

# 化药平台整合+原料药提价释放业绩 一致性评价布局未来发展方向 买入(首次)

2017年07月27日

证券分析师 全铭

执业证书编号:

S0600517010002

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

021-60199780

xuwy@dwzq.com.cn

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	34.34	19.95	16.68	14.38
P/B	2.87	2.54	2.23	1.96

## 投资要点

■ **国药集团化药平台整合效应初现,公司经营效率提升。**16年现代制药通过整合国药集团旗下威奇达、国药一心等企业,成为国药集团的化药工业平台,并按照治疗类别分抗感染、心脑血管、抗肿瘤、精麻类药物、OTC五个方向对旗下公司进行整合管理,充分发挥企业内部协同发展优势,在药品研发中,充分利用科研资源,降低成本,提高产品研发产出比例;生产环节中,发挥原料药、制剂上下游联动优势,提升产线运营效率;营销环节中,整合公司成员间的渠道资源,加强市场推广网络的布局建设。公司半年报业绩归母净利润达3.57亿元,基本符合预期,16年威奇达1-10月份并表对应67%股权,再结合今年原料药4-5月份以来涨价带来的业绩增厚,预计下半年将呈现加速发展的趋势。

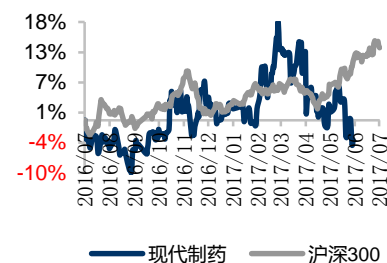
■ **抗生素原料药近期上涨趋势明显,推动威奇达、中抗提升业绩。**近期由于环保督查趋严、部分原料药厂商生产事故停产以及6-APA等价格长期维持较低水平,原料药尤其是抗生素原料药(6-APA、青霉素工业盐、6-ACA等)近两个月价格反弹明显,作为国内原料药龙头之一,威奇达有望在本轮涨价中释放业绩。

■ **一致性评价工作迫在眉睫,普药市场整合机遇。**公司3.6亿元研发经费主要投入一致性评价工作,目前开展一致性评价品种六十个,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。当前公司申请备案品种达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。一致性评价将带来普药集中度提升,公司依托上海医工院科研能力及BE试验资源有望大幅受益。

■ **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19.95X、16.68X、14.38X。首次覆盖,给予公司“买入”评级。

■ **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。

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	14.78
一年最低/最高价	13.70/18.17
市净率(倍)	1.40
流通A股市值 (百万元)	8,505

## 基础数据

每股净资产(元)	10.56
资本负债率(%)	52.68
总股本(百万股)	1,110
流通A股(百万股)	575

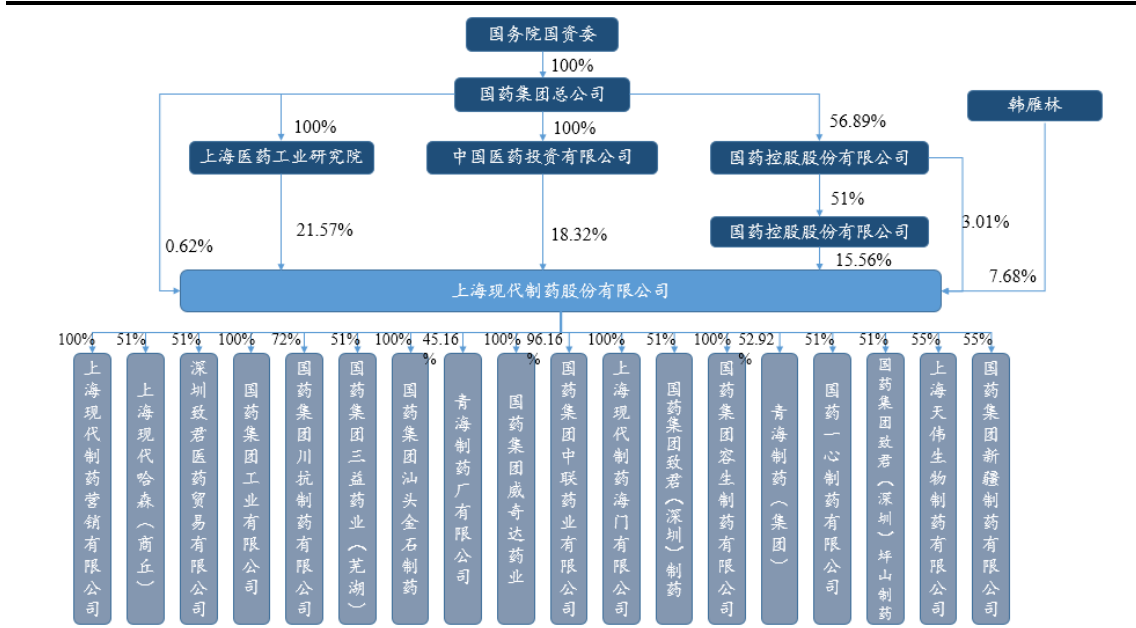
## 相关研究

## 1. 现代制药：国药集团化药平台整合基本完成

### 1.1. 公司概况

上海现代制药股份有限公司是一家成立于 1996 年，并于 2004 年 6 月 16 日在上海证券交易所上市的高科技制药企业。2010 年 4 月进入中国医药集团总公司，成为中国医药工业研究总院直属企业之一。公司主要从事化学原料药和制剂生产，主要产品包括抗生素药、心血管药、减肥药等，在国际、国内市场具有极强的竞争能力。

