

现代制药 (600420)

## 化药平台浮出水面

	胡博新 (分析师)	丁丹 (分析师)
	0755-23976766	0755-23976735
	huboxin@gtjas.com	dingdan@gtjas.com
证书编号	S0880514030007	S0880514030001

## 本报告导读:

公司通过发行股份及支付现金方式注入国药集团旗下 12 项化药资产, 将打造成为国药系下化药统一平台, 维持增持评级。

## 投资要点:

国药系整合启幕, 化药平台浮出水面。公司公告重组方案, 将注入国药集团旗下 12 项化药资产。不考虑并购, 维持盈利预测 2015~17 年 EPS 0.82/0.99/1.23 元, 考虑并购整合及增发摊薄影响(不考虑融资), 预计盈利预测, 2015~17 年 EPS1.12/1.31/1.56 元, 对应 PE 33/28/24X。公司成为国药化学制药平台后, 将继续加强外延整合的力度, 维持增持评级。考虑并购整合的业绩弹性和平台价值, 给予 2016 年 56X, 目标价 55 元。产品结构进一步优化, 在研管线后劲十足。重组后, 丰富的产品种类和强势的在研产品线将使公司更具竞争优势, 增强盈利能力。(1) 麻药领域, 公司以 6.66 亿获得两个麻醉类药品定点生产企业(青海制药、国工有限), 包含阿片、芬太尼在内的 91 个品种。(2) 抗肿瘤领域, 公司将获得国药一心专业化、高增长的抗肿瘤产品线, 其主要产品甘露聚糖近三年年均增长率 25%, 市场份额在 70% 左右, 同时公司将拥有十余种抗肿瘤药在研产品, 覆盖主要大癌种。(3) 抗生素领域, 公司的产品线更加丰富(169 个品种), 且具备从中间体、原料药到制剂的全产业链布局, 整合后将增强抵御风险能力, 进一步降低成本, 增厚利润。

化药平台优势突出, 看好后续并购整合价值。国药集团拥有首屈一指的大平台整合经验, 曾打造了医药商业(国药控股)、中药产业(中国中药)两大产业平台。现代制药作为国药系下化药平台, 十三五规划目标是收入达到 300 亿元, 未来有望以现有的业务为支撑点, 借助国药集团整合经验, 通过进一步外延并购, 打造成为国内领先的综合性创新型制药企业。

风险提示: 并购整合不确定性风险; 限抗风险; 药品降价风险。

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,350	2,749	3,225	3,669	4,231
(+/-)%	17%	17%	17%	14%	15%
经营利润 (EBIT)	216	322	390	457	556
(+/-)%	18%	47%	19%	17%	21%
净利润	133	190	235	284	355
(+/-)%	15%	43%	24%	21%	25%
每股净收益 (元)	0.46	0.66	0.82	0.99	1.23
每股股利 (元)	0.36	0.41	0.12	0.15	0.19
利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	9.7%	12.2%	12.3%	12.7%	13.3%
净资产收益率 (%)	13.3%	16.3%	17.2%	17.7%	18.6%
投入资本回报率 (%)	9.5%	10.3%	11.2%	13.3%	16.4%
EV/EBITDA	38.9	28.1	21.1	18.2	15.7
市盈率	80.5	56.3	45.4	37.6	30.1
股息率 (%)	1.0%	1.1%	0.3%	0.4%	0.5%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 55.00

上次预测: 55.00

当前价格: 37.15

2016.03.23

## 交易数据

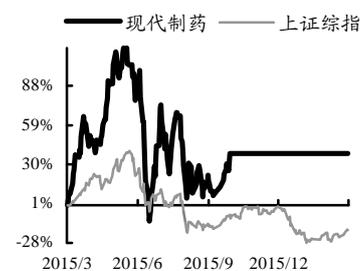
52 周内股价区间 (元)	22.80-60.65
总市值 (百万元)	10,689
总股本/流通 A 股 (百万股)	288/288
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	0.00
日均成交值 (百万元)	0.00

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,250
每股净资产	4.34
市净率	8.6
净负债率	114.19%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.14	0.18
Q2	0.22	0.27
Q3	0.08	0.05
Q4	0.23	0.32
全年	0.66	0.82

