

现代制药(600420)

原料药板块影响整体业绩，一致性评价布局  
中长期发展

买入(维持)

2017年10月25日

证券分析师 全铭

S0600517010002

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

S0600516120001

jiaodzh@dwzq.com.cn

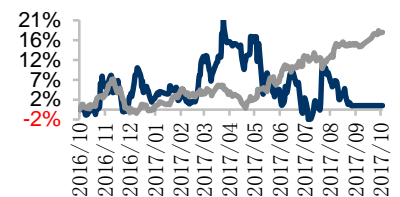
研究助理 许汪洋

021-60199780

xuwuy@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	35.02	20.34	17.01	14.66
P/B	2.93	2.59	2.28	2.00

股价走势



— 现代制药 — 沪深300

投资要点

一、事件:

公司公布2017年三季报,公司2017年前三季度营收65.87亿元,同比下降0.59%,归属母公司股东净利润4.46亿元,同比增长16.14%,扣非后归属母公司股东净利润4.15亿元,同比增长400.79%。

第三季度营收20.07亿元,同比下降1.82%,归属母公司净利润0.89亿元,同比下降5.79%,扣非后归属母公司股东净利润6083.92万元,同比增长350.43%。

二、我们的观点:

三季度原料药板块下滑及费用提升降低公司利润增速。

公司2017年前三季度营收65.87亿元,同比下降0.59%,归属母公司股东净利润4.46亿元,同比增长16.14%,扣非后归属母公司股东净利润4.15亿元,同比增长400.79%。其中第三季度营收20.07亿元,同比下降1.82%,归属母公司净利润0.89亿元,同比增长64.67%,扣非后归属母公司股东净利润6083.92万元,同比增长350.43%,剔除非经常性收益,公司盈利情况下滑。受原料药下滑以及加强管理影响,公司毛利率有所提升。

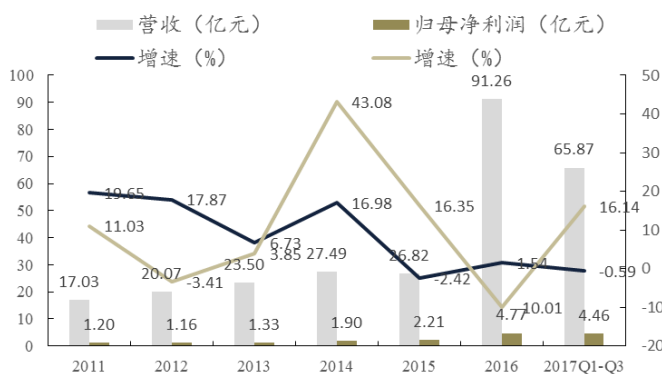
市场数据

收盘价(元)	15.04
一年最低/最高价	13.90/18.36
市净率(倍)	2.78
流通A股市值(亿元)	86.55

基础数据

每股净资产(元)	5.41
资本负债率(%)	50.84
总股本(百万股)	1,110
流通A股(百万股)	575

图表1: 公司营业收入及归母净利润情况

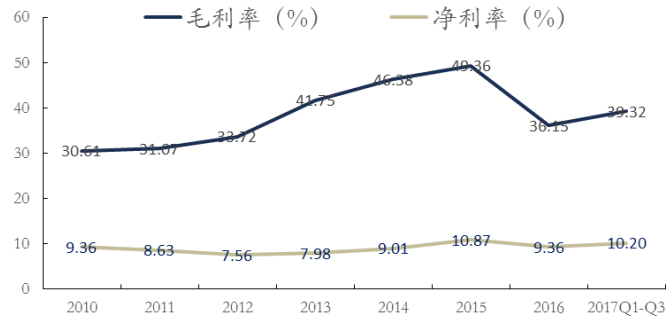


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

相关研究

1. 现代制药2017半年报点评: 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-20170818
2. 现代制药: 化药平台整合+原料药提价释放业绩 - 20170802

图表 2: 公司毛利率、净利率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1. 威奇达受环保监察加强影响导致原料药板块下滑, 价格提升四季度有望回暖。

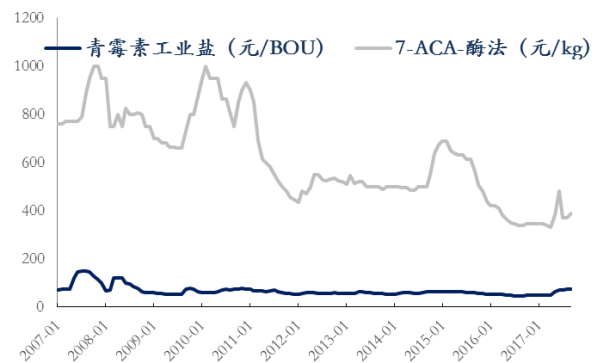
随着华北地区环保趋严, 6-APA 的主要原料为苯乙酸, 中国仅有的两家苯乙酸生产厂家河北诚信和河南六通, 河南六通由于今年 3 月厂地发生爆炸而被迫停产, 至今生产都没有完全恢复, 7 月份河北诚信由于环保问题被暂停经营活动, 苯乙酸的供应出现紧张现象。6-APA 的主要生产厂家联邦制药、国药威奇达、科伦等均采取减产措施应对环保监察行动, 供给端产量降低导致 6-APA 的价格回暖明显。第二、三季度威奇达减产造成原料药板块业绩下滑, 这也使得三季度公司收入端下滑。6-APA 从年初 175 元/kg 上升至 210 元/kg (增长 20%), 青霉素工业盐由 51.50 元/BOU 上升至 75 元/BOU (增长 45.63%), 7-ACA 由 345.00 元/kg 上升至 390 元/kg (增长 13.04%)。随着威奇达逐步复产, 原料药板块有望回暖。

