

## 内生驱动持续高增长

## 再融资落地外延值得期待

华东医药 (000963)

推荐 维持

核心观点:

### 1. 事件

公司 2015 年实现营业总收入 217.27 亿元,较上年同期增长 14.67%,归属于母公司所有者的净利润 10.97 亿元,较上年同期增长 44.97%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 10.65 亿,较上年同期增长 44.24%,实现 EPS 2.53 元;公司四季度单季度实现营业总收入 55.71 亿元,较上年同期增长 16.86%,归属于母公司所有者的净利润 1.69 亿元,较上年同期下降 18.56%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.53 亿,较上年同期下降 22.73%。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 业绩基本符合预期,继续高歌猛进,并表因素致表观增速高增长

公司 2015 年全年业绩增速为 44.97%,基本符合预期,表观增速持续实现高增长,我们认为主要影响因素是中美华东少数股东权益并表(2014 年 9 月完成并表,全年影响 8 个月左右),剔除此项因素影响,预计公司整体业绩增速在 25-30%之间。四季度单季度业绩增速为负增长,主要是由于所税率税费变化所致(2014 年 Q4 变化)。

拆分来看,工业端实现收入 47.36 亿元,增速为 29%,核心子公司中美华东收入端(45.60 亿)增速为 29%,净利润端增速为 28%,维持高增长态势,从样本医院终端数据推断,我们估计百令胶囊增速在 30%左右(未来高增长驱动因素:科室拓展、OTC 拓展、产能释放)、阿卡波糖已突破 10 亿,增速在 35%-40%(未来高增长驱动因素:基层放量、进口替代、咀嚼片逐步放量),泮托拉唑增速在 15-20%,免疫抑制剂系列产品线增速在 25%以上(增长驱动因素:器官移植市场逐步复苏、未来进大病医保),核心产品皆维持高增长态势。达托霉素已经获批,是国内首家,2014 年全球销量超过 14 亿美元,预计国内未来至少是 5 亿级别以上品种。在研产品中,磺达肝葵有望在未来一两年内上市,作为重磅品种值得期待,另外埃索美拉唑、伊马替尼、卡泊芬净等报生产品种均值得重点关注与期待;商业收入端实现 169.91 亿元,增速 11.24%,虽然受到招标、二次议价等行业政策影响,仍然实现了较好的增速。公司正积极通过创新商业模式,变传统商业为现代服务业,构建西药、中药、器械、健康美容等核心产业和优势产业,致力于成为能提供“医药综合解决方案”的新型商业企业。公司大健康方面在 2015 年又有了新的突破进展,继健康馆、采薇坊、悦可医疗美容等健康产业项目后,公司“健康指针”居家医养服务平台项目也做出了初步尝试(希望为社会提供集健康管理、紧急求助、医护上门、生活服务等全方位一站式的居家医养服务),未来有望成为新的亮点。

### 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 2016.03.18

A 股收盘价(元)	69.72
A 股一年内最高价(元)	88.00
A 股一年内最低价(元)	60.35
上证指数	2955.15
市净率	5.49
总股本(亿股)	4.86
实际流通 A 股(亿股)	4.34
流通 A 股市值(亿元)	302

### 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  
华东医药(000963)三季报点评:业绩符合预期,持续高增长表现靓丽 2015-10-22

三大费用率方面，销售费用率同比上升 1.52 个百分点；管理费用率同比上升 0.06 个百分点；财务费用率同比上升 0.14 个百分点，公司三大费用率指标相对稳定健康。

## （二）大股东、二股东全额参与增发，再融资落地，新时代开启，外延值得期待

公司 2016 年 2 月 5 日增发股份上市，再融资落地完成，此次增发是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 35 亿元，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，尤其是外延方面值得重点关注与期待。

