

目 录

百令引领工业增长，商业效率显著提升	4
营销产能双轮驱动，预计未来两年工业复合增速 20%.....	4
重磅新品蓄势待发，未来看点不断	5
商业布局完善，效率显著提升.....	5
预计一季度环比提速，股改问题解决贡献催化剂	7
风险提示	7

图表目录

图 1:	2012~2014 年产品线规模预测	4
图 2:	收入环比增长稳定, 毛利率环比提高 3 个百分点	4
图 3:	未来两年将迎来新品种集中上市期	5
图 4:	商业网络覆盖全省	6
图 5:	商业收入和经营效率环比显著提升	6
图 6:	四季度经营性现金流量大幅反弹	7

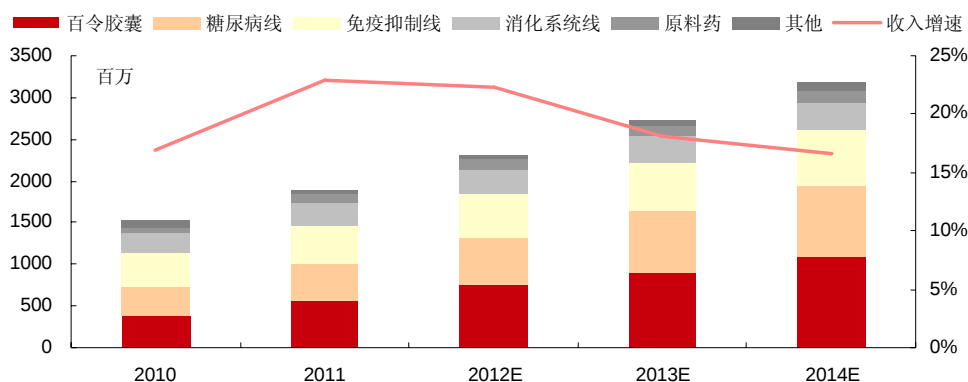
百令引领工业增长，商业效率显著提升

营销产能双轮驱动，预计未来两年工业复合增速 20%

公司医药工业规模达 18.88 亿元，同比增长 22.85%，独家品种百令胶囊的快速增长和新剂型的推出，促使工业毛利率维持高位。百令胶囊销售规模预计达 5.7 亿元，增速超过 50%，去年适应症由肾内科、呼吸科、器官移植向内分泌科（以糖尿病为主）、肿瘤科等科室推广，以及肝肾纤维化治疗等新领域，该产品历年来的良好口碑和确切疗效，也带动了一部分患者自费购买。2011 年底虫草发酵产能扩充 30%后，基本能满足医院处方需求。公司已经着手新增 50 吨的生产能力建设，九阳制药的发酵与合成车间项目将为扩产提供有力保障。制剂大楼一期的工艺设备改造将加强技术升级，可提升约 10%的生产效率。预计百令胶囊今年销售将达到 7.5 亿，2013 年有望超过 9 亿，有望加速赶超作用机理相同的金水宝胶囊（销售额 15 亿元）。

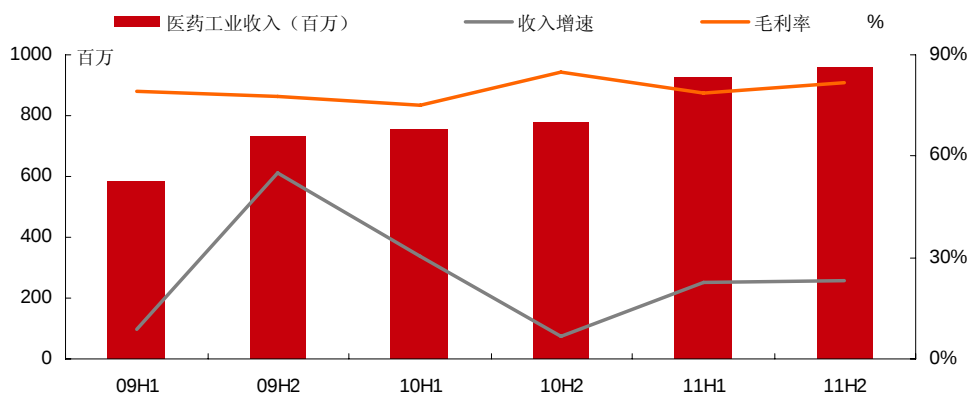
糖尿病药物增速达 25.78%，预计阿卡波糖销售约 3.8 亿元，市场份额 15%左右，仅次于拜耳的拜糖苹，对 2 型糖尿病临床治疗具备不可替代性。公司通过细分营销区域，加强营销团队激励，着重提高覆盖医院渗透率，未来两年阿卡波糖将推动糖尿病系列保持 20-25%的增速。

