

# 三季度费用较多为全年业绩最低点，低估值业绩反转逻辑不变

——现代制药（600420）三季度财报点评

2017年10月24日

强烈推荐/维持

现代制药

财报点评

|     |                     |                        |
|-----|---------------------|------------------------|
| 张金洋 | 分析师                 | 执业证书编号: S1480516080001 |
|     | zhangjy@dxzq.net.cn | 010-66554035           |
| 胡偌碧 | 研究助理                |                        |
|     | hurb@dxzq.net.cn    | 010-66554041           |

## 事件:

现代制药发布 2017 三季度报告，2017 年前三季度公司实现营业收入 65.87 亿元，同比下降 0.59%；归属于上市公司股东的净利 4.46 亿元，同比增长 16.14%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 4.15 亿元，同比增长 400.79%。实现 EPS 为 0.40 元。

公司 2017 年 Q3 实现营业收入 20.07 亿元，同比下降 1.82%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.89 亿元，同比下降 5.79%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 0.61 亿元。

## 公司分季度财务指标

| 指标         | 2016Q1  | 2016Q2  | 2016Q3  | 2016Q4  | 2017Q1  | 2017Q2  | 2017Q3  |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）  | 2168.91 | 2412.88 | 2044.37 | 2499.61 | 2367.05 | 2212.61 | 2007.12 |
| 增长率（%）     | 182.37% | 257.52% | 211.16% | -63.71% | 9.14%   | -8.30%  | -1.82%  |
| 毛利率（%）     | 35.96%  | 36.36%  | 35.45%  | 36.68%  | 39.41%  | 37.56%  | 41.16%  |
| 期间费用率（%）   | 24.10%  | 20.39%  | 25.23%  | 27.70%  | 24.41%  | 22.06%  | 33.59%  |
| 营业利润率（%）   | 10.65%  | 13.86%  | 8.79%   | 6.51%   | 12.80%  | 15.02%  | 7.18%   |
| 净利润（百万元）   | 191.24  | 298.09  | 166.04  | 198.66  | 248.86  | 275.90  | 147.04  |
| 增长率（%）     | 155.52% | 237.22% | 340.52% | -71.18% | 30.13%  | -07.44% | -11.45% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.36    | 0.65    | 0.33    | 0.32    | 0.29    | 0.18    | 0.08    |
| 资产负债率（%）   | 61.32%  | 59.82%  | 58.50%  | 53.79%  | 52.68%  | 52.05%  | 50.84%  |
| 净资产收益率（%）  | 11.52%  | 17.40%  | 9.47%   | 2.86%   | 3.46%   | 3.80%   | 1.99%   |
| 总资产收益率（%）  | 4.46%   | 6.99%   | 3.93%   | 1.32%   | 1.64%   | 1.82%   | 0.98%   |

