



华东医药 (000963)

白马本色，莫如稳健

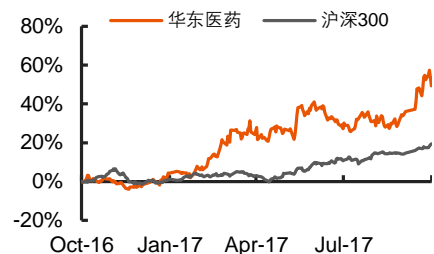
推荐 (维持)

现价: 53.85 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.eastchinapharm.com
大股东/持股	中国远大集团有限责任公司 /41.77%
实际控制人	胡凯军
总股本(百万股)	972
流通 A 股(百万股)	868
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	523.48
流通 A 股市值(亿元)	467.48
每股净资产(元)	8.34
资产负债率(%)	46.10

行情走势图



相关研究报告

- 《华东医药*000963*稳健业绩彰显白马本色，未来成长动力充沛》 2017-10-25
- 《华东医药*000963*业绩符合预期，研发投入大幅增长》 2017-08-30
- 《华东医药*000963* 收获 30 亿级重磅产品，后续成长动力十足》 2017-06-09
- 《华东医药*000963* 核心品种快速增长，新品步入收获期》 2017-03-10

证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

研究助理

韩盟盟 一般从业资格编号
S1060117050129
021-20600641
HANMENG MENG005@PINGAN.CO
M.CN

平安观点:

- **工商两翼齐飞，成就稳健白马：**公司是工商业一体化发展的综合医药龙头，2016 年商业、工业收入分别为 197.37 亿和 56.43 亿元，近三年 CAGR 分别达 13.80%和 23.95%，均显著高于行业增速；从总体上看，2007 到 2016 年营收和归母净利润 CAGR 分别达到 45.79%和 26.62%，且近三年净利润增速在 30%以上，稳健的业绩表现使公司成为当之无愧的医药白马。
- **医保调整+基层放量，两大核心品种再谱新篇：**公司两大核心品种百令胶囊和阿卡波糖 2016 年销售额分别突破 20 亿和 15 亿。2017 新版医保目录中，百令胶囊调整为气血双补剂，淡化辅助用药色彩，利好科室推广。阿卡波糖由乙类调整为甲类，全额报销加速放量。同时公司积极推动两大产品的基层推广，持续受益处方外流和分级诊疗。随着百令产能瓶颈打破，阿卡波糖受 DPP-4 冲击远未到来，我们预计百令和阿卡波糖未来 3 年仍将分别保持 20%和 25%左右的高速增长。
- **二线品种表现亮眼，望接续业绩增长：**免疫条线，新版医保取消环孢素和他克莫司适应症限制，有望开启自身免疫病等广阔市场。目前环孢素市占率已超过诺华居第一，他克莫司和马替仅次于原研，后续公司将凭借价格优势持续实现进口替代。2016 年三大品种销售 10 亿左右，今年有望达到 13 亿；消化条线，泮托拉唑今年上半年已超过奈柯明处于领先地位。公司加大胶囊剂推广力度，增速达 40%左右，全年有望突破 4 个亿。一旦泮立苏粉针通过 FDA 认证将进一步提升公司竞争优势；其他品种中达托霉素是新一代超极抗生素，新入医保乙类和国内仿制药的上市将使市场空间快速扩容，有望成为 5 亿元以上的重磅品种。
- **研发管线布局丰富，后续成长动力充沛：**公司通过自主研发和收购引进，加快形成重点领域产品种集群，重点布局抗肿瘤和糖尿病。其中不乏潜在重磅品种，1.1 类新药迈华替尼已开展 Ib/IIa 临床试验，DPP-4 一类新药申报临床已获受理，公司受让糖尿病重点品种利拉鲁肽并开展一期临床，此外新进医保的磺达甘葵钠有望 18 年获批上市等等。公司有望逐步进入收获期，后续发展动力十足。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21727	25,380	28,736	32,292	36,018
YoY(%)	14.7	16.8	13.2	12.4	11.5
净利润(百万元)	1097	1,447	1,819	2,258	2,742
YoY(%)	45.0	31.9	25.7	24.1	21.4
毛利率(%)	24.0	24.3	25.0	26.0	26.7
净利率(%)	5.0	5.7	6.3	7.0	7.6
ROE(%)	35.5	20.1	21.7	23.4	24.3
EPS(摊薄/元)	1.13	1.49	1.87	2.32	2.82
P/E(倍)	47.7	36.2	28.8	23.2	19.1
P/B(倍)	17.6	7.2	6.2	5.4	4.6

- **盈利预测与投资评级：**公司两大核心品种宝刀未老，二线品种提升空间广阔，同时研发管线厚积薄发，望持续输出增长动能。2017年3季度业绩略有下降导致市场担忧，但我们仍坚定看好公司延续稳健的白马之路，维持2017-2019年EPS分别为1.87、2.32和2.82元的预测，对应2017-2019年的PE分别为28.78、23.18和19.09倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**核心品种销售不达预期，研发进度不达预期。

正文目录

一、工商一体显身手，稳健业绩铸白马	5
1.1 工商一体的综合医药企业	5
1.2 业绩长期稳健，制造业占比提升	6
二、百令胶囊：医保调整+基层开拓助梅开二度	8
2.1 竞争格局良好，产品优势明显	8
2.2 产能扩充奠定基础，医保目录调整促成长	9
三、阿卡波糖：DPP-4 影响有限，进口替代趋势延续	12
3.1 符合东亚特色的降糖药，竞争格局良好	12
3.2 DPP-4 影响有限，持续进口替代	14
四、二线品种表现亮眼，望接续成长	16
4.1 免疫条线	16
4.2 消化条线	19
4.3 其他潜力品种	20
五、在研产品储备丰富，不乏潜力品种	22
六、商业稳步增长，新业务模式布局成看点	23
七、盈利预测与投资评级	24
八、风险提示	24

图表目录

图表 1	华东医药发展历程	5
图表 2	华东医药主要股东结构	5
图表 3	主要参股或控股子公司介绍	6
图表 4	2007-2016 年公司营收、归母净利润及其增速	6
图表 5	2011-2016 年公司商业和制造业收入及增速	7
图表 6	2014-2016 年各业务营收占比	7
图表 7	2014-2016 年公司各业务占毛利占比	7
图表 8	2007-2016 年华东医药百令胶囊销售额及增速	8
图表 9	百令胶囊与金水宝胶囊基本情况比较	8
图表 10	2015 年虫草菌发酵制剂市场份额	9
图表 11	2015 年城市公立医院中成药市场 top20 产品	10
图表 12	主要抗肿瘤中药注射剂入选辅助用药目录情况的比较分析	10
图表 13	百令胶囊各科室销量大致占比	11
图表 14	百令胶囊纳入的部分临床诊疗指南	11
图表 15	百令胶囊不同市场销售占比	12
图表 16	我国 2015 年糖尿病用药市场份额	13
图表 17	2011-2016 年阿卡波糖样本医院销售额及其增速	13
图表 18	2007-2016 年华东医药阿卡波糖销售额及增速	13
图表 19	2007-2017H1 年阿卡波糖样本医院销售占比情况	14
图表 20	2 型糖尿病高血糖治疗路径	15
图表 21	医保报销比例	15
图表 22	2017 年阿卡波糖 50mg 片剂/胶囊剂招标情况	16
图表 23	2012-2016 年免疫抑制剂三大品种样本医院销售额（百万元）及其增速	17
图表 24	2012-2016 年华东医药免疫抑制剂样本医院销售额（百万元）及其增速	17
图表 25	2016 年样本医院免疫抑制剂产品销售额占比	18
图表 26	2012-2017H1 华东医药三大免疫品种市占率变化情况	18
图表 27	2012-2017H1 泮托拉唑样本医院销售额及其增速	19
图表 28	2012-2017H1 泮托拉唑样本医院销售份额变化情况	19
图表 29	2016 年泮托拉唑样本医院剂型分布情况	20
图表 30	2012-2017H1 年达托霉素样本医院销售额及增速	21
图表 31	2012-2017H1 年多肽类抗生素样本医院销售额及增速	21
图表 32	2016 和 2017H1 样本医院多肽类抗生素市场份额	22
图表 33	公司主要在研项目	22
图表 34	2014-2017H1 公司商业收入、增速及毛利率	24

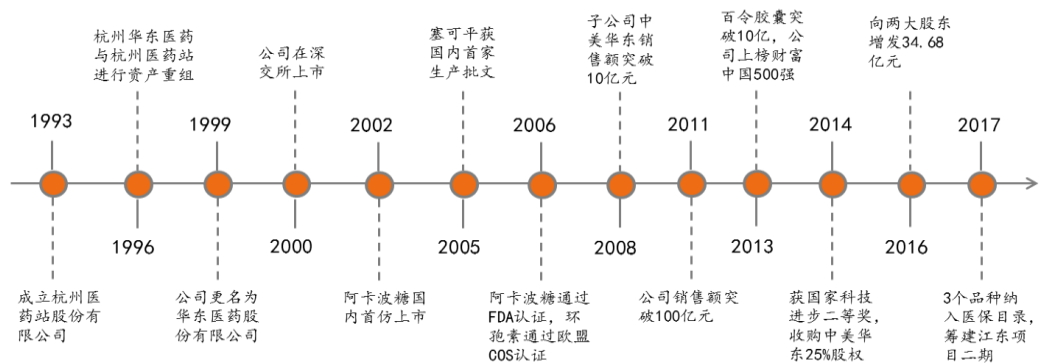
一、工商一体显身手，稳健业绩铸白马

1.1 工商一体的综合医药企业

华东医药主要从事化学药、中药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。

公司于1993年经杭州市政府批准进行股份制改造，成立杭州医药站股份有限公司；1996年杭州华东医药（集团）公司与杭州医药站股份有限公司进行资产重组；1999年更名为华东医药股份有限公司，2000年在深交所上市；2002年公司阿卡波糖国内首仿上市；2005年塞可平获国内首家生产批文；2006年阿卡波糖通过FDA认证，环孢素通过欧盟COS认证；2008年子公司中美华东销售额突破10亿元；2011年公司销售规模首次突破100亿元；2013年百令胶囊单品销售额突破10亿元，公司上榜财富中国500强；2014年公司“阿卡波糖原料及制剂产业化关键技术”项目顺利获得国家科技进步二等奖，同时以8.97亿元收购中美华东剩余25%股权；2016年向公司股东远大集团和华东医药集团非公开发行5200万股，募集资金净额34.68亿元；2017年吡咯布芬、达托霉素和地西他滨3个品种纳入新医保目录，筹建江东项目二期工程。

