华东医药(000963.SZ)

核心品种带动医药工业高速增长 市场整合+创新促商业稳定发展 ——2016 年报业绩超预期

买入(首次覆盖)

投资要点

一、事件:公司公布 2016 年年报和分红预案。

2016年公司实现营业收入253.80亿元,同比上升16.81%;归属于上市公司所有者的净利润为14.47亿元,同比增长31.88%;归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润14.11亿元,同比增长32.52%。公司2016年营收和扣非净利润增速超预期。

分红预案出台,公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 13.5 元(含税),同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增股本 10 股。

二、我们的观点:

1、核心药品增长显著,二线产品储备丰富为公司发展提供较大弹性。 2016 年公司医药工业板块营收 58.48 亿元,同比增长 17.77%,毛利率为 80.45%,基本保持稳定。

图表1:公司医药工业营收及毛利率情况



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

1)公司重点核心品种百令胶囊销售收入突破20亿元,增速超20%。

公司百令胶囊市占率超过90%,目前百令胶囊市场主要以城区公立医院为主,未来随着分级诊疗不断推进,整体市场不断做大,公司百令胶囊具备充分的发展空间。

同时,公司江东年产 1200 吨发酵冬虫夏草菌粉项目(一期项目)顺利通过 GMP 现场核查并按计划于 2016 年 7 月正式投产,实现了公司发酵冬虫夏草菌粉生产向江东基地的整体转移,同时有效解决了公司的发酵虫草菌粉产能不足的问题。预计 2017 年公司百令胶囊通过终端放量以及产能扩张整体增速仍维持在 20%以上。

2) "医保目录调整+一致性评价+进口替代"支撑阿卡波糖高速增长。

新版医保目录中,阿卡波糖由乙类调整为甲类,因此整个阿卡波糖市场随着终端支付调整形成**放量效应**,空间不断扩大。目前阿卡波糖市场主要以原研厂商拜耳为主,其市占率遥遥领先于国内厂商中美华东及四川宝光药业。



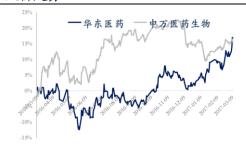
2017年3月9日

证券分析师 全铭 执业资格证书号码: S0600517010002 <u>quanm@dwzq.com.cn</u> 010-66573567

证券分析师 焦德智 执业资格证书号码: S0600516120001 jiaodzh@dwzg.com.cn

研究助理 许汪洋 xuwy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

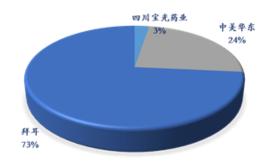
收盘价(元)	81.85
一年最低价/最高价(元)	58.69 /83.25
市净率	5.47
流通 A 股市值(亿元)	355

基础数据

每股净资产(元)	14.97
资产负载率(%)	47.14%
总股本(亿股)	4.86
流通 A 股(亿股)	4.34

相关报告

图表 2: 2015 年样本城市公立医院阿卡波糖市场格局



资料来源: pdb, 东吴证券研究所

相比拜耳阿卡波糖,公司及绿叶的产品具备价格优势,从而使产品在新一轮药品招标中更具竞争力,同时公司产品在基层覆盖率超过原研。

图表 3: 部分省份阿卡波糖中标价格情况

厂家	剂型	规格	包装转换比	价格 (元/盒)
中美华东	片剂	50mg	30	42.40
绿叶制药	胶囊	50mg	30	42.28
拜耳	片剂	50mg	30	62.86

资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

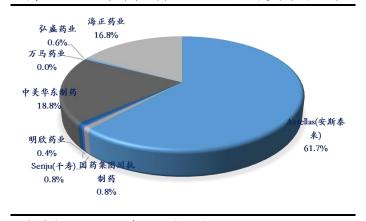
公司产品除百令胶囊外,在 2018 年底须完成仿制药一致性评价的产品有三个药品中包括阿卡波糖片,公司目前已按计划实施一致性评价工作,一致性评价的迅速开展有利于公司**阿卡波糖在市场份额争夺战中占得先机。**