## 观点:

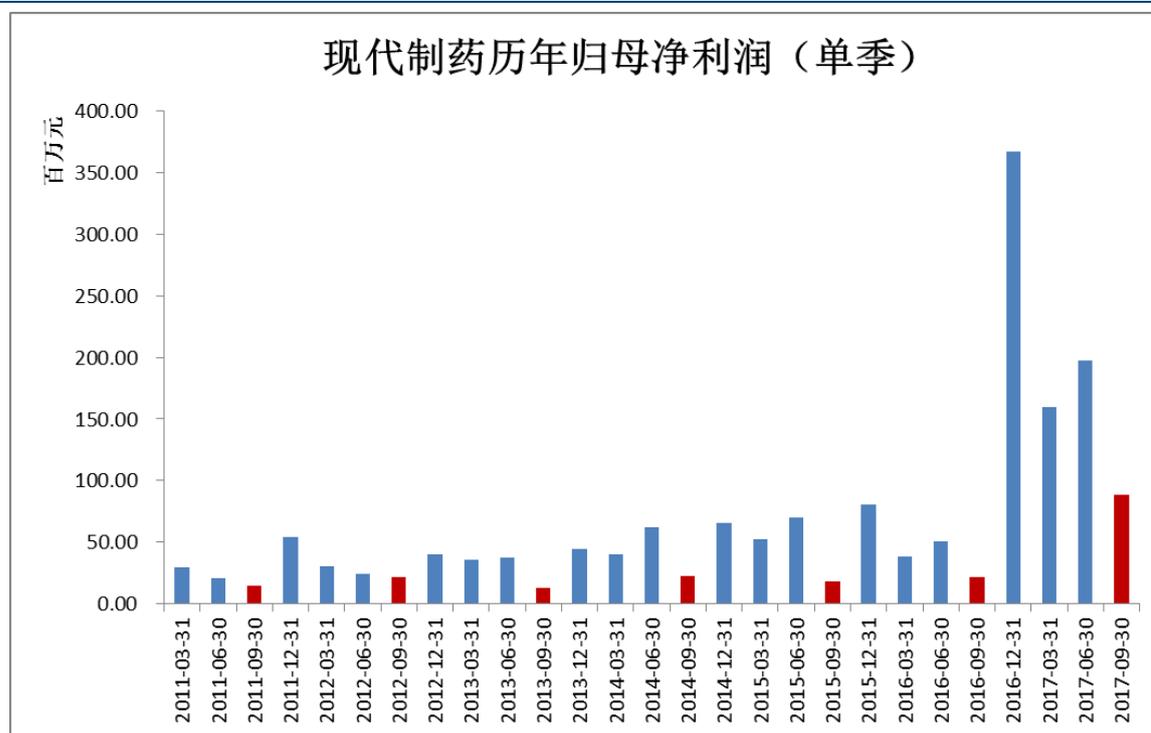
### 1、收入端与去年持平受原料药板块影响，前三季度业绩增速16%较稳健

公司前三季度营收 65.87 亿元，同比下降 0.59%，归母净利润 4.46 亿，增长 16.14%，Q3 业绩 0.89 亿，业绩略低于预期。

分季度来看收入端，公司 Q1、Q2、Q3 收入增速分别为 9.14%、-8.3%、-1.82%，收入端三季度已经开始好转。中报时我们有过分析，通过拆分子公司的收入（收入占比合计接近 80%）可以看出天伟、致君、一心三家子公司收入端略有下滑。但我们认为影响最大的还是由于威奇达，原料药尤其是抗生素原料药方面，二季度有一定限产保价因素，整体供给端收缩，产能有一定调整，故在提价的情况下，收入端增速没有体现。我们推断 Q3 收入端还是受威奇达限产的影响较大。

分季度来看业绩，公司 Q1、Q2、Q3 业绩分别为 1.60 亿、1.98 亿、0.89 亿，三季度单季度业绩略低于预期。主要原因有以下几点，从历史的情况来看，三季度一贯业绩相较前两个季度较低，在三季度确认的费用较多。而具体到今年，除了费用之外（在收入端整体持平的情况下，销售费用增加 1.8 亿），威奇达限产影响也较大。

图 1:现代制药历年单季度业绩



资料来源：东兴证券研究所

财务指标方面：公司销售费用率为 13.54%，与 2016 年全年（11.06%）比提升 2.48pp，公司销售费用上升较多（在收入端整体没有太大增长的情况下，销售费用从 7.17 亿增加到 8.92 亿，增加 1.85 亿），一定程度影响了业绩增速；管理费用率为 9.79%，比去年年报 10.46%下降 0.67pp，降本增效有一定体现。财务费用方面，公司受汇率波动影响，财务费用上升 9.6%。

展望全年，我们认为四季度公司费用将大大降低，尤其是销售费用，四季度收入端有望呈现正增长，业绩回到20%以上增速。由于三季度威奇达的影响，我们在做全年盈利预测的时候扣掉抗生素原料药带来的弹性，整体来看全年业绩有望达7.5亿以上，重组并表业绩4.7亿利润+原有老现代业绩2亿左右+海门扭亏8000万弹性。

