

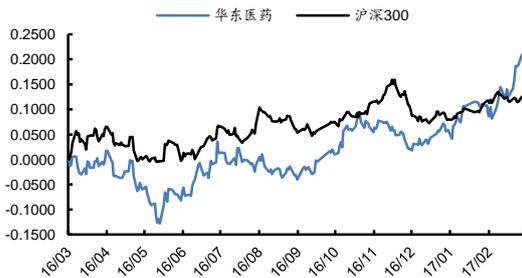
研究所
 证券分析师：谭倩 S0350512090002
 0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
 联系人：盛丽华
 021-68591551 shenglh@ghzq.com.cn

医药工业与商业齐头并进，业绩持续高增长趋势

已成

——华东医药（000963）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
华东医药	11.3	18.7	20.5
沪深300	1.0	3.5	12.4

市场数据 2017/03/15

当前价格（元）	83.60
52周价格区间（元）	58.69 - 84.48
总市值（百万）	40634.47
流通市值（百万）	36287.42
总股本（万股）	48605.82
流通股（万股）	43406.00
日均成交额（百万）	148.63
近一月换手（%）	11.93

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

近日，华东医药发布2016年年报：经公司内部审计，公司2016年实现营收253.80亿，同比增长16.81%；实现归属于上市公司股东的净利润14.47亿，同比增长31.88%；实现基本每股收益2.98元，业绩略超出预期。同时公司公告利润分配方案，拟每10股派发现金股利13.5元（含税），向全体股东每10股转增股本10股。

投资要点：

- 医药工业持续高增长，全年销售突破50亿，医保目录调整有望促核心品种放量。** 江东年产1200吨发酵冬虫夏草菌粉项目（一期）已于2016年7月正式投产，有效解决核心品种百令胶囊产能瓶颈。随着公司以拓展县级医院终端市场为目的的营销架构改革，将27个大区拆分为96个大区（省区），公司16年百令胶囊和卡博平销售收入分别达20亿和15亿的既定目标；百令胶囊从肿瘤辅助用药类改为气血双补剂，有望继续增长。公司拟投资22.5亿元建设江东生产基地二期项目，用于未来生产阿卡波糖、多肽类胰岛素、超级抗生素、中药制剂以及出口制剂产品。受益于进口替代和竞争较小、医保目录由乙类调整为甲类，阿卡波糖预计未来三年将继续保持30%的高速增长。新进医保目录品种达托霉素、吡咯布芬有望快速上量，潜力超5亿；奥利司他、地西他滨市场快速开拓，有望成为新的过亿品种。
- 产品梯队逐渐完善，海外布局有序推进。** 2016年公司共取得甲磺酸伊马替尼片、利奈唑安片等13个临床批件，获得了百令颗粒剂、吡咯布芬片、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。国际市场方面完成了泮立苏粉针国内首家向美国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，目前临床试验进展顺利。在研产品品种丰富，海外布局有序进行，公司前景值得看好。
- 受益于两票制+营改增+三流合一，医药商业板块增速有望提升。** 去年商业板块营业收入达197.37亿，同比增长16.16%。公司立足于业务规模和经营网络覆盖全浙江省的传统优势，对接浙江省药械采购中心“三流合一”新平台，依托“药事增值服务”增强医院客户粘性，预计市场占有率将达到25%以上。子公司华东宁波公司精耕医美和大健康领域，代理的进口美容产品伊婉连续三年保持100%以上增长，16年销售收入突破4亿元，宁波子公司全年利润约1.49亿元。公司整合各分、子公司物流资源，创建全