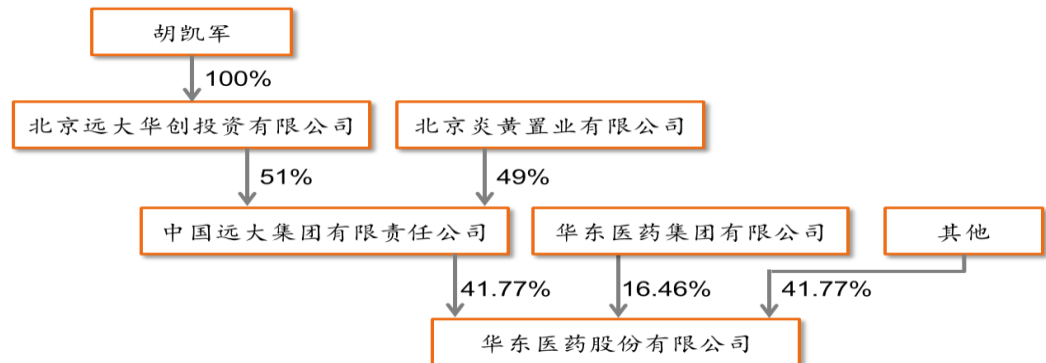
图表1 华东医药发展历程



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司2016年非公开发行完成后，前两大股东持股比例进一步提升，目前公司的第一大股东是中国远大集团有限公司，持股41.77%，第二大股东是杭州华东医药集团有限公司，持股16.46%，实际控制人为胡凯军先生。

图表2 华东医药主要股东结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司参股或控股子公司多达 30 多家，制造业代表子公司主要有中美华东、百令生物科技、华东中药饮片、九源基因等，商业代表子公司主要有华东宁波医药公司、华东医药温州公司、华东医药供应链管理公司等。公司工商一体的业务布局使制造业和商业之间能够协同发展，相比单纯的制造业和商业来说优势明显，尤其是两票制等政策出台后，这种协同优势将有更大程度的发挥。

图表3 主要参股或控股子公司介绍

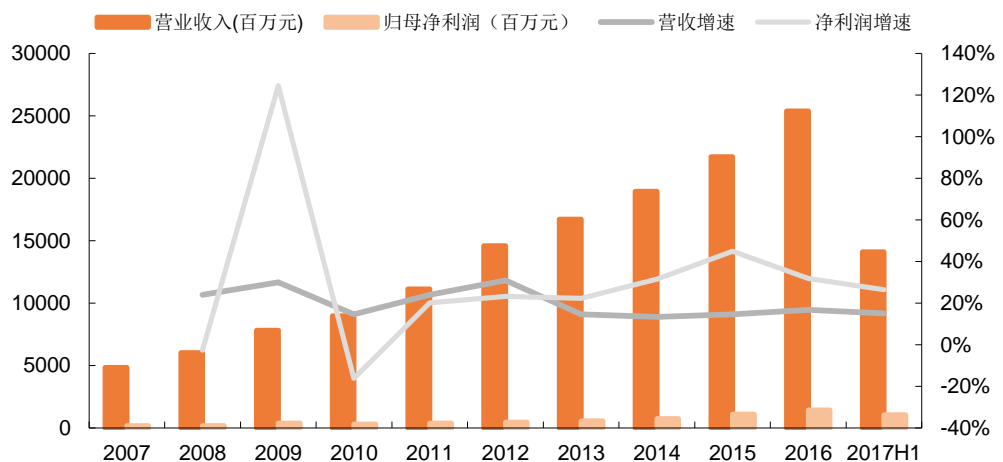
公司名称	主要业务	2016 年净资产 (百万元)	2016 年营收 (百万元)	2016 年净利润 (百万元)
中美华东制药有限公司	中西原料药及制剂, 保健品生产、经营	1,530.58	5,432.95	1,099.22
华东医药(杭州)百令生物科技有限公司	药品生产; 药品研发	994.17	117.35	3.91
杭州华东中药饮片有限公司	中药饮片、收购中药材、药材机械修理	98.21	311.14	13.60
华东宁波医药有限公司	生物制品的代理销售	374.49	1,456.56	149.38
华东医药温州有限公司	中药材、中药饮片、化学制剂等批发	155.76	2,049.76	14.19
华东医药供应链管理(杭州)有限公司	仓储服务业	74.09	108.25	9.32

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

1.2 业绩长期稳健，制造业占比提升

从公司业绩角度看，2007 年到 2016 年公司营业收入由 48.53 亿元增长到 253.80 亿元，CAGR 达 45.79%；归母净利润由 1.73 亿元增长到 14.47 亿元，CAGR 达 26.62%。2011 年及以后归母净利润增速始终维持在 20%以上，2014-2016 年超过 30%。长期稳定快速的业绩增长使华东医药成为当之无愧的白马股。

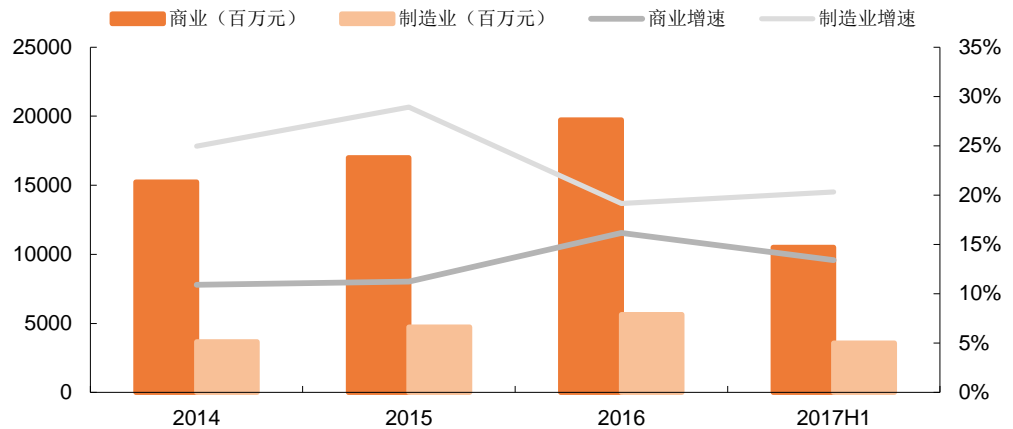
图表4 2007-2016 年公司营收、归母净利润及其增速



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

从公司业务角度看,2014-2016年,商业收入由152.40亿元增长到197.37亿元,CAGR达13.80%;制造业由36.73亿元增长到56.43亿元,CAGR为23.95%。2014年以后公司制造业增速持续高于商业。

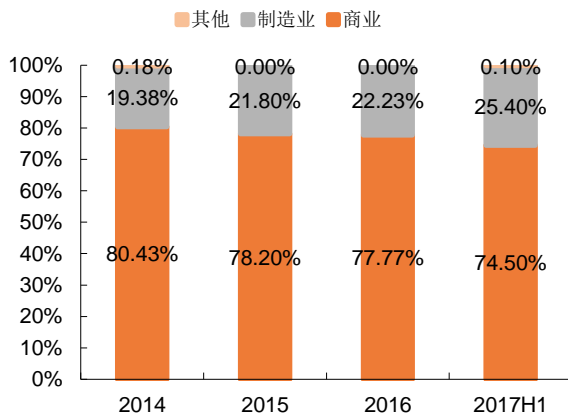
图表5 2011-2016年公司商业和制造业收入及增速



资料来源:公司公告、平安证券研究所

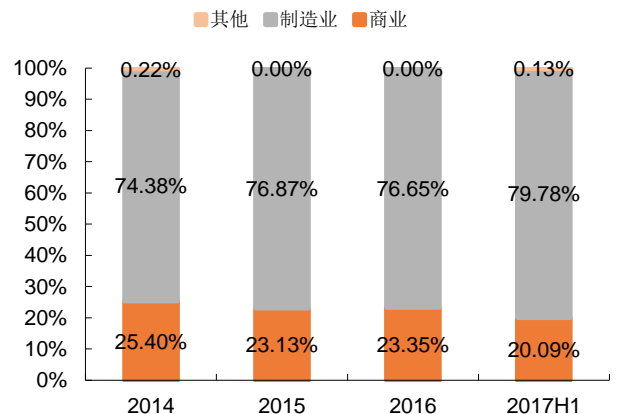
由于公司制造业的快速发展,制造业收入占总收入的比例持续提升,2017H1达到25.40%,而商业则下降到74.50%。而从毛利率水平看,2017H1公司商业毛利率为7.18%,制造业毛利率为83.62%;商业毛利占比为20.09%,制造业毛利占比为79.78%。公司整体毛利率跟随制造业收入占比水涨船高,由2014年的21.89%上升到2017H1的26.63%。

图表6 2014-2016年各业务营收占比



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表7 2014-2016年公司各业务占毛利占比



资料来源:公司公告、平安证券研究所

从子公司的角度看,中美华东作为公司的核心制造业子公司,2016年实现净利润10.99亿元,占当年公司总利润的75.95%。公司的业绩增长很大程度上取决于中美华东的未来发展,而目前中美华东的品种为“2+N”格局,即两个主打品种百令胶囊和阿卡波糖、多个二线 and 潜在品种,这些重点品种的增速和空间决定了公司的业绩和估值。

