

费用控制显成效, 总体增长平稳

投资要点

- **事件:** 公司2016年前3季度实现营业收入189.2亿元, 同比增长17.11%, 归母净利润11.95亿元, 同比增长28.89%。从单季来看, 2016Q3实现营业收入66.76亿元, 同比增15.65%, 实现归母净利润3.72亿元, 同比增42.71%。
- **单季利润高增长, 财务费用、管理费用下降。** 公司2016Q3管理费用比2015Q3降低4005万元、财务费用降低2206万元。管理费用降低系2015Q3收购少数股东权益产生的尽职调查等中介费用以及2016年受G20影响管理费用前紧后松; 财务费用降低系定增资金到位后债务减少。扣除费用端的影响, 公司整体经营状况保持稳健。
- **工业增速基本与中报持平, 增速约为22%。** 1) 重点品种百令胶囊增速约为22-23%, 7月份下沙新厂区投产, 预计百令胶囊全年增速在25%以上; 2) 阿卡波糖收入增速约为30%, 基本保持稳定状态, 作为国内治疗II型糖尿病的一线用药, 公司近两年增加销售人员主要加大对基层布局, 不断扩展基层销售及市场覆盖率; 3) 免疫抑制剂条线整体增速约为20%, 其中环孢素增速约为10%, 他克莫司增速在30%以上, 吗替麦考酚酯增速在20%以上; 4) 泮托拉唑收入增速约为16%。整体工业增速基本处于较为平稳状态。
- **商业收入增速有提升, 杭州以外业务推进顺利。** 1) 公司杭州以外地区收入占比约为40%, 初步估算Q3商业收入提升约2个百分点; 2) 公司未来重点迎接“两票制”等医改新政策的实施, 针对浙江省新推出“三流合一”政策, 做好对应的药械集中采购新平台对接工作。“三流合一”实施以后, 公司回款周期将缩短为一个月, 将有效提高公司资金利用效率。
- **后续产品储备丰富。** 超级抗生素达托霉素将开始实现收入, 2014年全球销售额超过14亿美元, 预计公司未来收入可达5亿元人民币。磺达肝癸钠、甲磺酸伊马替尼片、迈华替尼等在研品种有望陆续获批。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2016-2018年EPS分别为2.85元、3.69元、4.82元, 对应PE分别为25倍、19倍、15倍。我们认为公司核心产品市场竞争力强, 后续产品梯队丰富, 且有一定的外延预期, 当前价格具有安全边际, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 公司药品招标价格或大幅降低; 产品研发进度或不及预期风险。

| 指标/年度 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 21727.38 | 24888.53 | 28460.27 | 32458.92 |
| 增长率 | 14.67% | 14.55% | 14.35% | 14.05% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1096.91 | 1384.96 | 1791.88 | 2340.52 |
| 增长率 | 44.97% | 26.26% | 29.38% | 30.62% |
| 每股收益EPS(元) | 2.26 | 2.85 | 3.69 | 4.82 |
| 净资产收益率ROE | 35.52% | 35.10% | 35.02% | 35.61% |
| PE | 31 | 25 | 19 | 15 |
| PB | 10.59 | 8.37 | 6.55 | 5.15 |

数据来源: Wind, 西南证券

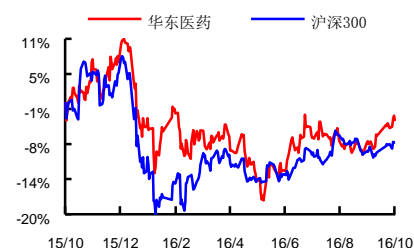
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 施跃
执业证号: S1250515080001
电话: 021-68413878
邮箱: syue@swsc.com.cn

联系人: 陈进
电话: 021-68416017
邮箱: cj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 4.86 |
| 流通A股(亿股) | 4.34 |
| 52周内股价区间(元) | 61.35-83.11 |
| 总市值(亿元) | 343.55 |
| 总资产(亿元) | 141.59 |
| 每股净资产(元) | 14.46 |

相关研究

1. 华东医药(000963): 百令新基地投产, 业绩稳定增长 (2016-08-19)
2. 华东医药(000963): 仿制药龙头迎来历史新机遇 (2016-06-21)
3. 华东医药(000963): 阿卡波糖过10亿, 百令销售创新高 (2016-03-18)
4. 华东医药(000963): 国内首家达托霉素生产获批企业 (2015-11-27)
5. 华东医药(000963): 业绩稳健增长, 平稳中有亮点 (2015-10-22)