图表 1：现代制药股权结构



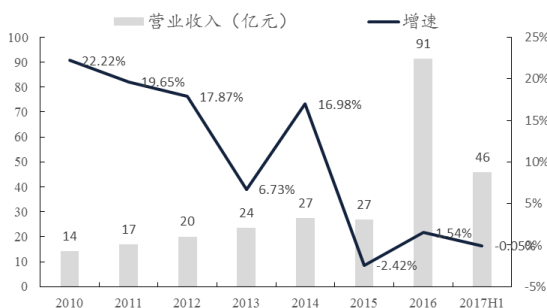
资料来源：Wind，东吴证券研究所

公司实际为国务院国资委所控制，通过持有上海医药工业研究所 100% 股权为公司控股股东，下属 18 家控股子公司，在 2016 年完成重组，成为国药集团的化药工业平台。

### 1.2. 盈利能力逐步回升，整合效应初现

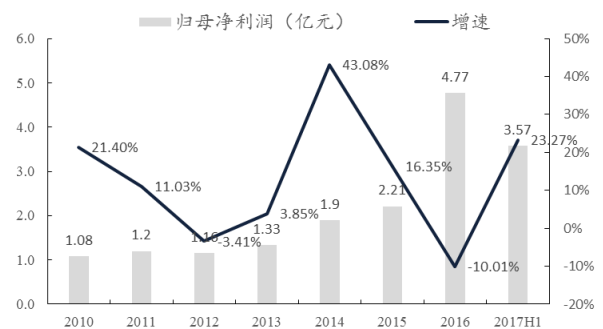
公司业绩稳步上升，经营情况良好，根据公司披露的业绩快报，2017 年上半年营业收入为 45.80 亿元，同比下降 0.05%，归母净利润为 3.57 亿元，同比增长 23.27%，业绩符合预期。

图表 2：公司营业收入（亿元）及增速



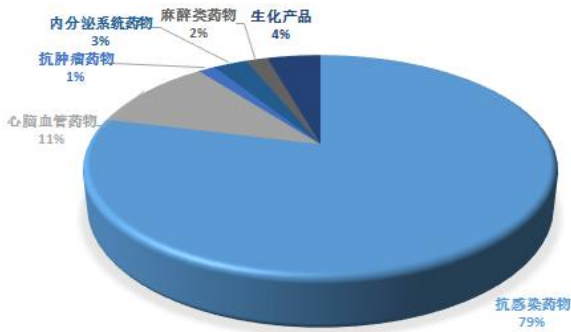
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 3：公司归母净利润（亿元）及增速



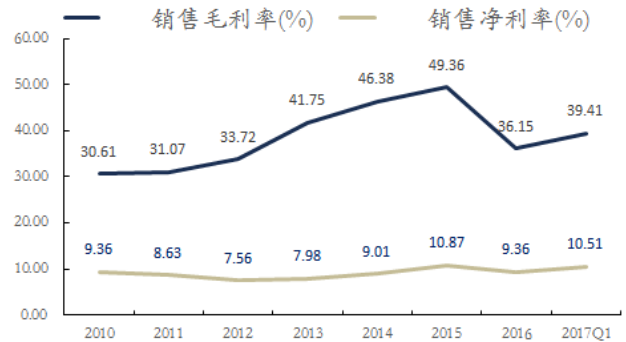
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 4: 公司各业务销售占比 (%)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 5: 公司销售毛利率&销售净利率



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2. 国药化药平台搭建完毕, 效率有望大幅提升

2016 年是现代制药发展迄今资本运作力度最大、融合驱动成果最显著的一年。一年来, 在间接控股股东国药集团的统筹下, 在各交易对方、整合标的企业的共同努力下, 原本分散于国药集团不同主体间的化学制药资产得以顺利整合。本次重组并非国药集团内部资产的简单转移, 是充分考虑到单一的化学制药平台将会产生的采购、生产、销售等各方面协同效应后实施的资产整合, 一旦整合完毕有望在效率端获得大幅提升。截至目前, 第一阶段资产的整合工作已完成。

此次整合主要涵盖二级企业 17 家, 三级企业 11 家, 产品聚焦心脑血管类、抗感染类、全身性用药、抗肿瘤、麻醉精神类药物、大健康产品等, 国药集团统一的化学药产业平台和资本运作平台已搭建完成。