图 1： 2012~2014 年产品线规模预测



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 2： 收入环比增长稳定，毛利率环比提高 3 个百分点



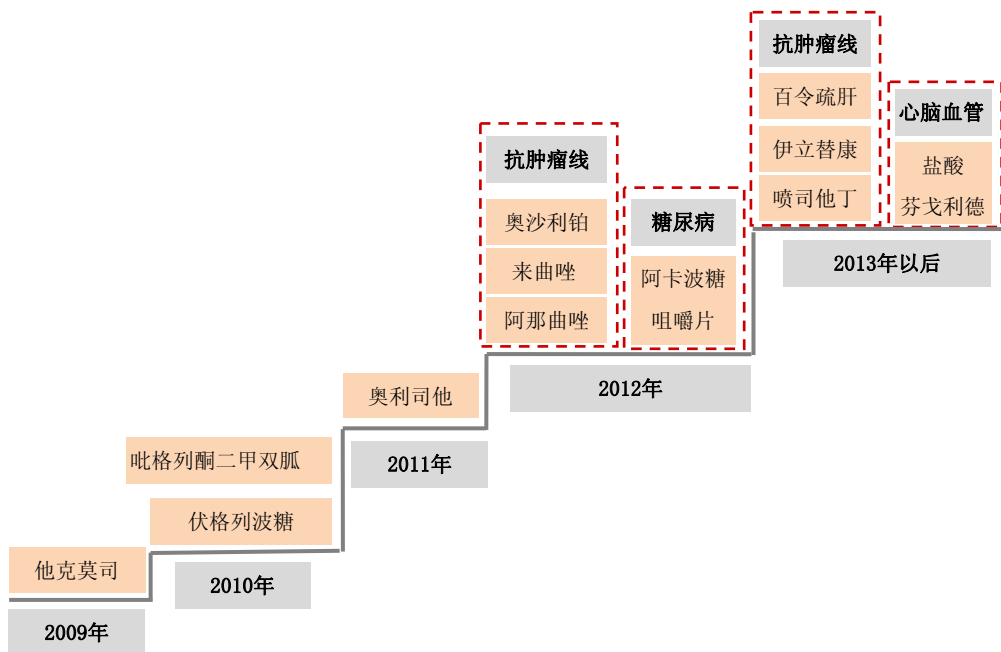
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

重磅新品蓄势待发，未来看点不断

公司依托集团生物工程研究所科研力量，保持每 2~3 年推出一个主打产品的良好趋势。本次受让的注射用奥沙利铂，作为目前金属铂类抗肿瘤药物的代表品种，有较高的医院市场认可度，在临床上可与众多抗癌药物联合用药以提高抗癌活性，其可与卡培他滨合用治疗晚期大肠癌，与亚叶酸钙、氟尿嘧啶合用治疗晚期胃癌，与表柔比星、氟尿嘧啶合用治疗原发性肝癌等，全球药品销售金额超过 20 亿美元。2009 年国内抗肿瘤药物医院市场中奥沙利铂的市场份额为 5.16%，排在所有抗肿瘤药物的第四位。前三家企业法国赛诺菲-安万特、恒瑞医药、南京制药市场份额超过了 90%。公司将借助专业营销队伍及全国网络渠道，在激烈的市场竞争中逐渐占得一席之地，同时为公司后续系列化抗肿瘤新产品的推出打下一定的基础。

下一步公司将加大新产品开发方面的投入力度，大大缩短新产品和新剂型的上市周期。糖尿病新剂型阿卡波糖咀嚼片、来曲唑、阿那曲唑等有望于 2012 年上半年获批。公司在打造免疫抑制、糖尿病的国内品种最全体系的基础上，在研品种横跨抗肿瘤、心脑血管等大病种领域，未来两年将有 6~7 个产品上市，其中百令疏肝胶囊等独家产品的自主定价优势，将使公司继续领跑专科市场。