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	0%	35%
相对指数	-2%	18%	53%

## 相关报告

《国企改革正在进行》2015.10.30

《营销整合, 业绩平稳增长》2015.08.09

《整合推动继续高增长》2015.04.30

《主导品种推动持续高增长》2015.04.08

《经营趋势向上, 国企改革再添动力》2015.01.16

模型更新时间: 2016.03.23

**股票研究**

必需消费  
医药

**现代制药 (600420)**

**评级:** **增持**

上次评级: 增持

**目标价格:** **55.00**

上次预测: 55.00

**当前价格:** 37.15

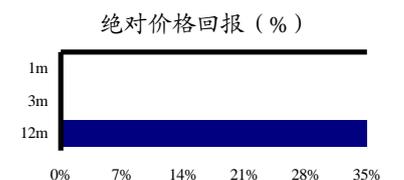
公司网址

www.shyndec.com

**公司简介**

公司是一家以原料药和制剂的生产为主业的医药企业。

公司产品覆盖原料药和制剂、药物新型制剂和生物药品三大领域, 主导产品包括阿奇霉素、硫辛酸、头孢氨苄缓释胶囊、硝苯地平控释片和人尿制品等。

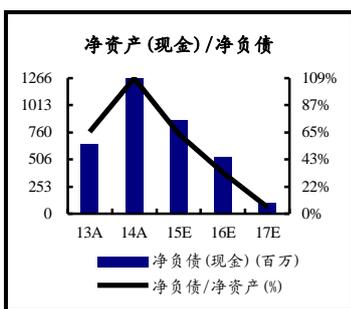
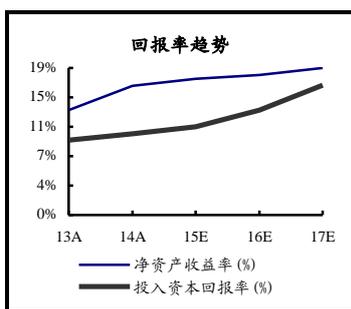
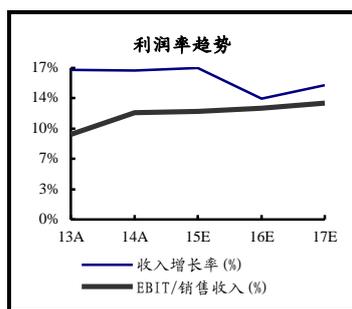


52 周价格范围 22.80-60.65

市值 (百万) 10,689

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>损益表</b>					
营业总收入	2,350	2,749	3,225	3,669	4,231
营业成本	1,369	1,474	1,711	1,875	2,118
税金及附加	14	16	19	22	25
销售费用	519	646	774	947	1,121
管理费用	233	291	331	368	410
EBIT	216	322	390	457	556
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	0	0	0	0
财务费用	-19	-47	-65	-57	-52
营业利润	180	253	317	392	496
所得税	29	50	52	63	78
少数股东损益	55	58	58	70	88
净利润	133	190	235	284	355
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	433	366	460	706	1,135
其他流动资产	1,014	1,290	1,303	1,456	1,670
长期投资	7	0	0	0	0
固定资产合计	1,480	1,831	1,746	1,638	1,494
无形及其他资产	211	322	313	305	297
资产合计	3,146	3,809	3,822	4,106	4,597
流动负债	923	980	735	708	811
非流动负债	898	1,437	1,437	1,437	1,437
股东权益	995	1,167	1,367	1,609	1,911
投入资本(IC)	2,405	3,024	2,983	2,947	2,906
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	198	278	337	395	480
折旧与摊销	74	105	173	188	195
流动资金增量	37	218	258	180	111
资本支出	581	424	80	80	50
自由现金流	890	1,026	848	843	835
经营现金流	107	23	509	469	532
投资现金流	-587	-417	-80	-80	-50
融资现金流	417	327	-335	-143	-53
现金流净增加额	-63	-67	94	246	428
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	17.1%	17.0%	17.3%	13.8%	15.3%
EBIT 增长率	17.6%	46.5%	19.1%	16.8%	21.3%
净利润增长率	14.5%	43.1%	23.9%	20.8%	24.9%
利润率					
毛利率	41.2%	45.8%	46.3%	48.3%	49.3%
EBIT 率	9.7%	12.2%	12.3%	12.7%	13.3%
净利润率	5.7%	6.9%	7.3%	7.7%	8.4%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	13.3%	16.3%	17.2%	17.7%	18.6%
总资产收益率(ROA)	4.2%	5.0%	6.2%	6.9%	7.7%
投入资本回报率(ROIC)	9.5%	10.3%	11.2%	13.3%	16.4%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	134	188	135	135	136
应收账款周转天数	73	64	69	70	70
总资产周转天数	482	499	427	403	391
净利润现金含量	1.37	0.18	2.87	2.19	1.99
资本支出/收入	24.7%	15.4%	2.5%	2.2%	1.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	57.9%	63.5%	56.8%	52.3%	48.9%
净负债率	65.7%	108.5%	63.8%	32.7%	5.1%
<b>估值比率</b>					
PE	80.5	56.3	45.4	37.6	30.1
PB	10.7	9.2	7.8	6.6	5.6
EV/EBITDA	38.9	28.1	21.1	18.2	15.7
P/S	4.5	3.9	3.3	2.9	2.5
股息率	1.0%	1.1%	0.3%	0.4%	0.5%



