

现代制药 (600420) \ 医药生物

——业绩恢复情况良好，整合效果渐显

投资建议:	推荐
上次建议:	推荐
当前价格:	10.43 元
目标价格:	元

事件:

公司公布2018年半年报，上半年实现营收58.53亿元，同比增长27.81%；实现归母净利润4.10亿元，同比增长14.87%，扣非归母净利润3.89亿元，同比增长15.22%；基本EPS为0.37元。整体业绩符合预期。

投资要点:

➤ 经营走出17H2低谷，费用端逐季改善

18Q2实现收入27.44亿元（同比+24.01%），环比Q1略有下滑，预计主要是一季度备货因素所致。Q2毛利率49.33%环比Q1提升1.14pct，上半年整体毛利率48.72%。由于两票制影响18H1销售费用增至15.28亿元，Q2销售费用率达25.28%，环比Q1略有下降；管理费用率随着公司整合工作的推进，目前已稳定于10%以下；财务费用率则由于公司现金流表现出色、汇兑损益的影响有所下降，18H1仅为1.53%。上半年整体费用率为35.86%，Q2净利率11.54%，表现良好。

➤ 原有子公司经营稳定，海门中联扭亏在即

在公司原有主要的6家子公司中，天伟生物上半年营收同比略有增长，净利润1.07亿元与去年同期基本持平；现代哈森和现代川抗经营延续良好势头，18H1同比增速分别达28.87%、65.27%；国药容生净利润则有所下滑。另一方面，海门基地和国药中联的扭亏预计也将于本年度完成，其中海门上半年亏损490.14万元，中联也大幅减亏至-678.71万元，在天江药业对中联增资之后公司的持股比例降至47.85%，不再纳入合并报表，预计增资后的中联经营也将迅速恢复。整体来看，18H1原有6家子公司按持股比例计算贡献净利润约为1.05亿元，同比增长30.94%。

➤ 威奇达恢复情况良好，有望完成全年业绩承诺

17H2由于减产、原材料涨价等影响导致威奇达以及旗下中抗制药业绩不及预期，进入18年后威奇达产能逐步恢复，而主要产品6-APA、7-ACA等价格维持在近期高点，对公司产品售价形成支撑，18H1国药威奇达、威奇达中抗分别实现净利润1.23亿元（+48.68%）、0.61亿元（+25.52%），实现扣非后归母净利润1.02亿元、0.61亿元，完成全年业绩承诺的51.18%、50.11%，在下半年正常经营的前提之下将有望完成业绩承诺。另外，国药致君实现净利润1.25亿元，同比增长6.94%，业绩承诺完成率为50.28%；而国药一心受到“限辅”政策影响利润端相较去年同期下滑1000万元左右。整体来看，18H1新并入子公司（已披露利润）按持股比例计算贡献净利润约为2.45亿元，同比增长16.84%。

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1,056/575
流通A股市值（百万元）	6,088
每股净资产（元）	5.72
资产负债率（%）	50.51
一年内最高/最低（元）	16.66/9.59

一年内股价相对走势



汪太森 分析师

执业证书编号: S0590517110002

电话: 025-52857985

邮箱: wangts@glsc.com.cn

陈灿研究助理

电话: 0510-82832787

邮箱: chencan@glsc.com.cn

相关报告

- 《现代制药 (600420) \ 医药生物行业》
《业绩增长稳健，整合协同效果显现》
- 《现代制药 (600420) \ 医药生物行业》
《整合成效渐显，协同发展潜力大》

➤ 经营现金流充沛，一致性评价持续推进

公司 17 年全年经营现金流达到 23.15 亿元，18H1 为 2.69 亿元，鉴于公司回款多集中于四季度，预计本年现金流仍将维持优良表现。充沛的现金流也将为公司包括一致性评价在内的研发工作提强劲支撑，截至上半年公司共有 76 个品规（其中大品种 25 个，潜力品种 16 个）开展一致性评价，而致君两个品规的头孢呋辛酯片也顺利通过一致性评价，本次上海市的带量采购方案和国家版采购方案征求意见稿对通过品种形成较大利好，后续待公司市场空间较大的品种如硝苯地平控释片等通过之后也将为助力公司持续增长。

