现代制药(600420)

整体经营改善，平台优势凸显
原料药提价增强下半年业绩弹性

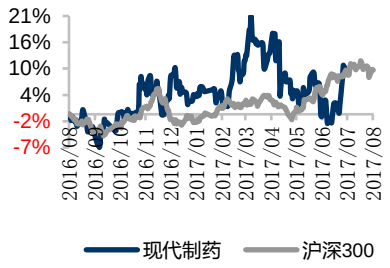
买入(维持)

2017 年 08 月 18 日

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	9,125.77	10220.87	11396.27	12649.86
同比（%）	240.23	12.00	11.50	11.00
净利润（百万元）	476.93	821.21	982.05	1139.02
同比（%）	115.76	72.19	19.59	15.98
毛利率（%）	36.15	32.00	32.10	32.20
ROE（%）	8.36	12.74	13.39	13.62
每股收益（元）	0.43	0.74	0.88	1.03
P/E	37.72	21.91	18.32	15.79
P/B	3.15	2.79	2.45	2.15

证券分析师 全铭
执业证书编号:
S0600517010002
021-60199780
quanm@dwzq.com.cn
证券分析师 焦德智
执业证书编号:
S0600516120001
jiaodzh@dwzq.com.cn
研究助理 许汪洋
xuwy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	16.20
一年最低/最高价	13.70/18.17
市净率（倍）	3.04
流通 A 股市值（百万元）	9,340

基础数据

每股净资产（元）	5.33
资本负债率（%）	52.05
总股本（百万股）	1,110
流通 A 股（百万	575

相关研究

1. **现代制药：化药平台整合+原料药提价释放业绩 - 20170802**

投资要点

一、 事件：

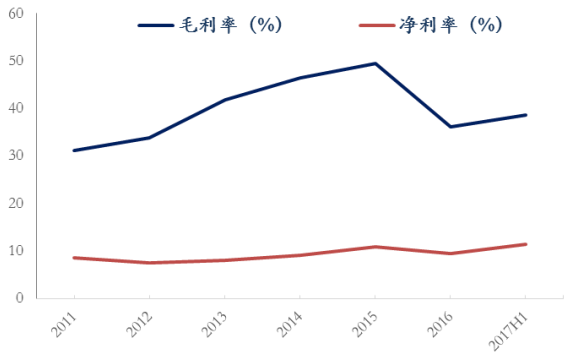
公司公布 2017 年半年报，公司 2017 年上半年营收 45.80 亿元，同比下降 0.05%，归属母公司股东净利润 3.57 亿元，同比增长 23.27%，毛利率、净利率分别从 2016 年的 36.15%、9.36%提升至 38.51%、11.46%。

二、我们的观点

1. 业绩环比提升逐季改善，经营效率显著提升。

公司 2017 年上半年营收 45.80 亿元，同比下降 0.05%，归属母公司股东净利润 3.57 亿元，同比增长 23.27%。其中 2017 年 Q1 归母净利润为 1.60 亿元，Q2 达 1.97 亿元，环比增长 23.12%，逐季度改善明显。公司整体盈利能力提升。

图表 1：公司毛利率及净利率

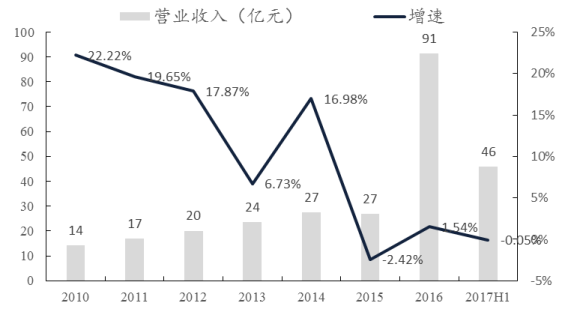


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 现代母公司经营改善，中联、海门大幅减亏，哈森、致君、天伟生物表现优异

