

公司研究/事件点评

2018年11月26日

医药生物/医药商业 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 33.51
合理价格区间(元): 45.36~49.14

戴雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

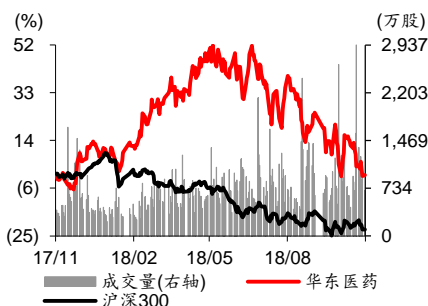
李运 执业证书编号: S0570518060003
研究员 021-38476288
liyun3@htsc.com

岳梅梅
联系人 yuemeimei@htsc.com

相关研究

- 1 《华东医药(000963,买入): 研发持续加码, 商业拖累业绩》2018.10
- 2 《华东医药(000963,买入): 优质白马, 稳健前行》2018.08
- 3 《华东医药(000963,买入): 国际化并购, 构建最强医美产品线》2018.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

阿卡波糖一致性评价通过在即

华东医药(000963)

阿卡波糖一致性评价完成审批, 获批在即

Insight 数据库显示, 华东医药阿卡波糖一致性评价(受理号 CYHB1840009 国) CFDA 办理状态于 11 月 23 日变更为审批完毕—待制证, 我们预计公司产品有望于 18 年年底正式获批。公司搭建起以糖尿病、超抗、抗肿瘤和免疫抑制剂为主的新工业板块, 积极布局医美领域, 我们看好公司后续的产品销售和研发管线的深化。我们维持公司 18-20 年 EPS 预测 1.49/1.89/2.37 元, 维持 19 年 PE 24-26x, 维持目标价 45.36-49.14 元, 维持买入评级。

一致性评价进度市场领先

公司产品于 2018 年 4 月 8 日首家申报一致性评价, 我们预计有望在年底前率先获批。Insight 数据库和药物临床试验登记平台显示, 目前其他公司的研发进展如下: 1) 绿叶制药阿卡波糖胶囊 CDE 完成药学审评; 2) 北京万生、台湾美时仿制药申请上市; 3) 石药集团、信泰制药、湘江药业、海正药业等 10 余家企业正在进行 BE 试验。

借助原料药产能优势, 持续进口替代

我们认为在带量采购背景下, 公司产品有望进一步放量: 1) 产能优势: 阿卡波糖原料药采用发酵工艺, 目前仅有 4 家厂商拥有批文(产能主要集中在华东与丽珠), 公司与丽珠签订原料药采购协议进一步保障供给。2) 价格优势: 据招标价测算, 公司药品日均费用仅为原研拜耳的 63%; 3) 销量优势: 公司阿卡波糖市场份额不断提升(1H18 40% VS 2015 34%), 份额大于其余国产厂商(绿叶 1H18 5.6%)。我们认为长期来看, 阿卡波糖价格呈下降趋势, 但短期内竞争格局尚好, 价格有望保持平稳。公司有望借助价优量大、产能充足的优势, 在带量采购中进一步对原研药进行替代。

降糖药重磅品种, 短期地位难以撼动

样本医院数据显示, 2017 年阿卡波糖在降糖药中市场份额约为 20%, 为我国仅次于胰岛素的第二大品种, 我们认为其地位短期内难以撼动: 1) 适用于中国人的降糖机制; 2) 不断被发现的临床获益: 中国糖尿病前期干预研究 ACE 研究结果显示: 阿卡波糖可以显著降低糖尿病前期人群新发糖尿病风险; 3) 性价比优势: 17 版医保将阿卡波糖由乙类升至甲类, 降低患者疾病负担。

公司糖尿病研发管线不断深化

公司以内生+外购的方式不断深化管线: 1) 公司利拉鲁肽有望于 4 季度开展 3 期临床; 2) TTP273 预计年内申报临床; 3) HD-118 1 期临床试验进行中; 4) 地特胰岛素有望四季度获批临床。

风险提示: 产品放量不达预期, 核心品种降价的风险, 收购进展不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,458
流通 A 股 (百万股)	1,302
52 周内股价区间 (元)	33.32-77.46
总市值 (百万元)	48,863
总资产 (百万元)	18,107
每股净资产 (元)	6.52