图表 3: 6-APA 价格



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 4: 青霉素工业盐&7-ACA 价格

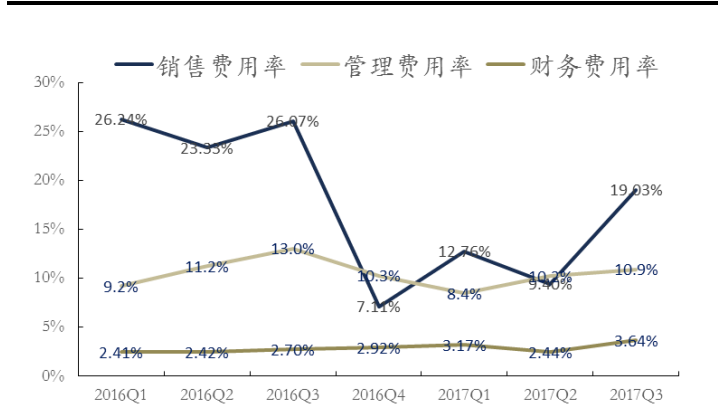


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 第三季度销售费用提升影响整体利润

公司第三季度销售费用率大幅提升至 19.03%, 由第二季度的 2.08 亿元提高至 3.82 亿元, 环比增长 83.65%, 公司尚在整合阶段, 处于各个产品 (尤其是制剂产品) 调整推广的重要时期。管理费用及财务费用趋于平稳, 随着公司销售推广力度加强, 公司制剂板块未来有望迎来快速发展。

图表 5: 公司费用率情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3. 一致性评价工作推进布局中长期

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。

图表 6: 公司部分参比制剂备案品种情况 (截至 9 月 20 日)

289 目录内品种序号	通用名称	持有文号的生产企业总量	不放弃评价的企业数量	待定的企业数量	放弃评价的企业数量	开展评价的企业数量
140	马来酸依那普利片	14	14	0	0	13
19	头孢拉定胶囊	174	98	8	68	50
78	阿奇霉素片	67	54	1	12	38
98	克拉霉素片	34	27	1	6	21

数据来源: CDE, 东吴证券研究所整理

近期, 公司阿哌沙班原料药及片剂、磷酸西格列汀原料药及片剂均收到 CFDA 核准签发的《审批意见通知件》及《药物临床试验批件》。根据汤森路透数据库信息, 阿哌沙班上市以来销售额增长迅速, 2016 年全球销售额达到 33.43 亿美元, 2016 年磷酸西格列汀全球年销售额达到 40 亿美元, 目前两者国内外均无仿制药产品上市, 公司新品种有望带来业绩弹性。

### 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 20.34X、17.01X、14.66。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。

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>归属母公司股东净利润</b>	<b>476.93</b>	<b>821.21</b>	<b>982.05</b>	<b>1139.02</b>	经营营运资本增长率	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	1110.46	1110.46	1110.46	1110.46	EPS	0.43	0.74	0.88	1.03
资本公积	2194.25	2194.25	2194.25	2194.25	BPS	5.14	5.80	6.60	7.53
留存收益	2399.27	3140.96	4027.92	5056.64	PE	35.02	20.34	17.01	14.66
<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	2.93	2.59	2.28	2.00
少数股东权益	1234.50	1325.75	1434.86	1561.42	PS	1.83	1.63	1.47	1.32
<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	20.29	8.00	9.55	7.31
负债和股东权益合计	15015.07	14279.13	15848.33	16756.17	EV/EBIT	15.66	15.27	12.55	9.94
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EV/EBITDA	10.07	7.89	6.86	5.72
经营性现金净流量	823.08	2087.30	1749.18	2285.38	EV/NOPLAT	20.94	17.97	14.77	11.70
投资性现金净流量	-64.55	0.00	0.00	0.00	EV/IC	2.15	2.20	2.18	2.19
筹资性现金净流量	-260.23	-1536.82	-192.45	-166.30	ROIC-WACC	0.33	0.09	0.12	0.14
<b>现金流量净额</b>	<b>500.38</b>	<b>550.48</b>	<b>1556.73</b>	<b>2119.08</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>