

# 三季度业绩略超预期，公司经营步入正轨，一致性评价持续推进

## ——现代制药（600420）三季度点评

2018年10月26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2018年三季度报告，2018年前三季度公司实现营业收入84.85亿元，同比增长28.82%；归属于上市公司股东的净利润5.77亿元，同比增长29.3%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润5.39亿元，同比增长35.80%，实现EPS为0.52元。

2018Q3公司实现营业收入26.31亿元，同比增长31.12%；归属于上市公司股东的净利润1.67亿元，同比增长87.79%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润1.49亿元，同比增长145.57%，实现EPS为0.16元。

### 公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	2367.05	2212.61	2007.12	1930.97	3109.24	2744.02	2631.68
增长率（%）	9.14%	-8.30%	-1.82%	-22.75%	31.36%	24.02%	31.12%
毛利率（%）	39.41%	37.56%	41.16%	57.03%	48.19%	49.33%	52.62%
期间费用率（%）	24.41%	22.06%	33.59%	51.47%	36.57%	35.05%	37.93%
营业利润率（%）	12.80%	15.02%	7.18%	8.65%	10.09%	12.90%	10.33%
净利润（百万元）	248.86	275.90	147.04	146.78	258.63	316.63	234.47
增长率（%）	30.13%	-07.44%	-11.45%	-26.11%	3.93%	14.76%	46.00%
每股盈利（季度，元）	0.29	0.18	0.08	0.06	0.16	0.21	0.16
资产负债率（%）	52.68%	52.05%	50.84%	49.59%	50.51%	50.86%	50.51%
净资产收益率（%）	3.46%	3.80%	1.99%	1.92%	2.77%	3.86%	2.53%
总资产收益率（%）	1.64%	1.82%	0.98%	0.97%	1.16%	1.96%	1.43%

## 观点：

### 1、三季度业绩超预期，公司各项经营逐渐步入正轨

公司前三季度营收 84.85 亿元，同比增长 28.82%，归母净利润 5.77 亿，增速 29.3%，收入增速超过 25% 超预期，经营情况逐步走上正轨。

从季度的角度，Q1-Q3 收入分别为 31.09 亿、27.44 亿、26.31 亿，增速分别为 31.36%、24.02%、31.12%，业绩分别为 1.73 亿、2.37 亿、1.67 亿，增速分别为 3.93%、14.76%、59.74%。2017 年是公司重组后的第一年，公司 2017 年四个季度业绩分别为 1.59 亿，1.98 亿，0.89 亿，0.70 亿，一二季度基数偏高，三四季度受子公司和费用拖累比较严重，因而导致的今年前三个季度业绩虽然波动不大，但是增速波动较大，未来这种情况会伴随经营情况企稳逐渐消失。

公司收入高增速除了有两票制的影响，原因还有以下几点：

- ◆ 制剂板块高增速，头孢呋辛酯第一批通过一致性评价之后快速放量，其他重点品种包括硝苯地平、甲泼尼龙等都有明显的高速增长。
- ◆ 原料药板块威奇达正常经营，7ACA 价格较好，6APA 业务逐步恢复正常，向阿莫西林升级转化（草根调研结果）。
- ◆ 司重组后公司整体布局未来将持续拉动收入端增长：公司营销分成 5 大领域，分类以后的企业共用销售渠道。日常内部管理 5 大板块把 5 个副总作为 5 个板块的具体负责人。抗感染、内分泌、心脑血管、肿瘤、原料药、麻精板块。每个板块有一个领军企业，领军企业带着子公司来做每个板块的整体营销布局。有相似性的（市场、品种）协同推进。每个板块分管领导个人绩效和板块整体绩效挂钩。

前三季度公司经营性现金流良好，我们判断是经营逐渐步入正轨的一个积极信号。主要原因是公司持续加强应收账款信用管理和销售回款考核，销售回款率持续提升；公司多渠道加强运营周期管控，错配收付款账期，达到增加经营活动净现金流和降低综合资金成本的管控目标。

### 主要子公司的情况来看我们推测还是延续中报的趋势

- ◆ 好的方面：海门中联减亏明显；威奇达经营情况显著好转，上半年盈利 1.2 亿（已完成全年业绩承诺 1.99 亿的 60%）；哈森（口服制剂；天麻素、伊曲康唑）净利润 3097.66 万元，也实现了接近 30% 的高速增长；国药致君增速平稳，净利润 1.25 亿，完成业绩承诺的一半；坪山制药净利润 3153.77，较去年（343.37 万有超高增长），完成业绩承诺一半以上。
- ◆ 但另一方面国药容生（激素类冻干粉注射剂）业绩下滑；青海制药距离业绩承诺也有一定差距；国药一心业绩下滑较多。

