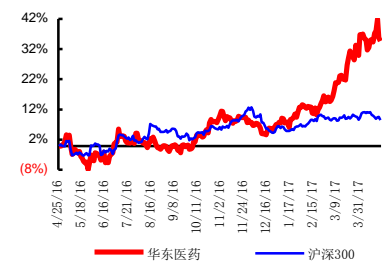


华东医药(000963)/医药商业
业绩符合预期，中报增速有望加快
评级：买入(维持)
市场价格：91.2
目标价格：100
分析师：江琦
执业证书编号：S0740517010002
电话：021-20315150
Email：jiangqi@r.qlzq.com.cn
联系人：张天翼
Email：zhangty@r.qlzq.com.cn
基本状况

总股本(百万股)	486
流通股本(百万股)	434
市价(元)	91.2
市值(百万元)	44,329
流通市值(百万元)	39,586

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 华东医药(000963)公司点评：业绩超预期+高送转高现金分红，产品梯队日渐丰富-买入-(中泰证券_江琦、张天翼)-20170308
- 2 20170203 华东医药(000963)-公司深度研究：优质仿制药企业再认识：丰富的产品线梯队-买入-(中泰证券_江琦)

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21,727	25,380	29,328	33,393	37,552
增长率 yoy%	14.67%	16.81%	15.56%	13.86%	12.45%
净利润	1,097	1,447	1,842	2,341	2,949
增长率 yoy%	44.97%	31.88%	27.34%	27.08%	25.97%
每股收益(元)	2.53	2.98	3.79	4.82	6.07
每股现金流量	1.52	2.77	3.55	4.49	6.24
净资产收益率	36.92%	19.87%	21.76%	21.66%	21.44%
P/E	32.43	24.22	24.06	18.92	15.02
PEG	0.72	0.76	0.79	0.63	0.52
P/B	11.97	4.81	4.70	3.68	2.89

备注：

投资要点

- **事件：2017Q1，公司实现收入 71.49 亿元、净利润 5.44 亿元、扣非净利润 5.34 亿元、同比分别增长 15.95%、25.11%和 25.55%。**经营性现金净流量-8.81 亿元，同比下降 42.49%，主要是由于营改增，支付 5.95 亿税费(+50.68%)。EPS 1.12 元。业绩符合预期。我们预计公司医药工业业绩增速 25%以上；医药商业由于招标价格联动、二次议价等因素，对业绩造成 1000 万元左右阶段性影响。预计公司中报增速将加快（一季度给医院垫款补差价，二季度和厂家结算），有望实现 30%左右增长。
- **预计医药工业利润保持 25%以上强劲增长。**我们预计公司主力品种百令胶囊同比增长 18%左右（Q1 受医保目录调整预期，经销商担心百令受限、拿货谨慎。预计公司百令胶囊后续增长有望加快）、阿卡波糖同比增长 26%左右；二线品种洋托拉唑同比增长 15%左右，他克莫司同比增长 30%以上，吗替麦考酚酯同比增长 20%以上，环孢素同比增长 10%以上。公司主力品种、二线品种是公司业绩增长的基石。达托霉素、吡喹酮等新进医保品种随着各省医保目录调整逐步落地，2017 有望步入快速增长期。
- **医药商业收入保持快速增长，利润受到阶段性影响，中报将恢复正常。**我们预计公司医药商业收入同比增长 13%以上，净利润同比增长不到 10%。利润增速低于收入的原因是由于 2016 年底/2017 年初招标价格联动、二次议价等因素，对公司医药商业业绩造成 1000 万元左右阶段性影响，预计中报将恢复正常增速（一季度给医院垫款补差价，二季度和厂家结算）。
- **毛利率、费用率保持稳定。**2017Q1，公司毛利率 28.15%，同比微降 0.11 个百分点；销售费用率 15.76%，同比微升 0.18 个百分点；管理费用率 2.37%，同比下降 0.51 个百分点，主要是由于江东基地投产，部分成本（预计 1000 万元左右）由管理费用转为营业成本；财务费用率 0.16%，同比下降 0.26 个百分点，主要是由于有息负债减少、存款利息增加。
- **盈利预测与估值：**预计 2017-2019 年公司收入分部为 293 亿、334 亿和 376 亿，同比增长 15.56%、13.86%和 12.45%，归母净利润分别为 18.42 亿、23.41 亿和 29.49 亿，同比增长 27.34%、27.08%和 25.97%。公司业绩确定性强、产品梯队丰富、现金充足有外延预期，维持“买入”评级。
- **风险提示：**核心品种收入增速不达预期；新产品研发不达预期。