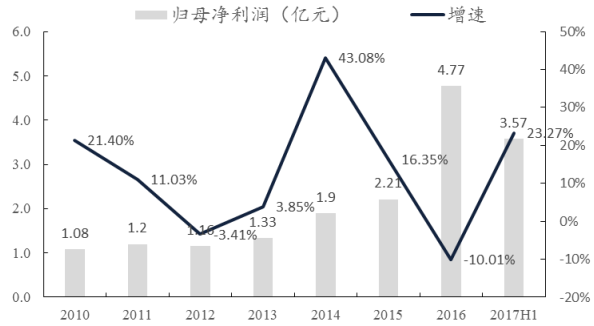
母公司现代制药 2017 上半年收入 3.20 亿元，同比增长 18.52%，净利润 1.43 亿元，同比增长 3.6%，扭转母公司业绩下滑趋势。核心品种硝苯地平控释片有望支撑母公司制剂增长。

图表 2：公司营业收入（亿元）及增速



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 3：公司归母净利润（亿元）及增速



资料来源：Wind，东吴证券研究所

中联亏损 1140.67 万元（去年亏损 5962 万）亏损大幅降低。海门亏损 2658.06 万元，考虑 2016 年计提存货跌价准备导致计提资产减值损失 5939 万元，通过平台销售能力提高其终端市场推广力度，同时加强内部管理，提供运营效率，中联、海门今年有望实现扭亏。

哈森 2017H1 实现净利润 2403.80 万元，业绩大幅提升，天伟生物 1.06 亿元，同比增长 7.83%，致君坪山 3032.28 万元，同比增长 28.95%，容生制药 4234.94 万元，平台整合效果凸显。

图表 4:部分子公司 2016H1、2017H1 经营情况

子公司名称	2017H1 营业收入（万元）	2016H1 营业收入（万元）	增速	2017H1 净利润（万元）	2016H1 净利润（万元）	增速
国药中联	13,944.09	10,292.67	35.48%	-1,140.67	1,928.23	-159.16%
国药川抗	7,160.41	4,241.59	68.81%	701.67	499.96	40.35%
天伟生物	21,625.28	22,752.95	-4.96%	10,643.37	9,870.60	7.83%
国药新疆	7,847.52	7,596.87	3.30%	698.33	994.5	-29.78%
青药集团	5,302.73	5,328.67	-0.49%	1,529.96	1,968.98	-22.30%
现代哈森	27,727.34	25,438.71	9.00%	2,403.80	145.34	1553.91%
国药一心	15,962.00	18,168.97	-12.15%	5,197.02	7,213.90	-27.96%
国药三益	4,671.17	4,070.18	14.77%	22.34	67.85	-67.07%
国药致君	56,836.93	60,024.16	-5.31%	11,712.14	12,435.92	-5.82%
致君坪山	17,450.68	12,496.07	39.65%	3,032.28	2,351.52	28.95%
致君医贸	4,685.03	4,180.85	12.06%	173.29	119.3	45.26%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

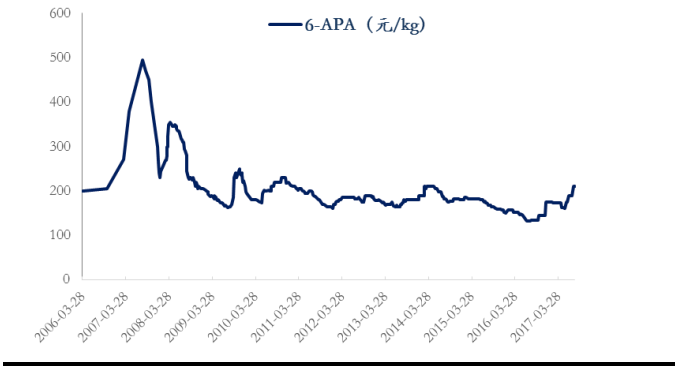
3. 威奇达、中抗有望受益于原料药涨价，后程发力有望业绩承诺

2017 年上半年威奇达实现营业收入 1.83 亿元，净利润为 8286.45 万元，相比去年全年 2.13 亿元的净利润及 2017 年 1.80 亿元的业绩承诺而言，下半年仍有较大业绩压力。中抗上半年扣除非经常性损益后归属于母公司所有者净利润为 4,833.80 万元，2017 年业绩承诺为 1.12 亿元。