2016年公司阿卡波糖销售额超过15亿元,增幅接近30%,再加上产品顺利通过了阿卡波糖原料2015版药典标准,且阿卡波糖基层市场空间大,我们认为2017年该品种仍将维持30%左右的发展势头。

3) 其余重点品种平稳发展。

除了卡博平销售收入达到 15 亿元的既定目标以外,公司器官移植免疫抑制方面,他克莫司在新版医保目录中取消了适用症限制,随着器官供给回暖有望迎来放量。

图表 4: 2016 年样本城市公立医院他克莫司市场格局



资料来源: pdb, 东吴证券研究所

4) 医保目录调整+产品梯队建设,公司产品储备维持长期高速发展动力 新版医保目录中,公司有3个药品新纳入,阿卡波糖片由乙类调整为 甲类,另有他克莫司胶囊等3个产品取消了适用症。



图表 5: 华东医药新版医保目录情况

药品名称	分类	备注
新纳入		
吲哚布芬	血小板凝聚抑制	独家品种,限阿司匹林不能耐受的患者
	剂, 肝素除外(乙类)	
达托霉素	其他抗菌 (乙类)	首仿,限有证据支持的金黄色葡萄球菌菌血
		症(含右心心内膜炎症)
地西他滨	抗肿瘤药及免疫调节剂	限高危的骨髓增生异常综合征患者
	(嘧啶类似物;乙类)	
其他调整		
阿卡波糖片		乙类调整为甲类
环孢素软胶囊(口服		取消了适应症限制 (2009 版限器官移植、
溶液)		再生障碍性贫血和工伤保险)
他克莫司胶囊		取消了适应症限制 (2009 版限器官移植和
		工伤保险)
吡格列酮片		取消了适应症限制 (2009 版限不适用胰岛
		素药物且使用其他口服降糖药物无效的患
		者)

资料来源:公司公告,东吴证券研究所

公司在强化肾病、内分泌、免疫抑制、消化系统四大专科领域的领导地位,努力拓展抗肿瘤、抗重症感染与心血管三大新领域,在各项目研发团队的共同努力之下,全年共取得了甲磺酸伊马替尼片、利奈唑胺片等 13 个临床批件,获得了百令颗粒剂、吲哚布芬片、地西他滨原料及制剂 4 个生产批件,另外还储备了一批有竞争力的创新和首仿产品,此外,泮立苏粉针方面,国内首家向美国 FDA 递交 ANDA 申请并受理,启动了他克莫司胶囊在海外的临床研究,目前临床实验进展顺利。公司在药品制剂方面一系列产品梯队也为公司未来发展提供持续的动力。

产能布局方面,公司江东生产基地二期项目已完成规划论证和前期设计,作为公司未来**阿卡波糖**、多肽类胰岛素、超级抗生素、中药制剂以及出口制剂产品生产基地,也为公司未来产能扩张做好提前布局。

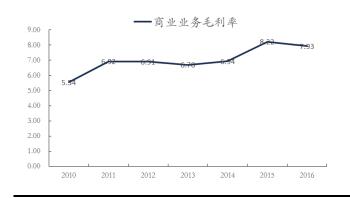
2、受益于"两票制"及"三流合一",公司在浙江省医药商业行业集中度有望进一步提升,代理玻尿酸业务维持稳定收入。

公司 2016 年商业业务实现营收 201 亿元,同比增长 16.4%,增速有所反弹,商业毛利率 7.93%,近两年稳定维持在 8%左右。

图表 6: 公司商业营收情况



图表 72: 公司商业业务毛利率





资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究部

目前"两票制"推行力度加大,浙江作为医改试点排头兵,具体实施进度有望加快,而公司作为浙江省医药流通领域的区域性龙头,在本轮政策驱动的市场整合中有望进一步提升市占率。公司明确了医药商业战略目标:用 3~5 年时间,加快完成全省医药商业市场网络建设,药品配送在全省各地市的市场占有率达到 25%以上。