## 3、盈利预测与投资建议

预计 2016-2018 年摊薄后 EPS 分别为 2.88、3.61、4.47 元，以 3 月 17 日股价计算，对应 PE 分别为 24、19、16 倍。我们认为，公司拥有百令胶囊和阿卡波糖两大重磅品种，二线品种亦高速增长，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。公司大股东二股东全额参与增发，再融资落地，公司有望进入新的发展时代，外延发展方面值得重点关注和期待。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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	18947.38	21727.38	24650.34	27863.01	31444.06
营业收入增长率	13.34%	14.67%	13.45%	13.03%	12.85%
净利润（百万元）	756.67	1096.91	1399.51	1752.28	2173.09
净利润增长率	31.60%	44.97%	27.59%	25.21%	24.02%
EPS（元）	1.56	2.26	2.88	3.61	4.47
P/E	45	31	24	19	16
P/B	14.9	11.4	8.1	5.9	4.5
EV/EBITDA	22.21	18.77	14.79	12.20	9.36

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)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	指标(百万)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	624	1,191	476	815	3,096	营业收入	18947	21727	24650	27863	31444
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	14783	16518	18287	20231	22376
应收账款	3,828	4,629	4,493	5,818	5,818	营业税金及附加	87	104	118	134	151
预付款项	257	330	233	390	299	销售费用	2128	2769	3328	4040	4779
其他应收款	43	37	53	49	67	管理费用	618	722	819	926	1045
存货	1815	2423	2076	2901	2604	财务费用	154	206	142	82	52
长期股权投资	47	53	53	53	53	资产减值损失	27	34	34	34	34
固定资产净额	1014	1265	1671	1588	1505	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
在建工程	410	489	0	0	0	投资收益	7	8	0	0	0
无形资产净值	290	381	381	381	381	营业利润	1157	1383	1923	2417	3006
递延所得税资产	118	94	94	94	94	营业外净收入	16	37	37	37	37
资产总计	8582	11075	9707	12259	14088	税前利润	1173	1420	1960	2454	3043
短期借款	2067	2414	0	0	0	所得税	230	268	490	614	761
应付票据	0	1	2	3	4	净利润增长率	26%	22%	28%	25%	24%
应付账款	2723	3383	3165	4080	3933	归属母公司净利润	757	1	1	1	2
预收款项	55	58	40	71	54	少数股东损益	186	214	273	348	429
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	基本每股收益	1.557	2.257	2.879	3.605	4.471
应交税费	0	1	2	3	4	摊薄每股收益	1.557	2.257	2.879	3.605	4.471
其他应付款	1011	618	618	618	618	<b>指标</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
一年内到期的非长期借款	0	1	2	3	4	<b>成长性</b>					
长期借款	191	1301	1301	1301	1301	收入增长率	13%	15%	13%	13%	13%
长期应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	32%	45%	28%	25%	24%
专项应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	24%	22%	30%	21%	22%
其他非流动负债	0	0	0	0	0	<b>盈利能力</b>					
负债合计	6,063	7,832	5,181	6,127	5,964	毛利率	22%	24%	26%	27%	29%
所有者权益合计	2,519	3,243	4,526	6,132	8,124	净利润率	5%	5%	6%	7%	7%
<b>现金流量表 (百万)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	EBITDA/营业收入	8%	8%	9%	9%	10%
净利润	943	1152	1470	1841	2283	ROE (摊薄)	33%	37%	33%	31%	29%
折旧与摊销		164	1979	606	2575	ROIC	25%	30%	26%	34%	33%
经营活动现金流	753	680	1979	606	2575	<b>估值指标</b>					
投资活动现金流	-815	-819	28	28	28	P/E	44.79	30.89	24.21	19.34	15.59
融资活动现金流	208	629	-2722	-295	-322	P/S	1.79	1.56	1.37	1.22	1.08
净现金流	147	489	-715	339	2281	P/B	14.95	11.41	8.10	5.94	4.47
期初现金余额		971	1191	476	815	EV/EBITDA	22.21	18.77	14.79	12.20	9.36
期末现金余额		1191	476	815	3096	股息收益率	1%	0%	1%	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](http://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