## 目 录

1. 国药系改革启幕，化药平台浮出水面 .....	4
2. 产品结构进一步优化，在研管线后劲十足 .....	5
2.1. 麻精药：高壁垒领域 .....	5
2.2. 抗肿瘤药：专业化，高增长领域 .....	6
2.3. 抗生素：全产业链布局 .....	6
3. 平台优势突出，后续整合谋发展 .....	7
4. 风险提示 .....	8
4.1. 并购整合不确定风险 .....	8
4.2. 限抗风险 .....	8
4.3. 药品降价风险 .....	8

## 1. 国药系整合启幕，化药平台浮出水面

公司公布重组方案，通过发行股份及支付现金的形式注入国药集团旗下包括芜湖三益（51%）、国药一心（51%）、致君制药（51%）、坪山制药（51%）、国工有限（100%）、威奇达（33%）等在内的 12 项化药资产，资产预估值高达 77 亿元。重组后，公司的主营业务在现有基础上也将进一步补充心血管药物、抗生素药物、全身性用药、抗肿瘤用药、麻醉精神类产品种类，在以上领域形成丰富的产品线及在研管线，从而大幅度提升公司的竞争力。

表 1，注入标的情况介绍（2015E,万元）

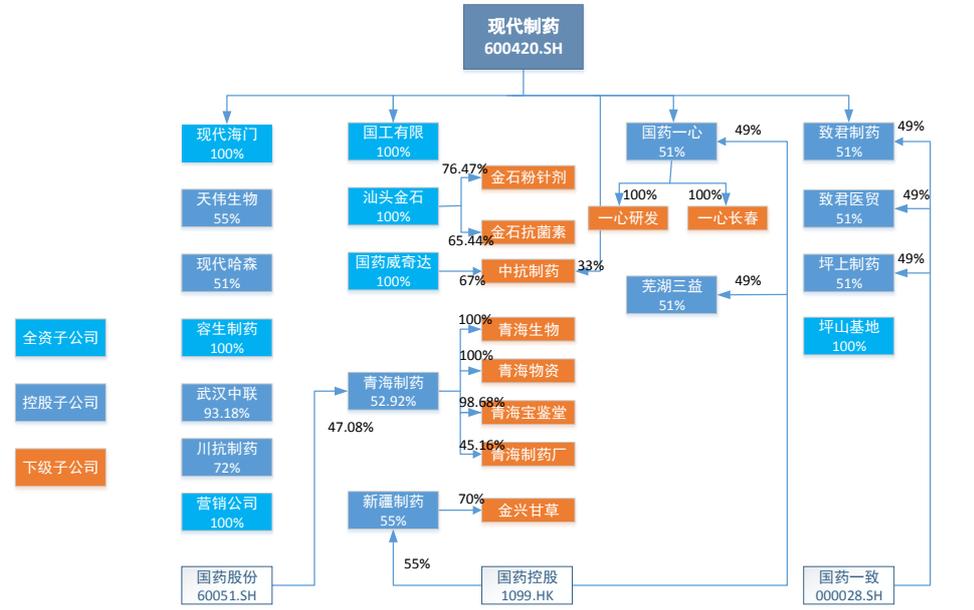
资产注入方	公司名称	注入股比	主业	主要产品	营收	归母净利润	预估值	市盈率
国药工业 国药威奇达 小股东 汕头金石小 股东	国药威奇达	100%	头青类原料药及制剂	阿莫西林、7-ACA、头 孢曲松钠	380,001	11,913	257,977	22
	威奇达中抗	100%	青霉素类中间体	6-APA、液糖	146,122	8,892	137,282	15
	青海制药	52.92%	麻醉镇痛类药物	复方甘草片、吗啡、可 待因、氨酚待因片、藿 香正气水	33,214	1,813	41,922	23
	国工有限	100%	麻醉镇痛类药物	注射用盐酸芬太尼、阿 片粉、呋达帕胺片、复 方甘草片	22,283	1,884	44,393	24
	新疆制药	55%	基础性输液，维药	复方甘草片、复方雪莲 胶囊、甘草浸膏粉	16,000	713	55,037	77
	汕头金石	100%	头孢类制剂	羧甲司坦平、牡蛎碳酸 钙泡腾片、卡托普利 片、阿莫西林胶囊	47,631	2,345	32,575	14
国药一致	致君制药	51%	头孢类制剂	头孢西丁、头孢唑肟、 头孢呋辛酯	142,816	24,153	302,604	13
