



历史包袱未卸，医药工业是增长动力

——华东医药（000963）调研快报

2012年2月17日

推荐/维持

华东医药

调研快报

陈恒	医药行业分析师	电话：010-66554018	执业证书编号：S1480510120015
联系人：宋凯	010-66554087	songkai@dxzq.net.cn	

事件：

我们近期调研了华东医药，与公司领导就公司大股东兑现股改承诺、财务费用解决和公司主要医药工业产品情况等问题进行了交流。目前情况看来，公司大股东短期内兑现承诺的可能性不大，资金问题还将继续成为公司未来的发展瓶颈。公司医药工业产品具有良好的市场前景，如百令胶囊和阿卡波糖等等，这些产品未来的增长是拉动公司业绩的主要动力。

观点：

1、大股东股权或变动，股改承诺兑现尚不确定

公司大股东为远大集团，远大集团原为炎黄置业 100%控股公司，2011 年 9 月，华创投资对远大集团增资，增资后华创投资持有远大集团 49%股权，公司实际控制人不变。2011 年底，华创投资、炎黄置业与远大集团达成协议，华创投资将单方面向远大集团增资，增资后其持股比例将达到 51%，成为远大集团的控股股东。由于远大集团持有华东医药 30%以上的股权，故该增资事项会触发以要约方式增持上市公司股权的义务，华创投资向证监会申请豁免该义务，故目前该股权变动协议仍处在进行之中。

我们预计华东医药控股股东远大集团的股权变动或对大股东兑现股改承诺也产生一定的影响，但该影响目前尚不好评估。我们估计大股东股改承诺的兑现具有较大的不确定性，这将导致上市公司未来在融资方面仍将面临瓶颈，2011 年公司财务费用预计在 1 亿元左右。此外，受制于资金压力，公司在浙江省内医药流通业务的扩张也受到一定的制约。股改承诺的兑现情况是目前对上市公司最大的影响因素，一方面现在由于该问题限制了上市公司的发展，另一方面，公司医药工业产品具有较强的市场竞争力，并作为浙江省医药商业龙头企业之一，一旦解决了资金问题，公司将轻装上阵，驶入发展的快行道。

2、医药工业发展形势良好

(1) 百令胶囊高速增长

百令胶囊是目前公司最大的单个品种，医保乙类用药，我们认为该药物未来 2-3 年将保持较高的增速。主要原因有以下几点：第一，受益于招标政策的改变，下游需求量加大。药品招标以省为平台，通过一个省的招标即获得了进入该省医院的通行证，为百令胶囊的高速增长提供了通道。第二，人们中药保健意识加强，公司产品以虫草为原料，迎合了部分消费者用于加强日常免疫的需求。第三，百令胶囊虽然是辅助用药，但是其某些功能具有不可替代性。公司目前也在为拓展临床科室做工作，比如肿瘤和内分泌领域。第四，产能扩张，保障需求增长。百令胶囊原料是虫草的发酵菌粉，按照目前公司发酵产能估计，现有的产能平衡会维持到 2012 年中期左右。实际上 2011 年部分地区的百令胶囊已经出现了轻微的断货现象。公司将新增 50 吨产能，这一部分产能有望在 2012 年三季度投产，缓解 2012 年下半年可能出现的产能瓶颈问题，此外，公司还将通过技术改造将现有产能提高 10-15%。

2011 年公司百令胶囊的收入规模将超过 5 个亿，同比增速在 45-50% 之间，考虑以上几点原因，我们估计 2012 年百令胶囊还将保持高速增长势头，预计收入规模在 7 亿元左右，同比增速在 35-40% 之间。

(2) 卡博平受到一定降价影响

卡博平是阿卡波糖药物，公司第二大品种，2010 年其销售规模在 3 亿元左右，同比增速 16%。

2011 年 8 月，发改委调整了部分阿卡波糖类药物的最高零售价，公司卡博平最高零售价下调约 12%。由于新价格在 2011 年 9 月开始实行，所以我们估计会对 2012 年上半年的同比增速产生比较明显的影响。此外，我们认为该药物在 2012 年进入基本药物拓展版的可能性比较大，根据以往经验，卡博平或许还会面临降价风险。公司阿卡波糖产能将有提升，卡博平销量未来能保持 30% 左右的增速，但是考虑价格调整的影响，我们预计未来 2 年该药物收入的平均增速在 20% 左右。