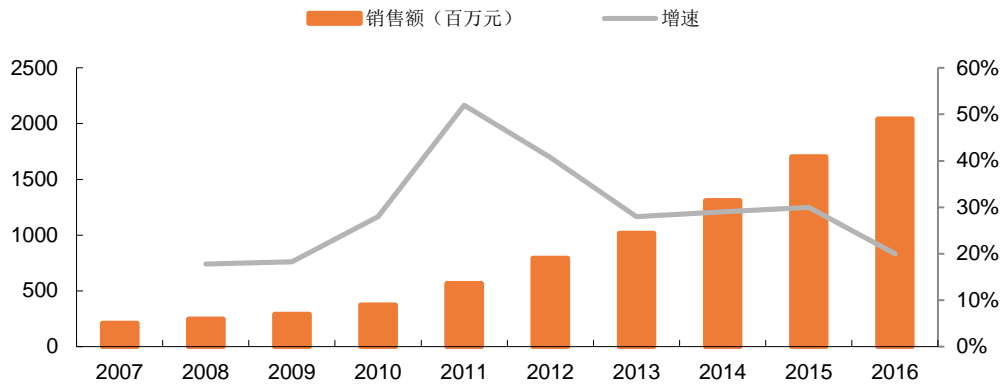
二、百令胶囊：医保调整+基层开拓助梅开二度

2.1 竞争格局良好，产品优势明显

百令胶囊属于虫草菌发酵制剂，是采用专利方法分离的冬虫夏草菌种经生物工程方法精制而成的治疗用纯中药制剂，具有补肺肾、益精气功效，主要用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、咳血、腰酸背痛等症及慢性气管炎的辅助治疗，在临床研究上广泛应用于治疗肾脏疾病、II型糖尿病伴微白蛋白尿、反复发作性尿路感染、肝脏疾病、呼吸系统疾病以及辅助治疗肿瘤等。百令胶囊为国家中药一类新药，是华东医药独家品种。

百令胶囊上世纪90年代初上市，是一个成熟品种。此前公司在产品思路上较为保守，对其潜力没有足够重视，缺少规划。2009年百令胶囊开始发力，当年增速为20%。2010年增速达到30%，实现3.7亿销售额。而2011年增速超预期，达到50%左右，销售额突破5亿元。2014和2016年百令胶囊销售额相继突破10亿和20亿两个关口，且2016年增速仍达到20%左右。

图表8 2007-2016年华东医药百令胶囊销售额及增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

竞争格局方面，目前虫草菌发酵制剂有十多种，除百令胶囊外还包括金水宝胶囊、至灵胶囊、百令片和宁心宝胶囊等，其中金水宝胶囊是百令胶囊长期以来的主要竞争对手。与金水宝胶囊相比，百令胶囊最大的优势在于菌种和发酵时间的不同。百令胶囊选用的菌种为蝙蝠蛾被毛孢，是目前为止唯一用分离的菌株在人工培养基上能够形成冬虫夏草无性型的菌种，发酵时间达40天；而金水宝胶囊选用的菌种为蝙蝠蛾拟青霉菌，不能确认为冬虫夏草无性型菌种，发酵时间为7天。

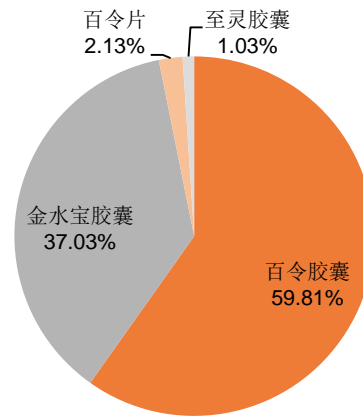
图表9 百令胶囊与金水宝胶囊基本情况比较

比较项目	百令胶囊	金水宝胶囊
菌种	蝙蝠蛾被毛孢	蝙蝠蛾拟青霉
发酵时间	40天	7天
是否双跨品种	是	是
药品规格	0.5g*42粒	0.33g*63粒
用法用量	通常：2-6粒*3次/日 肾功能不全者：4粒*3次/日	通常：3粒*3次/日 肾功能不全者：6粒*3次/日
2017年中标均价	66.09元	38.02元

资料来源：公司公告、平安证券研究所

根据 IMS 的数据，2015 年百令胶囊在虫草菌发酵制剂市场所占份额约 60%，大幅领先金水宝胶囊的 37%，而在 2008 年金水宝胶囊占比 60%，百令胶囊仅 19% 左右。短短几年时间实现大幅反超体现了百令巨大的竞争优势。

图表10 2015 年虫草菌发酵制剂市场份额



资料来源：IMS、平安证券研究所

2.2 产能扩充奠定基础，医保目录调整促成长

2017 年上半年百令胶囊销售额增速约 15%，较 2016 年有所下降，一方面年初受医保目录调整前市场不确定因素影响采购有所推后，另一方面大城市大医院近两年持续招标降价、医保控费及二次议价等政策，对百令胶囊这种临床销量较大的中药大品种带来一定的增长压力。但从中期来看，我们认为百令胶囊的潜力未尽，未来 3 年有望达到 30 亿以上的销售额，复合增速维持在 20% 左右。理由主要包括产能瓶颈破除、医保目录调整、基层和 OTC 端放量等。

■ 江东基地 1 期投产打破产能瓶颈

2011-2015 年百令胶囊维持 30% 以上高速增长，产能长期不足，公司的主要应对措施是改进生产工艺以挖掘现有产能潜力，但产品供不应求的局面无法从根本上改变，制约了增速的进一步上升。2016 年 7 月江东基地 1 期项目正式投产，新增产能达 1200 吨，可支持百令胶囊 30 亿以上的销售收入。江东 1 期项目全程采用智能生产自控系统和自动仓储管理系统，实现生产过程监控、数据收集和报警的自动化，人员配置减少一半，人均劳动效率明显提升，生产能力较原场地提升一倍。江东基地 1 期的正式投产完全打破了百令胶囊的产能瓶颈，为未来几年的高速发展奠定了基础。

■ 医保目录分类由肿瘤辅助用药改为气血双补剂

2017 年 3 月公布的新版医保目录中将百令胶囊分类由原来的肿瘤辅助用药调整为气血双补剂，对百令胶囊的利好可归结为两个方面：一是降低了其辅助用药色彩，减轻政策压力；二是有利于其向多科室推广，扩大应用范围。

2015 年国家卫计委联合多部门发布《关于控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见》（89 号文），要求建立对辅助用药的监控制度，多个省市纷纷响应，出台辅助用药目录。经常用作辅助治疗的中成药由于用药金额大首当其冲，意味着将在处方量和价格方面承受较大压力。从 2015 年城市公立医院用药金额排名前 20 位的中成药来看，其多被列入辅助用药目录之中，百令胶囊在 2015 年被列入苏州市二级以上医疗机构重点品种监控目录。

图表11 2015年城市公立医院中成药市场 top20 产品

排名	药品名	用药金额 (亿元)	2009 版医保目录分类	报销类别
1	丹红注射液	33	祛瘀剂-养血活学剂	乙类
2	注射用丹参多酚酸盐	32	祛瘀剂-化痰宽胸剂	乙类
3	注射用血栓通 (冻干)	31	祛瘀剂-化痰通脉剂	乙类
4	康艾注射液	30	肿瘤-肿瘤辅助用药	乙类
5	丹参川芎嗪注射液	30	-	-
6	喜炎平注射液	28	清热剂-清热解毒剂	乙类
7	舒血宁注射液	22	祛瘀剂-化痰宽胸剂	乙类
8	醒脑静注射液	22	开窍剂-醒脑开窍剂	乙类
9	疏血通注射液	22	祛瘀剂-化痰通脉剂	乙类
10	参芪扶正注射液	21	肿瘤-肿瘤辅助用药	乙类
11	康莱特注射液	18	肿瘤-抗肿瘤药	乙类
12	百令胶囊	18	肿瘤-肿瘤辅助用药	乙类
13	注射用红花黄色素	17	-	-
14	血必净注射液	16	-	-
15	艾迪注射液	16	肿瘤-抗肿瘤药	乙类
16	参麦注射液	15	扶正剂-益气复脉剂	甲类
17	参芎葡萄糖注射液	14	-	-
18	注射用血栓通 (冻干)	14	祛瘀剂-化痰通脉剂	乙类
19	大株红景天注射液	14	-	-
20	痰热清注射液	12	清热剂-清脏腑热剂	乙类

资料来源: 米内网、平安证券研究所

本次医保目录的调整帮助百令胶囊摆脱了明确的肿瘤辅助用药定位, 体现了它在气血补益方面的效果, 有望避免被列入后续省市的辅助用药目录。而中药注射剂, 尤其是应用于肿瘤治疗的中药注射剂是各省市辅助用药监控的重点。从已经公布的情况来看, 常用抗肿瘤中药注射剂都或多或少进入各地的监控目录。此消彼长, 百令有望占领这部分市场。

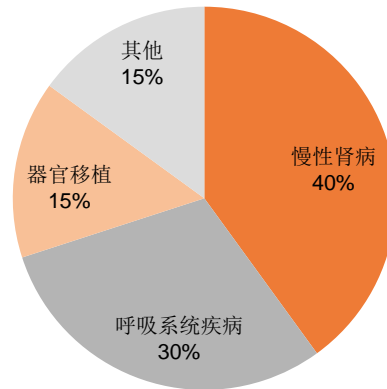
图表12 主要抗肿瘤中药注射剂入选辅助用药目录情况的比较分析

通用名	北京	云南	苏州	无锡	福建	安徽	四川	内蒙	青海	合计
康艾注射液		√	√	√	√				√	5
艾迪注射液		√		√	√	√	√			5
参麦注射液		√		√		√	√			4
康莱特注射液		√	√					√		3
消癌平注射液		√			√			√		3
鸦胆子油乳注射液	√	√						√		3
参芪扶正注射液					√				√	2
华蟾素注射液		√						√		2
复方苦参注射液					√			√		2

资料来源: 各省市卫计委、平安证券研究所

由于补益类药物较肿瘤辅助用药应用广泛，百令胶囊改为补气养血剂之后，适应症有望大幅扩展。此前公司产品主要集中在肾科和呼吸科，占到总体的 70%左右，其余主要是器官移植领域，肿瘤占比并不高。后续公司将有望持续扩展百令在免疫抗排斥、肿瘤辅助治疗等方面的应用。

图表13 百令胶囊各科室销量大致占比



资料来源：药智网、平安证券研究所

同时，公司积极开展临床诊疗路径方面的工作，进入临床诊疗路径意味着可以保证医保报销。截至目前，百令胶囊进入多个临床诊疗方案和指南，为医生开具处方提供依据。

图表14 百令胶囊纳入的部分临床诊疗指南

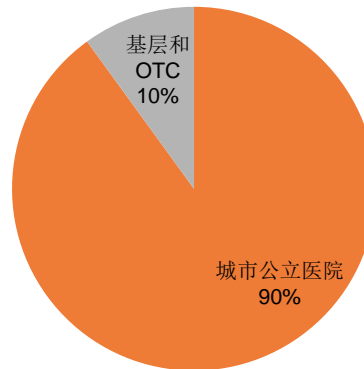
指南名称	发布时间	制定机构
慢性肺原发性心脏病中医诊疗指南	2014	中华医学会
慢性肺原发性心脏病中医诊疗指南	2014	中华医学会
慢性阻塞性肺疾病中医诊疗指南	2012	中华医学会
慢性肾小球肾炎诊疗指南	2011	中华医学会
慢性阻塞性肺疾病用药指南	2006	中日友好医院

