

业绩符合预期， 持续高增长表现靓丽

华东医药（000963）

推荐 维持

核心观点：

1. 事件

公司前三季度实现营业总收入 161.56 亿元，较上年同期增长 13.94%，归属于母公司所有者的净利润 9.27 亿元，较上年同期增长 69.07%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 9.12 亿元，较上年同期增长 68.78%，实现 EPS 2.14 元；公司三季度单季度实现营业总收入 57.73 亿元，较上年同期增长 13.88%，归属于母公司所有者的净利润 2.61 亿元，较上年同期增长 63.74%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.55 亿元，较上年同期增长 68.62%。

2. 我们的分析与判断

（一）业绩符合预期继续高歌猛进，多因素致高增长

公司前三季度业绩继续呈现高增长态势，相比上半年，增速保持相对稳定状态。

公司前三季度业绩增速为 69.07%，符合预期，继上半年以来表现增速持续实现高增长，我们认为主要有两个影响因素：中美华东少数股东权益并表（2014 年 9 月完成并表，同比第三季度有 2 个月影响）和税率调整因素，剔除两项因素影响，预计公司整体业绩增速在 25-30%之间。三季度单季度业绩增速比上半年增速有所下降是因为并表因素影响，去年 9 月完成并表，并表环比少一个月影响，故略有下降。

拆分来看，中美华东收入端估计增速仍在 25%以上，从样本医院终端数据推断，我们估计百令胶囊增速在 25-30%（未来高增长驱动因素：科室拓展、OTC 拓展、产能释放）、阿卡波糖增速在 35%以上（未来高增长驱动因素：基层放量、进口替代、咀嚼片逐步放量），泮托胶囊增速在 20%左右，免疫抑制剂系列产品线增速在 20%左右（增长驱动因素：器官移植市场逐步复苏、未来进大病医保），在研产品方面，预计达托霉素和磺达肝葵钠有望陆续在今年下半年及明年上半年获批；商业端口增速在 10%以上，整体略微受到招标政策扰动，但是全年仍有望保持 10%以上增速，代理玻尿酸业务仍处于放量高速增长阶段，前三季度估计超过 1 亿，预计全年仍有望高速增长。另外，公司商业方面正在积极探索创新，我们认为值得重点关注，公司将变传统商业为现代服务业，将逐步脱离单纯的药品配送模式，在大健康、综合药事服务等方向进行探索，公司正在逐步尝试布局的健康体验馆、中药香文化、名医馆、居家养老等均有有望成为未来亮点。

三大费用率方面，销售费用率同比上升 1.72 个百分点，比中报上升 0.22 个百分点；管理费用率同比下降 0.06 个百分点，比中报上升 0.05 个百分点；财务费用率同比上升 0.14 个百分点，比中报下降 0.05 个百分点，公司三大费用率指标相对稳定健康。

分析师

☎：李平祝
✉：lipingzhu@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130515040001

特此鸣谢

张金洋

☎：(8610) 83574546
✉：zhangjinyang@chinastock.com.cn
对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2015.10.21

A 股收盘价(元)	72.10
A 股一年内最高价(元)	88.00
A 股一年内最低价(元)	48.17
上证指数	3320.68
市净率	11.17
总股本(亿股)	4.34
实际流通 A 股(亿股)	4.34
流通 A 股市值(亿元)	313

相关研究

华东医药（000963）中报点评：业绩持续高增长，再融资启动开启新时代 2015-08-14

（二）参与 UCB 子公司竞标，国际化战略意义深远

公司于 8 月 29 日发布公告,将参与美国仿制药公司 Kremers Urban 股权收购竞标,Kremers Urban 是 UCB 子公司,主要是仿制药业务,在售近 20 个品种,大部分品种是缓控释制剂,其在这块有一定优势。我们认为华东此次参与竞标的意义不仅仅在于品种的补充和业绩体量的扩增,更重要的是国际化战略向前的具备里程碑式意义的一步,虽然最后未成功(我们推测更多可能是由于手续交割时间过长,而 UCB 对现金需求时间要求更短,最终未达成一致),但这代表着华东从战略上已经开启了国际化发展之路,国内龙头有望逐步走向世界。

（三）大股东、二股东全额参与增发，再融资启动，新时代开启

公司于 2015 年 8 月 4 日发布向控股股东中国远大集团及第二大股东华东医药集团合计非公开发行 5199.82 万股,募集资金总额不超过 35 亿元的定向增发预案,价格 67.31 元/股,全部用于补充流动资金,其中控股股东远大集团拟认购 32.94 亿元,二股东华东医药集团拟认购 2.06 亿元。我们认为意义如下:第一,改善公司财务结构,缓解公司财务压力;第二,彰显大股东和二股东对公司未来长期发展坚定信心;第三,手握大量现金,外延式发展有望开启。综上,此次增发有望作为里程碑事件开启华东发展新时代。