2015 年 10 月 21 日, 间接控股股东国药集团便启动了涉及公司的本次重大资产重组事项。本次重大资产重组为公司以发行股份方式购买国药控股持有的芜湖三益 51% 股权、国药一心 26% 股权; 以发行股份方式购买杭州谭溪持有的国药一心 25% 股权; 以发行股份方式购买国药一致持有的国药致君 51% 股权、致君坪山 51% 股权、致君医贸 51% 股权及坪山基地经营性资产; 以发行股份方式购买国药工业持有的国工有限 100% 股权、国药威奇达 67% 股权、国药金石 80% 股权、青药集团 52.92% 股权、国药新疆 55% 股权; 以发行股份及支付现金方式购买自然人韩雁林持有的国药威奇达 33% 股权、中抗制药 33% 股权; 以发行股份方式购买杨时浩等 12 名自然人持有的国药金石 20% 股权。

公司本次重大资产重组交易标的的资产评估价值为 77.39 亿元, 发行股份购买资产的发行价格为 29.06 元/股 (除权后价格为 14.40 元/股), 2016 年 9 月 8 日复牌, 交割基准日为 2016 年 10 月 31 日, **2016 年 11 月 1 日重组交易标的纳入合并报表范围。**

经过本次重组, 公司形成了以抗感染药物、心脑血管药物、抗肿瘤药物、激素及调节内分泌系统药物以及生化产品五个主要治疗领域的产品线。公司将充分发挥企业内部协同发展优势, 在**药品研发中**, 充分利用科研资源, 降低成本, 提高产品研发产出比例; **生产环节中**, 发挥原料药、制剂上下游联动优势, 提升产线运营效率; **营销环节中**, 整

合公司成员间的渠道资源，加强市场推广网络的布局建设。公司半年报业绩归母净利润达 3.57 亿元，基本符合预期，随着管理整合，预计下半年将呈现加速发展的趋势。

### 2.1. 现代制药母公司：心脑血管产品线逐步发挥优势

现代制药母公司以马来酸依那普利片、普伐他汀片以及硝苯地平控释片为代表的心血管药物为主，2016 年收入均有所提升。

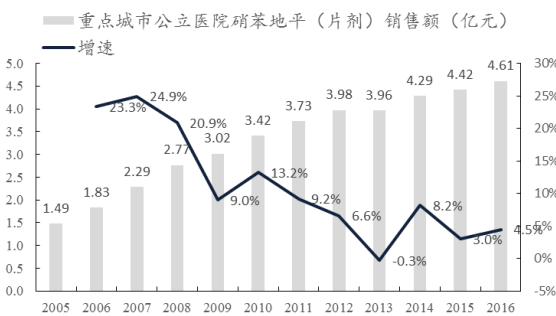
图表 6: 现代制药心血管药品

药品	适应症/功能主治	2016 年销售量 (万)	2016 年收入 (万元)	2015 年收入 (万元)	2016 毛利 (万元)	2015 年毛利 (万元)	2016 年毛利率	2015 年毛利率
马来酸依那普利片	用于治疗原发性高血压。	3,397	13,640	12,406	11,142	10,592	81.70%	85.40%
普伐他汀片	高脂血症、家族性高胆固醇血症。	268	3,564	2,398	2,398		67.30%	
硝苯地平控释片	1、高血压 2、冠心病 慢性稳定型心绞痛	2,809	48,211	45,049	43,352	40,728	89.90%	90.40%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

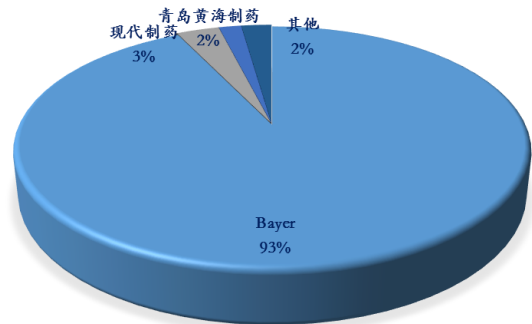
硝苯地平控释片作为国产硝苯地平唯一的控释剂型，其渗透泵控释技术国内领先，2016 年销售金额达 4.82 亿元，维持稳健发展。与此同时，公司硝苯地平控释片已开展了 BE 预试验。随着进口替代趋势以及一致性评价进程推进，公司硝苯地平控释片有望抢占 Bayer 市场份额，成为支撑公司发展的重要品种。

图表 7: 重点城市公立医院硝苯地平销售情况



资料来源：PDB，东吴证券研究所

图表 8: 2016 重点城市公立医院硝苯地平竞争格局



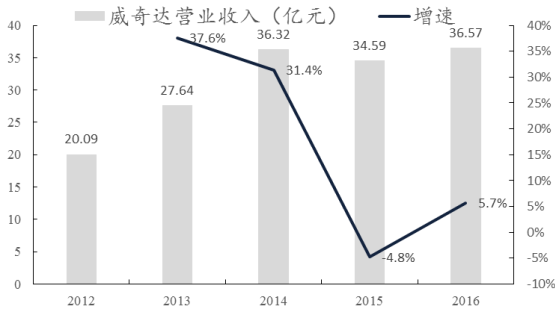
资料来源：PDB，东吴证券研究所

### 2.2. 威奇达：环保督查持续高压，原料药涨价提升盈利能力

国药威奇达按照中国医药集团的战略发展规划，在大同市医药工业园区完成了新厂区的建设，具备了抗生素三大母核 7-ACA、6-APA、7-ADCA 以及全产业链的生产能力。国药集团大同抗生素产业基地已初具规模。截止 2016 年 5 月，已建成拥有年产 1200 吨 7-ACA 生产系统以及头孢粗品、头孢无菌粉到头孢粉针制剂完整产业链；拥有年产 5000 吨 6-APA 生产系统以及阿莫西林原料药和口服固体制剂完整产业链；拥有年产 600 吨 克拉维酸钾生产系统以及克拉维酸系列产品生产车间。所有无菌原料和制剂生产车间均