**表 1:重组收购标的历史业绩、业绩承诺（万元）**

| 标的         | 持股比例   | 2014      | 2015      | 2016      | 2017 承诺<br>业绩 | 2018 承诺<br>业绩 |
|------------|--------|-----------|-----------|-----------|---------------|---------------|
| 中抗制药       | 33%    | 7,211.98  | 11,268.30 | 10,299.66 | 11,188.61     | 12,106.51     |
| 致君制药       | 51%    | 26,451.69 | 26,370.65 | 22,408.57 | 23,256.16     | 24,187.87     |
| 国药一心       | 51%    | 6,680.94  | 9,540.93  | 11,350.04 | 11,396.58     | 12,613.22     |
| 威奇达        | 100%   | 9,930.55  | 18,404.63 | 17,906.31 | 17990.08      | 19,896.63     |
| 青海制药       | 52.92% | 2,377.16  | 2,041.01  | 3,353.10  | 5,124.24      | 5,380.55      |
| 汕头金石       | 100%   | 1,479.83  | 1,990.95  | 2,269.58  | 1,577.20      | 1,818.30      |
| 粉针剂公司      | 100%   |           |           | 963.09    | 1,010.26      | 1,103.24      |
| 坪山制药       | 51%    | 215.65    | 921.78    | 4,157.16  | 4,303.35      | 5,032.55      |
| 致君医贸       | 51%    | 41.02     | 77.43     | 260.44    | 233.51        | 234.56        |
| 芜湖三益       | 51%    | 7.7       | 33.34     |           |               |               |
| 国工有限       | 100%   | 1,599.07  | 1,946.71  |           |               |               |
| 新疆制药       | 55%    | 1,338.74  | 612.33    |           |               |               |
| 合计折算<br>并表 |        |           |           | 34,232.75 | 46,968.23     | 51,115.49     |

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

**表 2:现代制药业绩拆分**

| 单位（亿元）         | 2014 | 2015 | 2016 | 2017H1 | 2017E |
|----------------|------|------|------|--------|-------|
| 重组后并表业绩        |      |      | 3.42 | 2.06   | 4.7   |
| 现代制药原有业务净利润及其他 | 1.90 | 2.21 | 1.35 | 1.51   | 2.8   |
| 公司归母净利润        | 1.90 | 2.21 | 4.76 | 3.57   | 7.5   |

资料来源：东兴证券研究所

## 2、三季度为业绩低点，原料药四季度有望提供较大弹性

- ◆ **抗生素原料药板块（6-APA，7-ACA，青霉素工业盐等）：**根据草根调研结果，二季度、三季度科伦、威奇达、联邦从5月开始产能都在减少，威奇达5月是环保部在山西督查适当缩减产能。目前，在环保趋严的情况下，抗生素原料药涨价明显。7-ACA 报价 370（2017 年上半年均价 330-350），6-APA 报价 210（2017 年上半年均价 170 左右，2016 年均价 145），青霉素工业盐报价 70（2017 年上半年均价 60 左右）。虽然不是成交价格，但这也释放了价格稳定的信号。**威奇达现在已经逐步复产，四季度抗生素原料药有望为公司提供较大弹性。**

除了抗生素原料药板块之外，海门和中联下半年也会持续好转提供弹性。

- ◆ **海门公司扭亏：**海门公司扭亏是公司重点任务，海门方面多因素共同驱动（订单开始销售、降低成本、威奇达的指导和协助），上半年已大幅减亏，全年整体扭亏，有望贡献 8000 万弹性。
- ◆ **中联减亏：**中联 2016 年的亏损跟搬迁有关（费用、折旧增加），主要解决办法是降低管理费用、扩大销售，上半年也已减亏。

### 3、公司投资逻辑再梳理：战略规划更清晰、业绩见底、改善空间大、外延有期待、焕然一新的国企改革排头兵

公司公告董事会审议并通过了《关于制定公司<发展战略规划>的议案》，进一步明确了现代制药未来的战略定位：一体两翼，形成以化学制药工业为主体，生物制药和大健康业务为两翼的三大业务格局。