资料来源: 公司公告

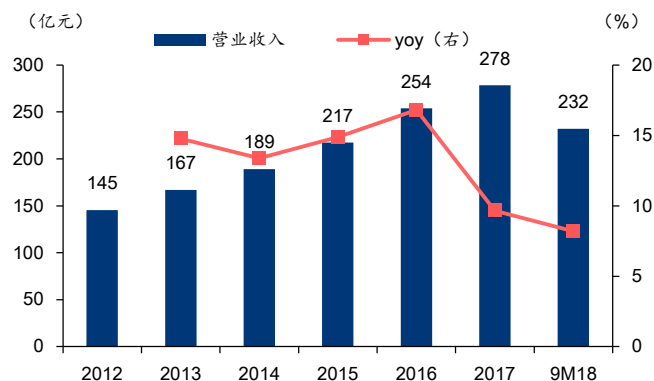
经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	25,380	27,832	30,443	34,926	39,684
+/-%	16.81	9.66	9.38	14.73	13.62
归属母公司净利润 (百万元)	1,449	1,693	2,174	2,756	3,454
+/-%	31.88	23.01	22.11	26.75	25.34
EPS (元, 最新摊薄)	0.99	1.22	1.49	1.89	2.37
PE (倍)	38.21	31.06	25.44	20.07	16.01

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

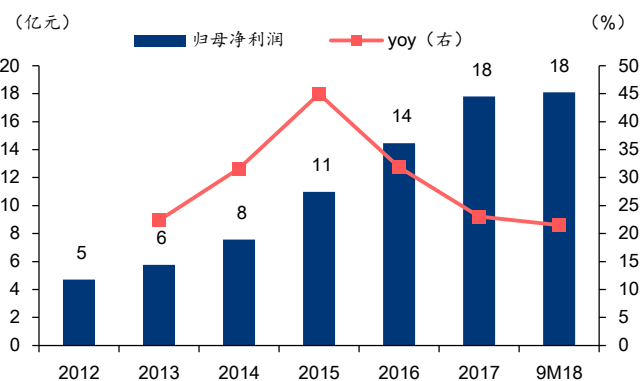
公司经营情况概览

图表1：公司营业收入



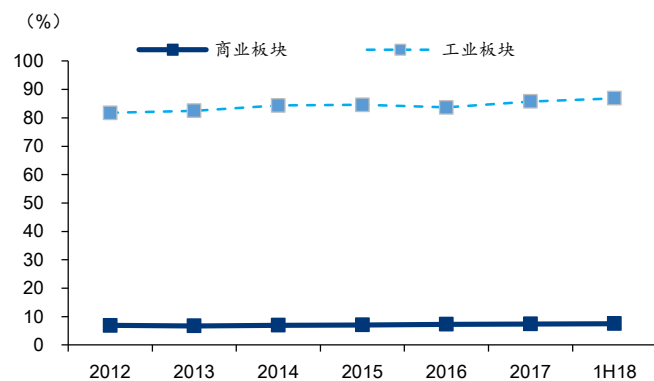
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：公司归母净利润



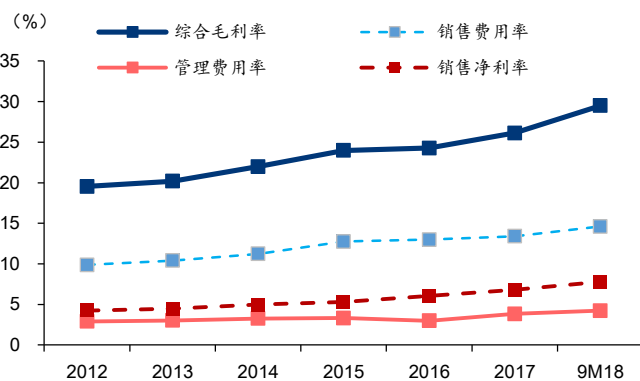
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：公司各项业务毛利率



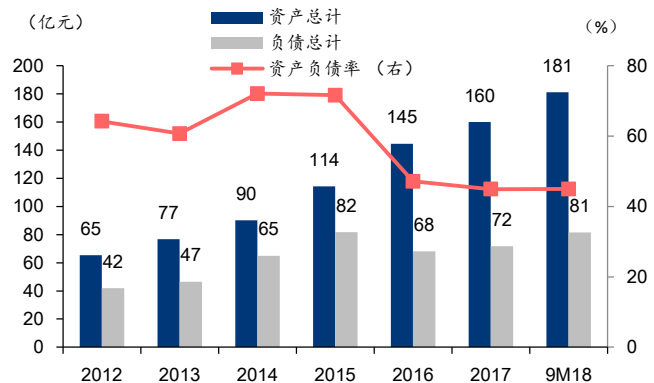
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：公司销售毛利率、净利率和费用率