省一体化管理运作模式；改革传统医药商业观念和商业模式，持续推进大健康板块发展。

- **财务指标基本稳健，利润分配预案彰显大股东信心。**报告期内销售费用同比增长 19.11%，主要系公司加强市场营销和基层推广，管理费用同比增长 5.16%，全年财务费用较去年降低 1.12 亿元，增发完成之后公司财务费用显著降低，总体来看公司各项财务指标稳健。此外，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，利润分配力度超预期，结合近期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管理层对未来长期业绩发展的信心。
- **盈利预测和投资评级：**我们认为，医保目录调整以及药品招标将为公司核心品种带来放量机会，丰富的品种储备为公司未来发展提供了发展动能，公司作为浙江省医药流通区域性龙头企业，两票制带来的医药商业整合对其市占率提高的正面作用显著。因此我们给予“买入”评级，预计 2017-2019 年公司营业收入为 299.31 亿元、348.48 亿元和 406.00 亿元，归属母公司净利润为 17.09 亿元、21.48 亿元和 26.35 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 3.65 元、4.66 元和 5.93 元对应估值分别为 23.72、18.88、15.38 倍。
- **风险提示：**1) 研发进度低于预期，2) 各省药品招标降价幅度超预期。3) 两票制落地低于预期。4) 公司业绩低于预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	25380	29931	34848	40600
增长率（%）	17%	18%	16%	17%
净利润（百万元）	1447	1709	2148	2635
增长率（%）	32%	18%	26%	23%
摊薄每股收益（元）	2.98	3.52	4.42	5.42
ROE（%）	18.93%	18.08%	18.31%	18.15%

资料来源：公司数据，国海证券研究所

表 1: 华东药业已上市核心品种梳理

产品名称	竞争格局与优势	上市时间
百令胶囊	2 家	1991 年
阿卡波糖	2 家	2012 年
他克莫司	4 家	2008 年
他克莫司胶囊	4 家	2008 年
吗替麦考酚酯	2 家	2008 年
环孢素	11 家	1996 年
伏格列波糖	6 家	2008 年
吡格列酮二甲双胍	1 家	2010 年
盐酸吡格列酮片	10 家	2005 年
西罗莫司	4 家	2005 年
达托霉素	2 家	2015 年

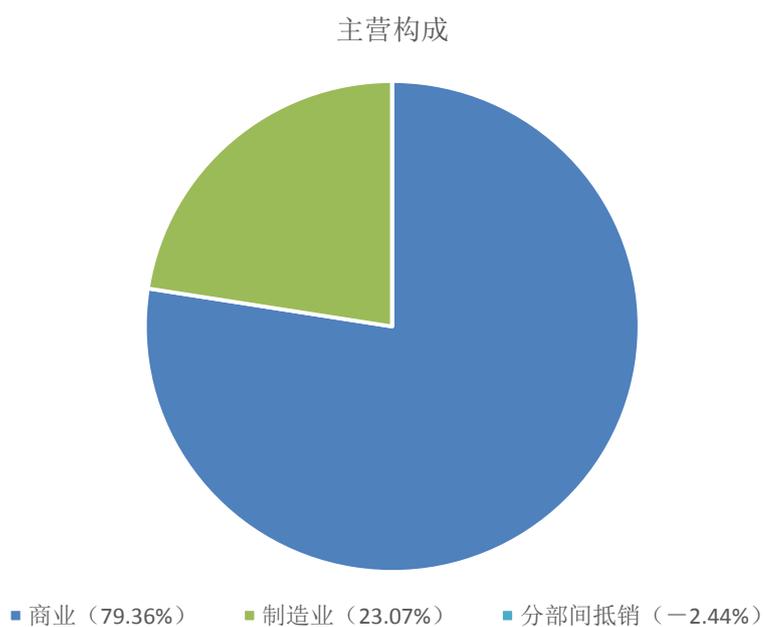
资料来源: 公司公告, 药智网, 国海证券研究所整理

表 2: 华东药业在研品种梳理

大类	产品名称	竞争格局与优势
中成药	百令疏肝胶囊	在研临床 1 期
	姜百胃炎片	在研临床 2 期
糖尿病	坎格列净	批准临床
	卡格列净二甲双胍	批准临床
	琥珀酸曲格列汀	申请临床
原子泵抑制剂	埃所美拉唑	申请生产
肿瘤	迈华替尼	在研临床 1 期
	甲磺酸伊马替尼片	批准临床
	甲磺酸乐伐替尼胶囊	申请临床
	硼替佐米	申请临床
	依鲁替尼	申请临床
	盐酸厄洛替尼片	申请生产
抗感染	达托霉素	批准生产
	磺达肝葵钠	申请生产, 等待现场核查
血液系统	利伐沙班	批准临床