图表 1: 华东医药分季度财务数据 (百万元)

	2015-1Q	2015-2Q	2015-3Q	2015-4Q	2016-1Q	2016-2Q	2016-3Q	2016-4Q	2017-1Q
营业收入	5,211.44	5,172.06	5,772.86	5,571.03	6,165.70	6,077.93	6,676.32	6,459.72	7,149.35
营收同比增长	15.73%	12.24%	13.88%	16.86%	18.31%	17.51%	15.65%	15.95%	15.95%
营收环比增长		-0.76%	11.62%	-3.50%	10.67%	-1.42%	9.85%	-3.24%	10.68%
营业成本	3,796.41	3,972.41	4,453.77	4,295.20	4,422.91	4,586.60	5,136.84	5,072.76	5,136.46
营业费用	774.13	537.22	764.82	693.29	960.91	719.47	902.12	716.13	1,126.91
管理费用	127.92	156.80	165.95	271.36	177.71	205.14	125.90	250.56	169.78
财务费用	49.90	52.72	48.97	54.26	25.69	24.78	26.91	16.70	11.22
营业利润	432.76	412.28	318.27	219.21	545.90	509.42	462.62	338.55	667.02
利润总额	427.90	410.89	345.65	235.51	549.19	505.07	469.07	358.94	687.17
所得税	74.08	74.30	63.31	56.09	96.73	95.85	75.35	78.93	122.47
归母净利润	343.98	322.61	260.82	169.50	434.84	388.25	372.22	251.28	544.01

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 华东医药盈利预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	18,947	21,727	25,380	29,328	33,393	37,552
增长率	13.34%	14.7%	16.8%	15.6%	13.9%	12.5%
营业成本	-14,783	-16,518	-19,219	-21,999	-24,748	-27,359
% 销售收入	78.0%	76.0%	75.7%	75.0%	74.1%	72.9%
毛利	4,165	5,210	6,161	7,329	8,645	10,193
% 销售收入	22.0%	24.0%	24.3%	25.0%	25.9%	27.1%
营业税金及附加	-87	-104	-132	-152	-173	-195
% 销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-2,128	-2,769	-3,299	-3,857	-4,458	-5,070
% 销售收入	11.2%	12.7%	13.0%	13.2%	13.4%	13.5%
管理费用	-618	-722	-759	-880	-1,002	-1,127
% 销售收入	3.3%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	1,331	1,614	1,971	2,440	3,012	3,802
% 销售收入	7.0%	7.4%	7.8%	8.3%	9.0%	10.1%
财务费用	-154	-206	-94	-9	73	86
% 销售收入	0.8%	0.9%	0.4%	0.0%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-27	-34	-47	-41	-42	-43
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	8	27	14	16	19
% 税前利润	0.6%	0.6%	1.4%	0.6%	0.5%	0.5%
营业利润	1,157	1,383	1,856	2,404	3,059	3,864
营业利润率	6.1%	6.4%	7.3%	8.2%	9.2%	10.3%
营业外收支	16	37	26	26	30	27
税前利润	1,173	1,420	1,882	2,431	3,089	3,891
利润率	6.2%	6.5%	7.4%	8.3%	9.2%	10.4%
所得税	-230	-268	-347	-448	-569	-717
所得税率	19.6%	18.9%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%
净利润	943	1,152	1,535	1,983	2,520	3,174
少数股东损益	186	55	89	141	179	225
归属于母公司的净利润	757	1,097	1,447	1,842	2,341	2,949
净利率	4.0%	5.0%	5.7%	6.3%	7.0%	7.9%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,005	1,487	2,661	2,750	4,452	7,628
应收款项	3,871	4,666	5,453	5,768	6,600	7,404
存货	1,815	2,423	3,084	3,152	3,546	3,920
其他流动资产	277	382	510	556	602	645
流动资产	6,968	8,957	11,709	12,226	15,200	19,597
% 总资产	77.4%	78.5%	81.0%	81.2%	84.3%	87.5%
长期投资	143	157	169	169	169	169
固定资产	1,424	1,754	1,931	1,974	1,935	1,865
% 总资产	15.8%	15.4%	13.4%	13.1%	10.7%	8.3%
无形资产	312	410	520	563	602	636
非流动资产	2,040	2,460	2,747	2,834	2,834	2,798
% 总资产	22.6%	21.5%	19.0%	18.8%	15.7%	12.5%
资产总计	9,007	11,417	14,456	15,060	18,034	22,395
短期借款	2,082	2,472	502	-1,498	-1,098	-698
应付款项	3,790	4,059	4,785	5,295	5,889	6,558
其他流动负债	407	319	496	1,222	640	714
流动负债	6,279	6,850	5,782	5,018	5,430	6,574
长期贷款	191	314	21	21	21	21
其他长期负债	18	1,010	1,011	1,052	1,094	1,137
负债	6,489	8,174	6,815	6,092	6,546	7,733
普通股股东权益	2,267	2,971	7,279	8,464	10,805	13,754
少数股东权益	252	272	363	504	683	908
负债股东权益合计	9,007	11,417	14,456	15,060	18,034	22,395