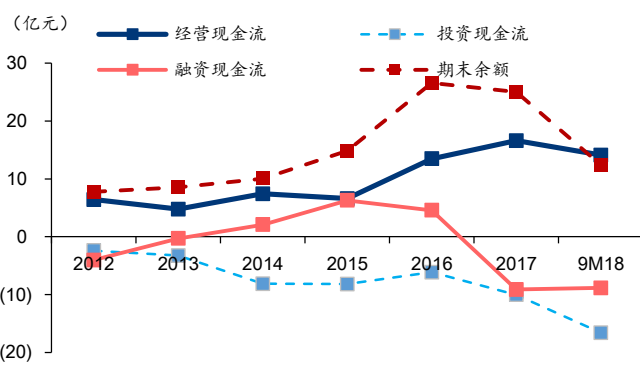
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5：公司资产负债率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6：公司现金流量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7: 可比公司估值表 (更新至 20181126)

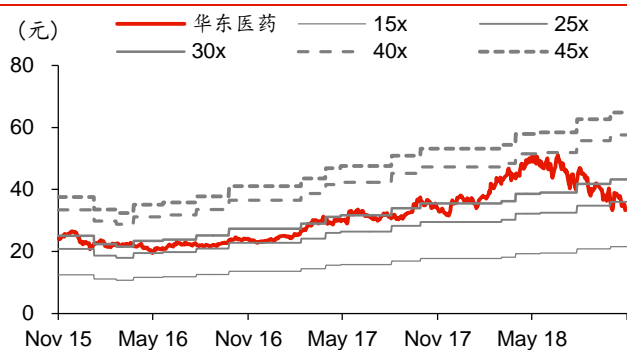
公司	代码	收盘价(元) (2018/11/26)	总市值 (亿元)	EPS(元)			P/E			EPS CAGR(%) 2018E-2020E
				18E	19E	20E	18E	19E	20E	
九州通	600998.SH	14.67	275	0.74	0.93	1.17	20x	16x	13x	26%
中国医药*	600056.SH	14.14	151	1.51	1.70	1.96	9x	8x	7x	14%
瑞康医药	002589.SZ	8.34	125	0.84	1.05	1.33	10x	8x	6x	26%
柳药股份*	603368.SH	29.50	76	2.07	2.60	3.19	14x	11x	9x	24%
上海医药	601607.SH	20.34	391	1.47	1.61	1.82	14x	13x	11x	11%
均值							13x	11x	9x	20%
科伦药业	002422.SZ	23.07	332	0.87	1.13	1.44	26x	20x	16x	29%
恒瑞医药	600276.SH	62.55	2,303	1.07	1.36	1.72	58x	46x	36x	27%
丽珠集团*	000513.SZ	31.99	151	1.58	1.90	2.26	20x	17x	14x	20%
恩华药业*	002262.SZ	11.26	115	0.49	0.63	0.81	23x	18x	14x	29%
均值							32x	25x	20x	26%

注: 标*司均为华泰医药已覆盖 A 股公司, 使用华泰预测 EPS

资料来源: Wind、华泰证券研究所

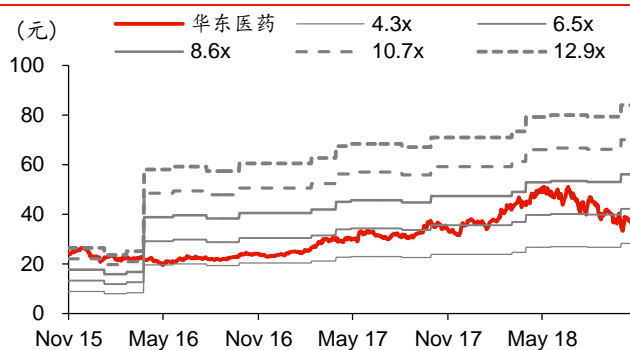
PE/PB - Bands

图表8: 华东医药历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表9: 华东医药历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	11,709	12,793	14,658	17,432	20,754
现金	2,661	2,505	3,584	4,893	6,674
应收账款	4,466	4,885	5,343	6,130	6,965
其他应收账款	29.82	46.24	50.58	58.03	65.93
预付账款	317.70	243.34	258.89	293.18	328.72
存货	3,084	3,406	3,624	4,104	4,602
其他流动资产	1,150	1,707	1,797	1,953	2,118
非流动资产	2,747	3,194	3,427	3,704	4,016
长期投资	64.56	74.91	74.91	74.91	74.91
固定投资	1,850	1,977	2,046	2,170	2,343
无形资产	490.88	609.84	715.94	810.56	894.96
其他非流动资产	341.53	532.50	590.55	648.53	703.85
资产总计	14,456	15,987	18,086	21,136	24,770
流动负债	5,782	6,113	6,604	7,586	8,638
短期借款	473.12	375.57	410.81	471.31	535.51
应付账款	3,353	3,452	3,673	4,159	4,663
其他流动负债	1,956	2,285	2,521	2,955	3,439
非流动负债	1,033	1,066	1,066	1,066	1,066
长期借款	21.28	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1,011	1,066	1,066	1,066	1,066
负债合计	6,815	7,178	7,670	8,651	9,704
少数股东权益	363.32	415.59	549.39	718.97	931.53
股本	486.06	972.12	1,458	1,458	1,458
资本公积	3,436	2,942	2,456	2,456	2,456
留存公积	3,356	4,480	5,953	7,852	10,221
归属母公司股东权益	7,279	8,393	9,866	11,766	14,135
负债和股东权益	14,456	15,987	18,086	21,136	24,770