➤ 国药旗下化药平台整合仍然值得期待

17 年是公司进入整合期的第一年，受到产品价格波动、原料成本上涨等因素影响整体业绩表现不及预期，进入 18 年后整合逐步深入，费用端体现明显；此外，未来公司将受益于多品种通过一致性评价，国药集团旗下化药平台的在部分竞争散乱的品种上将迎来集中度的提升。预计公司 18/19/20 年实现归母净利润 6.99/8.68/10.35 亿元，维持“推荐”评级。

➤ 风险提示

产品销售不及预期，整合效果弱于预期

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	9,125.77	8,517.75	10,805.62	11,869.98	13,179.23
增长率（%）	240.23%	-6.66%	26.86%	9.85%	11.03%
EBITDA（百万元）	2,037.61	2,004.77	2,092.18	2,386.98	2,670.00
净利润（百万元）	476.93	515.80	699.02	868.24	1,035.01
增长率（%）	115.76%	8.15%	35.52%	24.21%	19.21%
EPS（元/股）	0.45	0.49	0.66	0.82	0.98
市盈率（P/E）	23.10	21.36	15.76	12.69	10.64
市净率（P/B）	1.93	1.78	1.63	1.48	1.33
EV/EBITDA	4.11	7.96	7.39	6.22	5.28

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1: 主要子公司业绩展示 (百万元)

	子公司名称	持股比例 (%)	2017H1			2018H1			净利润同比增速
			营收	净利润	净利润* 持股比例	营收	净利润	净利润* 持股比例	
合并子公司	国药致君	51.00	568.37	117.12	59.73	979.29	125.25	63.88	6.94%
	国药威奇达	100.00	1830.78	82.86	82.86	1817.32	123.20	123.20	48.68%
	国药一心	51.00	159.62	45.00	22.95	267.10	21.21	10.82	-52.86%
	致君坪山	51.00	174.51	30.32	15.46	202.46	31.54	16.08	4.01%
	青海制药	52.92	53.03	15.30	8.10	44.66	15.16	8.02	-0.91%
	新疆制药	55.00	78.48	6.98	3.84	86.61	3.66	2.01	-47.61%
	致君医贸	51.00	46.85	1.73	0.88	52.20	1.74	0.89	0.54%
	芜湖三益	51.00	46.71	-0.35	-0.18	53.36	-0.05	-0.03	-85.26%
	威奇达中抗	33.00		48.34	15.95		60.67	20.02	25.52%
	总计				209.60			244.90	16.84%
原有子公司	天伟生物	55.00	216.25	106.43	58.54	225.91	106.72	58.70	0.27%
	国药容生	100.00		42.35	42.35		34.12	34.12	-19.43%
	国药中联	96.95	139.44	-11.41	-11.06	166.85	-6.79	-6.58	
	现代海门	100.00		-26.58	-26.58		-4.90	-4.90	
	现代哈森	51.00	277.27	24.04	12.26	396.19	30.98	15.80	28.87%
	国药川抗	72.00	71.60	7.02	5.05	124.87	11.60	8.35	65.27%
总计				80.56			105.48	30.94%	