(3) 免疫抑制剂将出现分化

目前公司的主要免疫抑制剂是环孢菌素类药物新赛斯平和他克莫司。从分类角度来看，环孢菌素和他克莫司同属于第二代免疫抑制剂药物。环孢菌素于上世纪 70 年代被发现，对 T 细胞有较好的选择性免疫抑制作用。他克莫司 (FK506) 于上世纪 80 年代被发现，它的药效是环孢菌素的 10-100 倍。但由于其上市时间相对较短，其药理和毒理作用的研究相对不够全面。

公司新赛斯平目前的销售规模在 2.2-2.3 亿元左右，市场地位与诺华平分秋色。该药物相对比较成熟，部分市场将逐渐被替代品所取代。扩展应用领域——比如用于先天性免疫疾病的治疗和风湿性关节炎的治疗可能会减缓新赛斯平未来的下滑趋势。总体来讲我们预计未来新赛斯平的市场规模将保持稳定。公司的他克莫司异军突起，预计 2011 年收入能实现翻番增长，规模在 6500 万元左右，由于该药物较强的药效，我们预计他克莫司在 2-3 年内能保持高速的增长，并且很有可能取代新赛斯平成为公司第一大免疫抑制剂药物。

盈利预测与投资评级：

我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.90 元、1.14 元和 1.42 元，对应动态 PE 为 27 倍、22 倍和 17 倍。我们认为公司医药工业产品具有较强的市场竞争力，百令胶囊、卡博平、他克莫司等产品将保持较高的增速，新赛斯平虽然增长乏力，但其现有规模较大，市场比较成熟，对公司医药工业具有一定的支撑作用。医药商业领域的发展受到公司的资金限制，同时浙江省大力整顿医药商业领域，这些因素使公司的医药商业短期内不具备大幅扩张和增长的条件。

目前公司估值高于行业平均水平（医药流通和化学药），但是考虑到未来股改承诺一旦兑现公司面临的发展机遇，我们给予公司“推荐”的评级，未来 6 个月目标价位 28-30 元。

风险提示：

股改承诺兑现的不确定性；浙江省医药商业政策风险；药品降价风险。

图表 1: 华东医药盈利预测表 (万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	782,487	897,184	1,106,524	1,358,585	1,626,616
增长率	30.06%	14.66%	23.33%	22.78%	19.73%
营业成本	626,174	728,854	892,983	1,094,081	1,313,585
毛利率	19.98%	18.76%	19.30%	19.47%	19.24%
营业税金及附加	3,905	2,294	4,400	5,402	6,468
销售费用	66,670	87,191	120,279	148,357	180,880
管理费用	24,700	25,063	17,926	20,786	20,007
财务费用	5,108	6,142	9,627	11,684	9,434
期间费用率	12.33%	13.20%	13.36%	13.31%	12.93%
资产减值损失	2,784	2,260	1,800	2,100	1,590
投资净收益	533	791	550	600	642
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	467	513	500	569	608
营业利润	53,678	46,170	60,059	76,774	95,293
增长率	96.62%	-13.99%	30.08%	27.83%	24.12%
加: 营业外收入	3,851	4,974	1,100	0	0
减: 营业外支出	1,014	1,595	650	0	0
其中: 非流动资产处置净损失	342	323	200	0	0
利润总额	56,516	49,549	60,509	76,774	95,293
减: 所得税	11,791	9,962	11,479	14,602	18,039
所得税率	20.86%	20.11%	18.97%	19.02%	18.93%
净利润	44,725	39,586	49,031	62,171	77,254
减: 少数股东损益	6,882	7,856	9,998	12,678	15,753
归属于母公司所有者的净利润	37,842	31,731	39,033	49,494	61,501
增长率	124.44%	-16.15%	23.01%	26.80%	24.26%
基本每股收益(元)	0.87	0.73	0.90	1.14	1.42

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

分析师简介

陈恒

生物工程和金融工程专业毕业，2010 年加盟东兴证券，从事生物医药行业研究三年，医药生物行业资深研究员。

宋凯

制药工程专业硕士，研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011 年加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究 2 年，医药生物行业高级研究员。

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。