	坪山制药	51%	化药，少量中成药	迪根（双氯芬酸钠缓释 片）、联力舒坦（氨溴 索）、健儿清解液	13,160	128	76,927	601
	坪山基地	100%	在建工程				52,993	NA
	致君医贸	51%	原料进口，制剂出口		9,332	48	1,593	33
国药控股 国药一心小 股东	国药一心	51%	抗肿瘤药物	注射用甘露聚糖肽、醋 酸奥曲肽注射液、注射 用胸腺五肽	26,605	10,000	166,076	17
	芜湖三益	51%	皮肤科及眼科药	联苯苄唑乳膏、双唑泰 栓、克霉唑阴道片	7,265	170	11,500	68
<b>合计</b>					<b>626,093</b>	<b>38,022</b>	<b>770,634</b>	<b>20</b>

资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

此次重组后，公司将打造成为国药集团化药工业产业发展和运作的统一平台。从静态来看，重组后（2015E）现代制药的营业收入由 28.7 亿元增加至近百亿元，归母净利润由 1.7 亿元增加到 6 亿多元，将显著增厚

公司业绩；从动态来看，重组后现代制药的产品线布局更为完善，能充分发挥规模优势和产业链一体化优势，发展定位更为清晰，生产营销和科研资源得到进一步整合，并获得集团集中的资源支持，通过内部协同、外部整合、创新驱动和国际化经营，实现跨越式发展。

图 1: 公司将打造成为国药系化药统一平台

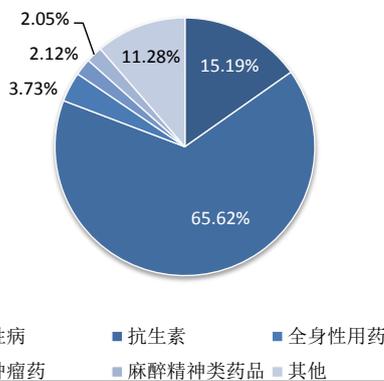


资料来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

## 2. 产品结构进一步优化, 在研管线后劲十足

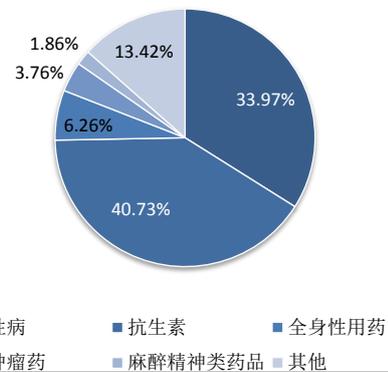
本次交易后, 公司的主营业务将在原有的原料药和制剂的基础上发展成为以慢性病药物、抗生素、全身性用药、抗肿瘤用药、麻醉精神类为主的综合性化药平台, 产品结构得到进一步优化, 从毛利构成来看, 重组后非抗生素类实际占比接近 60%。重组后, 丰富的产品种类和强劲的在研管线将使公司更具竞争优势, 提高未来的成长性。

图 2: 重组完成后公司营收占比 (2015E)



资料来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 3: 重组完成后公司毛利占比 (2015E)



