

2017年06月09日

华东医药 (000963.SZ)

受让利拉鲁肽和地西他滨新药技术， 孕育新的重磅品种

■事件：公司公告全资子公司中美华东以8000万元受让九源基因拥有的利拉鲁肽新药技术，以3000万元受让华东新药研究院拥有的地西他滨新药技术。

■利拉鲁肽在国内市场空间巨大，有望成为公司糖尿病领域另一个十亿+重磅品种。2016年全球治疗糖尿病药物中GLP-1受体激动剂规模达59亿美金，是糖尿病市场增速最快的品种。根据Evaluate Pharma预测，GLP-1在全球糖尿病市场份额将从2016年的17%提高到2022年的22%。利拉鲁肽是目前最畅销的GLP-1类似物，2016年全球销售额为29.7亿美元，位列全球最畅销药物第30位，许多业内人士认为利拉鲁肽类药物将成为糖尿病治疗领域主流。国内市场上，诺和诺德的利拉鲁肽原研产品“诺和力”2015年销售额达到2.03亿元，2011-2015年复合增长率达230%。但是诺和力并未纳入医保，年均2万元的治疗费用限制了其产品的大量使用。原研厂家在我国专利2017年到期，据药监局网站，目前中美华东参股公司九源基因（持股比例21.05%）是国内唯一一家获得利拉鲁肽临床批件的医药企业。我们认为，中美华东受让利拉鲁肽新药技术以后，借助于产品的性价比以及原先在糖尿病药物领域的口碑和优秀推广能力，利拉鲁肽（预计于2019年上市）将成为公司糖尿病领域继阿卡波糖之后另一个十亿以上的重磅品种。

■地西他滨首次纳入医保，具备较快放量的潜力。地西他滨为抗肿瘤药及免疫调节剂，主要用于治疗原发性和继发性骨髓增生异常综合征(MDS)的罕见病。地西他滨原研公司为美国的MGI制药公司，2009年进入中国。目前国内除了原研外有齐鲁制药、正大天晴在内的七家企业获批生产。根据PDB数据，2009-2015年地西他滨在全国重点城市医院的销售额由45.58万元增长到5970.90万元，年复合增长率达125.36%。地西他滨在2017年首次进入医保，目前原研市场份额高达50%，其价格是国产产品的近两倍。我们认为，受让地西他滨新药技术丰富了公司抗肿瘤产品线，公司移植免疫产品线在内科血液系统拥有300余人的营销团队，可以支持地西他滨先期进入医院市场的临床推广，具备较快放量的潜力。

■公司工业品种梯队分明，预计到2020年工业规模超过100亿。公司核心品种阿卡波糖和百令胶囊保持稳定增长，预计全年在高基数的基础上依然分别维持30%、20%以上的增速。二线品种中免疫抑制剂系列产品是公司传统强项，目前增速呈现提升趋势，预计整体增速约20%，其中他克莫司、环孢素、吗替麦考酚酯增速分别为30%、20%、15%，预计全年三个品种的销售总额总计有望达到15亿。消化用药泮托拉唑收

公司快报

证券研究报告

化学制剂

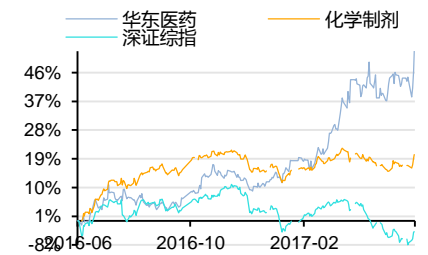
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**57元**
股价(2017-06-08) **48.46元**

交易数据

总市值(百万元)	47,108.76
流通市值(百万元)	42,069.09
总股本(百万股)	972.12
流通股本(百万股)	868.12
12个月价格区间	43.93/96.17元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.35	28.55	48.97
绝对收益	11.29	20.08	45.54

周新明

分析师
SAC 执业证书编号：S1450517050002
zhouxm@essence.com.cn
021-35082030

崔文亮

分析师
SAC 执业证书编号：S1450517040006
cuiwl@essence.com.cn
010-83321412

相关报告

华东医药：一季报业绩符合预期，预计全年业绩前低后高，全年净利润增速近30%/周小刚
2017-04-24

入增速接近15%，全年收入预计可能超9亿。后续产品中达托霉素、吡哌布芬纳入医保，有望进入快速增长通道，我们判断达托霉素和吡哌布芬预计未来有望分别成为10亿和5亿市场潜力品种。储备产品中，磺达肝癸钠、减肥药奥利司他均有望17年获批，也是公司未来重点培育品种。本次利拉鲁肽和地西他滨新药技术的受让再次丰富了公司的产品管线。我们认为，公司作为国内仿制药龙头企业，产品梯队分明，公司2020年工业收入目标100亿有望实现。