图 3： 未来两年将迎来新品种集中上市期

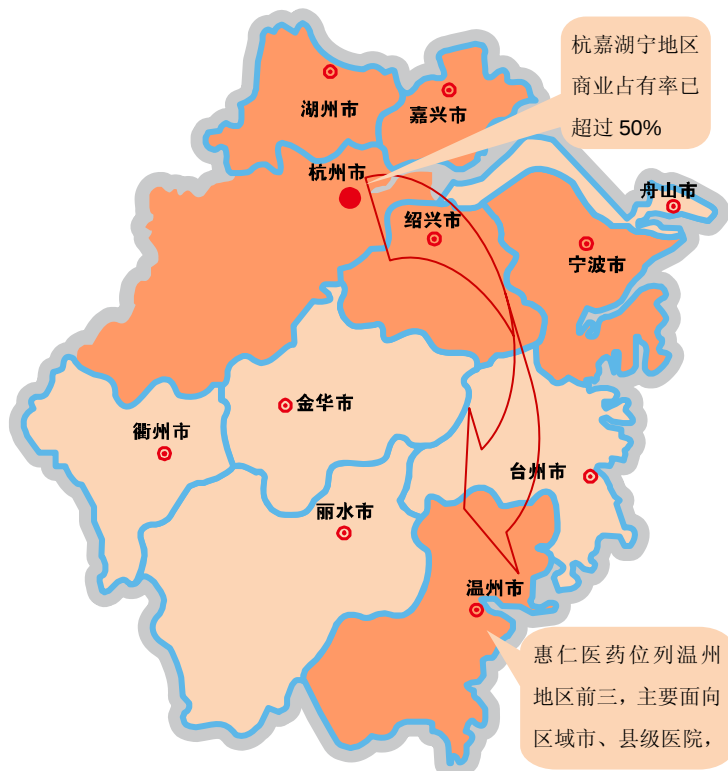


资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

商业布局完善，效率显著提升

公司立足杭嘉湖宁等商业传统优势地区，未来将通过收购和区域商业整合，不断扩大覆盖范围，巩固地区龙头地位。下沙医药现代物流基地项目已经完成第一期工程建设，将于今年上半年正式投入使用，实时了解库存情况，库存量同比可降低约 10%，加快资金流转。同时浙江金华和温州建设物流中心，将进一步提升商业盈利能力和周转效率。

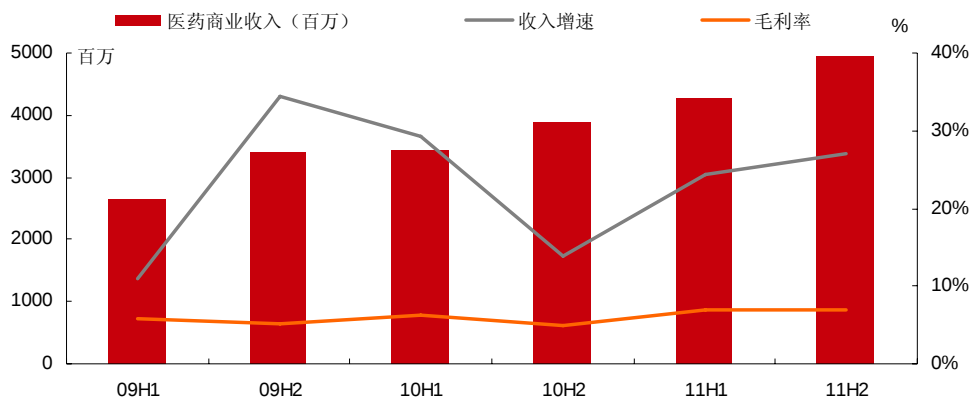
图 4： 商业网络覆盖全省



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

公司利用统一配送和第三终端快速增长机遇，通过深度合作等多种渠道下沉措施，商业规模增速呈加速趋势。去年公司与 30 余家浙江省内地市级医院合作开发“医院绩效管理模块”、“药库自动配药系统”、“合理用药系统”、“药品智能物流及供应链管理平台”、“医院供应链二维码技术”等推动医院科技化发展新项目，同时通过“项目制”开辟医院合作的新途径。华东大药房在杭州全国首创“药房与社区卫生机构药房共管合作新模式”，无缝冷链运输已实现对全省的覆盖。

图 5： 商业收入和经营效率环比显著提升

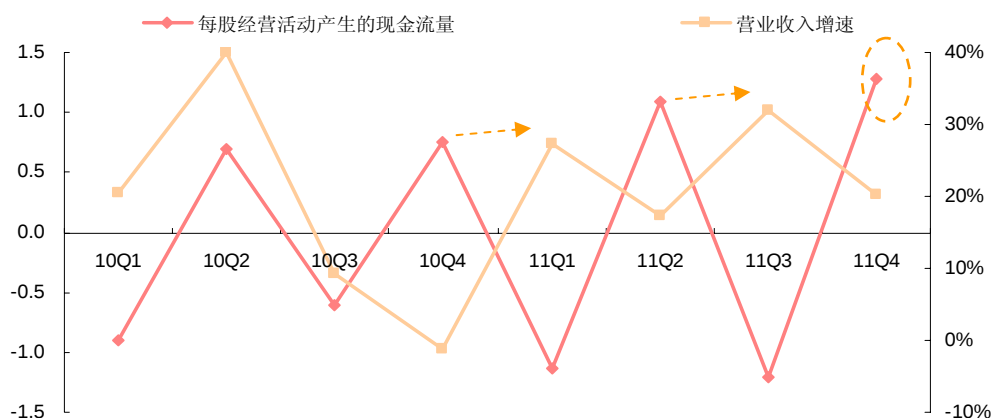


资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

预计一季度环比提速，股改问题解决贡献催化剂

四季度公司每股经营现金流量高达 1.29 元，同比增长 7 成，综合考虑年底回款、节前备货和收入确认因素，预计一季度收入增长将保持加速态势。

图 6： 四季度经营性现金流量大幅反弹



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

由于股改遗留问题未得到解决，限制了公司的再融资运作，短期只能依靠贷款和发行票据投入扩产和商业周转，公司财务费用高达 1.05 亿元，减少 EPS0.19 元。今年是华东医药和中美华东成立二十周年，建厂六十周年，大股东解决循环持股等股改障碍因素的动作频出，今年有望形成统一优化替代方案，从而消除资金困扰，推动公司业绩和估值的双提升。