近期原料药尤其是抗生素原料药，包括 6-APA、7-ACA 以及青霉素工业盐等，受到环保

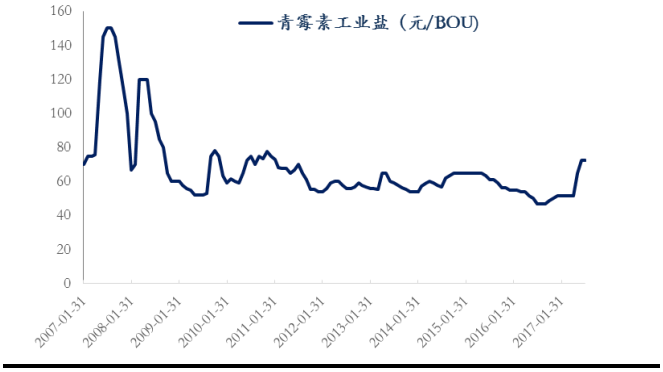
督查影响，产能受限，加上联邦 6-APA 去产能工程，6-APA 涨至 210 元/kg（公司 16 年销量达 7611.43 吨（产量 7464.69 吨）），青霉素工业盐涨至 72.50 元/BOU。随着下半年订单逐渐交割，威奇达及中抗有望后程发力，完成公司业绩承诺，保证公司整体经营业绩。

图表 5：6-APA 价格



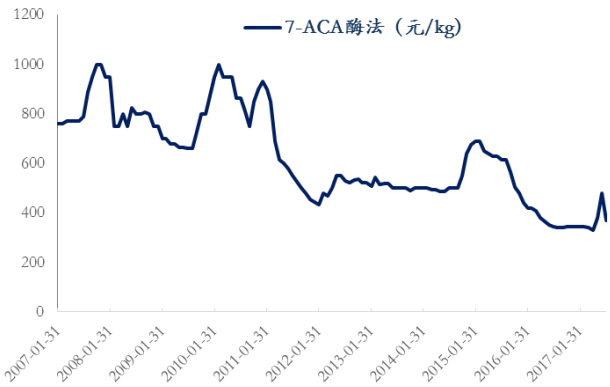
资料来源：Wind、东吴证券研究所

图表 6：青霉素工业盐价格



资料来源：Wind、东吴证券研究所

图表 7：7-ACA（酶法）价格



资料来源：Wind，东吴证券研究所

4. 一致性评价进展如期，重点发展大品种，新型制剂项目着眼未来

目前，公司已开展一致性评价的品种 61 个，其中硝苯地平控释片、头孢呋辛酯系列等大品种已启动疗效一致性评价，申请备案品种达 44 个，其中 289 目录品种为 28 个，非 289 目录品种为 16 个，数目在所有药企中名列前茅。公司依托上海医工院平台的科研力量及 BE 试验资源有望抓住普药市场整合的机遇，成为一致性评价工作的最大受益者。公司致力于推进大品种战略升级，在原有基础上编制完成公司大品种目录，销售资源优先向大品种倾斜，截至 2017 年上半年，大品种销售营收占比 60%以上。

同时，公司计划投资 14.5 亿元建设“新型制剂产业战略升级”项目，述口服固体制剂的产能将达到 55 亿片/粒/袋/瓶，按照现有产品情况计算，项目达产后年贡献销售收入约为 29.8 亿元，总投资收益率为 37.85%，公司此举将进一步扩大产能，提升公司盈利能力，同时，新型制剂孵化研发中心的建成投入使用，将进一步加快公司新产品的上市速度，保证公司长远发展。

三、盈利预测与投资评级：

公司短期由于平台业绩并表及效率提升，再加上原料药提价增加旗下威奇达等子公司利润，我们预计公司 17-19 年归母净利润为 8.21、9.82、11.39 亿元，EPS 分别为 0.74 元、0.88 元、1.03 元，对应 PE 为 21.91X、18.32X、15.79X。结合公司化药平台整合、一致性评价进度开展进度，我们维持公司“买入”评级。