3、盈利预测与投资建议

预计 2015-2017 年摊薄后 EPS 分别为 2.62、3.28、4.07 元,以 10 月 21 日股价计算,对应 PE 分别为 28、22、18 倍。我们认为,公司拥有百令胶囊和阿卡波糖两大重磅品种,未来两年工业部分仍有望快速增长,商业部分亮点颇多,值得期待。公司此次大股东二股东全额参与增发,再融资启动,公司有望进入新的发展时代。另外,报告期内公司参与竞标 UCB 仿制药子公司,国际化战略之路开启,未来可期。我们看好公司长期发展,维持“推荐”评级。

4、风险提示

主导品种招标降价风险;商业创新推进速度低于预期。

主要财务指标

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	16717.99	18947.38	21635.97	24429.07	27122.50
营业收入增长率	14.67%	13.34%	14.19%	12.91%	11.03%
净利润（百万元）	574.98	756.67	1135.19	1422.85	1764.80
净利润增长率	22.35%	31.60%	50.02%	25.34%	24.03%
EPS（元）	1.32	1.74	2.62	3.28	4.07
P/E	54	41	28	22	18
P/B	12.2	13.8	9.6	7.0	5.2
EV/EBITDA	27.84	22.92	17.44	14.50	11.44

资料来源：中国银河证券研究部

附表 1: 公司财务报表 (百万元)

指标(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	指标(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	630	624	216	491	2,368	营业收入	16718	18947	21636	24429	27122
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	13341	14783	16617	18373	20255
应收账款	3,211	3,828	3,976	4,836	4,947	营业税金及附加	67	87	99	112	125
预付款项	207	257	228	308	283	销售费用	1740	2128	2488	3029	3282
其他应收款	33	43	44	54	55	管理费用	504	618	757	855	949
存货	1715	1815	2097	2228	2540	财务费用	121	154	151	153	149
长期股权投资	72	47	47	47	47	资产减值损失	26	27	27	27	27
固定资产净额	905	1014	1195	966	738	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
在建工程	245	410	0	0	0	投资收益	7	7	0	0	0
无形资产净值	318	290	241	192	143	营业利润	925	1157	1496	1879	2335
递延所得税资产	40	118	118	118	118	营业外净收入	17	16	18	18	18
资产总计	7408	8582	8292	9364	11359	税前利润	942	1173	1514	1897	2353
短期借款	1570	2067	372	0	0	所得税	195	230	378	474	588
应付票据	0	1	2	3	4	净利润增长率	20%	26%	20%	25%	24%
应付账款	2451	2723	3181	3347	3849	归属母公司净利润	575	1	1	1	2
预收款项	23	55	20	65	29	少数股东损益	173	214	273	348	429
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	基本每股收益	1.325	1.743	2.615	3.278	4.066
应交税费	0	1	2	3	4	摊薄每股收益	1.325	1.743	2.615	3.278	4.066
其他应付款	238	1011	1011	1011	1011	指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
一年内到期的非长期借款	0	1	2	3	4	成长性					
长期借款	100	191	191	191	191	收入增长率	15%	13%	14%	13%	11%
长期应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	22%	32%	50%	25%	24%
专项应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	16%	24%	20%	21%	22%
其他非流动负债	11	0	0	0	0	盈利能力					
负债合计	4,393	6,063	4,790	4,630	5,096	毛利率	20%	22%	23%	25%	25%
所有者权益合计	3,015	2,519	3,502	4,734	6,263	净利率	4%	5%	5%	6%	7%
现金流量表 (百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EBITDA/营业收入	7%	8%	8%	9%	10%
净利润	748	943	1135	1423	1765	ROE (摊薄)	22%	33%	35%	32%	29%
折旧与摊销		138	1493	837	2078	ROIC	25%	25%	27%	36%	38%
经营活动现金流	478	753	1493	837	2078	估值指标					
投资活动现金流	-328	-815	13	13	13	P/E	54.43	41.36	27.57	22.00	17.73
融资活动现金流	-31	208	-1914	-575	-215	P/S	1.87	1.65	1.45	1.28	1.15
净现金流	119	147	-407	275	1877	P/B	12.16	13.80	9.63	6.98	5.21
期初现金余额		837	624	216	491	EV/EBITDA	27.84	22.92	17.44	14.50	11.44
期末现金余额		624	216	491	2368	股息收益率	0%	1%	0%	1%	1%

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，行业证券分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn