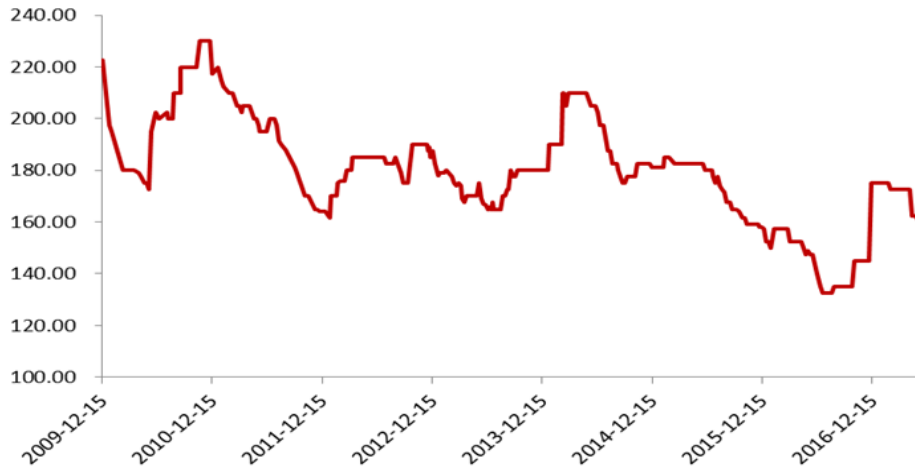
- ◆ **海门公司扭亏**：海门公司扭亏是公司重点任务，海门方面多因素共同驱动（订单开始销售、降低成本、威奇达的指导和协助），有望贡献8000万弹性。
- ◆ **中联减亏**：中联2016年的亏损跟搬迁有关（费用、折旧增加），主要解决办法是降低管理费用、扩大销售。

图 1：单价：7-ACA-酶法



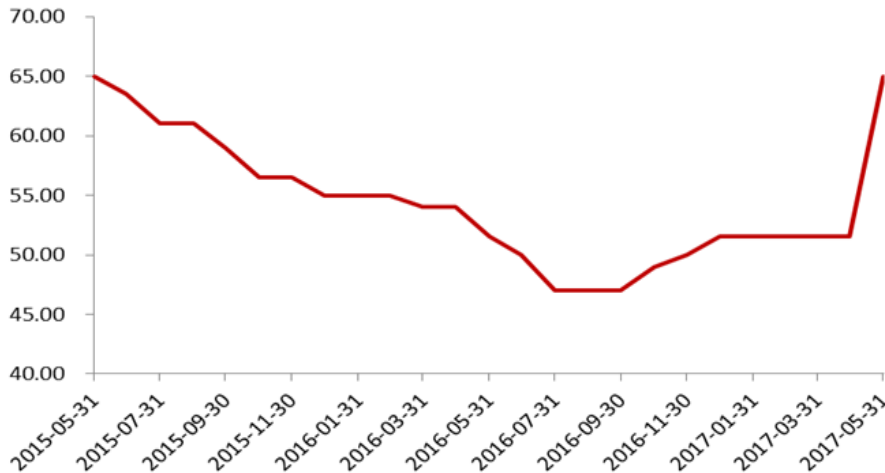
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 2: 单价: 6-APA: 当周值



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 3: 单价: 青霉素工业盐



资料来源: wind, 东兴证券研究所

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。从中报情况看逐季改善效果明显，降本增效成效很大。

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 0.73 元、0.92 元、1.12 元，对应 PE 分别为 21X、16X、14X。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	单位: 百万元					利润表	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	7586	7046	6669	所得税	61	182	252	295	340
短期借款	544	1302	4038	2334	636	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	278	784	784	784	784	EBITDA	763	2538	1981	2233	2503
非流动负债合计	1236	3365	56	56	56	EPS (元)	0.77	0.98	0.73	0.92	1.12
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	7643	7102	6725	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	288	288	1110	1110	1110	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	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	1328	5704	6666	7175	7796	毛利率 (%)	49.36%	36.15%	36.50%	37.20%	37.50%
负债和所有者权	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	偿债能力					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	总资产净利润 (%)	4.77%	5.34%	3.18%	5.08%	6.23%
						ROE (%)	16.64%	8.36%	12.17%	14.20%	15.92%
经营活动现金流	227	839	1189	2501	2677	营运能力					
净利润	292	854	1231	1439	1661	总资产周转率	0.68	0.95	0.66	0.69	0.75
折旧摊销	344	1371	0	500	502	应收账款周转率	10	12	6	5	6
财务费用	82	259	0	0	0	应付账款周转率	11.72	19.51	18.01	27.57	28.03
应收账款减少	0	0	-757	-201	-265	每股指标 (元)					
预收帐款增加	0	0	1015	1120	1259	每股收益 (最新摊	0.77	0.98	0.73	0.92	1.12
投资活动现金流	-235	-65	98	-25	-13	每股净现金流 (最	0.06	1.79	0.81	0.24	0.31
公允价值变动收	0	-2	0	0	0	每股净资产 (最新	4.62	19.82	6.00	6.46	7.02
长期股权投资减	0	0	15	0	0	估值比率					
投资收益	4	16	10	15	17	P/E	19.69	15.42	20.72	16.49	13.54
筹资活动现金流	25	-260	-388	-2213	-2318	P/B	3.28	0.76	2.52	2.34	2.16
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	7.58	3.01	11.07	8.94	7.16
长期借款增加	0	0	0	0	0						
普通股增加	0	0	823	0	0						
资本公积增加	-2	2945	0	0	0						
现金净增加额	16	514	899	262	346						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业首席分析师，小组组长。4年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球第1名组长，2015年新财富第7名团队核心成员，2015年水晶球第3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。具有医药+经济、产业+资本多重背景，多年产业叠加资本工作经验，使其对医药行业运行有着更为深刻和接地气的认知，对行业整体有较为深入的研究和独到见解。

联系人简介

胡偌碧

医药生物行业分析师。2016年水晶球第1名团队核心成员。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、医药国际化等投资机会。拥有博士级逻辑视角+接地气的研究+马不停蹄的勤奋，尤其对化学药、医药国际化有极其深入的研究和独到见解。

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。