

研究所

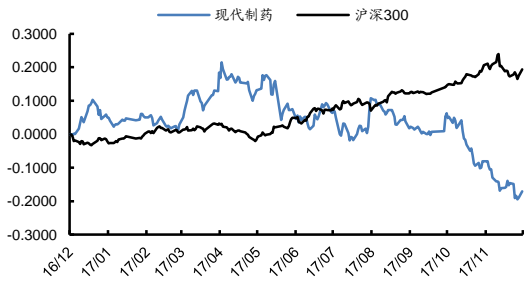
证券分析师：

胡博新 S0350517060001  
hubx@ghzq.com.cn

## 发行可转债突破发展瓶颈

### ——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	-9.8	-18.5	-20.7
沪深300	-1.0	6.0	19.4

#### 市场数据

市场数据	2017-12-11
当前价格(元)	12.36
52周价格区间(元)	11.94 - 18.36
总市值(百万)	13716.73
流通市值(百万)	7112.77
总股本(万股)	110976.74
流通股(万股)	57546.68
日均成交额(百万)	75.96
近一月换手(%)	16.91

#### 相关报告

《现代制药（600420）事件点评：阿奇霉素批文转移加速海门扭亏》——2017-09-15

《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：

公司发布公告：拟发行 20.35 亿元可转债，期限 6 年，转股期自可转债发行结束之日满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

#### 投资要点：

■ **可转债解决资金瓶颈问题。**公司以银行贷款的方式完成海门基地建设和焦作容生的并购整合，资金问题一直是制约公司进行产业升级和外延的并购整合的关键因素。2015-2017 年公司进行资产重组期间，拟定增融资 15.10 亿元，但后因政策调整，融资规模缩减至 9788 万元，资金问题仍未解决。此次发行可转债，将解决公司的资金瓶颈，预计转股后公司财务压力也将减轻。

■ **融资推动产业升级，储备外延发力。**此次可转债将用于 3 个建设项目和偿还银行贷款。其中制剂项目拟投资 10.7 亿元，定位缓控释等高端制剂品种，标准参考出口认证市场，未来有望探索开拓国际市场。威奇达资源综合利用项目对排污系统升级改造，消除超标排放和限产停产的风险，预计项目周期 18 个月，投产后制约威奇达发展的环境因素有望得到有效解决。可转债融资补充公司银行贷款约 6.10 亿元，若转股后，公司资产负债率将下降，有力支持公司外延整合。

■ **Q3 停产影响，期待逐步恢复。**3 季度威奇达停产检修延续较长，青霉素产业链受到严重的产能制约，业绩完成情况低于我们的预期。考虑目前 6-APA 成交价格已上调至 230 元/kg，阿莫西林上调至 190 元/kg，威奇达产能也基本恢复。Q4 业绩环比业绩有望显著恢复。同时，海门子公司已获得阿奇霉素批文，原料药业务有望进一步提升，海门基地继续减亏。

■ **盈利预测和投资评级：**考虑到 6-APA 限产影响，我们预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.64、0.73 和 0.88 元，目前市值 137 亿元，对应 2018 年 PE 为 16.86X。公司作为国药集团的化学制药平台，未来有望通过工商联动实现突破发展，维持**买入评级**。

■ **风险提示：**环保限产时间较预期延长；一致性评价不及预期；可转债发行进度及募投项目建设进度不达预期；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	9182	9914	10773
增长率(%)	240%	1%	8%	9%
净利润(百万元)	477	710	814	975
增长率(%)	116%	49%	15%	20%
摊薄每股收益(元)	0.43	0.64	0.73	0.88
ROE(%)	6.87%	9.36%	9.99%	11.04%

