

日期: 2017年12月25日

行业: 医药商业



引入口服剂型 GLP-1 类药物 糖尿病管线再添重磅产品

分析师: 魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513090001

研究助理: 金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116070016

基本数据 (2017Q3)

报告日股价 (元)	53.36
12mth A 股价格区间 (元)	43.93-96.17
总股本 (百万股)	972.12
无限售 A 股/总股本	89%
流通市值 (亿元)	463.23
每股净资产 (元)	8.34
PBR (X)	6.40
DPS (Y2016, 元)	10 转 10 派 13.50

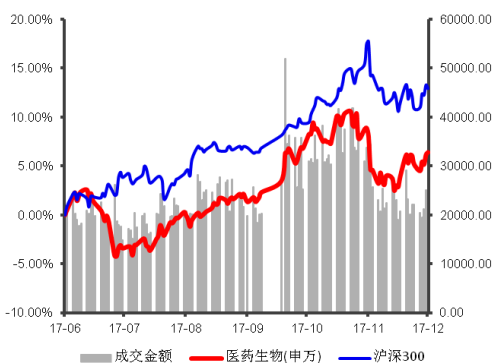
主要股东 (2017Q3)

中国远大集团有限责任公司	41.77%
杭州华东医药集团有限公司	16.46%
香港中央结算有限公司(陆股通)	1.61%

收入结构 (2017H1)

商业	74.6%
制造业	25.4%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: WY17-CT71

首次报告日期:

相关报告:

《华东医药 (000963) 2017 年三季度报点评: 业绩基本符合预期, 工业板块延续较快增长》
——2017 年 10 月 25 日

《华东医药 (000963) 2017 年中报点评: 工业

■ 公司动态事项

12月22日, 公司公告披露, 公司全资子公司中美华东通过许可协议的签署, 获得vTv公司研发的用于治疗2型糖尿病的全球首创药物TTP273于中国、韩国、澳大利亚等16个国家和地区的知识产权和商业权利的独家许可。

■ 事项点评

糖尿病领域在研管线再添重磅产品, 口服剂型 GLP-1 激动剂与利拉鲁肽注射液形成优势互补, 扩大糖尿病患者覆盖面

TTP273产品是非肽类、高选择性胰高血糖素样肽-1受体 (GLP-1r) 激动剂, 为vTv公司全球首创, 目前在美国已完成IIb期临床研究, 结果显示TTP273对降低糖尿病患者的糖化血红蛋白效果明显, 且耐受性良好。

目前上市的GLP-1及其类似物, 均为注射剂型, 其中利拉鲁肽2016年实现全球销售收入29.8亿美元, 在GLP-1市场中占61.7%, 处于绝对领先的地位。中美华东已于2017年6月以协议转让的形式获得了利拉鲁肽国内首家临床批文, 目前正在开展临床研究, 该品种通过谈判已纳入新版医保目录乙类范围。

本次引入的TTP273产品, 一方面可以与公司在研的利拉鲁肽注射液形成不同剂型的优势互补, 丰富糖尿病患者的用药选择, 满足更多糖尿病患者的需求; 另一方面, 当前GLP-1类注射剂型已形成多厂家申报的竞争格局, 而TTP273产品是口服剂型, 适用于不愿意接受注射或不适合进行注射的糖尿病患者, 同时具有方便服用、成本与注射剂型相比较低等竞争优势, 有利于公司进一步拓展国内糖尿病用药市场, 巩固公司在糖尿病领域的国内领先地位。

公司已初步形成糖尿病临床主流用药的全覆盖

公司目前已经形成了以阿卡波糖为主的糖尿病治疗领域系列用药, 并在仿制药的基础上积极开展创新药的研发, 在研的治疗糖尿病及其并发症的药物品种超过20个, 主要包括HD118 (DPP-4类一类新药)、卡格列净、曲格列汀、地特胰岛素、门冬胰岛素、德谷胰岛素、雷珠单抗等, 初步形成糖尿病临床主流用药的全覆盖。我们认为, 公司深耕糖尿病用药市场, 在研产品上市后凭借公司糖尿病领域的销售渠道有望实现快速放量, 带动公司整体业绩较快增长。

公司核心产品保持较快增长

公司持续强化在肾病、内分泌、免疫制剂、消化系统等专科领域

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责声明。

板块维持较快增速，在研品种进展顺利》
——2017年09月01日

的领导地位，分产品来看：1) 阿卡波糖受益于医保目录调整，由医保乙类调整为医保甲类，竞争力进一步提高，进口替代的比重逐步加大，叠加公司拓展销售渠道，我们预计阿卡波糖全年收入增速近30%；2) 百令胶囊受益于公司江东项目一期投产，有效缓解产能问题，叠加百令胶囊在2017版《国家医保目录》中由肿瘤辅助用药调整为补气养血剂，公司将百令胶囊的销售渠道由医院端向基层、OTC市场扩散，我们预计公司百令胶囊今年收入增速有望达到15%以上；3) 免疫抑制剂方面，公司拥有环孢素、吗替麦考酚酯、他克莫司等三个一线品种，预计全年整体增速超25%，新版医保目录中取消环孢素软胶囊和他克莫司胶囊的适应症限制，有利于公司拓展市场。