资料来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

### 2.1. 麻精药: 高壁垒领域

麻精药在我国属于管控药品，此次重组后公司以 6.66 亿元获得国工有限和青海制药两大定点麻醉药生产厂商，91 个麻醉品种，一举进入高壁垒的麻醉领域。国工有限与青海制药形成全国最大的吗啡及半合成系列麻醉药品产品群，在原料药领域属于垄断地位。青海制药的可待因桔梗为独家产品，洛芬待因片的市场占有率为 32%，同时，国工有限新推出的产品瑞芬太尼冻干粉针、芬太尼注射液、替利定口服液、氨酚氢可酮片与费森尤斯卡比签订推广协议，芬太尼类产品占据麻精类药物终端市场 50% 以上的份额，随着该类产品的推广上市，未来将成为国工有限的主力产品，为公司业绩提供增量。

## 2.2. 抗肿瘤药：专业化，高增长领域

国药一心主要从事抗肿瘤和肝病治疗的药物研发、生产和销售，其主打产品甘露聚糖肽近三年年均增长率 25%，市场份额 70%，排名第一；奥曲肽市场份额 27%，在国内品种位列第一，同时，国药一心目前储备十余种抗肿瘤药在研产品，覆盖主要大癌种。2013 年，我国抗肿瘤药物市场规模达 320 亿元，10 年内复合增长率达 24%，此次重组后，公司将进入高增长的抗肿瘤药物领域，获得丰富的产品线（35 个品种）及多肽类研发平台，进一步优化公司的产品结构，为公司的业绩发展提供动力。

表 2: 国药一心拥有强劲的在研管线，覆盖主要大癌种

产品	适应症	类别
YXS-1501	膀胱癌类	生物药 1 类
YXGY-1401	子宫内膜癌	化药 1 类
YXH-1302	结直肠癌	化药 3 类
YXH-1105	肝癌	化药 3.1 类
YXGQ-1401	结肠癌体外诊断试剂	器械 3 类
YXH-0602	白血病	化药 3.1 类
YXH-0701	皮肤 T 细胞淋巴瘤	化药 3.1 类
YXH-0802	急性髓细胞白血病	化药 3.1 类
YXH-0901	多发性骨髓瘤	化药 3.1 类
YXH-1109	前列腺癌	化药 3.1 类

资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

## 2.3. 抗生素：全产业链布局

本次交易后，公司在抗生素领域产品结构和产品线将进一步优化，其中中国药威奇达及其子公司具备头青类的覆盖中间体、原料药、制剂的全产业链生产能力，拥有国内最大的克拉维酸钾生产线，部分原料药、制剂生产线获得韩国、印度、俄罗斯、墨西哥等国的 GMP 认证，营销网络覆盖全国及全球二十余个国家和地区。致君制药的主要产品为头孢类抗生素口服制剂及注射剂，并有头孢粉针剂、头孢菌素类包衣片生产线通过欧盟 GMP 认证。

重组后，公司下属子公司实现抗生素领域原料药和制剂企业实质性业务整合，贯通上下游产业链，进一步降低成本、增厚利润、提高抗风险能

力。

### 3. 平台优势突出，后续整合谋发展

此次重组后，公司（2015E）的营业收入由 28.7 亿元增加至近百亿元，归母净利润由 1.7 亿元增加到 6 亿多元，将显著增厚公司业绩。此次注入标的采用收益法估值的将做出业绩承诺，预计承诺增速在 15% 左右，保障公司业绩在短期内平稳增长。

表 3: 标的资产归母净利润 (2015E, 百万元)

标的	威奇达	中抗制 药	青海制 药	国工有 限	新疆制 药	汕头金 石	致君制 药	坪山制 药	致君医 药	国药一 心	芜湖 三益	合计
预估值	2580	1373	419	444	550	326	3026	769	16	1661	115	11279
归母净利润 2015E	119.1	88.9	18.1	18.8	7.1	23.5	241.5	1.3	0.5	100.0	1.7	620.6
市盈率	22	15	23	24	77	14	13	601	33	17	68	18