公司以青海制药为开端，逐步剥离协同性较低的业务。公司 10 月公告了拟通过公开挂牌方式转让参股公司青海制药厂 45.16% 股权，挂牌底价拟为 4.24 亿元，是对于业务板块协同战略趋势判断后的一个决定。交易如在 2018 年内完成将对公司 2018 年度经营业绩产生影响。根据公司初步测算，如以挂牌底价 4.24 亿元成交，预计合并报表层面公司将增加投资收益约 2.55 亿元，增加归属于母公司所有者净利润约 1.35 亿元。

**表 1：重组收购标的历史业绩、业绩承诺及完成情况（万元）**

标的	持股比例	2015A	2016A	2017A	2018H1	达成率	2018 承诺业绩
中抗制药	33%	11,268.30	10,299.66	6,572.80	6,067.34	50.12%	12,106.51
致君制药	51%	26,370.65	22,408.57	20,572.91	12,161.61	50.28%	24,187.87
国药一心	51%	9,540.93	11,350.04	10,337.43	2,678.96	21.24%	12,613.22
威奇达	100%	18,404.63	17,906.31	2913.3	10183.51	51.18%	19,896.63
青海制药	52.92%	2,041.01	3,353.10	3,596.23	2,423.16	45.04%	5,380.55
汕头金石	100%	1,990.95	2,269.58	1,698.81	761.21	41.86%	1,818.30
粉针剂公司	100%		963.09	1,270.91	654.27	59.30%	1,103.24
坪山制药	51%	921.78	4,157.16	4,214.76	2,669.85	53.05%	5,032.55
致君医贸	51%	77.43	260.44	267.04	171.06	72.93%	234.56
芜湖三益	51%	33.34					
国工有限	100%	1,946.71					
新疆制药	55%	612.33					
合计并表折算					23901.10	46.76%	51115.49

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

**财务指标方面**，公司前三季度销售费用率为 27.75%，与去年（13.54%）相比增长较快，远远快于收入增速，有一部分低开转高开的原因，另外由于制剂板块增速加快，公司加大产品推广力度，终端渠道费用增多；管理费用率为 8.68%，比去年同期的 9.79%下降 1.07pp，公司降本增效效应仍在体现。公司财务费用基本平稳，综合毛利率 49.94%，相较去年 39.32%有了大幅度的提升，有两票制的影响，但主要还是由于制剂板块高速增长拉动了公司整体毛利率，未来公司毛利率有望持续提升。

**表 1：现代制药业绩拆分**

单位（亿元）	2014	2015	2016	2017	2018H1
重组后并表业绩			3.42	2.80	2.39
现代制药原有业务净利润及其他	1.90	2.21	1.35	2.36	1.71
公司归母净利润	1.90	2.21	4.76	5.16	4.10

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

## 2、展望 2018，关注制剂板块一致性评价及新进医保品种放量及原料药板块后续变化

2017 年是公司重组后的第一年，受原料药、重组公司未达成绩效承诺等影响承压较为严重。但长远来看公司定位是国药工业平台。公司拥有众多优质品种、新进医保品种、一致性评价品种，未来改善空间巨大。同时原料药板块 2017 年严重低于预期，后续应持续关注公司原料药板块的生产经营情况。

公司未来增长逻辑如下：

- ◆ **一致性评价方面：**截至报告期末共开展一致性评价 76 个品规（其中“289 目录”37 个，非“289 目录”39 个），涉及大品种 25 个，潜力品种 16 个。继头孢呋辛酯片（0.25g）之后，国药致君头孢呋辛酯片（0.125g）也通过了仿制药质量与疗效一致性评价，为该品种的市场销售和竞争打开新的局面。
- ◆ **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。
- ◆ **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。

## 结论：

公司作为国药旗下化药平台，经营效率有望持续提升。暂不考虑青海制药的股权转让收益，预计 2018-2020 年归母净利润分别为 7.13 亿元、8.86 亿元、10.50 亿元，对应增速分别为 38.24%、24.24%、18.47%，EPS 分别为 0.68 元、0.84 元、0.99 元，对应 PE 分别为 13X、11X、9X。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