■**投资建议：**买入-A投资评级，6个月目标价57元。我们预计公司2017-2019年的净利润分别为18.38、23.17、28.87亿元，增速分别为27%、26%、24.7%，预计三年复合增速有望高约26%。对应当前股价PE分别为25.6X、20X、16X，我们认为公司估值低、增速快，产品梯队完整，未来几年可以维持相对高速增长。维持给予买入-A的投资评级，6个月目标价57元，相当于2017年30倍的动态市盈率。

■**风险提示：**公司核心产品价格下滑超预期；产品研发和市场推广不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	21,727.4	25,379.7	29,364.3	34,150.7	39,888.0
净利润	1,096.9	1,446.6	1,838.0	2,316.6	2,887.7
每股收益(元)	1.13	1.49	1.89	2.38	2.97
每股净资产(元)	3.06	7.49	8.48	9.78	11.40

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	42.9	32.6	25.6	20.3	16.3
市净率(倍)	15.9	6.5	5.7	5.0	4.2
净利润率	5.0%	5.7%	6.3%	6.8%	7.2%
净资产收益率	36.9%	19.9%	22.3%	24.4%	26.0%
股息收益率	1.3%	1.4%	1.8%	2.2%	2.8%
ROIC	36.6%	30.2%	30.8%	36.7%	41.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	21,727.4	25,379.7	29,364.3	34,150.7	39,888.0	成长性					
减:营业成本	16,517.8	19,219.1	21,847.0	25,271.5	29,277.8	营业收入增长率	14.7%	16.8%	15.7%	16.3%	16.8%
营业税费	104.3	131.7	152.4	177.3	207.1	营业利润增长率	19.5%	34.3%	27.8%	26.2%	25.3%
销售费用	2,769.5	3,298.6	4,008.2	4,593.3	5,372.9	净利润增长率	45.0%	31.9%	27.1%	26.0%	24.7%
管理费用	722.0	759.3	960.2	1,116.7	1,304.3	EBITDA 增长率	20.9%	23.7%	18.3%	23.9%	23.3%
财务费用	205.9	94.1	-10.8	-28.6	-52.9	EBIT 增长率	21.2%	22.8%	21.1%	25.6%	24.7%
资产减值损失	33.9	46.9	46.9	38.8	41.6	NOPLAT 增长率	22.3%	23.5%	21.1%	25.6%	24.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	49.7%	18.5%	5.6%	11.7%	9.2%
投资和汇兑收益	8.4	26.6	12.4	13.6	15.3	净资产增长率	28.8%	135.6%	14.1%	16.2%	17.3%
营业利润	1,382.5	1,856.5	2,372.6	2,995.3	3,752.4	利润率					
加:营业外净收支	37.4	25.8	19.0	19.0	5.0	毛利率	24.0%	24.3%	25.6%	26.0%	26.6%
利润总额	1,420.0	1,882.3	2,391.6	3,014.3	3,757.4	营业利润率	6.4%	7.3%	8.1%	8.8%	9.4%
减:所得税	267.8	346.9	440.7	555.5	692.4	净利润率	5.0%	5.7%	6.3%	6.8%	7.2%
净利润	1,096.9	1,446.6	1,838.0	2,316.6	2,887.7	EBITDA/营业收入	8.0%	8.5%	8.7%	9.3%	9.8%
						EBIT/营业收入	7.3%	7.7%	8.0%	8.7%	9.3%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	19	22	22	18	15
货币资金	1,486.5	2,661.3	3,079.1	3,581.0	4,506.3	流动营业资本周转天数	40	49	49	50	50
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	132	147	152	152	152
应收账款	3,674.1	4,496.0	4,956.9	6,036.8	6,803.8	应收账款周转天数	57	58	58	58	58
应收票据	992.0	956.8	1,297.9	1,324.4	1,738.5	存货周转天数	35	39	38	38	38
预付账款	330.3	317.7	419.0	433.2	554.0	总资产周转天数	169	184	185	178	173
存货	2,422.9	3,084.4	3,175.9	4,065.7	4,323.9	投资资本周转天数	73	82	79	74	70
其他流动资产	51.5	192.7	192.7	192.7	192.7	投资回报率					