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业收入 | 21727.38 | 24888.53 | 28460.27 | 32458.92 | 净利润 | 1152.17 | 1441.05 | 1835.95 | 2376.42 |
| 营业成本 | 16517.78 | 18595.66 | 20996.29 | 23577.09 | 折旧与摊销 | 163.63 | 226.12 | 226.12 | 226.12 |
| 营业税金及附加 | 104.31 | 114.58 | 132.86 | 151.55 | 财务费用 | 205.86 | 196.82 | 200.29 | 165.41 |
| 销售费用 | 2769.46 | 3359.95 | 3913.29 | 4544.25 | 资产减值损失 | 33.88 | 34.00 | 27.30 | 29.77 |
| 管理费用 | 722.03 | 826.30 | 944.88 | 1077.64 | 经营营运资本变动 | -1332.95 | -566.50 | -537.37 | -598.86 |
| 财务费用 | 205.86 | 196.82 | 200.29 | 165.41 | 其他 | 435.95 | -31.85 | -28.37 | -29.59 |
| 资产减值损失 | 33.88 | 34.00 | 27.30 | 29.77 | 经营活动现金流净额 | 658.54 | 1299.64 | 1723.92 | 2169.27 |
| 投资收益 | 8.45 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -339.86 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -479.46 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -819.33 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 1382.51 | 1761.22 | 2245.36 | 2913.23 | 短期借款 | 346.51 | 536.00 | -467.74 | -658.33 |
| 其他非经营损益 | 37.44 | 26.94 | 28.61 | 29.52 | 长期借款 | 123.04 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 1419.95 | 1788.17 | 2273.96 | 2942.75 | 股权融资 | 6.80 | 0.00 | 32.20 | 0.00 |
| 所得税 | 267.79 | 347.12 | 438.01 | 566.33 | 支付股利 | -399.34 | -578.90 | -730.92 | -945.67 |
| 净利润 | 1152.17 | 1441.05 | 1835.95 | 2376.42 | 其他 | 551.48 | -254.39 | -200.29 | -165.41 |
| 少数股东损益 | 55.25 | 56.09 | 44.07 | 35.90 | 筹资活动现金流净额 | 628.50 | -297.29 | -1366.74 | -1769.41 |
| 归属母公司股东净利润 | 1096.91 | 1384.96 | 1791.88 | 2340.52 | 现金流量净额 | 467.71 | 1002.34 | 357.17 | 399.87 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 货币资金 | 1486.51 | 2488.85 | 2846.03 | 3245.89 | 成长能力 | 14.67% | 14.55% | 14.35% | 14.05% |
| 应收和预付款项 | 4996.47 | 5643.62 | 6472.72 | 7374.71 | 销售收入增长率 | 19.50% | 27.39% | 27.49% | 29.74% |
| 存货 | 2422.89 | 2725.53 | 3078.74 | 3457.12 | 营业利润增长率 | 22.21% | 25.07% | 27.40% | 29.44% |
| 其他流动资产 | 51.49 | 58.98 | 67.44 | 76.92 | 净利润增长率 | 20.93% | 24.67% | 22.32% | 23.69% |
| 长期股权投资 | 53.08 | 53.08 | 53.08 | 53.08 | EBITDA 增长率 | | | | |
| 投资性房地产 | 12.24 | 12.24 | 12.24 | 12.24 | 获利能力 | 23.98% | 25.28% | 26.23% | 27.36% |
| 固定资产和在建工程 | 1753.73 | 1591.15 | 1428.57 | 1265.98 | 毛利率 | 17.02% | 17.61% | 17.77% | 17.83% |
| 无形资产和开发支出 | 395.73 | 333.57 | 271.42 | 209.26 | 三费率 | 5.30% | 5.79% | 6.45% | 7.32% |
| 其他非流动资产 | 245.04 | 243.66 | 242.27 | 240.89 | 净利率 | 35.52% | 35.10% | 35.02% | 35.61% |
| 资产总计 | 11417.18 | 13150.68 | 14472.50 | 15936.10 | ROE | 10.09% | 10.96% | 12.69% | 14.91% |
| 短期借款 | 2413.96 | 2949.96 | 2482.22 | 1823.89 | ROA | 20.16% | 20.40% | 23.52% | 27.26% |
| 应付和预收款项 | 3720.99 | 4031.25 | 4588.07 | 5176.57 | ROIC | 8.06% | 8.78% | 9.39% | 10.18% |