资料来源：药智网、平安证券研究所

■ 开拓基层和 OTC 市场

百令胶囊目前在 OTC 市场的占比不足 10%，OTC+基层也仅在 10%左右，一方面是由于公司擅长做临床推广，另一方面也有产量限制的因素。由于基层和 OTC 市场不受药占比限制，同时分级诊疗和处方外流持续推进，公司开始加大基层和零售市场的开拓力度。

图表15 百令胶囊不同市场销售占比



资料来源：药智网、平安证券研究所

公司开拓基层和 OTC 市场的主要优势有：

- 1) **产能瓶颈破除。**之前限制基层和 OTC 市场开拓的部分原因是产能不足，目前公司产能可为该部分市场增长提供充足保障；
- 2) **品牌知名度高。**公司百令胶囊经过 20 多年的医院推广，在广大医生和患者心中形成了较高的品牌认可度，具有在基层和零售端推广的群众基础；
- 3) **销售能力强。**目前公司已组建专职团队扩展基层市场业务，零售终端销售人员达 100 多人，重点布局基层县级医院、终端社区医院、OTC 市场，同时也在尝试互联网销售；

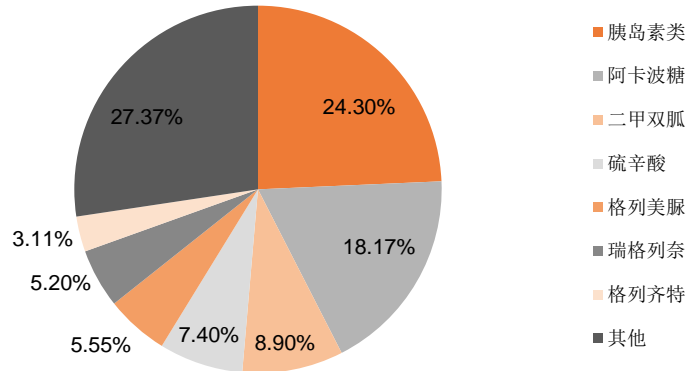
公司零售部分今年的目标是占比在 10%以上，未来达到 20%-30%的水平。我们看好公司百令胶囊在基层和零售市场的放量。

三、 阿卡波糖：DPP-4 影响有限，进口替代趋势延续

3.1 符合东亚特色的降糖药，竞争格局良好

阿卡波糖是一种口服降糖药，属于 α -葡萄糖苷酶抑制剂，通过抑制小肠中 α -葡萄糖苷酶，从而抑制食物的多糖分解，使糖的吸收减缓，减少餐后高血糖。由于阿卡波糖主要通过抑制多糖分解起到降低血糖的作用，因此更适合以米、面等食物为主的东亚人群。阿卡波糖原研是德国拜耳，于 1984 年在德国首先上市，1994 年进入国内市场，商品名为“拜糖平”。根据《中国 2 型糖尿病防治指南》，阿卡波糖是我国 II 型糖尿病一线用药。鉴于良好的血糖控制效果和原研拜耳积极的市场推广，截至 2015 年，阿卡波糖已经成为我国除胰岛素类之外用药金额最大的糖尿病药物品种，占比达 18.17%。

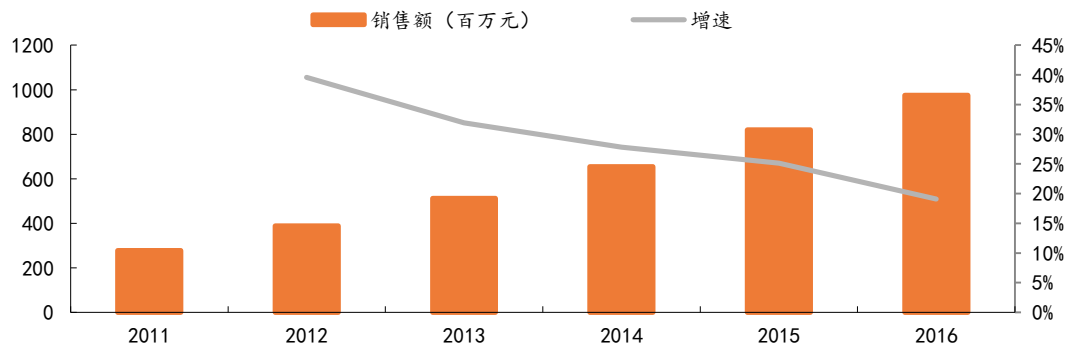
图表16 我国 2015 年糖尿病用药市场份额



资料来源：米内网、平安证券研究所

根据 IMS 数据,2011 年到 2016 年重点城市样本医院阿卡波糖销售由 2.78 亿增长到 9.75 亿元,CAGR 达 28.53%,2016 年增速为 19.11%,略有下降,但考虑到基层近两年的快速增长,实际增速应该更高。目前国内阿卡波糖市场空间在 60 亿左右,我们预计在糖尿病市场强大的需求和阿卡波糖确切的疗效背景下,未来 3 年仍将保持 15%-20%的增速。

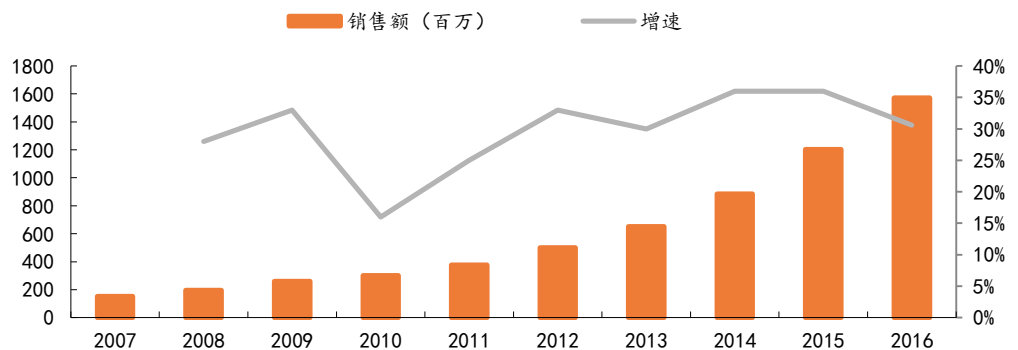
图表17 2011-2016 年阿卡波糖样本医院销售额及其增速



资料来源：IMS、平安证券研究所

华东医药“卡博平”于 2002 年国内首仿上市,凭借仿制药较高的性价比实现销售额的快速增长,由 2007 年的 1.5 亿元左右上升到 2016 年的超过 15 亿元,且 2016 年仍然具有 30%左右的增速。

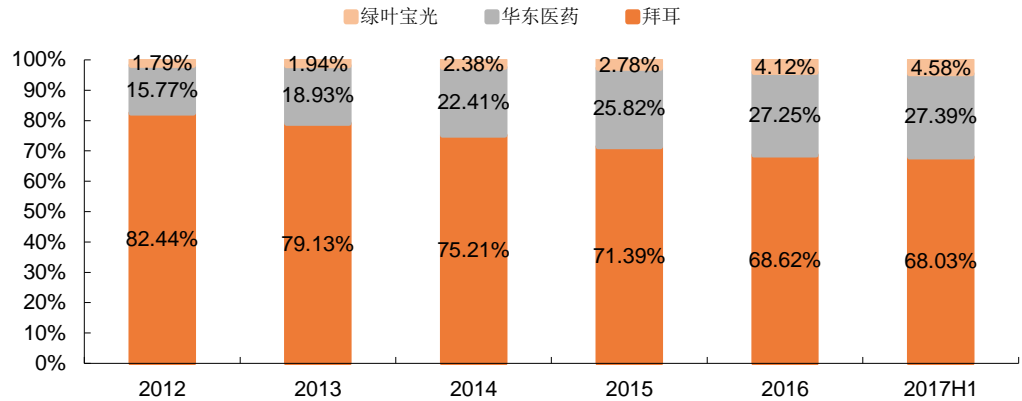
图表18 2007-2016 年华东医药阿卡波糖销售额及增速



资料来源：IMS、平安证券研究所

竞争格局方面，国内目前拥有阿卡波糖制剂批文的仅拜耳、中美华东和绿叶宝光三家企业，拥有原料药批文的仅河北华荣、丽珠新北江、中美华东和海正药业四家。而且从目前的审评情况来看，短时间内没有新进入者，行业竞争格局良好；剂型方面，拜耳和中美华东均为片剂，占据了约 95% 的市场，绿叶宝光为胶囊剂。2015 年中美华东推出咀嚼片剂型，进一步提升了其在高端市场的竞争力。根据 PDB 数据，近 5 年来拜糖平占比持续降低，由 2012 年的 82.44% 下降到 2017H1 的 68.03%；而卡博平则由 2012 年的 15.77% 上升到 2017H1 的 27.39%。阿卡波糖的进口替代持续进行。

图表19 2007-2017H1 年阿卡波糖样本医院销售占比情况



资料来源：PDB、平安证券研究所

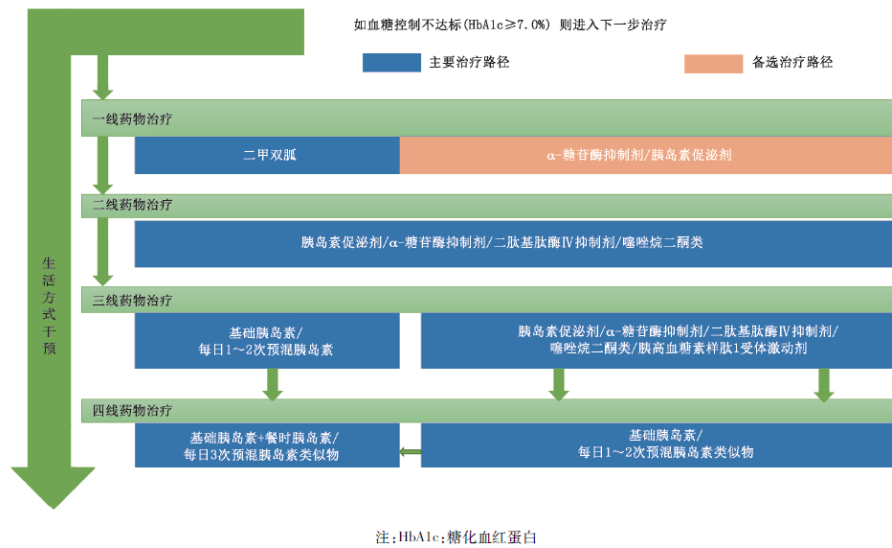
3.2 DPP-4 影响有限，持续进口替代

2017 年新版国家医保目录将 DPP-4 调入乙类药品，目前市场上普遍担心 DPP-4 等新型口服降糖药会对阿卡波糖的市场地位产生影响。我们认为 DPP-4 在国内仍处于起步阶段，市场推广尚需时间，而阿卡波糖已形成稳定的市场需求，拥有庞大的群众基础。其次无论是从指南推荐顺序还是医保报销比例等方面，短期内阿卡波糖都具有较大的优势，所以未来 2-3 年内受到 DPP-4 的冲击较小，我们认为阿卡波糖仍将保持 25%-30% 的较高增长速度，理由如下。