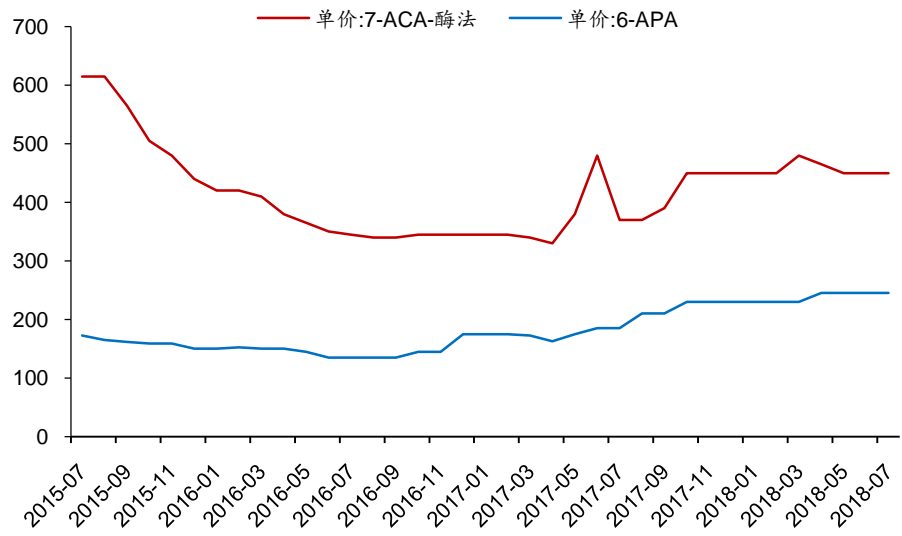
来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 2: 业绩承诺 (扣非后归母净利润) 完成情况 (百万元)

并购标的	17 实际	17 承诺	全年完成比例	17H1 实际	18H1 实际	18 承诺	半年度完成比例
国药威奇达	29.13	179.90	16.19%	65.05	101.84	198.97	51.18%
威奇达中抗	65.73	111.89	58.75%	48.34	60.67	121.07	50.12%
国药金石 (单体)	16.99	15.77	107.71%	9.73	7.61	18.18	41.86%
汕头粉针剂	12.71	10.10	125.80%	3.43	6.54	11.03	59.30%
国药一心	103.37	113.97	90.71%	51.45	26.79	126.13	21.24%
国药致君	205.73	232.56	88.46%	116.45	121.62	241.88	50.28%
致君坪山	42.15	43.03	97.94%	29.81	26.70	50.33	53.05%
致君医贸	2.67	2.34	114.36%	1.74	1.71	2.35	72.93%
青海制药厂	35.96	51.24	70.18%	12.56	24.23	53.82	45.03%

来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 3: 6-APA、7-ACA 价格走势 (元/Kg)



来源: wind, 国联证券研究所

图表 4：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,157.04	1,964.20	2,161.12	3,211.96	4,829.65	营业收入	9,125.7	8,517.7	10,805.6	11,869.9	13,179.2
应收账款+票据	2,518.30	2,176.31	2,538.72	2,838.57	3,370.59	营业成本	5,826.8	4,826.6	5,597.31	6,085.74	6,689.78
预付账款	225.90	150.76	199.07	251.72	283.46	营业税金及附加	122.25	137.51	174.44	191.62	212.76
存货	1,809.51	1,918.61	1,870.77	2,249.28	2,279.71	营业费用	1,009.5	1,489.8	2,741.39	2,969.87	3,268.45
其他	124.56	210.07	210.07	210.07	210.07	管理费用	954.54	972.68	970.34	1,020.82	1,116.28
流动资产合计	5,835.31	6,419.95	6,979.76	8,761.60	10,973.4	财务费用	258.73	271.30	125.71	89.56	68.23
长期股权投资	81.05	87.19	87.19	87.19	87.19	资产减值损失	59.39	22.51	22.51	22.51	22.51
固定资产	6,742.57	6,552.88	6,298.81	5,848.28	5,392.75	公允价值变动收益	-2.41	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	504.40	191.46	0.00	0.00	0.00	投资净收益	15.69	16.76	0.00	0.00	0.00
无形资产	708.26	650.94	745.74	707.68	659.62	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	584.06	672.54	524.38	499.08	495.79	营业利润	907.81	814.00	1,173.92	1,489.86	1,801.23
非流动资产合计	8,620.34	8,155.02	7,656.13	7,142.24	6,635.36	营业外净收益	128.70	139.78	131.18	131.18	131.18
资产总计	14,455.6	14,574.9	14,635.8	15,903.8	17,608.8	利润总额	1,036.5	953.79	1,305.10	1,621.04	1,932.41
短期借款	1,301.68	1,448.66	299.42	0.00	0.00	所得税	182.48	135.21	195.77	243.16	289.86
应付账款+票据	1,344.88	1,316.18	1,482.47	1,807.12	2,015.62	净利润	854.03	818.57	1,109.34	1,377.89	1,642.55
其他	1,734.63	2,231.85	2,299.28	2,329.20	2,379.92	少数股东损益	377.10	302.77	410.32	509.64	607.54
流动负债合计	4,381.19	4,996.69	4,081.17	4,136.32	4,395.54	归属于母公司净利	476.93	515.80	699.02	868.24	1,035.01
长期带息负债	2,849.70	1,726.82	1,726.82	1,726.82	1,726.82						
长期应付款	261.18	187.55	187.55	187.55	187.55						
其他	3.09	2.04	2.04	2.04	2.04						
非流动负债合计	3,113.98	1,916.41	1,916.41	1,916.41	1,916.41						
负债合计	7,495.17	6,913.11	5,997.58	6,052.73	6,311.95						
少数股东权益	1,234.50	1,474.40	1,884.71	2,394.36	3,001.89						
股本	287.73	1,109.77	1,109.77	1,109.77	1,109.77						
资本公积	3,016.98	2,560.40	2,560.40	2,560.40	2,560.40						
留存收益	2,399.26	2,503.21	3,069.33	3,772.50	4,610.73						
股东权益合计	6,938.48	7,647.77	8,624.21	9,837.02	11,282.7						
负债和股东权益总	14,455.6	14,574.9	14,635.8	15,903.8	17,608.8						