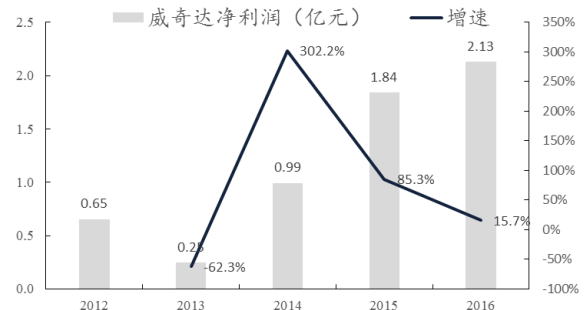
按照新版 GMP 标准设计和建设。克拉维酸无菌口服车间按照美国 FDA 标准设计和建设，并已具备申报条件，产品最终获得 FDA 证书。

图表 9: 威奇达营业收入



资料来源: 年报, 东吴证券研究所

图表 10: 威奇达净利润



资料来源: 年报, 东吴证券研究所

**6-APA: 联邦去产能+环保督查趋严, 价格稳中有升**

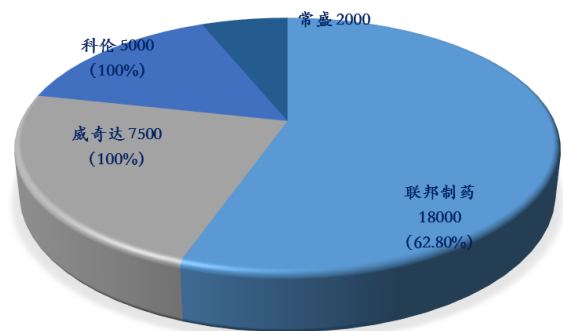
年初 6-APA 价格由于需求端进入淡季及新进产能的原因, 由 175 元/公斤回调至 5 月中旬的 145-150 元/公斤。近期, 国药威奇达药业上调青霉素工业盐、6-APA 价格, 青霉素工业盐涨至 65 元/BOU, 6-APA 涨至 175 元/kg, 价格略有上调。6-APA 主要竞争者包括联邦制药及科伦药业, 目前整体需求在 2 万吨左右, 其中联邦制药 1.8 万吨产能, 科伦 5000 吨产能, 公司 16 年销量达 7611.43 吨 (产量 7464.69 吨), 行业总供给约 3 万吨。联邦制药近年经营情况不佳, 2016 年全年亏损约 3 亿元, 目前逐渐开始 6-APA 去产能工程, 同时维护 6-APA 价格的动力更足。环保督查趋严, 6-APA 市场去产能进程不断推进, 成本端, 玉米及煤炭价格今年持续上涨, 6-APA 价格由 160 元/千克上涨至 190 元/千克, 涨幅接近 20%, 考虑到环保督查的持续时间长, 我们预计 6-APA 将保持稳定上升趋势。

图表 11: 6-APA 价格



资料来源: 健康网, 东吴证券研究所

图表 12: 6-APA 主要生产厂家产能情况



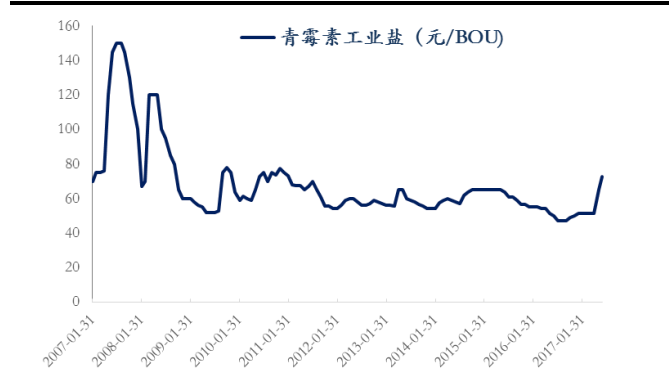
资料来源: 产业调研, 东吴证券研究所整理

**青霉素工业盐: 受益于下游消化库存, 近期价格上调**

青霉素工业盐受企业增加及下游产品采购萎缩影响, 国内青霉素工业盐价格跌到历史低谷, 近期出现反弹, 现在国内报价 70 元/BOU 左右, 国内青霉素工业盐厂家又恢复到 10 年前的 6 家以上, 石药、哈药、联邦、同联, 威奇达、新乡华星等都是产能巨大,