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

证券代码:	600420.SH				股价:	12.36	投资评级:	买入		日期:	2017-12-11
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	7%	9%	10%	11%	EPS		0.43	0.64	0.73	0.88	
毛利率	36%	39%	39%	40%	BVPS		5.14	5.71	6.22	6.84	
期间费率	26%	27%	27%	27%	<b>估值</b>						
销售净利率	5%	8%	8%	9%	P/E		43.17	19.34	16.86	14.08	
<b>成长能力</b>					P/B		2.41	2.16	1.99	1.81	
收入增长率	240%	1%	8%	9%	P/S		1.50	1.49	1.38	1.27	
利润增长率	116%	49%	15%	20%	<b>利润表 (百万元)</b>						
<b>营运能力</b>					<b>营业收入</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
总资产周转率	0.61	0.59	0.60	0.62	营业收入	9126	9182	9914	10773		
应收账款周转率	3.62	3.17	3.17	3.26	营业成本	5827	5636	6044	6504		
存货周转率	3.22	3.17	3.17	3.20	营业税金及附加	122	123	133	144		
<b>偿债能力</b>					销售费用	1010	1169	1170	1231		
资产负债率	54%	52%	50%	49%	管理费用	955	1058	1170	1242		
流动比	1.35	1.51	1.61	1.70	财务费用	259	219	212	207		
速动比	0.96	1.13	1.22	1.29	其他费用/(-收入)	(46)	0	0	0		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>营业利润</b>	<b>908</b>	<b>978</b>	<b>1186</b>	<b>1444</b>		
现金及现金等价物	1639	2024	2503	2793	营业外净收支	129	125	115	115		
应收款项	2518	2893	3124	3306	<b>利润总额</b>	<b>1037</b>	<b>1103</b>	<b>1301</b>	<b>1559</b>		
存货净额	1810	1814	1946	2077	所得税费用	182	193	228	273		
其他流动资产	370	372	402	436	<b>净利润</b>	<b>854</b>	<b>910</b>	<b>1074</b>	<b>1286</b>		
<b>流动资产合计</b>	<b>6337</b>	<b>7104</b>	<b>7975</b>	<b>8612</b>	少数股东损益	377	200	260	311		
固定资产	6743	6300	6012	5961	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>477</b>	<b>710</b>	<b>814</b>	<b>975</b>		
在建工程	493	793	1093	1393	<b>现金流量表 (百万元)</b>						
无形资产及其他	708	708	637	568	<b>经营活动现金流</b>	<b>839</b>	<b>1627</b>	<b>2043</b>	<b>2199</b>		
长期股权投资	81	81	81	81	净利润	854	910	1074	1286		
<b>资产总计</b>	<b>15015</b>	<b>15639</b>	<b>16452</b>	<b>17267</b>	少数股东权益	377	200	260	311		
短期借款	1302	1302	1302	1302	折旧摊销	724	914	858	815		
应付款项	1345	1329	1426	1535	公允价值变动	(2)	0	0	0		
预收帐款	136	136	283	308	营运资金变动	(1115)	(397)	(149)	(214)		
其他流动负债	1929	1929	1929	1929	<b>投资活动现金流</b>	<b>(65)</b>	<b>143</b>	<b>(13)</b>	<b>(248)</b>		
<b>流动负债合计</b>	<b>4711</b>	<b>4696</b>	<b>4940</b>	<b>5073</b>	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		
<b>长期负债合计</b>	<b>3365</b>	<b>3365</b>	<b>3365</b>	<b>3365</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>(389)</b>	<b>(71)</b>	<b>(244)</b>	<b>(292)</b>		
<b>负债合计</b>	<b>8077</b>	<b>8062</b>	<b>8305</b>	<b>8438</b>	债务融资	2574	0	0	0		
股本	1110	1110	1110	1110	权益融资	106	0	0	0		
股东权益	6938	7577	8147	8829	其它	(3069)	(71)	(244)	(292)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>15015</b>	<b>15639</b>	<b>16452</b>	<b>17267</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>385</b>	<b>1699</b>	<b>1786</b>	<b>1658</b>		

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。