## 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				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	6337	6920	7659	8506	9740	<b>营业收入</b>	9126	8518	10154	11203	12587
货币资金	1639	2436	2538	2801	3255	<b>营业成本</b>	5827	4827	5828	6318	7061
应收账款	1191	1115	1947	2148	2414	营业税金及附加	122	138	51	56	63
其他应收款	130	179	214	236	265	营业费用	1010	1490	1880	2103	2378
预付款项	226	151	267	394	535	管理费用	955	973	1170	1293	1455
存货	1810	1919	2108	2285	2554	财务费用	259	271	0	0	0
其他流动资产	125	210	28	28	28	资产减值损失	59.39	22.51	20.00	20.00	20.00
<b>非流动资产合计</b>	8678	8251	7633	7151	6667	公允价值变动收益	-2.41	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	81	87	87	87	87	投资净收益	15.69	19.18	16.00	16.00	16.00
固定资产	6743	6553	6138	5736	5352	<b>营业利润</b>	908	946	1221	1429	1626
无形资产	708	651	586	521	456	营业外收入	162.18	29.08	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	53	31	31	31	31	营业外支出	33.48	21.67	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	15015	15171	15292	15657	16407	<b>利润总额</b>	1037	954	1221	1429	1626
<b>流动负债合计</b>	4711	5390	6984	6605	6531	所得税	182	135	207	243	276
短期借款	1302	1449	2923	1388	0	<b>净利润</b>	854	819	1013	1186	1350
应付账款	739	933	351	381	426	少数股东损益	377	303	300	300	300
预收款项	136	170	1186	2306	3565	归属母公司净利润	477	516	713	886	1050
一年内到期的非流	784	924	924	924	924	EBITDA	2538	2629	1701	1911	2110
<b>非流动负债合计</b>	3365	2132	56	56	56	<b>EPS (元)</b>	0.98	0.46	0.68	0.84	0.99
长期借款	2850	1727	1727	1727	1727	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	8077	7523	7040	6662	6588	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1235	1474	1774	2074	2374	营业收入增长	240.23	-6.66%	19.21%	10.33%	12.36%
实收资本(或股本)	288	1110	1056	1056	1056	营业利润增长	168.83	4.25%	28.97%	17.06%	13.80%
资本公积	3017	2560	2560	2560	2560	归属于母公司净利润	115.76	8.15%	38.24%	24.24%	18.47%
未分配利润	1979	2334	2441	2574	2731	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	5704	6173	6478	6920	7445	毛利率(%)	36.15%	43.33%	42.60%	43.60%	43.90%
<b>负债和所有者权益</b>	15015	15171	15292	15657	16407	净利率(%)	9.36%	9.61%	9.98%	10.59%	10.72%
<b>现金流量表</b>					单位:百万元	总资产净利润(%)	12.90%	3.18%	3.40%	4.66%	5.66%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	8.36%	8.36%	11.01%	12.80%	14.10%
<b>经营活动现金流</b>	839	2315	922	2244	2371	<b>偿债能力</b>					
净利润	854	819	1013	1186	1350	资产负债率(%)	54%	50%	46%	43%	40%
折旧摊销	1371	1411	0	482	484	流动比率	1.35	1.28	1.10	1.29	1.49
财务费用	259	271	0	0	0	速动比率	0.96	0.93	0.79	0.94	1.10
应收账款减少	0	0	-832	-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	0.95	0.56	0.67	0.72	0.79
<b>投资活动现金流</b>	-65	-139	162	-4	-4	应收账款周转率	12	7	7	5	6
公允价值变动收益	-2	0	0	0	0	应付账款周转率	19.51	10.19	15.82	30.60	31.22
长期股权投资减少	0	0	15	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	16	19	16	16	16	每股收益(最新摊薄)	0.98	0.46	0.68	0.84	0.99
<b>筹资活动现金流</b>	-260	-1376	-982	-1978	-1912	每股净现金流(最新)	1.79	0.72	0.10	0.25	0.43
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	19.82	5.56	6.13	6.55	7.05
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	822	-54	0	0	P/E	9.04	19.08	13.14	10.58	8.93
资本公积增加	2945	-457	0	0	0	P/B	0.45	1.59	1.45	1.35	1.26
<b>现金净增加额</b>	514	800	103	262	454	EV/EBITDA	2.30	4.38	7.29	5.55	4.15

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。