

# 龙头主业持续稳健增长，百令基地投产+超级抗生素启动招标为下半年打开空间

2016年08月17日

首次覆盖/强烈推荐

华东医药

财报点评

——华东医药（000963）2016年中报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
		yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
张金洋	联系人		
		zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035

## 事件：

华东药业发布年中报，上半年实现营业收入 122.44 亿元，同比增长 17.91%；归属于上市公司股东的净利润 8.23 亿元，同比增长 23.48%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 8.13 亿元，同比增长 23.80%。实现 EPS 为 1.72 元。

公司 2016 年 Q2 实现营业收入 60.78 亿元，同比增长 17.51%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.88 亿元，同比增长 20.35%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 3.88 亿元，同比增长 23.49%。实现 EPS 为 0.80 元。

## 观点：

### 1、工业端核心品种维持高增速业绩基本符合预期，商业龙头有望受益“三流合一”

公司 Q2 收入端增速 17.51%，与 Q1 收入端增速 18.31% 相比之略微下降；业绩增速为 21.58%，与 Q1 业绩增速 27.88% 相比下降了 6.3 个百分点。上半年从国家到地方继续大力推进分级诊疗、医保控费以及控制医疗单位药占比，公司在诸多不利因素的影响下依旧维持了 20% 以上的增速，在医药板块中表现较为突出。

分业务构成来看，公司主要收入端依旧主要来自商业（商业收入 92.56 亿占比 75.6%，增速 16.73%，工业收入 29.75 亿，增速 21.81%），但毛利贡献主要来自工业端（商业毛利 6.9 亿占比 21.4%，工业毛利 25.35 亿）。公司商业端未来看点颇多，作为浙江省医药商业龙头，“三流合一”政策的实行有利于缩短公司回款周期，减轻公司财务压力。公司将持续利用工商业一体化优势，推进创新商业模式和创新业务如健康馆、医美等，全年有望保持。工业是公司主要利润来源，子公司中美华东收入 28.94 亿，增速 21.85%，净利润 6.74 亿，增速 21%，全年有望保持 20% 以上的增速。

分产品看，我们根据 IMS 终端数据测算估计阿卡波糖收入增速维持 30%以上高增长，百令胶囊收入 20%左右（受产能限制，下半年有望改善）虽然核心产品百令胶囊目前面临一定降价压力，但产品工艺成熟已有规模效应，毛利率基本保持稳定，随着公司在销售终端发力，未来仍将保持稳健增长。商业方面子公司宁波华东玻尿酸收入翻翻，未来随着代理产品线的不断丰富，有望继续维持较高增速。

财务指标方面销售费用率 13.72%，相比去年同期（12.63%）增长了 1.1%，销售费用率的增长主要是因为公司工业方面收入占比提升，不断加强销售力度和基层渠道建设。管理费用率 3.13%，相比去年同期（2.74%）增长了 0.38%，主要是研发费用和无形资产摊销增长所致。

## 2、百令基地投产+超级抗生素招标启动为下半年增长打开空间

华东百令原料基地一期扩产项目已于今年七月正式投产，将带来 1000-1200 吨虫草菌粉产能，可支撑 20 亿元以上制剂销售。具体产量还是会根据市场销售情况制定，但产能扩张和释放为百令胶囊在更广阔的基层市场拓展提供保障。在此基础上，公司华东项目二期已着手筹建，杭州祥符桥厂区的改造规划和江苏九阳产品生产及新药申报规划也已完成，并将在下半年同步实施推进。除此之外，公司去年首家获批的超级抗生素达托霉素已经启动招标，今年下半年有望形成销售，为公司未来业绩增长打开空间。

公司后续产品布局丰富，在抗肿瘤领域，公司申报的一类新药迈华替尼目前研发进度正常，处于一期临床，今年下半年有望进入二期临床；在心脑血管领域，公司布局的重要产品磺达肝癸钠目前在准备现场核查，有望在今年下半年获得生产批文，前景可期。

## 3、定增全面完成减轻财务压力、未来国际化外延值得期待

报告期内，公司全面完成了向股东中国远大集团和杭州华东医药集团的定向增发股份工作，35 亿定增充分显示了大股东对公司未来发展的信心，并且有效的改善了公司的资产状况，减轻了财务压力。公司积极寻求海外并购，国际化外延发展值得期待。