但实际生产量较小。全球需求约 6-7 万吨，而我国产能超过 10 万吨（石药 1.8 万吨），产能远远过剩，行业盈利情况不佳。公司目前产量达 3634 吨，公司自有的 6-APA 产线有助于上游青霉素工业盐的外销及库存消化（目前市场超过 3/4 的青霉素工业盐主要用于制备 6-APA/7-ADCA 等），公司该业务维持稳定趋势。

图表 13: 青霉素工业盐价格



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

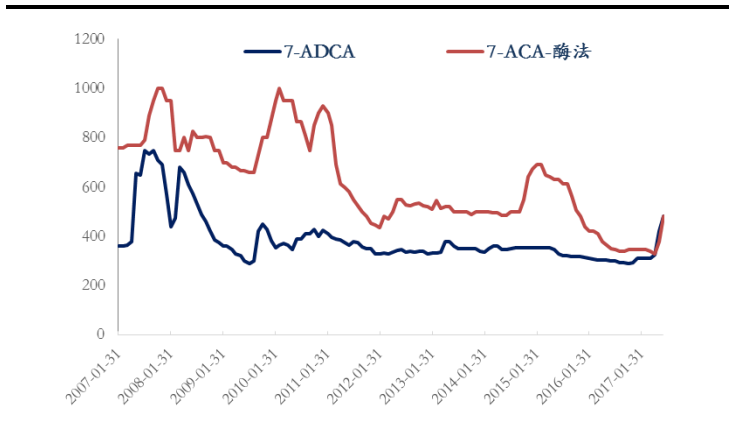
**7-ACA&7-ADCA: 价格低位反弹**

7-ACA 是头孢菌素关键性中间体，是当今国际抗生素市场的主角。2011 年之前低成本的酶法 7-ACA 技术被国外厂家垄断，而传统的化学制备方法成本高。随着技术壁垒被突破，石药、鲁抗以及威奇达等厂家采用酶法制备 7-ACA，价格大幅下降。2014 年年底受鲁抗排污及北京 APEC 限产影响，供给端紧张，价格从 480 元/kg 上涨至 690 元/kg，此后持续下降至 330 元/kg，6 月份价格反弹至 480 元/kg。

目前的主要生产厂家是健康元（产量 2344 吨）、石药（产能 1500 吨）、威奇达、鲁抗（产能 900 吨）、联邦制药（产能 1200 吨）等。2010 年全球需求量不足 4000 吨，而国内 8000 吨产能造成严重的供需不平衡导致出现大幅度下滑。公司 16 年产量 2253 吨，销量达 1632 吨，业务整体稳定。受前期江苏某 7-ADCA 工厂车间事故影响，7-ADCA 供不应求，于 6 月份价格反弹至 480 元/kg。

华北、华东地区为环保重点督查地区，供给端压力将继续维持。

图表 14: 7-ACA（酶法）&7-ADCA 价格

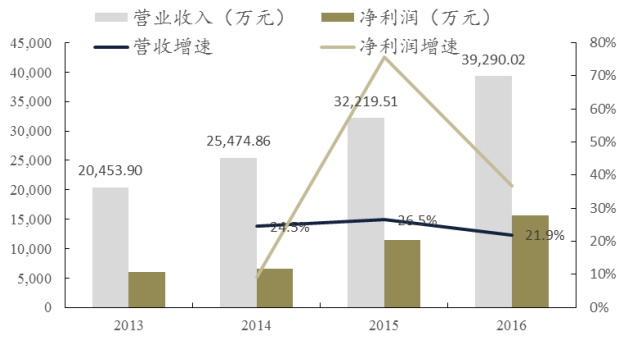


资料来源: Wind, 东吴证券研究所

**2.3. 天伟生物：二胎政策为尿促卵泡素等品种提供上升动力**

天伟主要经营高品质的原料药和医药中间体，拥有通过 GMP 认证的厂房和设备，主要产品有有绒促性素、尿促卵泡素、尿促性素、前列腺素系列、抗真菌系列及其中间体等，其中 2016 年绒促性素及尿促卵泡素占天伟 95% 的营收。产品均由高新技术成果转化而来并全部列入国家高新技术产品出口目录，发酵与生化两大系列产品在国内外市场享有较高的声誉。

图表 15: 天伟生物营收及净利润情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 16: 重点城市公立医院尿促卵泡素销售情况



资料来源: PDB, 东吴证券研究所

尿促卵泡素主要治疗不排卵 (包括多囊卵巢综合征) 且对枸橼酸克罗米芬治疗无效者以及辅助生殖技术超促排卵者。目前尿促卵泡素原料药主要为天伟及丽珠，其中丽珠为 2016 年底获得批文，天伟是其重要供应商，具有长期供货协议。

终端市场方面，中国不孕不育人口数量庞大，中国人口协会发布的调查结果显示，中国不孕不育患者目前已超过 4000 万，占育龄人口的 12.5%。2016 年二胎政策全面放开，尿促卵泡素市场增速回升至 21.1%，未来随着二胎政策不断普及，尿促卵泡素有望维持稳定发展趋势。