同时浙江省推行信息流、商品流、资金流"三流合一"药械采购新平台,30天的贷款周期将大大降低公司作为医药流通商的资金压力。

其次,公司着力于**商业模式转型**,子公司华东宁波公司在医美和大健康领域精耕细作,代理进口美容产品**伊婉连续三年保持 100%以上增长**,2016 年销售突破 **4 亿元,预计 2017 年仍能保持 50%以上的增速,**高毛利产品将 2016 年华东宁波公司净利润提至 1.49 亿元,同比增长62.53%,同时公司未来有望将该模式复制到其他医美产品的代理中。

3.大股东大幅增持+大力度利润分成方案彰显公司发展信心,坚定并购整 合布局海外市场。

公司于2016年1月18日向特定投资者非公开发行人民币普通股(A股)51,998,217股,其中远大集团认购48,930,945股(持股比例由35.50%变更为41.77%)、华东医药集团认购3,067,272股,发行价67.31元/股,募集资金净额34.68亿元,用于补充流动资金,大大缓解公司运营压力。

图表 8:	公司	2016	年增发情况
-------	----	------	-------

1 1 2 1 1						
发行股份(股)	51,998,217					
募集金额(亿元)	34.68					
发行价(元/股)	67.31					
锁定期	3年					
认购情况	认购数(股)	持股比例				
远大集团	48,930,945	41.77%				
华东医药集团	3,067,272	16.46%				

资料来源:公司年报,东吴证券研究所

分红预案出台,公司拟向全体股东每10股派发现金股利13.5元(含税),股息率约为1.65%,同时以资本公积金向全体股东每10股转增股本10股,是公司近10年来首次进行送股,有利于增强整体流动性。结合大股东增持公司股票等一系列行动,彰显了大股东以及公司对未来发展的信心,截至目前公司在手现金26亿元。

在公司解决资金压力后,2017年公司还将延续**并购整合的发展趋势**, 重点关注海外标的,进一步推进海外布局,继续寻求与国际优秀医药企 业的交流合作。

4. 费用结构改善提升公司盈利能力。

2016年公司销售费用 33 亿元,同比增长 19%,基本维持产品的市场营销力度,加快基层市场布局。其次,公司财务费用 0.9 亿元,相比去年下降 1.2 亿元,同比降低 54%,主要由于公司增发后财务费用降低。与此同时,公司定增 34.68 亿元,明显改善公司财务状况,预计 2017 年公司费用管控能够为业绩带来弹性。



图表 9: 公司 2010-2016 年销售费用及财务费用



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

三、盈利预测与投资建议:

我们预计 2017-2019 年公司销售收入为 299.05 亿元、340.65 亿元和 385.84 亿元,归属母公司净利润为 17.74 亿元、22.66 亿元和 28.83 亿元,对应摊薄 EPS 分别为 3.65 元、4.66 元和 5.93 元。我们认为,医保目录调整以及药品招标将为公司药品带来放量,丰富的品种储备为公司将来发展提供发展潜力,公司作为浙江省医药流通区域性龙头企业,政策带来的医药商业整合受益显著。因此,我们给予"买入"评级。

四、风险提示:

百令胶囊、阿卡波糖等一线产品推广低于预期;"两票制"落地低于预期。



华东医药(000963)主要财务数据及估值(百万元)