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	1.743	2.527	2.976	3.790	4.816	6.067
每股净资产 (元)	5.223	6.845	14.975	17.414	22.231	28.298
每股经营现金净流 (元)	1.707	1.517	2.771	3.554	4.486	6.244
每股股利 (元)	0.000	0.000	1.350	1.350	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	33.38%	36.92%	19.87%	21.76%	21.66%	21.44%
总资产收益率	8.42%	9.63%	10.02%	12.28%	13.06%	13.26%
投入资本收益率	29.37%	24.37%	25.42%	35.79%	36.24%	43.21%
增长率						
营业总收入增长率	13.34%	14.67%	16.81%	15.56%	13.86%	12.45%
EBIT 增长率	24.99%	21.21%	22.13%	23.82%	23.43%	26.21%
净利润增长率	31.60%	44.97%	31.88%	27.34%	27.08%	25.97%
总资产增长率	17.33%	26.75%	26.68%	4.18%	19.75%	24.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.6	56.6	58.3	57.4	57.9	57.7
存货周转天数	43.6	46.8	52.3	52.3	52.3	52.3
应付账款周转天数	58.3	58.2	58.4	58.3	58.4	58.3
固定资产周转天数	18.5	19.1	22.4	24.3	23.9	23.2
偿债能力						
净负债/股东权益	50.36%	70.49%	-15.04%	-36.10%	-39.52%	-49.90%
EBIT 利息保障倍数	8.6	7.8	20.9	266.3	-41.5	-44.1
资产负债率	71.98%	71.53%	47.06%	40.20%	35.93%	34.09%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	943	1,152	1,535	1,983	2,520	3,174
少数股东损益	0	0	0	141	179	225
非现金支出	165	198	264	318	368	423
非经营收益	117	147	55	-62	-103	-86
营运资金变动	-484	-838	-507	152	-604	-477
经营活动现金净流	741	659	1,347	2,530	2,359	3,260
资本开支	324	366	466	337	295	317
投资	-502	-458	-21	0	0	0
其他	12	5	-126	14	16	19
投资活动现金净流	-815	-819	-614	-323	-279	-298
股权筹资	0	10	3,470	0	0	0
债权筹资	596	1,497	-2,263	-2,000	400	400
其他	-388	-879	-749	22	-599	39
筹资活动现金净流	208	629	458	-1,978	-199	439
现金净流量	134	468	1,191	229	1,881	3,401

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。