### 2.4. 中联、海门：协同整合逐步实现扭亏

2016 年海门亏损 8223 万元，现代制药年报指出，现代海门计提存货跌价准备导致计提资产减值损失 5939 万元。其次，由于公司实际产能利用率低，降低了公司盈利能力。我们认为 2017 年海门将实现扭亏，首先是依托现代制药的平台效应，在上游技术及下游市场渠道提供一定的支持，其次是原料药出身的威奇达与公司形成协同效应。

中联 1997 年股份制改造，2002 年成立集团公司，2011 年底重组进入中国医药集团。中联已形成包括中成药、化学制剂生产和销售、医药商业营运等在内的多种产业结构，拥有注册产品 300 余个，有 82 个品种列入国家基本药物目录，有 14 个独家品种，形成以鳖甲煎丸为代表的肝脏用药系列，以金叶败毒颗粒、鼻炎片、强力感冒片为代表的呼吸道用药系列，以脉君安片、心脑清软胶囊为代表的心脑血管用药系列，以加味生化颗粒为代表的妇科用药系列。

2016 年中联亏损 5962 万元，2017 年通过平台整合，尤其是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，预计 2017 年逐渐实现扭亏。

## 3. 一致性评价驱动公司未来二次飞跃

公司产品线丰富，是国内普药生产龙头，面对 2016 年以来相关部门大力推广的一

致性评价工作，公司主动加大投入以加强普药品种竞争优势。未来对通过一致性评价的品种，医疗机构将优先采购并在临床中优先选用，同品种药品通过一致性评价的生产企业达到 3 家以上的，在药品集中采购等方面不再选用未通过一致性评价的品种。这一政策通过优胜劣汰，提高了制药产业集中度。核心动力在于一致性评价工作对于单一品种生产厂家数量的限制（3 家），有利于药品市场集中度的提升，同时也大大提升规模化生产的药品生产商进行一致性评价工作的积极性。

公司 2016 年全年 **3.6 亿元研发经费** 主要投入一致性评价工作，一致性评价工作也是公司未来 3-5 年内的重要科技任务。在公司统一安排部署下，母公司以及各个子公司以大品种优先为原则，以机制创新、模式创新为抓手，有重点、有计划地推进一致性评价工作。目前开展一致性评价品种约六十个，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。

当前公司申请备案品种达 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，有望在一致性评价的工作中保证任务完成的时间及质量，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。

#### 4. 盈利预测及投资建议

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 19.95X、16.68X、14.38X。结合公司化药平台整合、一致性评价进度开展进度以及可比公司估值水平，给予公司 17 年 26X-30X 估值。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表 17: 可比公司分析

可比公司	2016 净利润增速	2017 预测净利润增速	当前市值 (亿元)	PE (2016)	PE (TTM)	PE (2017E)
华海药业	13.19%	21.74%	206.95	41.32	38.52	29.09
京新药业	27.64%	26.67%	76.62	36.15	34.05	23.74
科伦药业	-9.40%	24.54%	241.06	41.23	42.36	27.48
新华制药	47.20%	35.01%	53.75	43.96	43.1	23.93
<b>平均值</b>	<b>19.66%</b>	<b>26.99%</b>	<b>144.6</b>	<b>40.67</b>	<b>39.51</b>	<b>26.06</b>
<b>现代制药</b>	<b>115.76%</b>	<b>72.19%</b>	<b>168.12</b>	<b>35.25</b>	<b>22.55</b>	<b>19.95</b>

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 5. 风险提示

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



## 6. 附录

图表 18: 2016 年度同一控制下企业合并

被合并方名称	企业合并中取得的权益比例 (%)	构成同一控制下企业合并的依据	合并日	合并日的确定依据	合并当期期初至合并日被合并方的收入 (万元)	合并当期期初至合并日被合并方的净利润 (万元)
国药威奇达	67	同一最终控制人	2016/10/31	取得控制权	291,859.43	14,167.49
国工有限	100	同一最终控制人	2016/10/31	取得控制权	18,298.63	1,338.20
国药新疆	55	同一最终控制人	2016/10/31	取得控制权	12,666.85	1,203.80
青药集团	52.92	同一最终控制人	2016/10/31	取得控制权	6,945.12	2,354.28
国药金石	80	同一最终控制人	2016/10/31	取得控制权	34,021.41	1,196.08
国药一心	26	同一最终控制人	2016/10/31	取得控制权	27,569.54	10,676.97
国药三益	51	同一最终控制人	2016/10/31	取得控制权	6,105.77	-447.64
国药致君	51	同一最终控制人	2016/10/31	取得控制权	90,962.10	18,922.14
致君坪山	51	同一最终控制人	2016/10/31	取得控制权	20,617.48	3,597.68
致君医贸	51	同一最终控制人	2016/10/31	取得控制权	6,381.32	280.17

