

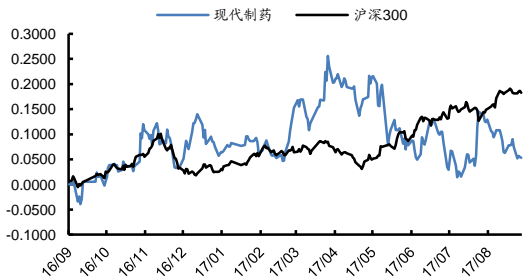
研究所

证券分析师：

胡博新 S0350517060001
hubx@ghzq.com.cn

阿奇霉素批文转移加速海门扭亏 ——现代制药（600420）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
现代制药	-7.6	-1.6	5.8
沪深 300	3.3	8.5	18.3

市场数据

2017-09-14

当前价格（元）	15.18
52 周价格区间（元）	13.69 - 18.36
总市值（百万）	16856.77
流通市值（百万）	8735.59
总股本（万股）	111045.89
流通股（万股）	57546.68
日均成交额（百万）	75.37
近一月换手（%）	21.14

相关报告

《现代制药（600420）事件点评：整合效率优化，净利有望逐季提升》——2017-08-18

《现代制药（600420）事件点评：上半年归母净利 3.57 亿，整合协同效应逐季显现》——2017-07-20

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

现代制药全资子公司上海现代制药海门有限公司（以下简称“现代海门”）收到江苏省食品药品监督管理局颁发的《药品 GMP 证书》，认证品种为阿奇霉素原料药。

投资要点：

- **阿奇霉素生产转移获批，提升效率。**阿奇霉素原由母公司浦东生产基地生产，2016 年销售收入 1.26 亿元，折合销量约 200 吨。此次现代海门获批实质为生产转移，原浦东基本已不能满足扩大生产需求，转移至海门基地后，设计产能将达到 400 吨，同时采用新装备，与其他原料药品种也存在协同效应，生产效率可再提升。
- **品种逐步增加，现代海门扭亏加速。**因品种数量限制和客户认证周期，2016 年海门基地收入只有过亿规模，净利亏损 8224 万元，拖累公司整体业绩。2017 年起，随着产品增加已逐步扭亏，上半年净亏损幅度减少，阿奇霉素生产转移后，收入提升，有望加速减亏。
- **原料药提价提供业绩弹性。**威奇达核心品种 6-APA 处于提价周期，目前报价 210 元/kg，对比前期低点已提价 60 元，公司产能 7600 吨，每提价 10 元/kg，预计年化增厚业绩约 5000 万净利润。随着检修逐步完成，公司生产也有望逐步恢复。
- **受益原料药涨价和药品一致性评价，维持买入评级：**我们预测公司 2017 年净利润约为 8.2 亿元，目前市值 169 亿，对应 PE 为 21X，不考虑提价，后续复合增速 17%。公司作为国药集团的化学制药平台，短期受益于原料药景气提升，长期受益于药品一致性评价后工商联动优势，目前市值和估值尚未反映，预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.74、0.88、1.00 元，对应 PE 为 20.54、17.28、15.13 倍，维持买入评级。
- **风险提示：**原料药提价不及预期；环保检查停产力度超预期，公司未来业绩的不确定性。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	9126	10133	11118	12072
增长率(%)	240%	11%	10%	9%
净利润(百万元)	477	820	975	1114
增长率(%)	116%	72%	19%	14%
摊薄每股收益(元)	1.66	0.74	0.88	1.00
ROE(%)	6.87%	10.68%	11.66%	12.19%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 现代制药盈利预测表

2017-09-1									
证券代码:	600420.SH		股价:	15.18	投资评级:	买入	日期:	4	
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标				
ROE	7%	11%	12%	12%	EPS	1.66	0.74	0.88	1.00
毛利率	36%	38%	38%	38%	BVPS	19.82	5.81	6.42	7.12
期间费率	26%	25%	25%	25%	估值				
销售净利率	5%	8%	9%	9%	P/E	13.74	20.54	17.28	15.13
成长能力					P/B	0.77	2.61	2.36	2.13
收入增长率	240%	11%	10%	9%	P/S	0.48	1.66	1.52	1.40
利润增长率	116%	72%	19%	14%					
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
总资产周转率	0.61	0.64	0.66	0.68	营业收入	9126	10133	11118	12072
应收账款周转率	3.62	3.17	3.17	3.26	营业成本	5827	6330	6917	7482
存货周转率	3.22	3.17	3.17	3.20	营业税金及附加	122	136	149	162
偿债能力					销售费用	1010	1165	1234	1324
资产负债率	54%	52%	51%	49%	管理费用	955	1090	1167	1240
流动比	1.35	1.51	1.63	1.72	财务费用	259	223	215	210
速动比	0.96	1.10	1.20	1.27	其他费用/(-收入)	(46)	0	0	0
					营业利润	908	1190	1435	1655
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	129	125	115	115
现金及现金等价物	1639	1740	2247	2607	利润总额	1037	1315	1550	1770
应收款项	2518	3192	3503	3704	所得税费用	182	223	263	301
存货净额	1810	2037	2226	2387	净利润	854	1091	1286	1469
其他流动资产	370	411	450	489	少数股东损益	377	271	311	356
流动资产合计	6337	7380	8427	9188	归属于母公司净利润	477	820	975	1114
固定资产	6743	6300	6012	5961					
在建工程	493	793	1093	1393	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
无形资产及其他	708	708	637	568	经营活动现金流	839	1496	2222	2399
长期股权投资	81	81	81	81	净利润	854	1091	1286	1469
资产总计	15015	15915	16903	17844	少数股东权益	377	271	311	356
短期借款	1302	1302	1302	1302	折旧摊销	724	914	858	815
应付款项	1345	1492	1631	1764	公允价值变动	(2)	0	0	0
预收帐款	136	151	318	345	营运资金变动	(1115)	(780)	(234)	(241)
其他流动负债	1929	1929	1929	1929	投资活动现金流	(65)	143	(13)	(248)
流动负债合计	4711	4874	5179	5340	资本支出	(5343)	143	(13)	(248)
长期借款及应付债券	2850	2850	2850	2850	长期投资	(81)	0	0	0
其他长期负债	516	516	516	516	其他	5359	0	0	0
长期负债合计	3365	3365	3365	3365	筹资活动现金流	(673)	(82)	(292)	(334)
负债合计	8077	8239	8545	8705	债务融资	2574	0	0	0
股本	288	1110	1110	1110	权益融资	106	0	0	0
股东权益	6938	7677	8359	9138	其它	(3354)	(82)	(292)	(334)
负债和股东权益总计	15015	15915	16903	17844	现金净增加额	101	1556	1917	1817

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【医药组介绍】

胡博新，药学专业，7年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对OTC和原料药行业有长期跟踪经验。

【分析师承诺】

胡博新，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：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；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。