

华东医药(000963)

报告日期: 2017年3月8日

低估值白马, 持续高增长可期

——华东医药年报点评

点评报告

行业公司研究——医药商业——行业一

证券研究报告

✍️ : 杨云 执业证书编号: S0860510120006
☎️ : 021-80108128
✉️ : chenyan@stocke.com.cn

报告导读

业绩增速超预期, 2017年有望再创新高。

事件: 公司发布 2016 年年度报告, 报告期内, 公司实现营业收入 253.80 亿元, 较上年同比增长 16.81%; 实现归属于母公司的净利润 14.47 亿元(扣非后 14.1 亿元), 较上年同比增长 31.88% (扣非后增长 32.52%)。公司公告利润分配预案, 向全体股东每 10 股派发现金股利 13.5 元(含税)转增 10 股。

投资要点

□ 业绩增速超预期, 医药工业稳健, 商业发展提速, 控费逐渐成效

公司业务主要分为医药商业与医药工业两大块。报告期内公司实现医药工业收入 58.48 亿元, 医药商业收入 201.15 亿元, 同比增长 17.8%、16.4%。医药商业增速高于往年平均 3 个百分点, 主要系“两票制+营改增”等一系列医药流通政策变化, 增强地方性医药商业龙头市场占有率。公司医药工业核心子公司中美华东增长稳健, 实现营收 54.32 亿元, 净利润 10.99 亿元, 同比增速 19.1%、24.6%。报告期内公司着力开展成本精细化管理, 2016 年公司销售费用与管理费用增速为 19.2%、5.1%, 相比较 15 年增长速度大幅放缓, 控费管理逐渐成效。报告期初公司完成了对前两大股东 35 亿元定向增发项目, 大幅减轻公司财务费用压力, 2016 年全年财务费用下降 54.3%。

□ 受益医保目录调整, 公布二期产能扩建计划, 医药工业持续高增长可期

根据人社部发布最新版医保目录, 公司重磅大品种阿卡波糖从原先的乙类目录调入甲类, “超级抗生素”达托霉素进入乙类全国医保, 除此之外还有吡喹酮、地西他宾等多个小品种也进入此次医保目录。

百令胶囊 2016 年销售额突破 20 亿, 江东一期新产能已经正式投产。目前百令胶囊已经在血液病和免疫疾病科室拓展有所收获, 后续扩适应症依旧是保证百令销量的重要因素。当下百令胶囊销售地区相对集中, 目前包括北上广在内的前五大地区占总体销售额的 50% 以上, 公司后续会在地区横向拓展和纵向对基层市场拓展方面同时发力, 预计未来三年依然可以保持 20% 以上增速。阿卡波糖 2016 年收入突破 15 亿元, 后续有望继续保持 30% 增速, 在进入医保甲类的前提下, 将进一步加速基层市场拓展以及进口替代。二线品种免疫抑制剂类药物是公司的老牌产品, 目前已经做到内资企业第一, 后续有望继续保持 20% 增长。达托霉素进入乙类医保, 超级抗生素逐渐发力, 公司是国内第一家拿到达托霉素仿制批件的企业, 已经于 16 年下半年开始销售, 目前公司达托霉素中标价在大部分地区与原研药中标价十分接近, 高毛利潜力单品将进一步增厚公司业绩, 预计达托霉素 2017 年可实现销售额 5000 万以上。公司公告江东二期项目计划, 将为阿卡波糖、达托霉素的等产品提供充足的产能支持。

□ 医美板块逐渐发力, 大健康产业推进加速

2016 年公司代理 LG 玻尿酸实现销售收入超 4 亿元, 同比增速 100%, 伴随渠道放量 2017 年有望实现 6 亿销售额, 且前期由于此产品处于拓展期相对毛利较

评级

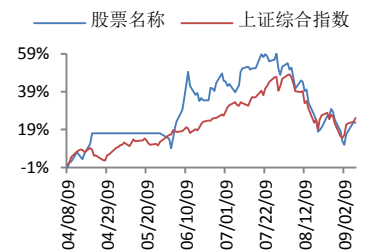
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥81.91

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
4Q/2016	0.58
3Q/2016	0.81
2Q/2016	0.84
1Q/2016	0.93



公司简介

华东医药股份有限公司主要从事化学药、中药的原料药和制剂的生产销售, 以及中西成药、中药材、医疗器械、健康产品等的经营, 是一家集医药研发、药品生产、批发零售、医药电商、医药物流、健康产业于一体的大型综合性企业, 是浙江省规模最大的医药企业。

相关报告

1 《医药工业旗舰扬帆远航》2016.09.27

报告撰写人: 杨云

数据支持人: 陈亚天

低，目前逐渐培育成熟以后净利率可达 20%。另外公司旗下零售连锁企业积极探索产品+服务的发展道路，积极介入慢病管理，对接医院处方外配。目前已有三大平台运行，包括社区平台、大医院平台以及移动医疗平台。

□ 盈利预测及估值

预计公司 2017-2019 年实现营业收入 296.55 亿元、346.72 亿元、408.43 亿元，增速分别为 16.85%、16.92%、17.22%。归属母公司净利润 18.75 亿、24.4 亿、31.87 亿元，增速分别为 29.67%、30.08%、30.64%。预计 2017-2019 年公司 EPS 为 3.86、5.02、6.56 元/股，对应 PE 为 21.23、16.32、12.49。