| 长期借款 | 314.42 | 314.42 | 314.42 | 314.42 | EBITDA/销售收入 | | | | |
| 其他负债 | 1724.46 | 1749.55 | 1845.06 | 1947.73 | 营运能力 | 2.13 | 2.03 | 2.06 | 2.13 |
| 负债合计 | 8173.83 | 9045.19 | 9229.77 | 9262.61 | 总资产周转率 | 19.07 | 21.02 | 27.87 | 37.80 |
| 股本 | 434.06 | 486.06 | 486.06 | 486.06 | 固定资产周转率 | 6.45 | 6.43 | 6.46 | 6.44 |
| 资本公积 | 19.80 | -32.20 | 0.00 | 0.00 | 应收账款周转率 | 7.80 | 7.22 | 7.23 | 7.21 |
| 留存收益 | 2517.20 | 3323.26 | 4384.22 | 5779.07 | 存货周转率 | 109.48% | — | — | — |
| 归属母公司股东权益 | 2971.06 | 3777.12 | 4870.28 | 6265.13 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | | | | |
| 少数股东权益 | 272.29 | 328.38 | 372.45 | 408.35 | 资本结构 | 71.59% | 68.78% | 63.77% | 58.12% |
| 股东权益合计 | 3243.35 | 4105.50 | 5242.73 | 6673.48 | 资产负债率 | 45.45% | 47.00% | 40.99% | 33.74% |
| 负债和股东权益合计 | 11417.18 | 13150.68 | 14472.50 | 15936.10 | 带息债务/总负债 | 1.31 | 1.41 | 1.58 | 1.78 |
| | | | | | 流动比率 | 0.95 | 1.06 | 1.19 | 1.35 |
| | | | | | 速动比率 | 36.41% | 41.80% | 40.79% | 40.40% |
| | | | | | 股利支付率 | | | | |
| 业绩和估值指标 | | | | | 每股指标 | | | | |
| | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | | 2.26 | 2.85 | 3.69 | 4.82 |
| EBITDA | 1752.00 | 2184.16 | 2671.76 | 3304.75 | 每股收益 | 6.67 | 8.45 | 10.79 | 13.73 |
| PE | 31.32 | 24.81 | 19.17 | 14.68 | 每股净资产 | 1.35 | 2.67 | 3.55 | 4.46 |
| PB | 10.59 | 8.37 | 6.55 | 5.15 | 每股经营现金 | 0.82 | 1.19 | 1.50 | 1.95 |
| PS | 1.58 | 1.38 | 1.21 | 1.06 | 每股股利 | 14.67% | 14.55% | 14.35% | 14.05% |
| EV/EBITDA | 18.66 | 16.41 | 13.11 | 10.28 | | | | | |
| 股息率 | 1.16% | 1.69% | 2.13% | 2.75% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦15楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦B座16楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|--------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 沈怡蓉 | 机构销售 | 021-68415897 | 18351306226 | syrong@swsc.com.cn |
| | 郎珈艺 | 机构销售 | 021-68416921 | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
| | 赵晨阳 | 机构销售 | 021-68416926 | 15821921712 | zcy@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| 北京 | 赵佳 | 地区销售总监 | 010-57631179 | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn |
| | 王雨珩 | 机构销售 | 010-88091748 | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn |
| | 徐也 | 机构销售 | 010-57758595 | 18612694479 | xye@swsc.com.cn |
| 广深 | 刘娟 | 地区销售总监 | 0755-26675724 | 18665815531 | liuj@swsc.com.cn |
| | 刘宁 | 机构销售 | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn |
| | 张婷 | 机构销售 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 罗聪 | 机构销售 | 0755-26892557 | 15219509150 | luoc@swsc.com.cn |
| | 任骁 | 机构销售 | 0755-26820395 | 18682101747 | rxiao@swsc.com.cn |
| | 刘予鑫 | 机构销售 | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn |