

华东医药 (000963)

证券研究报告

2017年03月09日

业绩增速超预期，医药工商业板块延续高增长态势

业绩增速超预期，工商业延续高速增长态势

2016年公司实现营业收入253.80亿元，同比增长16.81%，实现归母净利润14.47亿元，同比增长31.88%，超出市场预期；分板块看，扣除分部抵消影响，医药工业全年实现营业收入56.43亿元，同比增长19.15%，商业全年实现收入197.37亿元，同比增长16.16%；公司销售费用同比增长19.11%，新药品营销环境下医院终端销售费用有所降低，管理费用同比增长5.16%，管理效率提升明显，财务费用同比降低54.29%，主要系公司偿还贷款有息负债减少所致；公司同时公布利润分配方案，每10股派发股息13.5元（含税）并转增10股，这是公司近十年来首次转增股份。

工业品种高速增长，受益于新版医保目录加快品种放量

工业品种方面，我们估算阿卡波糖销售额2016年同比增速超过30%，基层渠道推广顺利，同时受益于医保目录乙类提升为甲类，以及在医保支付价逐步落地的大环境下对高端医院2/3以上用量的原研药进口替代的影响，我们预计未来三年均有望维持30%以上增速；百令胶囊销售额全年同比增速有望超过20%，江东基地一期投产后产能瓶颈解除，预计2017年仍有望保持20%增速；免疫抑制剂产品总体增速超过20%，他克莫司、环孢素医保适应症限制放开有望保持快速增长；泮托拉唑全年保持15%左右稳健增长，新进医保目录品种达托霉素（首仿）、吲哚布芬（独家）有望快速上量，奥利司他、地西他滨市场快速开拓；公司拥有良好的研发管线，磺达肝癸钠等品种有望同品类首批上市，迈华替尼、依鲁替尼、利拉鲁肽、长效胰岛素、伊马替尼、利奈唑胺、卡泊芬净等产品研发稳步推进，为公司工业板块未来发展奠定良好基础。

商业板块受益于两票制影响，内生+外延国际化有望打开公司成长空间

公司医药商业板块作为区域性医药商业龙头，受益于两票制+营改增+三流合一影响，全省网点覆盖能力进一步提升；医美品种代理为公司商业板块提升利润水平，其中玻尿酸2016年代理销售收入超过4亿元，同比增长超过100%；积极探索新盈利模式，继续推进与医院的药事增值服务合作，医药零售方面探索产品+服务发展道路，并持续推进大健康板块发展。国际化方面，公司一方面将持续把国内制剂品种进行海外认证，2016年已向美国FDA申报泮托拉唑粉针剂的ANDA并获得受理，他克莫司也已启动海外临床研究；公司账面现金充裕，2015年大股东完成定增以来，公司一直在寻求海外的外延并购布局，未来若落地有望协同国内业务发展，并贡献弹性。

盈利预测。公司医药工业稳健高速增长，受益于医保目录提升整体成长空间，医药商业受益于政策趋势，国际化贡献弹性。我们调整了盈利预测，不考虑转增方案，预计17-19年EPS分别为3.71、4.61、5.66元，给予公司17年25倍估值，目标价上调至92.75元，增持评级。

风险提示：百令胶囊销售情况不达预期、在研品种和一致性评价不达预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21,727.38	25,379.67	30,444.44	35,680.24	41,789.70
增长率(%)	15.00	17.00	20.00	17.00	17.00
EBITDA(百万元)	1,747.22	2,160.65	2,519.00	3,071.76	3,719.40
净利润(百万元)	1,096.91	1,446.59	1,805.20	2,241.22	2,752.36
增长率(%)	45.00	32.00	25.00	24.00	23.00
EPS(元/股)	2.26	2.98	3.71	4.61	5.66
市盈率(P/E)	36.30	27.52	22.05	17.76	14.47
市净率(P/B)	13.40	5.47	4.72	3.98	3.28
市销率(P/S)	1.80	1.60	1.30	1.10	1.00
EV/EBITDA	21.68	15.73	14.90	11.60	9.41

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医药商业
6个月评级	增持（维持评级）
当前价格	81.91元
目标价格	92.75元
上次目标价	87元

基本数据

A股总股本(百万股)	486.06
流通A股股本(百万股)	434.06
A股总市值(百万元)	39,813.03
流通A股市值(百万元)	35,553.85
每股净资产(元)	14.97
资产负债率(%)	47.14
一年内最高/最低(元)	83.25/59.82

作者

杨烨辉 分析师
SAC执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

廖庆阳 分析师
SAC执业证书编号：S1110516120003
liaoqingyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《华东医药-公司点评:工业板块高速增长，商业创新外延贡献弹性》
2016-10-25