资料来源: 药智网, 国海证券研究所整理

图 1：2016 年华东医药主营收入构成



资料来源：wind，国海证券研究所整理

表 1: 华东医药盈利预测表

证券代码:	000963.SZ				股价:	83.60	投资评级:	买入		日期:	2017/03/15
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E		
盈利能力					每股指标						
ROE	19%	18%	18%	18%	EPS	2.98	3.52	4.42	5.42		
毛利率	24%	25%	25%	26%	BVPS	14.97	18.48	22.89	28.30		
期间费率	17%	17%	17%	17%	估值						
销售净利率	6%	6%	6%	6%	P/E	28.02	23.72	18.88	15.38		
成长能力					P/B	5.57	4.51	3.64	2.95		
收入增长率	17%	18%	16%	17%	P/S	1.60	1.35	1.16	1.00		
利润增长率	32%	18%	26%	23%							
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
总资产周转率	1.76	1.77	1.75	1.72	营业收入	25380	29931	34848	40600		
应收账款周转率	4.65	4.38	5.33	5.76	营业成本	19219	22500	26034	30194		
存货周转率	6.23	6.23	6.23	6.23	营业税金及附加	132	155	181	211		
偿债能力					销售费用	3299	4041	4705	5481		
资产负债率	47%	44%	41%	38%	管理费用	759	898	1045	1218		
流动比	2.03	2.21	2.43	2.64	财务费用	94	90	65	43		
速动比	1.49	1.65	1.84	2.03	其他费用/(-收入)	(20)	0	0	0		
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	1856	2248	2818	3453		
现金及现金等价物	2661	3237	5994	8441	营业外净收支	26	(24)	(24)	(24)		
应收款项	5453	6841	6532	7054	利润总额	1882	2224	2794	3429		
存货净额	3084	3636	4207	4880	所得税费用	347	410	515	632		
其他流动资产	510	602	701	817	净利润	1535	1814	2279	2797		
流动资产合计	11709	14315	17435	21192	少数股东损益	89	105	132	162		
固定资产	1850	1740	1646	1557	归属于母公司净利润	1447	1709	2148	2635		
在建工程	80	84	86	89	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
无形资产及其他	491	491	454	417	经营活动现金流	1347	812	2988	2701		
长期股权投资	65	65	65	65	净利润	1535	1814	2279	2797		
资产总计	14456	16957	19947	23580	少数股东权益	89	105	132	162		
短期借款	473	473	473	473	折旧摊销	210	234	223	210		
应付款项	3819	4501	5209	6041	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	41	48	56	66	营运资金变动	(487)	(2721)	(1077)	(2152)		
其他流动负债	1449	1449	1449	1449	投资活动现金流	(614)	106	92	87		
流动负债合计	5782	6472	7187	8029	资本支出	(177)	106	92	87		
长期借款及应付债券	1011	1011	1011	1011	长期投资	(11)	0	0	0		
其他长期负债	22	22	22	22	其他	(425)	0	0	0		
长期负债合计	1033	1033	1033	1033	筹资活动现金流	(158)	(4)	(4)	(5)		
负债合计	6815	7505	8220	9062	债务融资	(2231)	0	0	0		
股本	486	486	486	486	权益融资	3470	0	0	0		
股东权益	7642	9452	11727	14519	其它	(1397)	(4)	(4)	(5)		
负债和股东权益总计	14456	16957	19947	23580	现金净增加额	575	914	3075	2782		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。