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图表 19: 现代制药子公司情况

被参控公司	参控关系	持股比例	业务性质	2016 年营收(万元)	净利润 (万元)	净利润增速
上海现代制药海门有限公司	子公司	100.00	医药制造	16,821.49	-8,223.50	-4.4%
国药集团容生制药有限公司	子公司	100.00	医药制造		4,946.57	-51.3%
上海现代制药营销有限公司	子公司	100.00	医药制造、贸易	90,826.27	64.43	-24.7%
上海现代哈森(商丘)药业有限公司	子公司	51.00	医药制造	51,566.88	2,825.95	-1.0%
国药集团中联药业有限公司	子公司	96.16	医药制造	20,986.74	-5,962.03	2088.4%
国药集团川抗制药有限公司	子公司	72.00	医药制造	16,905.33	1,891.15	4.5%
上海天伟生物制药有限公司	子公司	55.00	医药制造	39,290.02	15,694.81	36.8%
青海制药厂有限公司	联营企业	45.16	医药制造	22,227.68	3,474.28	70.2%
<b>新整合并入企业</b>						
国药集团威奇达药业有限公司	子公司	100.00	医药制造	365,678.57	21,286.00	15.7%

国药集团新疆制药有限公司	子公司	55.00	医药制造	15,224.48	1,267.98	107.1%
青海制药(集团)有限责任公司	子公司	52.92	医药制造	8,059.64	2,517.31	23.3%
国药集团致君(深圳)制药有限公司	子公司	51.00	医药制造	114,031.88	23,148.23	-12.2%
国药一心制药有限公司	子公司	51.00	医药制造	34,514.81	10,177.63	6.1%
国药集团致君(深圳)坪山制药有限公司	子公司	51.00	医药制造	26,052.00	4,516.53	390.0%
国药集团工业有限公司	子公司	100.00	医药制造			
国药集团汕头金石制药有限公司	子公司	100.00	医药制造			
国药集团三益药业(芜湖)有限公司	子公司	51.00	医药制造	6,866.93	-846.47	-11093.1%
深圳致君医药贸易有限公司	子公司	51.00	贸易	8,697.75	297.36	284.0%

数据来源: 年报, 东吴证券研究所

图表 20: 现代制药一致性评价参比制剂备案情况 (截止至 2017 年 6 月 20 日)

联系人	类别	药品通用名	是否为 289 目录品种	类别	药品通用名	是否为 289 目录品种
国药集团致君(深圳)制药有限公司	备案	头孢呋辛酯胶囊	是-208	备案	头孢克肟干混悬剂	否
	备案	头孢呋辛酯颗粒	否	备案	头孢克肟胶囊	否
	备案	头孢呋辛酯片	是-153	备案	头孢克肟颗粒	否
国药集团容生制药有限公司	备案	苯磺酸氨氯地平片	是-127	备案	辛伐他汀片	是-91
	备案	马来酸氯苯那敏片	是-14	备案	盐酸氟桂利嗪片	是-164
	备案	腺苷钴胺片	是-172			
青海制药厂有限公司	申报	阿司匹林可待因片	否	申报	磷酸可待因片	是-205
	申报	氨酚待因片(I)	否	申报	硫酸吗啡片	是-229
	申报	复方甘草片	是-97	申报	盐酸吗啡片	是-202
国药一心制药有限公司	备案	醋酸奥曲肽注射液	否			
国药集团深圳致君(坪山)制药有限公司	备案	双氯芬酸钠缓释片	是-231			
国药集团汕头金石制药有限公司	备案	阿莫西林胶囊	否	备案	头孢丙烯片	否
	备案	阿莫西林胶囊	是-21	备案	头孢呋辛酯胶囊	是-208
	备案	阿奇霉素片	否	备案	头孢呋辛酯片	是-153
	备案	阿奇霉素片	是-78	备案	头孢呋辛酯片	否
	备案	卡托普利片	是-16	备案	盐酸氨溴索片	是-179
国药集团川抗制药有限公司	备案	他克莫司胶囊	否	备案	盐酸米多君片	否
	备案	乌苯美司片	否			
国药集团工业有限公司	备案	奥美拉唑肠溶片	是-167	备案	吲达帕胺片	是-109
	备案	辛伐他汀片	是-91			
上海现代哈森(商丘)药业有限公司	备案	阿莫西林胶囊	是-21	备案	胶体果胶铋胶囊	是-103
	备案	氨茶碱片	是-18	备案	罗红霉素颗粒	否
	备案	枸橼酸铋钾颗粒	是-76	备案	盐酸雷尼替丁胶囊	是-10
	备案	琥乙红霉素片	是-25	备案	盐酸小檗碱片	是-2

