

增持

——维持

华东医药 (000963)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期: 2018年04月02日

行业: 医药商业



工业板块维持较快增速 在研产品布局丰富

分析师: 金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518030001

基本数据 (2017Q4)

报告日股价 (元)	63.3
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)	549.52
每股净资产 (元)	8.63
PBR (X)	7.33
DPS (Y2016, 元)	10 转 5 派 7.2

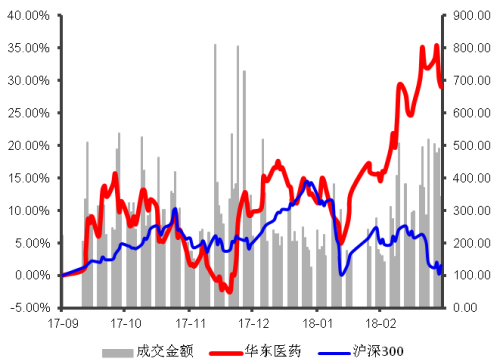
主要股东 (2017Q4)

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)	1.88%

收入结构 (2017)

商业	76.14%
制造业	23.86%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: JX18-CT09

首次报告日期:

相关报告:

《华东医药 (000963) 公司动态点评: DPP-4 抑制剂新药获批临床, 丰富糖尿病管线布局》
——2018 年 01 月 04 日

《华东医药 (000963) 公司动态点评: 引入口服剂型 GLP-1 类药物, 糖尿病管线再添重磅产品》
——2017 年 12 月 25 日

■ 公司动态事项

公司发布2017年度报告, 2017年利润分配预案为每10股派7.2元(含税), 转增5股。

■ 事项点评

工业板块维持较快增速, 商业板块受“两票制”影响收入增速放缓

公司2017年实现营业收入278.32亿元, 同比增长9.66%; 实现归母净利润17.80亿元, 同比增长23.01%。公司工业板块2017年实现收入66.42亿元, 同比增长17.70%, 毛利率为83.68%, 同比下降0.88个百分点。分产品来看: 1) 核心产品百令胶囊和阿卡波糖片销售额均超20亿元, 其中阿卡波糖片销售增速在30%左右, 百令胶囊销售增速在15%左右; 2) 免疫抑制剂方面, 公司拥有环孢素、吗替麦考酚酯、他克莫司等一线品种用药, 2017年受益于新版医保目录扩大适应症后加速进口替代等因素, 销售增速均高于2016年; 3) 消化道类产品方面, 公司泮托拉唑拥有粉针、肠溶胶囊两种剂型, 2017年销售增长稳健, 预计2018年销售收入有望达到10亿元。公司全资子公司中美华东2017年实现收入、净利润分别为66.13亿元、13.36亿元, 同比分别增长21.72%、21.57%。我们认为, 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, 工业板块有望维持较快增速。

公司商业板块2017年实现收入211.90亿元, 同比增长7.36%, 同比增速下降8.80个百分点, 毛利率为7.43%, 同比上升0.14个百分点, 收入增速放缓的主要原因是浙江省2017年11月实施“两票制”, 公司2017Q4调拨业务大幅减少。我们认为, 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, 随着“两票制”等政策影响逐步消化且公司拓展纯销业务比例, 商业板块收入增速有望回升提升且扩大公司在浙江省内医药分销市场的占有率。

持续加大研发费用支出, 初步形成糖尿病临床主流用药的全覆盖

公司2017年用于研发方面的支出总额达4.72亿元, 同比增长74.84%。公司2017年持续推进重点研发项目: 迈华替尼已结束I期临床试验, 正在开展II期临床方案设计; DPP-4类一类新药HD118获得临床批文, 即将开展临床试验; 复方奥美拉唑胶囊完成临床试验, 在2017年底申报生产; 正在开展从华东医药集团新药研究院受让百令片生产文号以及从九源基因受让利拉鲁肽减肥适应症的临床批文相关工作。

公司2017年通过中美华东先后引进利拉鲁肽、TTP273等多个重磅产品，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、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。我们认为，公司初步形成糖尿病临床主流用药的全覆盖，并积极拓展抗肿瘤、心脑血管、超抗等大病治疗领域，预计2018年研发费用支出同比增长30%以上，未来随着在研产品陆续揭盲，有望带动公司整体业绩较快增长。