公司在研品种横跨抗肿瘤、心脑血管等大病种领域，未来两年将有 6~7 个产品上市。维持 2012~2013 年 EPS 1.17 元、1.45 元的盈利预测，并给出 2014 年最新预测 1.78 元，对应 PE 分别为 21.9X, 17.7X, 14.5X，维持“增持”评级。

风险提示

免疫抑制剂降价幅度超预期；股改问题解决低于预期

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	4709	5459	6357	7659	营业收入	11131	13588	16486	19691
现金	779	879	989	1242	营业成本	8947	10920	13308	15953
应收账款	1995	2318	2831	3390	营业税金及附加	46	62	75	89
其他应收款	40	39	49	57	营业费用	1115	1311	1574	1861
预付账款	200	251	303	366	管理费用	304	367	429	492
存货	1104	1380	1690	2013	财务费用	105	113	93	64
其他流动资产	591	591	495	591	资产减值损失	12	10	10	10
非流动资产	1134	1274	1324	1295	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	68	68	68	68	投资净收益	9	10	10	11
固定资产	616	711	752	729	营业利润	610	815	1007	1232
无形资产	256	325	367	403	营业外收入	20	0	0	0
其他非流动资产	194	171	137	96	营业外支出	18	0	0	0
资产总计	5844	6733	7680	8954	利润总额	613	815	1007	1232
流动负债	3972	4143	4289	4582	所得税	127	166	206	251
短期借款	1661	1500	1100	800	净利润	486	648	802	981
应付账款	1733	1995	2466	2977	少数股东损益	105	139	172	210
其他流动负债	578	648	723	804	归属母公司净利润	381	509	630	771
非流动负债	77	147	147	147	EBITDA	801	1037	1233	1447
长期借款	70	140	140	140	EPS (元)	0.88	1.17	1.45	1.78
其他非流动负	7	7	7	7	主要财务比率				
负债合计	4049	4290	4436	4729	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	266	405	577	787	成长能力				
股本	434	434	434	434	营业收入	24.1%	22.1%	21.3%	19.4%
资本公积	8	8	8	8	营业利润	32.2%	33.4%	23.7%	22.3%
留存收益	1087	1596	2226	2997	归属母公司净利润	20.2%	33.5%	23.7%	22.3%
归属母公司股	1529	2038	2668	3439	获利能力				
负债和股东权	5844	6733	7680	8954	毛利率(%)	19.6%	19.6%	19.3%	19.0%
现金流量表					净利率(%)	3.4%	3.7%	3.8%	3.4%
单位: 百万元					ROE(%)	25.0%	25.0%	23.6%	22.4%
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	ROIC(%)	21.3%	23.6%	25.6%	26.8%
经营活动现金	16	533	771	724	偿债能力				
净利润	486	648	802	981	资产负债率(%)	69.3%	63.7%	57.8%	52.8%
折旧摊销	85	109	132	150	净负债比率(%)	42.8%	38.2%	28.0%	19.9%
财务费用	105	113	93	64	流动比率	1.19	1.32	1.48	1.67
投资损失	-9	-10	-10	-11	速动比率	0.91	0.98	1.09	1.23
营运资金变动	-656	-425	-258	-472	营运能力				
其他经营现金	4	98	11	11	总资产周转率	2.20	2.16	2.29	2.37
投资活动现金	-265	-236	-170	-109	应收账款周转率	6	6	6	6
资本支出	224	150	100	40	应付账款周转率	5.74	5.86	5.97	5.86
长期投资	-36	-0	-0	-0	每股指标 (元)				
其他投资现金	-77	-86	-70	-69	每股收益(最新摊	0.88	1.17	1.45	1.78
筹资活动现金	665	-198	-491	-361	每股经营现金流	0.04	1.23	1.78	1.67
短期借款	900	-161	-400	-300	每股净资产(最新	3.52	4.70	6.15	7.92
长期借款	70	70	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	29.18	21.86	17.67	14.45
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	7.28	5.46	4.17	3.24
其他筹资现金	-306	-107	-91	-61	EV/EBITDA	15	12	10	8
现金净增加额	416	99	110	253					

数据来源: 华泰联合证券研究所

E



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012 年 华泰联合证券有限责任公司