■ 阿卡波糖为指南推荐一线用药

根据中华医学会糖尿病学分会发布的《中国 2 型糖尿病防治指南》，2 型糖尿病一线药物治疗首选为二甲双胍，不适合二甲双胍治疗者可选用 α -葡萄糖苷酶抑制剂或胰岛素促泌剂。而 DPP-4 为二线用药，只有在一线用药治疗后血糖仍未达标时才选用。二线用药定位使得 DPP-4 抑制剂的推广存在较大难度。

图表20 2型糖尿病高血糖治疗路径



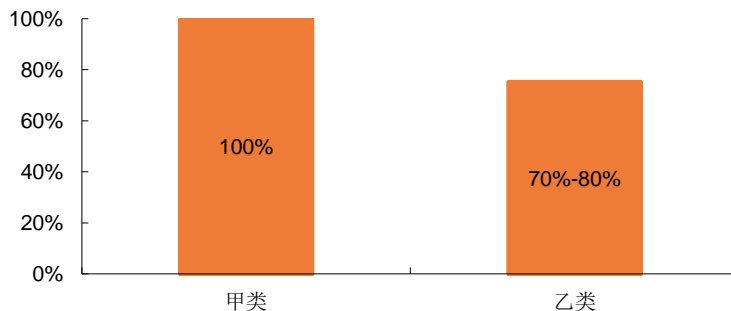
注: HbA1c: 糖化血红蛋白
图2 2型糖尿病高血糖治疗路径。蓝色路径是根据药物卫生经济学、疗效和安全性等方面的临床证据以及我国国情等因素权衡考虑后推荐的主要药物治疗路径,与国际上大部分糖尿病指南中建议的药物治疗路径相似。橙色路径为与蓝色路径相应的备选路径

资料来源: 中华医学会、平安证券研究所

■ 医保目录调整利好放量

在 2017 年新版医保目录中, 虽然 DPP-4 抑制剂被调入乙类药品, 但仍有限二线用药的限制。相比较来说, 阿卡波糖则由乙类调为甲类, 由部分报销改为全额报销, 有利于其进一步放量。一般来说甲类药品全额报销, 而乙类药品由各地区根据自身情况确定报销比例, 平均报销比例在 70%-80%。对于糖尿病这种需要长期服药的慢性病人来说, 药品价格是较为敏感的因素。一方面, 全额报销使得阿卡波糖本来就庞大的消费人群粘性更强; 另一方面, 全额报销有利于吸引更多的消费者选择阿卡波糖。

图表21 医保报销比例



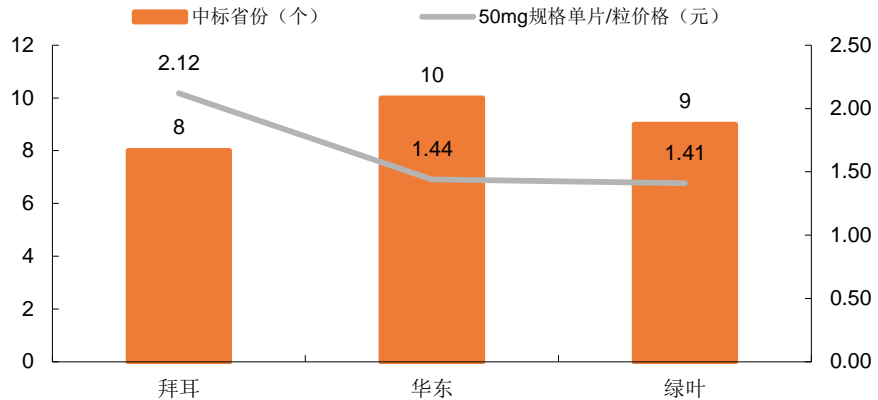
资料来源: 药智网、平安证券研究所

■ 价格优势明显, 进口替代持续

根据药智网的数据, 2017 年以来拜耳、华东和绿叶的阿卡波糖中标省份分别为 8、10 和 9 个, 华东中标省份最多; 比较 50mg 规格单片/粒的价格可知, 拜耳单价为 2.12 元, 比华东价格高出 47.22%,

而华东和绿叶的价格差距不大。我们认为华东中标省份超过拜耳，且具有巨大的价格优势，将持续抢占其市场份额。在医保控费的背景下，高品质仿制药将持续受益，在招标采购中更受青睐。

图表22 2017年阿卡波糖50mg片剂/胶囊剂招标情况



资料来源：药智网、平安证券研究所

除了片剂之外，华东医药还推出了阿卡波糖咀嚼片剂型，定位高端市场，正面与拜耳进行竞争。虽然新版医保目录没有将咀嚼片剂型纳入，但其凭借便利的用药方式、显著的临床效果和更适合中国人的作用机理目前已进入多个省市的增补目录。我们认为华东医药从高端和低端两方面都具有对拜耳的竞争优势，进口替代进程有望加速。

■ 渠道下沉+分级诊疗，基层成增长主力

长期以来拜耳都在基层弃标，基层市场基本由华东掌握。目前华东的阿卡波糖覆盖了全国一半的县，仍有巨大的增长空间。根据公司规划，未来2-3年是一个渠道下沉的过程。现在公司阿卡波糖的基层销售人员有500-600人，均为全科销售。同时，随着分级诊疗的不断推进，糖尿病等慢病的诊治将向基层转移，因此未来基层用药需求将不断提升。2016年阿卡波糖基层销售额占总销售额的比例大约是三分之一，增速达40%-50%，高于城市医院的20%，基层已经成为阿卡波糖销售增长的主力。

■ 一致性评价有望率先获批

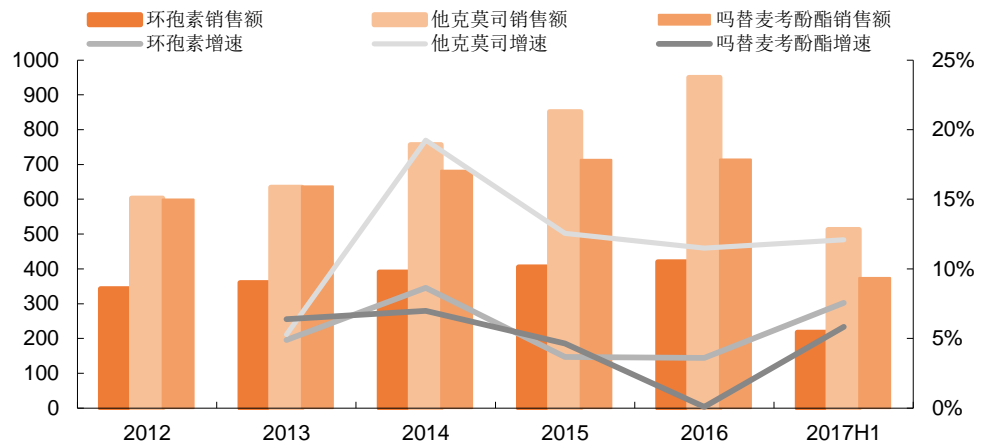
目前公司阿卡波糖一致性评价已完成临床试验，处于分析数据阶段，预计年底申报。而绿叶由于是胶囊剂，需要证明其临床效果与片剂相同，具有一定的难度。我们认为公司有望率先完成阿卡波糖一致性评价，从而进一步巩固市场竞争地位。

四、二线品种表现亮眼，望接续成长

4.1 免疫条线

公司免疫条线主要有三大品种，分别是环孢素、他克莫司和吗替麦考酚酯，主要的应用领域是器官移植，其原研分别是诺华、阿斯泰来和罗氏。其中环孢素和他克莫司具有相同的作用机理，主要是抑制白细胞介素-2的合成，作用于辅助T细胞，抑制T细胞活化基因的产生。而吗替麦考酚酯则是通过特异性地抑制淋巴细胞嘌呤从头合成途径中次黄嘌呤核苷酸脱氢酶(1MPDH)的活性，来抑制淋巴细胞的增殖。环孢素、他克莫司和吗替麦考酚酯均于2002到2003年在国内上市，其2016年样本医院的销售额分别达到4.20亿、9.50亿和7.15亿元，2012-2016年CAGR分别为5.18%、12.04%和4.50%。

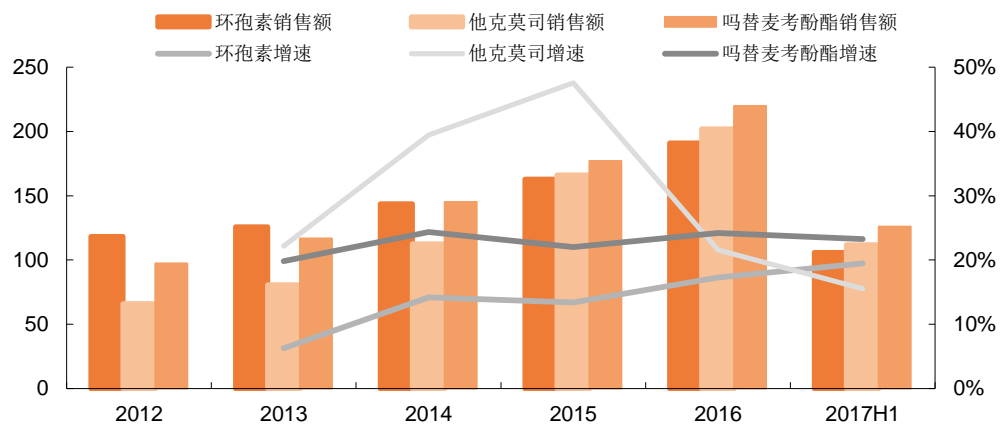
图表23 2012-2016年免疫抑制剂三大品种样本医院销售额（百万元）及其增速