资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

国药集团拥有首屈一指的大平台整合经验，曾打造了医药商业（国药控股）、中药产业（中国中药）两大产业平台。公司作为国药系下化药平台，十三五规划的目标是收入达到 300 亿，目前公司的收入重组后在 100 亿左右，在全国化药制剂上市公司中排名第 4 位，未来有望以现有的业务为支撑点，借助国药集团整合经验，通过进一步外延并购，打造成为国内领先的综合性创新型制药企业。

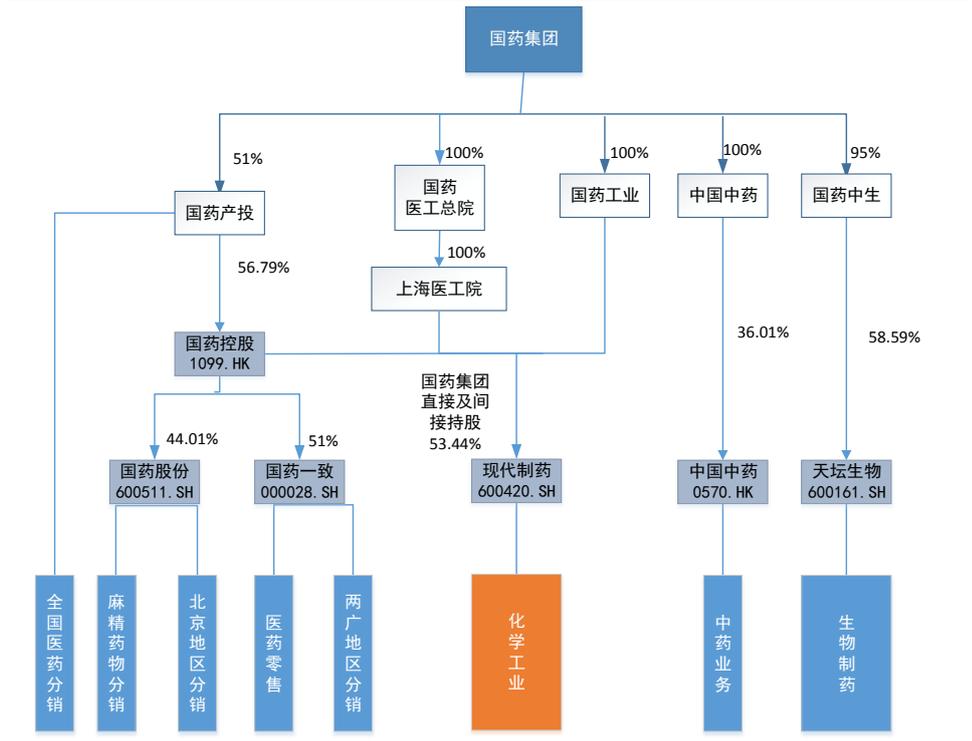
表 4: 重组后，现代制药收入在化药制剂领域排名第 4 位 (2015E)

排名	股票代码	公司名称	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	EPS (元/股)	市值 (亿元)
1	600664.SH	哈药股份	159	5.8	0.30	196
2	600196.SH	复星医药	139	26.1	1.13	452
3	600079.SH	人福医药	101	6.5	0.51	220
4	600420.SH	现代制药	97	5.8	1.18	—
5	600276.SH	恒瑞医药	93	21.6	1.10	936

注：盈利预测取自 wind 一致预期，收盘价取自 2016 年 3 月 22 日；  
资料来源：公司公告，wind, 国泰君安证券研究

不考虑并购，维持盈利预测 2015~17 年 EPS 0.82/0.99/1.23 元，考虑并购整合及增发摊薄影响(不考虑融资)，预计盈利预测，2015~17 年 EPS 1.12/1.31/1.56 元，对应 PE 33/28/24X。公司成为国药化学制药平台后，将继续加强外延整合的力度，维持增持评级。考虑并购整合的业绩弹性和平台价值，给予 2016 年 56X，目标价 55 元。

图 4: 现代制药为国药集团化药统一平台



资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

## 4. 风险提示

### 4.1. 并购整合不确定风险

本次交易构成重大资产重组，尚需多项条件满足后方可完成，存在不确定性。

### 4.2. 限抗风险

本次重组标的公司产品中抗生素类所占比重较大，限抗政策会对公司业绩产生不利影响。

### 4.3. 药品降价风险

我国未来的政策可能导致药品价格不断下降，对上市公司和标的公司盈利能力产生不利影响。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，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。

### 评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		