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,486.51	2,661.32	3,173.76	5,414.07	6,169.56	营业收入	21,727.38	25,379.67	30,444.44	35,680.24	41,789.70
应收账款	3,674.15	4,495.96	5,087.09	4,236.58	6,683.56	营业成本	16,517.78	19,219.11	22,615.31	26,085.25	30,085.50
预付账款	330.34	317.70	441.11	453.05	565.35	营业税金及附加	104.31	131.75	164.40	199.81	242.38
存货	2,422.89	3,084.42	2,809.78	4,178.69	3,706.26	营业费用	2,769.46	3,298.62	4,231.78	5,280.67	6,560.98
其他	1,043.47	1,149.56	1,392.44	1,542.55	1,871.24	管理费用	722.03	759.31	1,019.89	1,152.47	1,295.48
流动资产合计	8,957.36	11,708.97	12,904.18	15,824.93	18,995.97	财务费用	205.86	94.09	102.10	113.20	121.60
长期股权投资	53.08	64.56	64.56	64.56	64.56	资产减值损失	33.88	46.91	35.48	37.29	38.59
固定资产	1,265.09	1,850.49	1,840.46	1,836.75	1,823.81	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	488.65	80.08	84.05	98.43	89.06	投资净收益	8.45	26.61	14.05	16.37	19.01
无形资产	380.81	490.88	429.56	368.25	306.93	其他	(16.90)	(53.22)	(28.10)	(32.74)	(38.02)
其他	272.19	261.46	269.68	256.75	255.00	营业利润	1,382.51	1,856.49	2,289.53	2,827.91	3,464.18
非流动资产合计	2,459.82	2,747.46	2,688.31	2,624.73	2,539.35	营业外收入	63.68	59.56	55.59	59.61	58.25
资产总计	11,417.18	14,456.43	15,592.50	18,449.66	21,535.32	营业外支出	26.24	33.78	29.20	29.74	30.91
短期借款	2,413.96	473.12	0.00	0.00	0.00	利润总额	1,419.95	1,882.27	2,315.91	2,857.78	3,491.53
应付账款	3,416.93	4,277.99	4,931.93	5,719.99	6,474.38	所得税	267.79	346.86	415.71	496.11	587.27
其他	1,018.75	1,030.86	1,094.52	1,266.49	1,343.84	净利润	1,152.17	1,535.41	1,900.21	2,361.67	2,904.25
流动负债合计	6,849.64	5,781.97	6,026.45	6,986.48	7,818.22	少数股东损益	55.25	88.82	95.01	120.45	151.89
长期借款	314.42	21.28	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,096.91	1,446.59	1,805.20	2,241.22	2,752.36
应付债券	986.71	989.50	658.74	878.32	842.18	每股收益(元)	2.26	2.98	3.71	4.61	5.66
其他	23.05	21.85	20.87	21.92	21.55						
非流动负债合计	1,324.19	1,032.62	679.61	900.24	863.73						
负债合计	8,173.83	6,814.59	6,706.06	7,886.72	8,681.95	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	272.29	363.32	453.58	572.01	720.53	成长能力					
股本	434.06	486.06	486.06	486.06	486.06	营业收入	14.67%	16.81%	19.96%	17.20%	17.12%
资本公积	19.80	3,436.25	3,436.25	3,436.25	3,436.25	营业利润	19.50%	34.28%	23.33%	23.52%	22.50%
留存收益	2,537.00	6,792.47	7,946.80	9,504.87	11,646.79	归属于母公司净利润	44.97%	31.88%	24.79%	24.15%	22.81%
其他	(19.80)	(3,436.25)	(3,436.25)	(3,436.25)	(3,436.25)	获利能力					
股东权益合计	3,243.35	7,641.84	8,886.44	10,562.94	12,853.38	毛利率	23.98%	24.27%	25.72%	26.89%	28.01%
负债和股东权益总	11,417.18	14,456.43	15,592.50	18,449.66	21,535.32	净利率	5.05%	5.70%	5.93%	6.28%	6.59%
						ROE	36.92%	19.87%	21.41%	22.43%	22.69%
						ROIC	36.60%	30.18%	31.42%	39.52%	51.21%
						偿债能力					
						资产负债率	71.59%	47.14%	43.01%	42.75%	40.31%
						净负债率	98.95%	38.14%	29.72%	26.89%	12.09%
						流动比率	1.31	2.03	2.14	2.27	2.43
						速动比率	0.95	1.49	1.68	1.67	1.96
						营运能力					
						应收账款周转率	6.37	6.21	6.35	7.65	7.65
						存货周转率	10.25	9.22	10.33	10.21	10.60
						总资产周转率	2.13	1.96	2.03	2.10	2.09
						每股指标(元)					
						每股收益	2.26	2.98	3.71	4.61	5.66
						每股经营现金流	1.35	2.77	4.32	5.97	3.21
						每股净资产	6.11	14.97	17.35	20.55	24.96
						估值比率					
						市盈率	36.30	27.52	22.05	17.76	14.47
						市净率	13.40	5.47	4.72	3.98	3.28
						EV/EBITDA	21.68	15.73	14.90	11.60	9.41
						EV/EBIT	23.85	17.43	15.69	12.12	9.76

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com