资料来源：PDB、平安证券研究所

从华东医药样本医院的销售额来看，环孢素、他克莫司和吗替麦考酚酯 2016 年分别达到 1.91 亿、2.02 亿和 2.20 亿元，2012-2016 年 CAGR 分别为 12.70%、32.21%和 22.58%，远高于通用名增速，我们认为在医保目录调整和进口替代趋势下，公司免疫抑制剂产品仍有较大的发展潜力。

图表24 2012-2016年华东医药免疫抑制剂样本医院销售额（百万元）及其增速

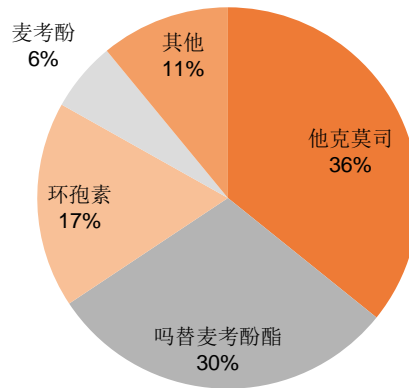


资料来源：PDB、平安证券研究所

■ 三大品种临床疗效确切，市场占比高

目前国内市场上的免疫抑制剂产品多达十几种，大致可分为生物制剂和非生物制剂，按作用机理可再进一步细分为核酸代谢抑制剂、免疫亲和素结合类抑制剂等。环孢素和他克莫司属于免疫亲和素结合类抑制剂中的神经钙蛋白抑制剂，而吗替麦考酚酯则属于核酸代谢抑制剂中的淋巴选择性药物。由于疗效确切，这三种免疫抑制剂均全部或部分进入《中国肾移植受体免疫抑制治疗指南（2016年版）》、《慢性肾病筛查诊断及防治指南》、《2016年国际胰腺病协会共识：自身免疫性胰腺炎的治疗》、《中国肝移植受体肾损伤管理专家共识》等多个临床指南。从2016年样本医院的销售额来看，他克莫司、吗替麦考酚酯和环孢素位列前三位，占比分别为36%、30%和17%。我们认为在确切的临床疗效和持续的需求基础上，三大免疫抑制剂品种仍将保持快速增长。

图表25 2016年样本医院免疫抑制剂产品销售额占比



资料来源：PDB、平安证券研究所

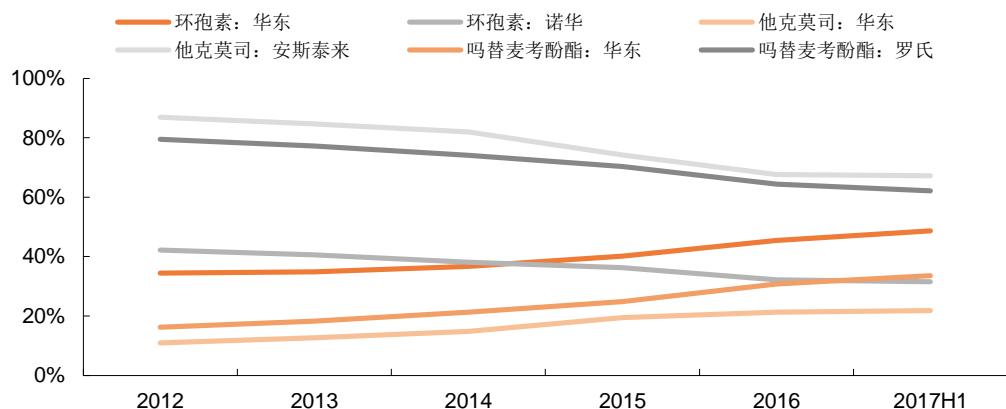
■ 医保目录调整利好产品放量

2017年新版医保目录取消环孢素和他克莫司“限器官移植、再生障碍贫血”适应症限制，有利于开拓市场空间广阔的自身免疫病等领域。而吗替麦考酚酯虽未在国家医保目录中取消此限制，但在各地的地方医保目录制定时有望去除。2017年上半年全球抗体药物中，仅针对自身免疫病的销售额就达到196.93亿美元，占比高达41%，仅次于针对癌症的43%。因此，我们认为此次医保目录调整将为公司三大品种带来广阔的市场空间，利好其进一步放量。

■ 竞争地位稳步向好，进口替代加速进行

免疫抑制剂三大品种虽竞争者众多，但公司竞争地位普遍较好。2016年公司环孢素、他克莫司和吗替麦考酚酯样本医院市场份额分别为45.43%、21.25%和30.78%，其中他克莫司和吗替麦考酚酯市占率仅次于原研，环孢素超过原研诺华的32.19%位列第一。随着医保控费力度的持续加大，仿制药凭借价格优势实现进口替代的过程将继续进行，我们看好公司在巩固目前竞争优势的同时进一步抢占原研份额，提高市占率。

图表26 2012-2017H1华东医药三大免疫品种市占率变化情况

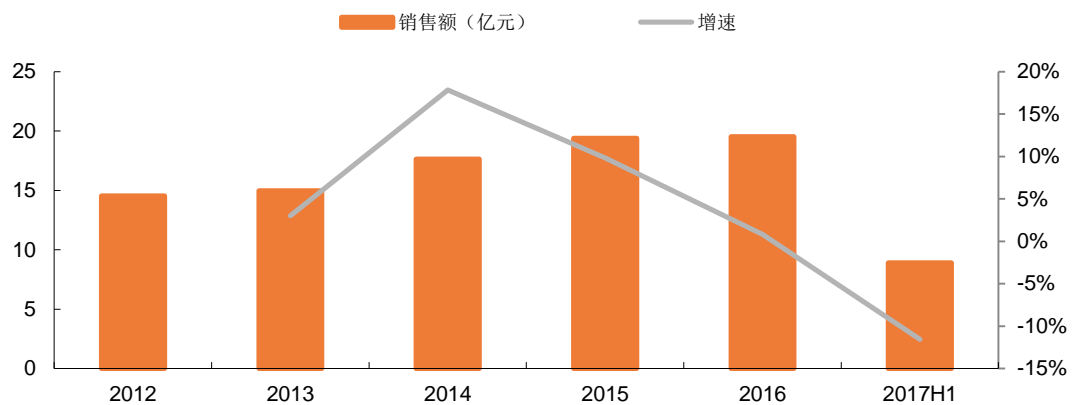


资料来源：PDB、平安证券研究所

4.2 消化条线

公司消化线主打品种为泮托拉唑，属于质子泵抑制剂（PPI），是目前治疗消化性溃疡最先进的一类药物，它通过高效快速抑制胃酸分泌和清除幽门螺旋杆菌而达到快速治愈溃疡的目的。泮托拉唑是继奥美拉唑和兰索拉唑后第三个 PPI 药物，原研是德国百克顿有限公司，最早于 1994 年在南非上市，商品名为“潘妥洛克”。泮托拉唑在国内首先由辽宁东宇药业于 1999 年上市，商品名为“泰美史可”。全球市场上泮托拉唑销售额基本稳定维持在 35 亿美元左右，国内市场在 2015 年之前保持较快增长，2016 年开始增速有所下滑，我们认为一方面是因为埃索美拉唑、雷贝拉唑、艾普拉唑等较新品种占比逐步提升，而泮托拉唑占比由 2012 年的 29.44% 下降到 20.57%；另一方面是近两年招标降价压力较大，导致增速放缓。

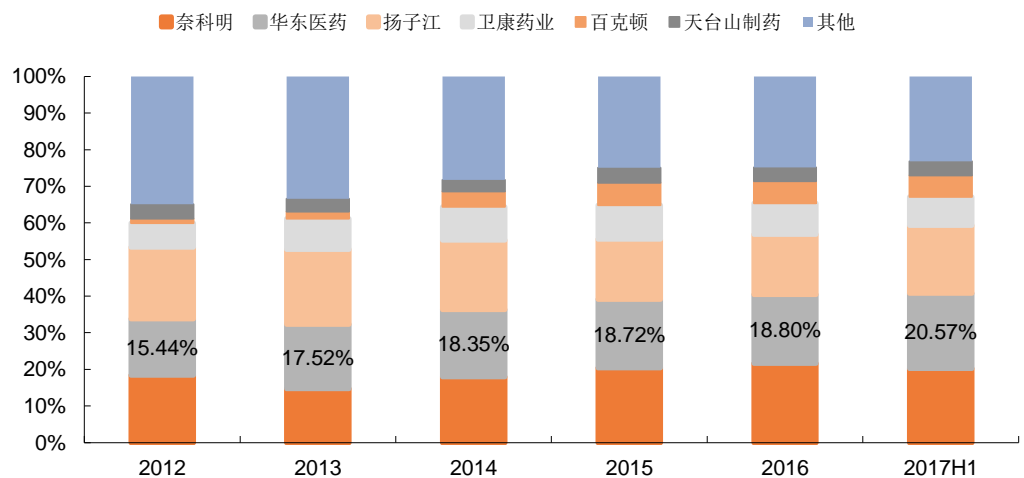
图表27 2012-2017H1 泮托拉唑样本医院销售额及其增速



资料来源：PDB、平安证券研究所

从样本医院销售份额来看，尽管泮托拉唑生产企业多达几十家，竞争激烈，但华东医药市占率呈不断上升趋势，到 2017 年上半年华东医药市场份额达到 20.57%，超越奈科明和扬子江处于领先地位。我们认为未来华东医药将通过加大胶囊剂推广力度和 FDA 的 ANDA 申请进一步提升市场空间。