■ 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

■ 投资建议

未来六个月，维持“增持”评级

结合2017年报我们调整公司18、19年EPS至2.25、2.83元，以3月29日收盘价63.30元计算，动态PE分别为28.09倍和22.39倍。同类型可比上市公司18年市盈率中位值为20.93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，工业板块有望保持较快的业绩增速；2) 在研产品丰富，公司持续推进新药研发并加大研发投入，长期来看为公司业绩增长提供推动力；3) 商业板块方面，公司积极拓展纯销业务比例，收入增速有望回暖。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)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	27,831.82	31,096.09	35,051.96	39,857.39
年增长率	9.66%	11.73%	12.72%	13.71%
归属于母公司的净利润	1,779.51	2,190.71	2,748.73	3,399.83
年增长率	23.01%	23.11%	25.47%	23.69%
每股收益(元)	1.83	2.25	2.83	3.50
PER(X)	34.58	28.09	22.39	18.10

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	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,505	3,576	4,557	5,979
存货	3,406	3,776	4,222	4,764
应收账款及票据	5,897	6,784	7,510	8,744
其他	984	706	734	959
流动资产合计	12,793	14,842	17,023	20,446
长期股权投资	75	75	75	75
固定资产	1,977	2,061	2,131	2,092
在建工程	201	201	201	201
无形资产	610	540	470	401
其他	331	307	302	307
非流动资产合计	3,194	3,185	3,180	3,076
资产总计	15,987	18,027	20,203	23,522
短期借款	376	424	191	29
应付账款及票据	4,948	5,776	6,165	7,251
其他	789	593	683	690
流动负债合计	6,113	6,793	7,039	7,970
长期借款和应付债券	992	990	990	991
其他	73	39	45	52
非流动负债合计	1,066	1,029	1,035	1,043
负债合计	7,178	7,822	8,075	9,013
少数股东权益	416	416	416	416
股东权益合计	8,809	10,205	12,129	14,509
负债和股东权益总计	15,987	18,027	20,203	23,522

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,888	2,191	2,749	3,400
折旧和摊销	280	307	344	373
营运资本变动	(870)	(379)	(702)	(903)
经营活动现金流	1,661	2,129	2,381	2,826
资本支出	(119)	(321)	(344)	(264)
投资收益	18	19	21	23
投资活动现金流	(1,006)	(302)	(323)	(241)
股权融资	486	486	0	0
负债变化	(21)	0	0	0
股息支出	0	(876)	(825)	(1,020)
融资活动现金流	(912)	(756)	(1,077)	(1,163)
净现金流	(257)	1,071	981	1,422

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	27,832	31,096	35,052	39,857
营业成本	20,562	22,752	25,335	28,465
营业税金及附加	163	164	191	220
营业费用	3,729	4,182	4,697	5,381
管理费用	1,068	1,213	1,367	1,554
财务费用	47	29	12	(20)
资产减值损失	26	45	49	50
投资收益	18	19	21	23
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	2,341	2,730	3,422	4,230
营业外收支净额	(17)	(19)	(20)	(22)
利润总额	2,324	2,711	3,402	4,208
所得税	436	521	653	808
净利润	1,888	2,191	2,749	3,400
少数股东损益	109	0	0	0
归属母公司股东净利润	1,780	2,191	2,749	3,400

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入增长率	9.66%	11.73%	12.72%	13.71%
EBITDA 增长率	19.12%	19.11%	23.25%	21.30%
EBIT 增长率	18.02%	19.85%	24.47%	22.59%
净利润增长率	23.01%	23.11%	25.47%	23.69%
毛利率	22.02%	28.27%	28.50%	29.06%
EBITDA/总收入	9.25%	9.86%	10.78%	11.50%
EBIT/总收入	8.27%	8.87%	9.80%	10.56%
净利润率	6.39%	7.04%	7.84%	8.53%
资产负债率	44.90%	43.39%	39.97%	38.32%
流动比率	2.09	2.18	2.42	2.57
速动比率	1.54	1.63	1.82	1.97
总资产回报率 (ROA)	11.81%	12.15%	13.61%	14.45%
净资产收益率 (ROE)	21.20%	22.38%	23.47%	24.12%
EV/营业收入	1.3	1.8	2.9	2.5
EV/EBITDA	20.0	29.5	23.6	19.1
PE	34.6	42.1	33.6	27.1
PB	7.3	9.4	7.9	6.5

分析师承诺

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。