战略构想包括以下几点：

- ◆ **打造一个平台：**共享、联动、一体化的高效扁平化的管理平台
- ◆ **塑造两种能力：**并购能力、整合能力
- ◆ **实现三个统一：**统一规划、统一品牌、统一管控
- ◆ **推进四大协同：**工商协同、工工协同、研发协同、营销协同
- ◆ **聚焦五大领域：**抗感染、心脑血管、抗肿瘤、麻精药物、代谢及内分泌
- ◆ **战略目标：**成为创新驱动型的，国内领先、国际知名的跨国制药企业。

未来增长逻辑如下：

- ◆ **新产能投产进一步巩固“化药平台”地位：**项目投资金额 14.5 亿，具备 55 亿片/粒/袋/瓶产能，未来有望贡献接近 30 亿的收入规模，为持续增长提供保障。
- ◆ **一致性评价方面：**公司目前开展一致性评价品种六十个，其中部分品种已启动生物利用度一致性评价。
- ◆ **现有品种梳理整合：**重组完成后，公司过亿元产品 21 个，通过资源整合，未来资源将更加高效配置，分散在各个工厂的无序的产品布局将进行合理规划整合，现代制药在重点领域的一级梯队地位将更加稳固。

- ◆ **医保目录弹性：**公司及下属子公司，有多个品新纳入医保目录。新进入医保目录的产品将对公司产生积极影响，尤其是其中的独家产品右美沙芬缓释混悬液、米那普仑片、金叶败毒颗粒等，将有望在未来放量并对公司盈利产生积极贡献。
- ◆ **原料药：**海门公司有望扭亏，6-APA, 7-ACA，青霉素工业盐原料药贡献弹性。
- ◆ **外延方面：**公司作为化药平台，外延预期仍然强烈。2016年3月与5月，公司召开董事会及股东大会，重塑企业的战略定位，重新梳理公司未来的发展目标。公司的战略定位调整为：“以现有业务为支撑点，内生式增长与外延式扩张相结合，致力于成为体制机制科学、人才领先、产品领先、品质领先的综合性创新型制药企业。公司新战略目标为：发展成为集研发、生产、营销一体的，国内领先，国际知名的优秀制药企业。”

中短期来看，由于经营效率提升+原料药提价带来弹性，业绩有望实现超高增长（全年7.5亿）。

中长期角度，存量2013个品种焕发第二春+数十个新进医保品种放量+研发丰富储备为公司提供成长保障

### 结论：

我们预计重组完成后，公司作为国药旗下化药平台，面目将焕然一新，经营效率有望持续提升。中短期来看，由于经营效率提升+原料药提价带来弹性，业绩有望实现超高增长。中长期角度，存量2013个品种焕发第二春+数十个新进医保品种放量+研发丰富储备为公司提供成长保障，另外作为集团化药平台，预计未来资源整合外延还会有动作。因此放眼现在，公司属于低估值，业绩反转，高增速，有催化，有变化的标的。我们预计2017-2019年归母净利润分别为7.6亿元、9.45亿元、11.78亿元，对应增速分别为59.43%、24.20%、24.70%，EPS分别0.68元、0.85元、1.06元，对应PE分别为24X、19X、15X。我们长期看好公司发展，维持“强烈推荐”评级。