图表28 2012-2017H1 泮托拉唑样本医院销售份额变化情况

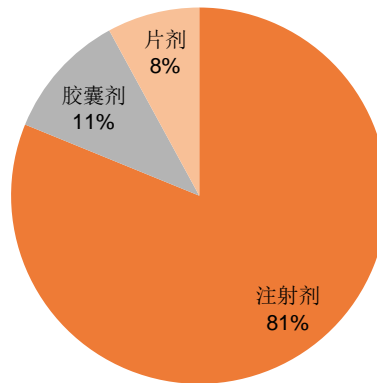


资料来源：PDB、平安证券研究所

■ 加大胶囊剂推广力度

2016 年泮托拉唑样本医院主要以注射剂为主，占比 81%，而胶囊剂和片剂分别占比 11%和 8%。从 CFDA 官网数据看泮托拉唑注射剂各规格药品批文达 115 种，竞争激烈，而胶囊剂则只有 20 种，竞争格局相对较好。且胶囊剂所采用的肠溶微丸技术要求较高，对新进入者具有较高壁垒。因此，公司目前积极推广胶囊剂型，打开新的成长空间。

图表29 2016 年泮托拉唑样本医院剂型分布情况



资料来源：PDB、平安证券研究所

从华东医药上半年销售来看，胶囊剂同比增长 40%左右，今年有望突破 4 亿元，而注射剂增速则仅仅 5%左右。

■ 海外认证提升国内竞争力

公司积极进行泮立苏粉针的 ANDA 认证，目前已经通过 FDA 的现场检查，正在等待最后的审核结果。公司进行海外认证的的目的主要有两个，一是提升对国内竞品的竞争优势，减轻在招标中的降价压力；二是进行制剂出口。对于泮立苏粉针来说，前者可能是更重要的原因，我们看好公司通过认证后市占率的进一步提升。

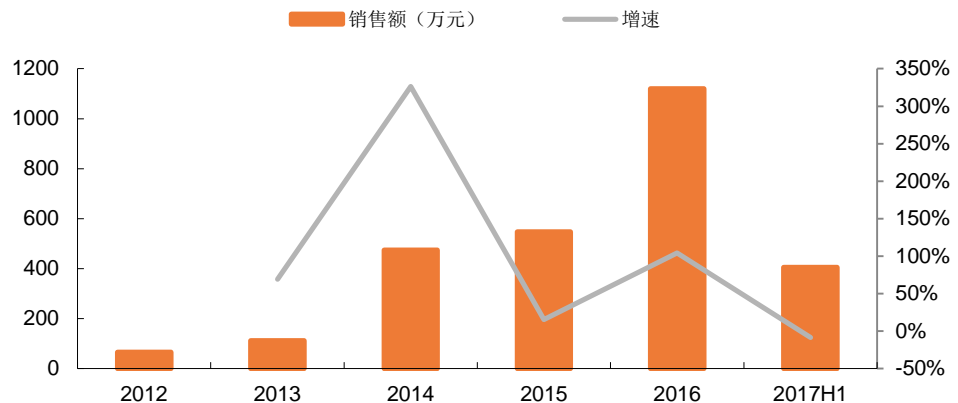
4.3 其他潜力品种

除了免疫和消化领域的产品，公司还包括达托霉素、地西他滨、吡喹酮等多个潜力品种，其中达托霉素潜在市场空间最大。

达托霉素是一种可以从玫瑰孢链球菌发酵衍生得到的一种新型环酯肽类抗生素，其作用机理与一般的抗生素不同，它主要是通过抑制细菌的细胞壁的主要成分——肽聚酶的生物合成过程来改变细菌细胞膜的性质，从机理上看达托霉素引起细菌耐药性的几率要比其它抗生素低得多，是目前治疗格兰仕阳性耐药菌感染的最佳治疗药物。现在临床上主要应用于 G+细菌引起的复杂皮肤感染和软组织感染、金黄色葡萄球菌菌血症的治疗、VRE 导管相关感染、MSSA 和 MRSA 引起的菌血症和右心感染性心内膜炎治疗等。

达托霉素最初是由礼来研发，于 1997 年转让给 Cubist 制药公司，2003 年获 FDA 批准用于临床，2014 年全球销售额达 12 亿-13 亿元，超出国际抗生素业界的预料。2010 年我国批准 Cubist 公司的达托霉素“达必信”上市，由于药价高且未进入医保国内销量始终无法与发达国家相比。从近几年销售情况来看，由于基数较小，样本医院销售额保持高速增长，2016 年销售额达到 1119.87 万元，同比增长 104.41%，2017 年上半年销售额有所下滑主要是由于仿制药的上市加剧了市场竞争，降低了药价，销售量同比增长了 4.6%。

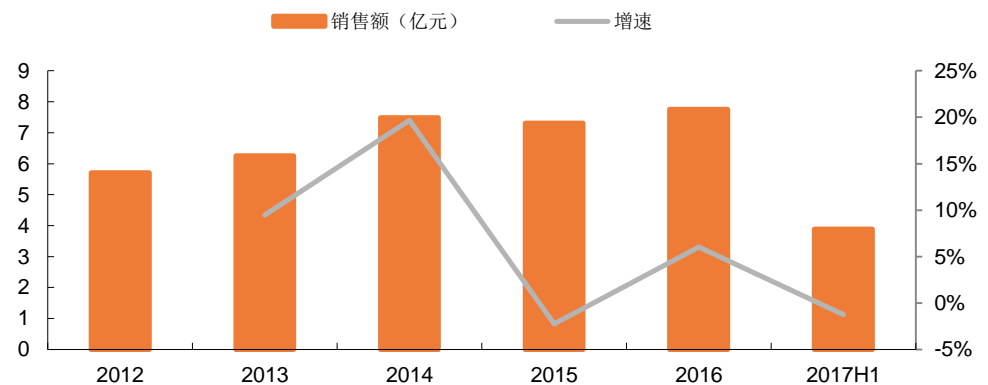
图表30 2012-2017H1 年达托霉素样本医院销售额及增速



资料来源: PDB、平安证券研究所

达托霉素的抗菌谱类似于万古霉素, 同类产品还有去甲万古霉素、替考拉宁等, 其中万古霉素曾被誉为对抗耐药性菌株感染的最后一道防线, 但在临床应用中渐渐失去了对付耐药微生物的能力。作为新一代超级抗生素, 达托霉素凭借较好的临床效果和不产生耐药性的优势有望逐步占据多肽类抗生素的市场空间。从 PDB 样本医院数据来看, 近几年多肽类抗生素销售额增速逐步下降, 在 2015 年首次出现负增长, 2016 年实现销售额 7.75 亿元, 同比增长 6.02%。而从美国的情况来看, 2014 年达托霉素就占据了美国注射型抗生素市场 85% 左右的份额, 因此达托霉素在我国的市场空间广阔, 未来有望成为公司 5 亿元以上的重磅品种。

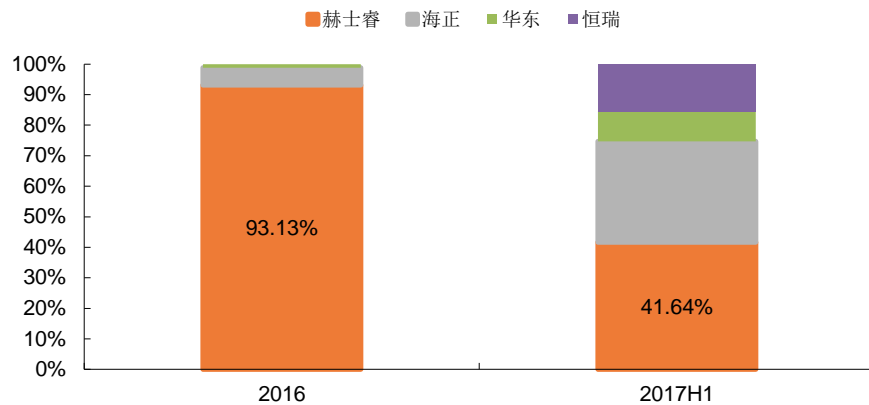
图表31 2012-2017H1 年多肽类抗生素样本医院销售额及增速



资料来源: PDB、平安证券研究所

从竞争格局来看, 目前国内除原研 Cubist 之外仅华东、恒瑞和海正三家企业生产, 其中华东和海正都是 2015 年 11 月获批, 恒瑞是在 2016 年 9 月获批。从样本医院占比来看, 原研份额被快速瓜分, 2016 年赫士睿占比 93.13%, 到 2017 上半年仅剩 41.64%, 看好华东逐步进行进口替代。

图表32 2016和2017H1样本医院多肽类抗生素市场份额



资料来源：PDB、平安证券研究所

此前原研打不开市场的主要原因是药品单价高，且未进入医保。2017年新版医保目录将达托霉素调入乙类药品，预计报销比例在70%-80%之间，大大减少了患者的经济负担。我们认为确切疗效+进口替代+医保报销三者叠加将共同促进达托霉素销售放量，未来市场空间值得期待。

五、在研产品储备丰富，不乏潜力品种

公司新药研发坚持“要么唯一，要么第一”的方针，继续在慢性肾病、免疫抑制剂、糖尿病及胃肠道用药等四大传统优势进行研发布局，同时向抗肿瘤、心脑血管治疗、抗重症感染、单抗药物等四大新领域积极拓展，通过自主研发和外部收购引进相结合，加快在八大产品领域形成系列化的产品集群。2017年上半年公司重点研发项目中，取得卡格列净二甲双胍复方片和达巴万辛及其冻干粉针2个新药临床批文，治疗晚期非小细胞肺癌的一类新药迈华替尼已开展Ib/IIa临床试验，治疗2型糖尿病的DPP-4一类新药HD118申报临床已获受理；其他在研项目中，复方奥美拉唑胶囊完成临床试验，下半年申报生产，卡泊芬净和米卡芬净开展发补资料研究。此外，公司受让了九源基因糖尿病重点品种利拉鲁肽，已开启一期药代研究工作。完成从新药研究院受让地西他滨原料药和注射剂生产文号的工作等等。

图表33 公司主要在研项目

治疗领域	项目名称	注册分类	适应症领域	研发进展
胃肠道用药	复方奥美拉唑碳酸氢钠复方	化药 3.2	胃溃疡	完成临床试验，17年下半年申报生产
	沃诺拉赞及片	化药 3.1	胃溃疡	获得临床批文，开展临床试验
	左泮托拉唑钠及注射液	化药 3.1	胃溃疡	获得临床批文，已制备临床样品，开始临床试验
心脑血管	磺达甘葵钠及注射液	化药 3+6	静脉血栓	完善资料，重新申报
抗肿瘤	迈华替尼片	化药 1.1	非小细胞肺癌	开展Ib/IIa临床试验
	波舒替尼及片	化药 3.1	白血病	获得临床批文，开展临床试验
	依鲁替尼及胶囊	化药 3.1	淋巴瘤等	获得临床批文，开展临床试验
	硼替佐米及注射剂	化药 3+6	多发性骨髓瘤	完善资料，重新申报