可供出售金融资产	91.4	91.1	50.0	50.0	50.0	ROE	36.9%	19.9%	22.3%	24.4%	26.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.1%	10.6%	12.4%	13.6%	15.0%
长期股权投资	53.1	64.6	64.6	64.6	64.6	ROIC	36.6%	30.2%	30.8%	36.7%	41.0%
投资性房地产	12.2	13.8	13.8	13.8	13.8	费用率					
固定资产	1,265.1	1,850.5	1,778.1	1,699.7	1,615.4	销售费用率	12.7%	13.0%	13.7%	13.5%	13.5%
在建工程	488.6	80.1	80.1	80.1	80.1	管理费用率	3.3%	3.0%	3.3%	3.3%	3.3%
无形资产	380.8	490.9	429.6	368.2	306.9	财务费用率	0.9%	0.4%	0.0%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	168.5	156.5	149.7	142.8	142.0	三费/营业收入	17.0%	16.4%	16.9%	16.6%	16.6%
资产总额	11,417.2	14,456.4	15,687.3	18,053.0	20,392.0	偿债能力					
短期债务	2,414.0	473.1	475.2	115.5	-	资产负债率	71.6%	47.1%	44.4%	43.9%	41.7%
应付账款	3,416.9	4,278.0	4,469.1	5,649.1	6,073.1	负债权益比	252.0%	89.2%	79.9%	78.3%	71.6%
应付票据	584.2	465.6	727.7	652.6	946.5	流动比率	1.31	2.03	2.09	2.22	2.37
其他流动负债	434.6	565.3	616.9	609.7	627.3	速动比率	0.95	1.49	1.58	1.65	1.80
长期借款	314.4	21.3	-	-	-	利息保障倍数	7.72	20.73	-219.25	-103.73	-69.98
其他非流动负债	1,009.8	1,011.3	680.6	900.2	864.0	分红指标					
负债总额	8,173.8	6,814.6	6,969.5	7,927.1	8,511.0	DPS(元)	0.63	0.68	0.86	1.08	1.35
少数股东权益	272.3	363.3	476.2	618.4	795.7	分红比率	55.4%	45.4%	45.4%	45.4%	45.4%
股本	434.1	486.1	972.1	972.1	972.1	股息收益率	1.3%	1.4%	1.8%	2.2%	2.8%
留存收益	2,537.0	6,792.5	7,269.6	8,535.4	10,113.2						
股东权益	3,243.3	7,641.8	8,717.9	10,125.9	11,881.0						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	1.13	1.49	1.89	2.38	2.97
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	BVPS(元)	3.06	7.49	8.48	9.78	11.40
净利润	1,152.2	1,535.4	1,838.0	2,316.6	2,887.7	PE(X)	42.9	32.6	25.6	20.3	16.3
加:折旧和摊销	163.6	216.8	193.7	199.7	205.7	PB(X)	15.9	6.5	5.7	5.0	4.2
资产减值准备	33.9	46.9	-	-	-	P/FCF	55.7	-26.4	41.6	33.6	22.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	2.2	1.9	1.6	1.4	1.2
财务费用	171.8	78.0	-10.8	-28.6	-52.9	EV/EBITDA	21.7	15.7	17.8	14.2	11.3
投资损失	-8.4	-26.6	-12.4	-13.6	-15.3	CAGR(%)	28.7%	25.9%	27.4%	28.7%	25.9%
少数股东损益	55.3	88.8	112.9	142.2	177.3	PEG	1.5	1.3	0.9	0.7	0.6
营运资金的变动	-822.6	-460.1	-502.0	-912.6	-805.1	ROIC/WACC	3.5	2.9	3.0	3.5	4.0
经营活动产生现金流量	658.5	1,347.0	1,619.5	1,703.8	2,397.4	REP	2.0	1.9	2.3	1.7	1.4
投资活动产生现金流量	-819.3	-613.6	-6.5	-46.4	-44.7						
融资活动产生现金流量	628.5	457.6	-1,195.1	-1,155.5	-1,427.5						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

周新明、崔文亮声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034