财务摘要

(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	25379.67	29655.00	34672.80	40643.68
(+/-)	16.81%	16.85%	16.92%	17.22%
净利润	1446.59	1875.76	2440.06	3187.63
(+/-)	31.88%	29.67%	30.08%	30.64%
每股收益(元)	2.98	3.86	5.02	6.56
P/E	27.52	21.23	16.32	12.49

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	11708.97	13404.14	16741.90	20370.90
现金	2661.32	4337.69	6376.66	8689.76
应收账款	5422.98	6167.56	7248.37	8432.28
其它应收款	29.82	68.65	40.27	81.62
预付账款	317.70	301.71	316.58	312.00
存货	3084.42	2440.65	2649.32	2724.80
其他	192.72	87.88	110.70	130.43
非流动资产	2747.46	2654.46	2570.84	2486.12
长期投资	64.56	64.56	64.56	64.56
固定资产	1850.49	1750.35	1646.15	1538.72
无形资产	490.88	504.80	544.76	581.26
其他	170.35	182.74	173.96	170.85
资产总计	14456.43	16058.60	19312.74	22857.02
流动负债	5781.97	6285.42	7260.71	8073.97
短期借款	473.12	473.12	473.12	473.12
应付账款	3818.60	4301.74	5017.87	5788.79
其他	1449.24	1439.29	1692.35	1727.37
非流动负债	1032.62	700.89	921.52	885.01
长期借款	21.28	21.28	21.28	21.28
其他	1011.34	679.61	900.24	863.73
负债合计	6814.59	6986.30	8182.23	8958.97
少数股东权益	363.32	574.20	848.52	1084.61
归属母公司股东权益	7278.52	8498.10	10281.98	12813.44
负债和股东权益	14456.43	16058.60	19312.74	22857.02
现金流量表				
单位: 百万元	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1346.96	2693.94	2567.36	3058.85
净利润	1535.41	2086.64	2714.39	3423.71
折旧摊销	216.78	164.77	168.66	171.49
财务费用	94.09	8.54	-14.21	-40.77
投资损失	-26.61	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-506.63	-245.25	-159.50	-493.09
其它	33.92	679.24	-141.98	-2.50
投资活动现金流	-613.63	-59.22	-93.62	-90.08
资本支出	-467.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	-0.30	3.33	-1.79	0.09
其他	-146.33	-62.54	-91.83	-90.16
筹资活动现金流	457.56	-958.36	-434.76	-655.67
短期借款	-1940.85	0.00	0.00	0.00
长期借款	-293.14	0.00	0.00	0.00
其他	2691.55	-958.36	-434.76	-655.67
现金净增加额	1190.89	1676.37	2038.97	2313.10

利润表				
单位: 百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	25379.67	29655.00	34672.80	40643.68
营业成本	19219.11	22075.00	25482.03	29432.25
营业税金及附加	131.75	144.22	171.69	203.30
营业费用	3298.62	3914.46	4594.15	5486.90
管理费用	759.31	889.65	1040.18	1280.28
财务费用	94.09	8.54	-14.21	-40.77
资产减值损失	46.91	48.02	58.10	69.68
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	26.61	0.00	0.00	0.00
营业利润	1856.49	2575.10	3340.86	4212.05
营业外收入	59.56	0.00	0.00	0.00
营业外支出	33.78	0.00	0.00	0.00
利润总额	1882.27	2575.10	3340.86	4212.05
所得税	346.86	488.47	626.47	788.33
净利润	1535.41	2086.64	2714.39	3423.71
少数股东损益	88.82	210.88	274.32	236.08
归属母公司净利润	1446.59	1875.76	2440.06	3187.63
EBITDA	2088.56	2718.20	3459.99	4301.37
EPS (元)	2.98	3.86	5.02	6.56
主要财务比率				
	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	16.81%	16.85%	16.92%	17.22%
营业利润	34.28%	38.71%	29.74%	26.08%
归属母公司净利润	31.88%	29.67%	30.08%	30.64%
获利能力				
毛利率	24.27%	25.56%	26.51%	27.58%
净利率	6.05%	7.04%	7.83%	8.42%
ROE	26.58%	22.45%	24.16%	25.47%
ROIC	19.57%	22.92%	24.72%	25.16%
偿债能力				
资产负债率	47.14%	43.51%	42.37%	39.20%
净负债比率	7.67%	7.56%	6.53%	5.90%
流动比率	2.03	2.13	2.31	2.52
速动比率	1.49	1.74	1.94	2.19
营运能力				
总资产周转率	1.96	1.94	1.96	1.93
应收帐款周转率	6.26	6.26	6.34	6.30
应付帐款周转率	6.25	6.12	6.07	5.98
每股指标(元)				
每股收益	2.98	3.86	5.02	6.56
每股经营现金	2.77	5.54	5.28	6.29
每股净资产	14.97	17.48	21.15	26.36
估值比率				
P/E	27.52	21.23	16.32	12.49
P/B	5.47	4.68	3.87	3.11
EV/EBITDA	0.42	13.46	10.06	7.61

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>