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	851.21	752.34	997.83	1,266.38	1,531.04
折旧摊销	726.88	818.20	676.38	691.38	684.37
财务费用	285.11	257.38	110.71	74.56	53.23
存货减少	132.54	-104.01	47.84	-378.51	-30.43
营运资金变动	-1,133.4	609.97	-177.01	2.06	-304.53
其它	-39.17	19.19	22.51	22.51	22.51
经营活动现金流	823.08	2,353.05	1,678.26	1,678.38	1,956.19
资本支出	241.30	168.44	200.00	200.00	200.00
长期投资	626.61	15.42	0.00	0.00	0.00
其他	803.36	45.11	111.51	111.51	111.51
投资活动现金流	-64.55	-138.75	-88.49	-88.49	-88.49
债权融资	109.46	-700.43	-1,149.2	-299.42	0.00
股权融资	106.26	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-475.95	-675.13	-243.61	-239.63	-250.00
筹资活动现金流	-260.23	-1,375.5	-1,392.8	-539.05	-250.00
现金净增加额	500.38	835.06	196.92	1,050.84	1,617.69

主要财务比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	240.23	-6.66%	26.86%	9.85%	11.03%
EBIT	198.39	-9.47%	19.32%	19.76%	17.11%
EBITDA	239.63	-1.61%	4.36%	14.09%	11.86%
归属于母公司净利	16.35%	8.15%	35.52%	24.21%	19.21%
获利能力					
毛利率	36.15%	43.33%	48.20%	48.73%	49.24%
净利率	9.36%	9.61%	10.27%	11.61%	12.46%
ROE	8.36%	8.36%	10.37%	11.67%	12.50%
ROIC	30.84%	8.12%	10.35%	12.50%	14.72%
偿债能力					
资产负债	51.85%	47.43%	40.98%	38.06%	35.85%
流动比率	1.33	1.28	1.71	2.12	2.50
速动比率	0.89	0.86	1.20	1.52	1.93
营运能力					
应收账款周转率	3.82	4.27	4.65	4.53	4.24
存货周转率	3.22	2.52	2.99	2.71	2.93
总资产周转率	0.63	0.58	0.74	0.75	0.75
每股指标 (元)					
每股收益	0.45	0.49	0.66	0.82	0.98
每股经营现金流	0.78	2.23	1.59	1.59	1.85
每股净资产	5.40	5.84	6.38	7.05	7.84
估值比率					
市盈率	23.10	21.36	15.76	12.69	10.64
市净率	1.93	1.78	1.63	1.48	1.33
EV/EBITDA	4.11	7.96	7.39	6.22	5.28
EV/EBIT	6.39	13.44	10.93	8.75	7.10

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810