### 风险提示：

重组整合低于预期，水针、抗生素受限制

## 公司盈利预测表

| 资产负债表          | 单位: 百万元 |       |       |       |       | 利润表               | 单位: 百万元 |         |        |        |        |
|----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------------------|---------|---------|--------|--------|--------|
|                | 2015A   | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |                   | 2015A   | 2016A   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
| <b>流动资产合计</b>  | 1895    | 6337  | 7902  | 8791  | 9956  | <b>营业收入</b>       | 2682    | 9126    | 10154  | 11203  | 12587  |
| 货币资金           | 422     | 1639  | 2538  | 2801  | 3147  | <b>营业成本</b>       | 1358    | 5827    | 6448   | 7035   | 7867   |
| 应收账款           | 281     | 1191  | 1947  | 2148  | 2414  | 营业税金及附加           | 21      | 122     | 51     | 56     | 63     |
| 其他应收款          | 93      | 130   | 145   | 160   | 180   | 营业费用              | 585     | 1010    | 1168   | 1266   | 1397   |
| 预付款项           | 75      | 226   | 355   | 496   | 653   | 管理费用              | 277     | 955     | 1026   | 1176   | 1322   |
| 存货             | 772     | 1810  | 2332  | 2544  | 2845  | 财务费用              | 82      | 259     | 0      | 0      | 0      |
| 其他流动资产         | 0       | 125   | 28    | 28    | 28    | 资产减值损失            | 25.94   | 59.39   | 50.00  | 40.00  | 30.00  |
| <b>非流动资产合计</b> | 2243    | 8678  | 8061  | 7562  | 7060  | 公允价值变动收益          | 0.00    | -2.41   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 长期股权投资         | 0       | 81    | 81    | 81    | 81    | 投资净收益             | 3.97    | 15.69   | 10.00  | 15.00  | 17.00  |
| 固定资产           | 1637    | 6743  | 6316  | 5902  | 5506  | <b>营业利润</b>       | 338     | 908     | 1422   | 1644   | 1925   |
| 无形资产           | 195     | 708   | 637   | 567   | 496   | 营业外收入             | 45.87   | 162.18  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 其他非流动资产        | 6       | 53    | 53    | 53    | 53    | 营业外支出             | 30.94   | 33.48   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| <b>资产总计</b>    | 4137    | 15015 | 15963 | 16352 | 17016 | <b>利润总额</b>       | 353     | 1037    | 1422   | 1644   | 1925   |
| <b>流动负债合计</b>  | 1289    | 4711  | 7612  | 7108  | 6763  | 所得税               | 61      | 182     | 242    | 280    | 327    |
| 短期借款           | 544     | 1302  | 4063  | 2396  | 730   | <b>净利润</b>        | 292     | 854     | 1180   | 1365   | 1598   |
| 应付账款           | 197     | 739   | 389   | 424   | 474   | 少数股东损益            | 71      | 377     | 420    | 420    | 420    |
| 预收款项           | 49      | 136   | 1151  | 2271  | 3530  | 归属母公司净利润          | 221     | 477     | 760    | 945    | 1178   |
| 一年内到期的非        | 278     | 784   | 784   | 784   | 784   | EBITDA            | 763     | 2538    | 1920   | 2144   | 2427   |
| <b>非流动负债合计</b> | 1236    | 3365  | 56    | 56    | 56    | <b>BPS (元)</b>    | 0.77    | 0.98    | 0.68   | 0.85   | 1.06   |
| 长期借款           | 1034    | 2850  | 2850  | 2850  | 2850  | <b>主要财务比率</b>     |         |         |        |        |        |
| 应付债券           | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     | 2015A             | 2016A   | 2017E   | 2018E  | 2019E  |        |
| <b>负债合计</b>    | 2526    | 8077  | 7668  | 7165  | 6819  | <b>成长能力</b>       |         |         |        |        |        |
| 少数股东权益         | 283     | 1235  | 1655  | 2075  | 2495  | 营业收入增长            | -2.42%  | 240.23% | 11.27% | 10.33% | 12.36% |