### 结论：

我们预计 2016-2018 年归母净利润分别为 13.94 亿元、17.16 亿元、20.67 亿元，增长分别为 27.12%、23.08%、20.46%。EPS 分别为 2.87、3.53、4.25，对应 PE 分别为 25x，20x，17x。公司工业核心品种高速增长，商业受益于“三流合一”，增发完成后资产状况改善，国际化外延值得期待。我们长期看好公司发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
<b>流动资产合计</b>	6968	8957	9441	10577	11839	<b>营业收入</b>	18947	21727	24650	27863	31444		
货币资金	1005	1487	1479	1672	1887	<b>营业成本</b>	14783	16518	18288	20231	22376		
应收账款	3104	3637	4052	4580	5169	营业税金及附加	87	104	222	251	283		
其他应收款	43	37	42	47	53	营业费用	2128	2769	3409	4062	4805		
预付款项	257	330	342	355	369	管理费用	618	722	986	1170	1393		
存货	1815	2423	2464	2726	3014	财务费用	154	206	0	0	0		
其他流动资产	19	51	28	28	28	资产减值损失	27.49	33.88	0.00	0.00	0.00		
<b>非流动资产合计</b>	2040	2460	2250	2130	2008	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	47	53	53	53	53	投资净收益	7.10	8.45	0.00	0.00	0.00		
固定资产	1014	1265	1185	1118	1069	<b>营业利润</b>	1157	1383	1745	2148	2588		
无形资产	290	381	343	305	267	营业外收入	43.52	63.68	0.00	0.00	0.00		
其他非流动资产	118	94	94	94	94	营业外支出	27.58	26.24	0.00	0.00	0.00		
<b>资产总计</b>	9007	11417	11691	12707	13847	<b>利润总额</b>	1173	1420	1745	2148	2588		
<b>流动负债合计</b>	6279	6850	7780	8107	8418	所得税	230	268	349	430	518		
短期借款	2067	2414	3248	3198	3092	<b>净利润</b>	943	1152	1396	1719	2070		
应付账款	2467	2799	3033	3356	3711	少数股东损益	186	55	2	2	3		
预收款项	55	58	62	65	70	归属母公司净利润	757	1097	1394	1716	2067		
一年内到期的非流	15	58	58	58	58	EBITDA	1699	2088	1863	2268	2710		
<b>非流动负债合计</b>	209	1324	56	56	56	<b>BPS (元)</b>	1.74	2.53	2.87	3.53	4.25		
长期借款	191	314	314	314	314	<b>主要财务比率</b>							
应付债券	0	987	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
<b>负债合计</b>	6489	8174	7836	8163	8474	<b>成长能力</b>							
少数股东权益	252	272	274	276	279	营业收入增长	13.34%	14.67%	13.45%	13.03%	12.85%		
实收资本(或股本)	434	434	486	486	486	营业利润增长	25.10%	19.50%	26.24%	23.09%	20.46%		
资本公积	13	20	20	20	20	归属于母公司净利润	31.60%	44.97%	27.12%	23.08%	20.46%		
未分配利润	1620	2272	2272	2272	2272	<b>获利能力</b>							
归属母公司股东权益	2267	2971	3581	4267	5094	毛利率(%)	21.98%	23.98%	25.81%	27.39%	28.84%		
<b>负债和所有者权益</b>	9007	11417	11691	12707	13847	净利率(%)	4.98%	5.30%	5.66%	6.17%	6.58%		
<b>现金流量表</b>		单位:百万元					<b>总资产净利润(%)</b>						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	12.90%	8.40%	9.61%	11.93%	13.51%		
<b>经营活动现金流</b>	741	659	1158	1273	1561	<b>偿债能力</b>							
净利润	943	1152	1396	1719	2070	资产负债率(%)	72%	72%	67%	64%	61%		
折旧摊销	388	499	0	120	122	流动比率	1.11	1.31	1.21	1.30	1.41		
财务费用	154	206	0	0	0	速动比率	0.82	0.95	0.90	0.97	1.05		
应收账款减少	0	0	-415	-528	-589	<b>营运能力</b>							
预收账款增加	0	0	3	4	4	总资产周转率	2.27	2.13	2.13	2.28	2.37		
<b>投资活动现金流</b>	-815	-819	92	0	0	应收账款周转率	7	6	6	6	6		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.03	8.25	8.45	8.72	8.90		
长期股权投资减少	0	0	91	0	0	<b>每股指标(元)</b>							
投资收益	7	8	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.74	2.53	2.87	3.53	4.25		
<b>筹资活动现金流</b>	208	629	-1258	-1080	-1346	每股净现金流(最新)	0.31	1.08	-0.02	0.40	0.44		
应付债券增加	0	0	-987	0	0	每股净资产(最新摊)	5.22	6.84	7.37	8.78	10.48		
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>							
普通股增加	0	0	52	0	0	P/E	39.59	27.23	24.01	19.51	16.20		
资本公积增加	5	7	0	0	0	P/B	13.19	10.06	9.35	7.85	6.57		
<b>现金净增加额</b>	134	468	-7	193	215	EV/EBITDA	18.34	15.42	19.12	15.60	12.94		

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

---

### 张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。