■ 风险提示

两票制、药品招标降价等行业政策风险；重点产品销售不及预期；产品研发进度不及预期风险；产品海外认证不及预期风险

■ 投资建议

未来六个月，维持“增持”评级

预计公司17、18年EPS为1.89、2.30元，以12月22日收盘价53.36元计算，动态PE分别为28.29倍和23.22倍。同类型可比上市公司17年市盈率中位值为25.28倍，公司市盈率高于行业平均水平。我们认为：1) 公司重点产品长期受益于医保目录调整，同时公司通过拓展科室、OTC市场等方式积极拓展销售渠道，未来几年内有望保持较快的销售增速；2) 公司拥有多个重磅产品储备，利拉鲁肽注射液目前已启动一期临床研究，迈华替尼已开展Ib/IIa临床试验，同时积极拓展重点产品的海外认证，未来有望持续为公司医药工业业务提供推动力；3) 公司作为浙江省医药商业龙头企业，拥有覆盖浙江全省的商业网络和深度渗透的基层终端市场网络，今年已完成对舟山存德医药、岱山诚泰医药的并购，进一步强化终端覆盖能力，“两票制”背景下有望提升市场份额。未来六个月，维持“增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至12月31日(¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	25,379.67	29,299.03	33,477.71	38,071.92
年增长率	16.81%	15.44%	14.26%	13.72%
归属于母公司的净利润	1,446.59	1,833.61	2,234.29	2,722.85
年增长率	31.88%	26.75%	21.85%	21.87%
每股收益(元)	1.49	1.89	2.30	2.80
PER(X)	35.86	28.29	23.22	19.05

注：有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,661	2,765	3,165	3,794
存货	3,084	3,227	3,930	4,125
应收账款及票据	5,453	6,229	7,119	8,061
其他	510	513	528	661
流动资产合计	11,709	12,733	14,742	16,641
长期股权投资	65	65	65	65
固定资产	1,850	2,008	2,195	2,385
在建工程	80	80	80	80
无形资产	491	430	368	307
其他	261	267	256	254
非流动资产合计	2,747	2,848	2,964	3,090
资产总计	14,456	15,582	17,706	19,731
短期借款	473	473	473	473
应付账款及票据	4,744	5,278	6,086	6,704
其他	565	514	505	562
流动负债合计	5,782	6,266	7,064	7,739
长期借款和应付债券	1,011	680	900	863
其他	22	21	22	22
非流动负债合计	1,033	701	922	885
负债合计	6,815	6,967	7,986	8,624
少数股东权益	363	363	363	363
股东权益合计	7,642	8,615	9,720	11,107
负债和股东权益总计	14,456	15,582	17,706	19,731
现金流量表 (单位: 百万元)				
指标	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	1,535	1,834	2,234	2,723
折旧和摊销	217	219	258	300
营运资本变动	(460)	(488)	(778)	(592)
经营活动现金流	1,347	1,587	1,735	2,444
资本支出	(110)	(315)	(384)	(428)
投资收益	27	29	32	35
投资活动现金流	(614)	(283)	(354)	(392)
股权融资	52	486	0	0
负债变化	(293)	0	0	0
股息支出	(656)	(938)	(1,131)	(1,336)
融资活动现金流	458	(1,201)	(980)	(1,422)
净现金流	1,191	103	400	630

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	25,380	29,299	33,478	38,072
营业成本	19,219	22,026	24,978	28,110
营业税金及附加	132	142	166	190
营业费用	3,299	3,941	4,519	5,140
管理费用	759	879	1,004	1,218
财务费用	94	52	53	48
资产减值损失	47	47	56	65
投资收益	27	29	32	35
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	1,856	2,241	2,734	3,336
营业外收支净额	26	28	31	34
利润总额	1,882	2,269	2,765	3,370
所得税	347	436	531	647
净利润	1,535	1,834	2,234	2,723
少数股东损益	89	0	0	0
归属母公司股东净利润	1,447	1,834	2,234	2,723

财务比率分析

指标	2016A	2017E	2018E	2019E
总收入增长率	16.81%	15.44%	14.26%	13.72%
EBITDA 增长率	23.66%	16.25%	21.19%	21.01%
EBIT 增长率	22.80%	17.54%	21.55%	21.42%
净利润增长率	31.88%	26.75%	21.85%	21.87%
毛利率	22.02%	28.27%	28.50%	29.06%
EBITDA/总收入	8.51%	8.57%	9.09%	9.68%
EBIT/总收入	7.69%	7.82%	8.32%	8.89%
净利润率	5.70%	6.26%	6.67%	7.15%
资产负债率	47.14%	44.71%	45.10%	43.71%
流动比率	2.03	2.03	2.09	2.15
速动比率	1.49	1.52	1.53	1.62
总资产回报率 (ROA)	10.62%	11.77%	12.62%	13.80%
净资产收益率 (ROE)	19.87%	22.22%	23.88%	25.34%
EV/营业收入	1.7	1.3	1.7	1.5
EV/EBITDA	15.7	20.1	16.5	13.5
PE	35.9	28.3	23.2	19.1
PB	7.1	6.3	5.5	4.8

分析师承诺

魏贇 金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。