

现代制药（600420）

公司研究/简评报告

业绩符合预期，多板块弹性空间

简评报告/医药

2017 年 08 月 18 日

一、事件概述

公司 2017 年上半年营收、归母净利润、扣非净利润分别为 45.80 亿、3.57 亿、3.54 亿，同比增长-0.05%、23.27%、410.59%，EPS 为 0.32 元，符合预期。销售费用、管理费用、财务费用分别为 5.10 亿、4.26 亿、1.30 亿，同比增长 3.62%、7.38%、3.23%。

二、分析与判断

➤ 政策影响犹在，高毛利产品稳定增长

营收同比下跌 0.05%，主因限抗、限辅、招标限价的政策负面影响仍未消除。归母净利润同比增长 23.27%，其中二季度 1.98 亿，环比增长 23.92%，主因集团产品结构调整增加高毛利产品占比。估计毛利率较高的心血管类产品上半年稳定增长，抗生素原料药则暂时缩减产能，处于调整阶段。

➤ 期间费用控制合理，一致性评价推动研发

销售费用增长 3.62%，主因公司加大市场推广力度。管理费用增长 7.38%，主因研发投入、折旧摊销和人工成本的增长。销售费用率和管理费用率分别为 11.14% 和 9.29%，和去年同期基本持平。财务费用增长 3.23%，主要来自汇率波动。另外，研发费用 1.57 亿，同比增长 6.33%，主因部分产品开始实施一致性评价。

➤ 原料药产生弹性空间，海门中联有望扭亏为盈

公司有望受益于多个板块的弹性。1) 抗生素原料药 6-APA、7-ACA 与青霉素工业盐于 6 月开始涨价，预计 2 个月内仍有涨价空间，有望下半年给公司带来 5 千万的弹性；2) 现代海门与国药中联此前均出现较大额度亏损，上半年治理工作初步取得成效，经营指标向好，预计前者通过和公司产生协同效应、后者通过平台整合控制费用，今年有望扭亏为盈；3) 61 个一致性评价品种进展顺利，部分大品种已展开疗效一致性评价，年内有望获得里程碑进展；4) 拟投资建设新型制剂产业战略升级项目，升级化药产业平台，巩固公司在抗感染、心血管、抗肿瘤等领域的优势。

三、盈利预测与投资建议

作为国内抗生素原料药龙头，公司有望在原料药板块实现量价齐升，未来有望受益于一致性评价和海门中联的扭亏。预计 17-19 年 EPS 0.74、0.85、1.04 元；对应 PE 为 22X、19X 和 16X，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

一致性评价不能如期完成；原料药价格低于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	9,126	10,265	11,179	12,364
增长率（%）	240.2%	12.5%	8.9%	10.6%
归属母公司股东净利润（百万元）	477	825	946	1,155
增长率（%）	115.8%	72.9%	14.7%	22.1%
每股收益（元）	0.43	0.74	0.85	1.04
PE（现价）	37.7	21.8	19.0	15.6
PB	3.2	2.8	2.4	2.1

资料来源：公司公告、民生证券研究院

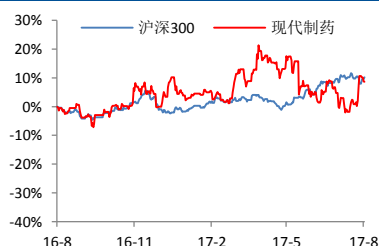
强烈推荐 首次评级

合理估值： 17.00—21.25 元

交易数据 2017-8-16

收盘价（元）	16.20
近 12 个月最高/最低	18.1/13.84
总股本（百万股）	1,110
流通股本（百万股）	575
流通股比例（%）	51.82
总市值（亿元）	180
流通市值（亿元）	93

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号： S0100511010001

电话： 010-85127632

邮箱： lifengyjs@mszq.com

研究助理：蔡明子

执业证号： S0100116010026

电话： 021-60876731

邮箱： caimingzi@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	9,126	10,265	11,179	12,364
营业成本	5,827	6,416	6,987	7,616
营业税金及附加	122	138	150	166
销售费用	1,010	1,191	1,297	1,422
管理费用	955	975	1,062	1,175
EBIT	1,311	1,546	1,684	1,986
财务费用	259	149	81	29
资产减值损失	59	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	895	1,397	1,602	1,957
营业外收支	142	0	0	0
利润总额	1,037	1,397	1,602	1,957
所得税	182	210	240	293
净利润	854	1,187	1,362	1,663
归属于母公司净利润	477	825	946	1,155
EBITDA	2,038	2,695	2,831	3,126

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1639	2749	4612	7385
应收账款及票据	2388	897	2680	1277
预付款项	226	314	274	367
存货	1810	2681	2209	3122
其他流动资产	274	264	296	293
流动资产合计	6337	6906	10072	12443
长期股权投资	81	81	81	81
固定资产	6743	6223	5199	4175
无形资产	708	696	579	463
非流动资产合计	8678	7529	6381	5241
资产合计	15015	14435	16453	17684
短期借款	1302	0	0	0
应付账款及票据	1345	830	1538	1044
其他流动负债	2065	2128	2091	2167
流动负债合计	4711	2958	3629	3211
长期借款	2850	2850	2850	2850
其他长期负债	516	516	516	516
非流动负债合计	3365	3365	3365	3365
负债合计	8077	6324	6994	6576
股本	288	288	288	288
少数股东权益	1235	1597	2013	2520
股东权益合计	6938	8111	9459	11107
负债和股东权益合计	15015	14435	16453	17684

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	240.2%	12.5%	8.9%	10.6%
EBIT 增长率	198.4%	17.9%	8.9%	17.9%
净利润增长率	115.8%	72.9%	14.7%	22.1%
盈利能力				
毛利率	36.1%	37.5%	37.5%	38.4%
净利润率	9.4%	11.6%	12.2%	13.5%
总资产收益率 ROA	8.7%	10.7%	10.2%	11.2%
净资产收益率 ROE	8.4%	12.7%	12.7%	13.5%
偿债能力				
流动比率	1.3	2.3	2.8	3.9
速动比率	0.9	1.4	2.1	2.9
现金比率	0.6	0.6	0.6	0.5
资产负债率	53.8%	43.8%	42.5%	37.2%
经营效率				
应收账款周转天数	95.5	31.9	87.5	37.7
存货周转天数	113.4	152.5	115.4	149.6
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	0.7	0.9	1.0
每股净资产	5.1	5.9	6.7	7.7
每股经营现金流	0.7	2.3	1.8	2.5
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	37.7	21.8	19.0	15.6
PB	3.2	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	4.2	2.4	1.8	0.9
股息收益率	3.0%	1.7%	1.5%	1.2%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	854	1,187	1,362	1,663
折旧和摊销	727	1,149	1,148	1,140
营运资金变动	(1,133)	966	(1,105)	896
经营活动现金流	824	2,580	1,958	2,816
资本开支	127	12	52	45
投资	(52)	(1)	(3)	(3)
投资活动现金流	(64)	(4)	0	0
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(418)	0	0	0
筹资活动现金流	(260)	(1,465)	(96)	(44)
现金净流量	500	1,110	1,862	2,773

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

李锋，研究院执行副院长，曾供职于国家经委、国家物资部、国内贸易部、中国信达信托投资公司、中国银河证券有限责任公司。

蔡明子，研究助理，澳门科技大学金融硕士，2015年9月加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。