	索拉非尼及片	化药 3+6	肝癌	获得临床批文，开展临床试验
	厄洛替尼及片	化药 3+6	非小细胞肺癌	获得临床批文，开展 BE 试验
	米曲唑片	化药 6	乳腺癌	临床核查撤回品种，按新要求完成临床试验后重新申报
	阿那曲唑片	化药 6	乳腺癌	临床核查撤回品种，按新要求完成临床试验后重新申报
	依马替尼片	化药 6	白血病	获得临床批文，开展 BE 试验
糖尿病	HD-118 及片	化药 1.1	2 型糖尿病 (DPP-4 类)	已申报临床，审评中
	吡格列酮二甲双胍片 (15/850mg)	补充申请	2 型糖尿病	获得临床批文，开展临床试验
	百令疏肝胶囊	中药 6.1	肝病	IIa 期临床试验
	他克莫司缓释胶囊	化药 6	免疫抑制剂	获得临床批文，开展 BE 试验
	地特胰岛素	生物制品 7	长效胰岛素	临床前研究
	门冬胰岛素	生物制品 7	长效胰岛素	临床前研究
	德谷胰岛素	生物制品 7	长效胰岛素	临床前研究
	雷珠单抗	生物制品 2	黄斑变性	临床前研究
	利拉鲁肽	生物制品 10	2 型糖尿病，胰岛素类似物	受让获得临床批文，开展 1 期临床
		卡格列净及片	化药 3+3	2 型糖尿病
	曲格列汀及片	化药 3+3	2 型糖尿病	获得临床批文，开展临床试验
	卡格列净二甲双胍复方片	化药 3.2	2 型糖尿病	获得临床批文，开始临床试验
抗感染	卡泊芬净及注射剂	化药 3+6	抗真菌	开展发补研究
	米卡芬净及注射剂	化药 3+6	抗真菌	开展发补研究
	非达霉素及片	化药 3+3	超抗	获得临床批文，开展临床试验
	利奈唑胺片	化药 6	超抗	获得临床批文，开始临床试验
	达巴万星及冻干粉针	化药 3+3	超抗	获得临床批文，开始临床试验

资料来源：公司公告、平安证券研究所

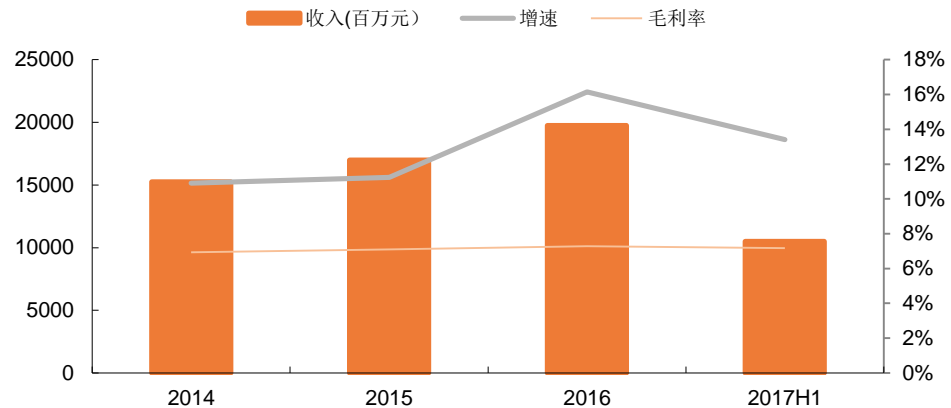
注：灰色部分为杭州华东医药集团新药研究院为公司定向研发品种

从公司研发管线可以看出公司后续产品储备丰富，尤其在抗肿瘤和糖尿病领域布局广泛。公司在研产品中不乏潜在重磅品种，如 1.1 类新药迈华替尼、新进医保的磺达甘葵钠、市场前景广阔的利拉鲁肽等。我们看好公司在研产品支撑业绩持续快速增长。

六、商业稳步增长，新业务模式布局成看点

公司浙江地区医药龙头，在浙江省占比达 20% 左右，公司在传统配送业务上的优势在于业务规模和覆盖浙江全省的经营网络。公司通过深耕浙江市场，坚持全产品（药品、药材、器械）、全客户（医疗、零售、分销）、批零一体化的模式，对接浙江“三流合一”新平台，不断提升市场占有率。公司商业发展保持稳定，2014-2016 年增速逐步提升，2016 年达到 16.16%；毛利率保持稳定，维持在 7% 左右。公司上半年完成了对舟山地区存德医药公司和岱山地区诚泰医药公司股权重组的签约，且其他地区的业务拓展和合作也在抓紧推进，看好“两票制”实施后公司市占率的进一步提升。

图表34 2014-2017H1 公司商业收入、增速及毛利率



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司在发挥传统优势的同时在医美和大健康领域精耕细作，其中华东宁波公司专注于创新和专业化推广，是商业模式成功转型的代表，其代理的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。此外，公司在零售连锁、供应链、电商和特色大健康板块等都积极布局。

- 零售连锁：积极探索产品+服务的发展道路，享受处方外流和分级诊疗，公司连锁药店主要布局在杭州，去年增加了十家左右，今年保持了良好增长；
- 供应链：公司快速发展第三方物流业务，整合各分、子公司物流资源，新启用的 TMS 项目弥补了公司在医药物流运输管理信息系统领域的空白。2016 年 11 月获得浙江药监局同意开展多仓协同运营试点工作的通知文件；
- 电商：华东医药商务网已成为国内最有影响力的医药 B2B 电商之一，既对接省集采平台，又支撑自身业务。2016 年全年完成销售 106 亿元，订单达 72 万余笔；
- 特色大健康板块：公司在原油华东健康馆、采薇坊中药香文化、悦可美容基础上，新设杏联诊所子公司，搭建“健康指针”医养护平台，串联医疗、养护、慢病管理的服务营销模式。

七、 盈利预测与投资评级

公司两大核心品种宝刀未老，二线品种提升空间广阔，同时研发管线厚积薄发，望持续输出增长动能。2017 年 3 季度业绩略有下降导致市场担忧，但我们仍坚定看好公司延续稳健的白马之路，维持 2017-2019 年 EPS 分别为 1.87、2.32 和 2.82 元的预测，对应 2017-2019 年的 PE 分别为 28.78、23.18 和 19.09 倍，维持“推荐”评级。

八、 风险提示

1. 核心品种销售不达预期；
2. 公司研发进度不达预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	11709	14457	16569	17960
现金	2661	4753	5341	5957
应收账款	4466	4709	5602	5898
其他应收款	30	46	39	55
预付账款	318	416	409	511
存货	3084	3091	3756	3809
其他流动资产	1150	1442	1423	1728
非流动资产	2747	2867	2987	3088
长期投资	65	85	106	127
固定资产	1850	1918	1991	2064
无形资产	491	478	470	453
其他非流动资产	342	386	420	444
资产总计	14456	17324	19556	21048
流动负债	5782	7553	8581	8428
短期借款	473	1718	2009	1429
应付账款	3353	3546	4103	4348
其他流动负债	1956	2289	2468	2651
非流动负债	1033	850	665	473
长期借款	1011	828	643	451
其他非流动负债	22	22	22	22
负债合计	6815	8403	9246	8900
少数股东权益	363	479	636	843
股本	486	972	972	972
资本公积	3436	2950	2950	2950
留存收益	3356	4322	5543	7059
归属母公司股东权益	7279	8441	9674	11304
负债和股东权益	14456	17324	19556	21048

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1347	1903	1922	2896
净利润	1535	1935	2415	2949
折旧摊销	217	225	251	280
财务费用	94	64	62	36
投资损失	-27	-12	-14	-15
营运资金变动	-507	-309	-793	-353
其他经营现金流	34	0	0	0
投资活动现金流	-614	-332	-358	-365
资本支出	467	99	99	79
长期投资	0	-20	-22	-21
其他投资现金流	-146	-253	-281	-307
筹资活动现金流	458	-725	-1267	-1335
短期借款	-1941	0	0	0
长期借款	-290	-183	-185	-192
普通股增加	52	486	0	0
资本公积增加	3416	-486	0	0
其他筹资现金流	-780	-542	-1082	-1142
现金净增加额	1191	847	297	1196

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	25380	28736	32292	36018
营业成本	19219	21552	23896	26401
营业税金及附加	132	144	161	180
营业费用	3299	3736	4166	4650
管理费用	759	862	1033	1117
财务费用	94	64	62	36
资产减值损失	47	47	54	62
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	27	12	14	15
营业利润	1856	2344	2933	3588
营业外收入	60	60	60	60
营业外支出	34	34	29	30
利润总额	1882	2374	2963	3618
所得税	347	439	548	669
净利润	1535	1935	2415	2949
少数股东损益	89	116	157	206
归属母公司净利润	1447	1819	2258	2742
EBITDA	2115	2584	3201	3851
EPS (元)	1.49	1.87	2.32	2.82

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	16.8	13.2	12.4	11.5
营业利润(%)	34.3	26.3	25.1	22.3
归属于母公司净利润(%)	31.9	25.7	24.1	21.4
获利能力				
毛利率(%)	24.3	25.0	26.0	26.7
净利率(%)	5.7	6.3	7.0	7.6
ROE(%)	20.1	21.7	23.4	24.3
ROIC(%)	17.6	17.1	19.1	21.7
偿债能力				
资产负债率(%)	47.1	48.5	47.3	42.3
净负债比率(%)	-15.0	-22.4	-24.0	-31.8
流动比率	2.0	1.9	1.9	2.1
速动比率	1.5	1.5	1.5	1.7
营运能力				
总资产周转率	2.0	1.8	1.8	1.8
应收账款周转率	6.3	6.3	6.3	6.3
应付账款周转率	6.2	6.2	6.2	6.2
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.49	1.87	2.32	2.82
每股经营现金流(最新摊薄)	1.16	1.96	1.98	2.98
每股净资产(最新摊薄)	7.49	8.68	9.95	11.63
估值比率				
P/E	36.19	28.78	23.18	19.09
P/B	7.19	6.20	5.41	4.63
EV/EBITDA	24.4	19.7	15.8	12.8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033