四、风险提示：

原料药价格波动低于预期、公司整合进度低于预期、行业限抗等政策导致抗生素类产品销售低于预期。

图表 8：现代制药三大财务预测表

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	9125.77	10220.87	11396.27	12649.86
营业成本	5826.84	6950.19	7738.07	8576.60
营业税金及附加	122.25	136.92	152.66	169.46
营业费用	1009.50	1022.09	1139.63	1264.99
管理费用	954.54	889.22	991.48	1100.54
财务费用	258.73	148.98	90.71	49.36
资产减值损失	59.39	0.00	0.00	0.00
投资收益	15.69	0.00	0.00	0.00
营业利润	907.82	1073.48	1283.72	1488.91
其他非经营损益	128.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	1036.51	1073.48	1283.72	1488.91
所得税	182.48	161.02	192.56	223.34
净利润	854.03	912.46	1091.16	1265.58
少数股东损益	377.10	91.25	109.12	126.56
归属母公司股东净利润	476.93	821.21	982.05	1139.02
资产负债表	**2016A**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
货币资金	1639.46	2189.94	3746.67	5865.75
应收和预付款项	2744.20	1361.15	3215.36	1863.50
存货	1809.51	3055.15	2360.97	3642.07
其他流动资产	143.85	143.85	143.85	143.85
长期股权投资	81.05	81.05	81.05	81.05
固定资产和在建工程	7246.97	6223.06	5199.16	4175.26
无形资产和开发支出	1209.31	1092.73	976.15	859.57
其他非流动资产	137.96	131.54	125.11	125.11
资产总计	15015.07	14279.13	15848.33	16756.17
短期借款	1301.68	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2293.98	2026.78	2599.91	2352.47
长期借款	2849.70	2849.70	2849.70	2849.70
负债合计	8076.59	6507.71	7080.84	6833.40
股本	1110.46	1110.46	1110.46	1110.46
资本公积	2194.25	2194.25	2194.25	2194.25
留存收益	2399.27	3140.96	4027.92	5056.64
归属母公司股东权益	5703.98	6445.67	7332.63	8361.35
少数股东权益	1234.50	1325.75	1434.86	1561.42
股东权益合计	6938.48	7771.42	8767.49	9922.77
负债和股东权益合计	15015.07	14279.13	15848.33	16756.17
现金流量表	**2016A**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
经营性现金净流量	823.08	2087.30	1749.18	2285.38
投资性现金净流量	-64.55	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-260.23	-1536.82	-192.45	-166.30
现金流量净额	500.38	550.48	1556.73	2119.08

	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率	36.15%	32.00%	32.10%	32.20%
三费/销售收入	24.36%	20.16%	19.50%	19.09%
EBIT/销售收入	14.36%	12.03%	12.12%	12.21%
EBITDA/销售收入	22.33%	23.27%	22.19%	21.23%
销售净利率	9.36%	8.93%	9.57%	10.00%
ROE	8.36%	12.74%	13.39%	13.62%
ROA	8.73%	8.61%	8.71%	9.22%
ROIC	33.21%	10.97%	13.78%	16.48%
销售收入增长率	240.23%	12.00%	11.50%	11.00%
EBIT 增长率	198.39%	-6.23%	12.37%	11.86%
EBITDA 增长率	239.63%	16.71%	6.33%	6.20%
净利润增长率	192.92%	6.84%	19.59%	15.98%
总资产增长率	279.23%	-4.90%	10.99%	5.73%
股东权益增长率	329.38%	13.00%	13.76%	14.03%
经营营运资本增长率	69.75%	10.20%	39.39%	8.93%
资产负债率	53.79%	45.57%	44.68%	40.78%
投资资本/总资产	63.45%	59.66%	50.29%	41.89%
带息债务/总负债	51.40%	43.79%	40.25%	41.70%
流动比率	1.35	2.15	2.55	3.32
股利支付率	3.02%	9.68%	9.68%	9.68%
总资产周转率	0.61	0.72	0.72	0.75
固定资产周转率	1.35	1.64	2.19	3.03
应收账款周转率	3.82	11.57	4.12	9.85
存货周转率	3.22	2.27	3.28	2.35
业绩和估值指标	**2016A**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
EBIT	1310.74	1229.10	1381.08	1544.92
EBITDA	2037.61	2378.11	2528.64	2685.40
NOPLAT	980.13	1044.73	1173.92	1313.18
净利润	476.93	821.21	982.05	1139.02
EPS	0.43	0.74	0.88	1.03
BPS	5.14	5.80	6.60	7.53
PE	37.72	21.91	18.32	15.79
PB	3.15	2.79	2.45	2.15
PS	1.97	1.76	1.58	1.42
PCF	21.86	8.62	10.28	7.87
EV/EBIT	16.64	16.32	13.49	10.78
EV/EBITDA	10.70	8.44	7.37	6.20
EV/NOPLAT	22.25	19.20	15.87	12.68
EV/IC	2.29	2.36	2.34	2.37
ROIC-WACC	0.33	0.09	0.12	0.14
股息率	0.00	0.00	0.01	0.01

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn