

华东医药 (000963)
增持/维持评级

股价: RMB25.18

分析师

胡骥
SAC 执业证书编号:s1000511110003
0755-83201063
huji@mail.htlhsc.com.cn

联系人

赵媛
021-68498596
zhaoyuan@mail.htlhsc.com.cn

业绩增长提速, 百令再上台阶

一季度收入增长近4成, 百令带动毛利提升。一季度公司实现营业收入35.16亿元, 同比增长37.39%, 归属于母公司的净利润1.22亿元, 同比增长34.16%, 每股收益为0.28元, 与我们之前的判断一致。百令、阿卡波糖继续引领工业增长, 带动整体毛利提升1.5个百分点, 同时惠仁医药并表推动商业增长提速。奥利司他、奥沙利铂等新品种的营销推广, 使销售费用率增加1.7个百分点。

营销产能双轮驱动, 重磅新品蓄势待发。去年底百令虫草产能扩充20%后, 基本能满足医院处方需求。公司已经着手新增100吨的生产能力建设, 预计今年销售将达到7.5亿, 2013年有望超过9亿。阿卡波糖市场份额15%左右, 其临床的不可替代性, 加上营销区域细分考核, 推动阿卡波保持20-25%的增速。新品吡格列酮二甲双胍、降脂药奥利司他今年正式放量, 依靠强大的内分泌营销渠道和临床联合用药需求, 未来有望成长为过亿品种。来曲唑、阿那曲唑、伊立替康、百令疏肝、胰岛素等储备大品种的相继获批, 将使公司继续领跑专科市场。

物流中心投入运营, 并购优化全省商业网络。近日下沙现代物流中心一期工程投入运行, 整体项目有望于年底竣工, 可有效支持商业规模达到130亿元。公司将继续通过收购和区域商业整合, 不断扩大覆盖范围。商业盈利能力将得到进一步提升, 一方面高毛利率中药和器械业务比例提高, 同时白蛋白市场景气也将推动进口白蛋白业务的规模。

财务压力犹存, 股改方案有望形成。一季度财务费用同比增长44.27%, 并购和商业运营仍面临资金困扰。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, 推动公司业绩和估值的双提升。近期公司泮托拉唑口服、注射剂型最高限价分别降低26%和38%, 在江苏、浙江两省的中标价高于限价20%以上, 考虑到公司在江浙地区的传统优势, 销量的增加将弥补部分降价损失, 且由于该品种增速相对较低, 对整体业绩影响不大。维持2012~2014年EPS 1.17元、1.45元、1.78元, 对应PE仅为21X, 17X, 14X, 目前估值具有吸引力, 维持增持评级。

风险提示: 药品降价幅度超预期; 股改问题解决低于预期

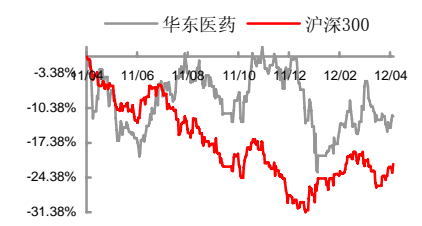
相关研究

- 《新品独家添华彩, 专科龙头屹东方》 2012/02/08
- 《工商效率齐提升, 预计一季度增长加速》 2012/03/25

基础数据

总股本(百万股)	434
流通A股(百万股)	434
流通B股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通A股市值(百万元)	10,891

最近52周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	11131	13588	16486	19691
(+/-%)	24%	22%	21%	19%
归属母公司净利润(百万元)	381	509	630	771
(+/-%)	20%	34%	24%	22%
EPS(元)	0.88	1.17	1.45	1.78
P/E(倍)	28.65	21.46	17.35	14.18

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

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	2013	2014E	会计年度	2011	2012E	2013	2014
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	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	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					
负债合计	4049	4290	4436	4729	主要财务比率				
少数股东权益	266	405	577	787	会计年度	2011	2012E	2013	2014
股本	434	434	434	434	成长能力				
资本公积	8	8	8	8	营业收入	24.1%	22.1%	21.3%	19.4%
留存收益	1087	1596	2226	2997	营业利润	32.2%	33.4%	23.7%	22.3%
归属母公司股	1529	2038	2668	3439	归属母公司净利	20.2%	33.5%	23.7%	22.3%
负债和股东权	5844	6733	7680	8954	获利能力				
					毛利率(%)	19.6%	19.6%	19.3%	19.0%
					净利率(%)	3.4%	3.7%	3.8%	3.9%
					ROE(%)	25.0%	25.0%	23.6%	22.4%
					ROIC(%)	21.3%	23.6%	25.6%	26.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	69.3%	63.7%	57.8%	52.8%
					净负债比率(%)	42.8%	38.2%	28.0%	19.9%
					流动比率	1.19	1.32	1.48	1.67
					速动比率	0.91	0.98	1.09	1.23
					营运能力				
					总资产周转率	2.20	2.16	2.29	2.37
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	5.74	5.86	5.97	5.86
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊	0.88	1.17	1.45	1.78
					每股经营现金流	0.04	1.23	1.78	1.67
					每股净资产(最新	3.52	4.70	6.15	7.92
					估值比率				
					P/E	28.65	21.46	17.35	14.18
					P/B	7.15	5.36	4.10	3.18
					EV/EBITDA	15	12	10	8

数据来源: 华泰联合证券研究所



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±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了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投资目标或财务状况;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。