利润表	2016	2017E	2018E	2019E	收益率	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	25379.67	29905.31	34065.47	38584.23	毛利率	24.27%	24.94%	25.87%	26.96%
减: 营业成本	19219.11	22447.27	25252.38	28180.60	三费/销售收入	16.36%	16.02%	15.94%	15.87%
营业税金及附加	131.75	155.24	176.83	200.29	EBIT/销售收入	7.69%	8.43%	9.36%	10.46%
营业费用	3298.62	3886.83	4427.53	5014.84	EBITDA/销售收入	8.54%	9.64%	10.43%	11.38%
管理费用	759.31	894.71	1019.17	1154.37	销售净利率	6.05%	6.30%	7.06%	7.93%
财务费用	94.09	10.22	-17.24	-46.79	ROE	19.87%	21.25%	23.31%	25.15%
资产减值损失	46.91	0.00	0.00	0.00	ROA	13.99%	16.54%	18.55%	20.42%
加:投资收益	26.61	0.00	0.00	0.00	ROIC	26.59%	26.69%	34.86%	37.51%
营业利润	1856.49	2511.05	3206.80	4080.92	销售收入增长率	16.81%	17.83%	13.91%	13.26%
加: 其他非经营损益	25.78	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	21.57%	29.26%	26.51%	26.48%
利润总额	1882.27	2511.05	3206.80	4080.92	EBITDA 增长率	22.58%	33.08%	23.17%	23.57%
减: 所得税	346.86	627.76	801.70	1020.23	净利润增长率	33.26%	22.66%	27.71%	27.26%
净利润	1535.41	1883.28	2405.10	3060.69	总资产增长率	25.86%	9.34%	12.85%	14.89%
减:少数股东损益	88.82	108.94	139.13	177.05	股东权益增长率	144.98%	14.74%	16.41%	17.94%
归属母公司股东净利润	1446.59	1774.34	2265.97	2883.64	经营营运资本增长率	25.68%	-1.92%	35.60%	0.71%
资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债率	45.18%	42.10%	39.91%	37.98%
货币资金	2202.39	3180.59	3527.46	5806.81	投资资本/总资产	50.84%	45.03%	46.90%	39.24%
应收和预付款项	5770.51	6582.88	7478.37	8433.99	带息债务/总负债	23.57%	15.75%	14.73%	13.47%
存货	3084.42	2733.18	3811.42	3492.08	流动比率	2.13	2.35	2.56	2.76
其他流动资产	192.48	192.48	192.48	192.48	速动比率	1.51	1.81	1.88	2.19
长期股权投资	64.56	64.56	64.56	64.56	股利支付率	42.00%	39.52%	39.52%	39.52%
固定资产和在建工程	1930.57	1881.08	1606.59	1332.11	收益留存率	58.00%	60.48%	60.48%	60.48%
无形资产和开发支出	505.13	426.53	347.93	269.33	总资产周转率	1.82	1.96	1.98	1.95
其他非流动资产	174.90	167.64	160.39	160.39	固定资产周转率	13.72	18.06	24.66	34.85
资产总计	13938.77	15240.15	17197.80	19757.73	应收账款周转率	4.68	4.90	4.85	4.92
短期借款	473.12	0.00	0.00	0.00	存货周转率	6.23	8.21	6.63	8.07
应付和预收款项	4784.57	5377.00	5825.07	6463.93	业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
长期借款	1010.78	1010.78	1010.78	1010.78	EBIT	1950.51	2521.27	3189.55	4034.13
其他负债	28.47	28.47	28.47	28.47	EBITDA	2167.29	2884.22	3552.50	4389.83
负债合计	6296.93	6416.25	6864.32	7503.18	净利润	1446.59	1774.34	2265.97	2883.64
资本公积	3436.25	3436.25	3436.25	3436.25	EPS	2.98	3.65	4.66	5.93
留存收益	3356.22	4429.33	5799.79	7543.81	BPS	14.97	17.18	20.00	23.59
归属母公司股东权益	7278.52	8351.64	9722.09	11466.11	PE	27.50	22.42	17.56	13.80
少数股东权益	363.32	472.26	611.39	788.44	PB	5.47	4.76	4.09	3.47
股东权益合计	7641.84	8823.90	10333.48	12254.55	PS	1.57	1.33	1.17	1.03
负债和股东权益合计	13938.77	15240.15	17197.80	19757.73	EV/EBIT	20.30	15.19	11.95	8.94
现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E	EV/EBITDA	18.27	13.28	10.73	8.22
经营性现金净流量	1372.82	2387.76	1225.14	3372.18	EV/NOPLAT	25.26	20.25	15.94	11.92
投资性现金净流量	-613.63	-225.00	0.00	0.00	EV/IC	5.59	5.58	4.73	4.65
筹资性现金净流量	457.56	-1184.57	-878.27	-1092.83	ROIC-WACC	26.59%	25.84%	34.14%	36.76%
现金流量净额	1216.75	978.20	346.87	2279.35	股息率	0.02	0.02	0.02	0.03

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所



免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨 询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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客户。在任何情况下,本报告中的信息 或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告 中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关 联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公 司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性: 预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上;

中性: 预期未来 6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所 苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: http://www.dwzq.com.cn