数据来源: 中检所, 东吴证券研究所

图表 21: 现代制药三大财务预测表

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	9125.77	10220.87	11396.27	12649.86	毛利率	36.15%	32.00%	32.10%	32.20%
营业成本	5826.84	6950.19	7738.07	8576.60	三费/销售收入	24.36%	20.16%	19.50%	19.09%
营业税金及附加	122.25	136.92	152.66	169.46	EBIT/销售收入	14.36%	12.03%	12.12%	12.21%
营业费用	1009.50	1022.09	1139.63	1264.99	EBITDA/销售收入	22.33%	23.27%	22.19%	21.23%
管理费用	954.54	889.22	991.48	1100.54	销售净利率	9.36%	8.93%	9.57%	10.00%
财务费用	258.73	148.98	90.71	49.36	ROE	8.36%	12.74%	13.39%	13.62%
资产减值损失	59.39	0.00	0.00	0.00	ROA	8.73%	8.61%	8.71%	9.22%
投资收益	15.69	0.00	0.00	0.00	ROIC	33.21%	10.97%	13.78%	16.48%
<b>营业利润</b>	<b>907.82</b>	<b>1073.48</b>	<b>1283.72</b>	<b>1488.91</b>	销售收入增长率	240.23%	12.00%	11.50%	11.00%
其他非经营损益	128.70	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	198.39%	-6.23%	12.37%	11.86%
<b>利润总额</b>	<b>1036.51</b>	<b>1073.48</b>	<b>1283.72</b>	<b>1488.91</b>	EBITDA 增长率	239.63%	16.71%	6.33%	6.20%
所得税	182.48	161.02	192.56	223.34	净利润增长率	192.92%	6.84%	19.59%	15.98%
<b>净利润</b>	<b>854.03</b>	<b>912.46</b>	<b>1091.16</b>	<b>1265.58</b>	总资产增长率	279.23%	-4.90%	10.99%	5.73%
少数股东损益	377.10	91.25	109.12	126.56	股东权益增长率	329.38%	13.00%	13.76%	14.03%
<b>归属母公司净利润</b>	<b>476.93</b>	<b>821.21</b>	<b>982.05</b>	<b>1139.02</b>	经营资本增长率	69.75%	10.20%	39.39%	8.93%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	资产负债率	53.79%	45.57%	44.68%	40.78%
货币资金	1639.46	2189.94	3746.67	5865.75	投资资本/总资产	63.45%	59.66%	50.29%	41.89%
应收和预付款项	2744.20	1361.15	3215.36	1863.50	带息债务/总负债	51.40%	43.79%	40.25%	41.70%
存货	1809.51	3055.15	2360.97	3642.07	流动比率	1.35	2.15	2.55	3.32
其他流动资产	143.85	143.85	143.85	143.85	股利支付率	3.02%	9.68%	9.68%	9.68%
长期股权投资	81.05	81.05	81.05	81.05	总资产周转率	0.61	0.72	0.72	0.75
固定资产和在建工程	7246.97	6223.06	5199.16	4175.26	固定资产周转率	1.35	1.64	2.19	3.03
无形资产和开发支出	1209.31	1092.73	976.15	859.57	应收账款周转率	3.82	11.57	4.12	9.85
其他非流动资产	137.96	131.54	125.11	125.11	存货周转率	3.22	2.27	3.28	2.35
<b>资产总计</b>	<b>15015.07</b>	<b>14279.13</b>	<b>15848.33</b>	<b>16756.17</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
短期借款	1301.68	0.00	0.00	0.00	EBIT	1310.74	1229.10	1381.08	1544.92
应付和预收款项	2293.98	2026.78	2599.91	2352.47	EBITDA	2037.61	2378.11	2528.64	2685.40
长期借款	2849.70	2849.70	2849.70	2849.70	NOPLAT	980.13	1044.73	1173.92	1313.18
<b>负债合计</b>	<b>8076.59</b>	<b>6507.71</b>	<b>7080.84</b>	<b>6833.40</b>	净利润	476.93	821.21	982.05	1139.02
股本	287.73	1110.46	1110.46	1110.46	EPS	0.43	0.74	0.88	1.03
资本公积	3016.98	2194.25	2194.25	2194.25	BPS	5.14	5.80	6.60	7.53
留存收益	2399.26	3140.96	4027.91	5056.64	PE	34.34	19.95	16.68	14.38
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>5703.98</b>	<b>6445.67</b>	<b>7332.63</b>	<b>8361.35</b>	PB	2.87	2.54	2.23	1.96
少数股东权益	1234.50	1325.75	1434.86	1561.42	PS	1.79	1.60	1.44	1.29
<b>股东权益合计</b>	<b>6938.48</b>	<b>7771.42</b>	<b>8767.49</b>	<b>9922.77</b>	PCF	19.90	7.85	9.36	7.17
负债和股东权益合计	15015.07	14279.13	15848.33	16756.17	EV/EBIT	6.15	5.14	3.53	1.88
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EV/EBITDA	3.96	2.66	1.93	1.08
经营性现金净流量	823.08	2088.94	1750.85	2287.08	EV/NOPLAT	8.23	6.05	4.16	2.21
投资性现金净流量	-64.55	0.00	0.00	0.00	EV/IC	0.85	0.74	0.61	0.41
筹资性现金净流量	-260.23	-1546.96	-202.77	-176.80	ROIC-WACC	0.33	0.09	0.12	0.14
<b>现金流量净额</b>	<b>500.38</b>	<b>541.98</b>	<b>1548.08</b>	<b>2110.28</b>	股息率	0.00	0.00	0.01	0.01

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 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>