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	1,347	1,661	2,340	2,760	3,521
净利润	1,447	1,780	2,173	2,754	3,452
折旧摊销	216.78	279.64	314.30	351.03	392.48
财务费用	94.09	47.48	57.11	46.67	34.25
投资损失	(26.61)	(17.65)	(17.65)	(17.65)	(17.65)
营运资金变动	(519.43)	(577.41)	(320.66)	(543.25)	(552.80)
其他经营现金	135.54	149.56	133.58	169.37	212.35
投资活动现金	(613.63)	(1,006)	(529.58)	(610.45)	(686.86)
资本支出	467.00	478.69	540.14	621.02	697.43
长期投资	(0.30)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	146.93	527.37	(10.57)	(10.57)	(10.57)
筹资活动现金	457.56	(912.10)	(731.18)	(840.86)	(1,053)
短期借款	(1,941)	(97.55)	35.24	60.50	64.21
长期借款	(293.14)	(21.28)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	52.00	486.06	486.06	0.00	0.00
资本公积增加	3,416	(494.66)	(486.06)	0.00	0.00
其他筹资现金	(776.90)	(784.67)	(766.42)	(901.35)	(1,118)
现金净增加额	1,191	(257.04)	1,079	1,309	1,781

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	25,380	27,832	30,443	34,926	39,684
营业成本	19,219	20,562	21,875	24,773	27,776
营业税金及附加	131.75	163.06	178.36	204.62	232.50
营业费用	3,299	3,729	4,262	4,872	5,496
管理费用	759.31	1,068	1,263	1,463	1,667
财务费用	94.09	47.48	57.11	46.67	34.25
资产减值损失	46.91	25.73	(0.21)	(0.21)	(0.21)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(26.61)	(17.65)	(17.65)	(17.65)	(17.65)
营业利润	1,856	2,255	2,825	3,585	4,497
营业外收入	59.53	6.35	50.00	50.00	50.00
营业外支出	31.65	23.24	34.00	34.00	34.00
利润总额	1,884	2,238	2,841	3,601	4,513
所得税	346.86	436.16	532.84	675.38	846.55
净利润	1,538	1,802	2,308	2,925	3,666
少数股东损益	88.82	108.71	133.79	169.58	212.56
归属母公司净利润	1,449	1,693	2,174	2,756	3,454
EBITDA	2,181	2,582	3,171	3,956	4,898
EPS (元, 基本)	0.99	1.22	1.49	1.89	2.37

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	16.81	9.66	9.38	14.73	13.62
营业利润	34.13	26.26	20.60	26.90	25.46
归属母公司净利润	31.88	23.01	22.11	26.75	25.34
获利能力 (%)					
毛利率	24.27	26.12	28.14	29.07	30.01
净利率	5.70	6.39	7.14	7.89	8.70
ROE	28.23	22.71	23.80	25.46	26.66
ROIC	32.61	30.84	33.49	38.39	43.16
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.14	44.90	42.41	40.93	39.18
净负债比率 (%)	7.67	5.23	5.36	5.45	5.52
流动比率	2.03	2.09	2.22	2.30	2.40
速动比率	1.49	1.54	1.67	1.76	1.87
营运能力					
总资产周转率	1.96	1.83	1.79	1.78	1.73
应收账款周转率	6.26	5.95	5.95	6.09	6.06
应付账款周转率	6.25	6.04	6.14	6.33	6.30
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.99	1.22	1.49	1.89	2.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	1.14	1.60	1.89	2.41
每股净资产(最新摊薄)	4.99	5.76	6.77	8.07	9.69
估值比率					
PE (倍)	38.21	31.06	25.44	20.07	16.01
PB (倍)	7.59	6.59	5.60	4.70	3.91
EV_EBITDA (倍)	25.06	21.17	17.24	13.81	11.16

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com