| 实收资本 (或股       | 288     | 288   | 1110  | 1110  | 1110  | 营业利润增长            | 33.49%  | 168.83% | 56.66% | 15.61% | 17.10% |
| 资本公积           | 72      | 3017  | 3017  | 3017  | 3017  | 归属于母公司净利          | 16.35%  | 115.76% | 59.43% | 24.24% | 24.70% |
| 未分配利润          | 855     | 1979  | 2093  | 2235  | 2412  | <b>获利能力</b>       |         |         |        |        |        |
| 归属母公司股东        | 1328    | 5704  | 6641  | 7113  | 7702  | 毛利率 (%)           | 49.36%  | 36.15%  | 36.50% | 37.20% | 37.50% |
| <b>负债和所有者权</b> | 4137    | 15015 | 15963 | 16352 | 17016 | 净利率 (%)           | 10.87%  | 9.36%   | 11.63% | 12.18% | 12.70% |
| <b>现金流量表</b>   |         |       |       |       |       | <b>总资产净利润 (%)</b> |         |         |        |        |        |
| 单位: 百万元        |         |       |       |       |       | 4.77%             | 5.34%   | 3.18%   | 4.76%  | 5.78%  |        |
|                |         |       |       |       |       | <b>ROE (%)</b>    |         |         |        |        |        |
|                |         |       |       |       |       | 16.64%            | 8.36%   | 11.45%  | 13.28% | 15.30% |        |
| <b>经营活动现金流</b> | 227     | 839   | 1138  | 2426  | 2614  | <b>偿债能力</b>       |         |         |        |        |        |
| 净利润            | 292     | 854   | 1180  | 1365  | 1598  | 资产负债率 (%)         | 61%     | 54%     | 48%    | 44%    | 40%    |
| 折旧摊销           | 344     | 1371  | 0     | 500   | 502   | 流动比率              | 1.47    | 1.35    | 1.04   | 1.24   | 1.47   |
| 财务费用           | 82      | 259   | 0     | 0     | 0     | 速动比率              | 0.87    | 0.96    | 0.73   | 0.88   | 1.05   |
| 应收账款减少         | 0       | 0     | -757  | -201  | -265  | <b>营运能力</b>       |         |         |        |        |        |
| 预收帐款增加         | 0       | 0     | 1015  | 1120  | 1259  | 总资产周转率            | 0.68    | 0.95    | 0.66   | 0.69   | 0.75   |
| <b>投资活动现金流</b> | -235    | -65   | 98    | -25   | -13   | 应收账款周转率           | 10      | 12      | 6      | 5      | 6      |
| 公允价值变动收        | 0       | -2    | 0     | 0     | 0     | 应付账款周转率           | 11.72   | 19.51   | 18.01  | 27.57  | 28.03  |
| 长期股权投资减        | 0       | 0     | 15    | 0     | 0     | <b>每股指标 (元)</b>   |         |         |        |        |        |
| 投资收益           | 4       | 16    | 10    | 15    | 17    | 每股收益 (最新摊         | 0.77    | 0.98    | 0.68   | 0.85   | 1.06   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 25      | -260  | -338  | -2139 | -2255 | 每股净现金流 (最         | 0.06    | 1.79    | 0.81   | 0.24   | 0.31   |
| 应付债券增加         | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     | 每股净资产 (最新         | 4.62    | 19.82   | 5.98   | 6.41   | 6.94   |
| 长期借款增加         | 0       | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>估值比率</b>       |         |         |        |        |        |
| 普通股增加          | 0       | 0     | 823   | 0     | 0     | P/E               | 21.09   | 16.52   | 23.66  | 19.04  | 15.27  |
| 资本公积增加         | -2      | 2945  | 0     | 0     | 0     | P/B               | 3.51    | 0.82    | 2.71   | 2.53   | 2.34   |
| <b>现金净增加额</b>  | 16      | 514   | 899   | 262   | 346   | EV/EBITDA         | 7.98    | 3.14    | 12.06  | 9.90   | 7.91   |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球最佳分析师第一名，2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

## 研究助理简介

### 胡偌碧

医药生物行业分析师。2016年水晶球第1名团队核心成员。北京大学医学部分子药理学博士，和君商学院六届学子。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、医药国际化等投资机会。拥有博士级逻辑视角+接地气的研究+马不停蹄的勤奋，尤其对化学药、医药国际化有极其深入的研究和独到见解

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。