

工业商业并举，增长趋势明确

2012年7月4日

推荐/首次

医药行业

研究报告

——华东医药（000963）调研快报

陈恒	执业证书编号：S1480510120015
联系人：杨帅	电话：010-66554019 Email：yangshuai@dxzq.net.cn

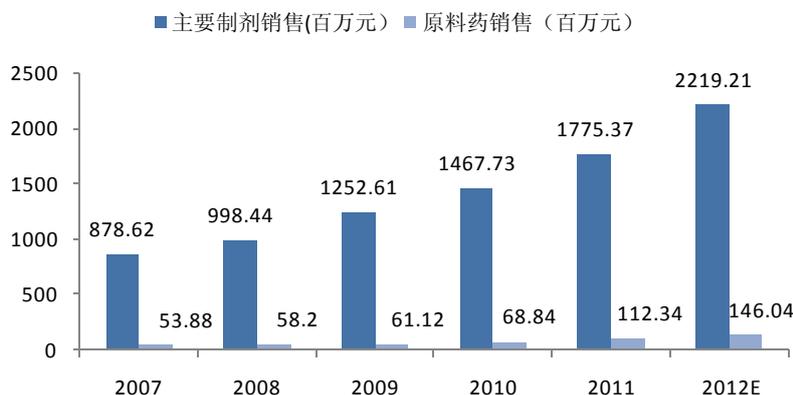
事件：

近日，我参加了公司股东大会，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

观点 1：重点品种销售情况较好，现有及未来产品线产品储备较为丰富

公司主打产品百令胶囊，阿卡波糖等销售情况较好，收入实现了较快增长。2011年百令胶囊的销售收入为5.67个亿，预计今年的销售收入有望达到7.5亿元以上。阿卡波糖2011年销售收入3.9亿元，为公司内分泌系列治疗产品中收入占比最大的一个品种，公司将加大该产品在基层医疗机构的销售推广力度，逐步提高该产品的市场份额占比，预计半年度的销售收入增速有望达到40%以上。未来肿瘤，超级抗生素及心血管将为公司积极布局和开拓的疾病治疗领域，抗肿瘤药奥沙利铂预计下半年开始销售，来曲唑等几个产品已处于申报生产阶段，预计明后年还将有5-6个品种投入生产和销售，相对于免疫抑制剂，肿瘤及心血管等治疗领域有更大的市场空间及份额，我们认为公司的整个销售体系集中管理，组织设计，绩效考核机制都比较完善，随着新治疗领域的产品逐步达产，未来工业部分总销售收入有望再上一个新台阶。

图 1：2007-2012E 华东医药制剂及原料药产品销售收入

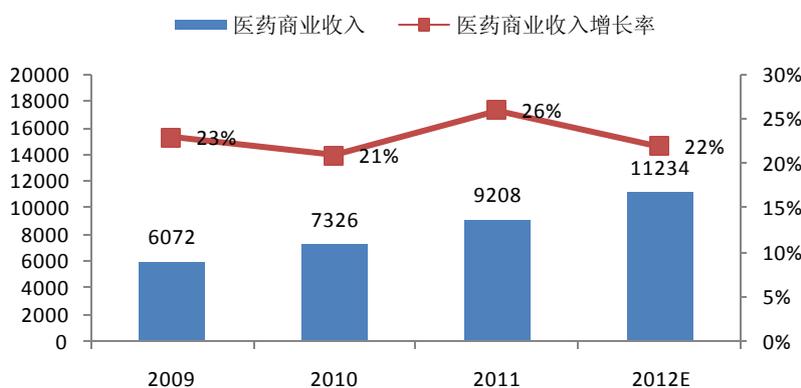


资料来源：公司公告，东兴证券研究所整理

观点 2：商业将分享省内药品流通市场增长与自身盈利水平提升的双重红利

浙江是我国医药流通销售额较大的省份，2011 年全省药品销售的总金额达 496 亿元，区域销售比重占比全国的 6.91%。截至 2010 年上半年，浙江省共有药品批发企业 600 多家，其中华东医药市场份额占比约为 25%，英特集团约占比 20%，华东医药为省内最大规模的区域市场龙头企业。未来几年公司商业业务在规模基本稳定的前提下将逐步提高盈利和毛利水平，并加大代理品种的销售占比比重。在医药流通商业模式创新方面，公司将进一步加强物流配送，销售体系，及医院服务体系的建设。我们认为浙江地区是我国药品流通销售大省，目前在全国排名第四位，仅次于北京，上海，安徽三地，浙江地区的医疗消费能力和水平也在全国居于前列，未来公司将分享省内药品流通销售市场的增长与企业自身盈利水平提升的双重红利。预计今年收入水平增速在 20%以上，毛利净利水平将进一步提高。

图 1：2007-2012E 华东医药医药商业收入增速及增长率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所整理

观点 3：大股东表示将以积极态度推进股改，公司整体发展效率暂时受到制约

由于公司大股东循环持股及股改承诺未实现，使得公司无法通过再融资来解决发展过程中的资金瓶颈，近年来医药商业业务板块医疗机构拖欠药品批发企业贷款问题突出，企业的资金成本压力日益增大，去年公司整体负债额已超过 40 亿元，各类贷款总额接近 17 个亿，财务费用达 1.05 亿元，其中母公司为 0.88 亿元，同比增长的幅度分别达到了 71% 和 108%，侵蚀了公司的净利润。大股东表示将以积极的态度推进股改，但我们认识股改涉及各方的利益及因素较多，在短时间内达成协议还具备一定的难度。

结论：

公司工业及商业业务都处于一个良性向上的发展通道中，现有产品及业务稳健增长，在研后续储备的新品种也较为丰富，我们预计今明两年公司的业绩将会比较稳定的增长，但由于股改问题尚未解决，确实一定程度上影响了公司的发展效率，公司将积极通过银行信贷等途径化解资金需求等增长瓶颈，预计 2012-2014 年 EPS 为 1.12 元、1.39 元及 1.76 元，对应 PE 为 28 倍、22 倍及 18 倍，首次给予“推荐”评级。

表 2：盈利预测和估值

百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	11,131.00	14360.00	17,012.00	21,600.00
(+/-)%	24.11%	25.81%	21.86%	26.97%
经营利润（EBIT）	719.23	968.85	1,128.72	1,344.33
(+/-)%	32.21%	34.71%	16.50%	19.10%
净利润	396.48	487.64	602.47	763.44
(+/-)%	20.23%	27.83%	23.55%	26.72%
每股净收益（元）	0.880	1.124	1.388	1.759

资料来源：东兴证券

风险提示：1.公司主要产品销售收入未达预期 2.产品价格存在降价风险

分析师简介

陈恒

先后毕业于南昌大学生物工程系、北京工商大学金融工程系，从事医药行业研究 4 年。

联系人简介

杨帅

北京协和医学院硕士，2010 年加盟东兴证券，从事医药行业研究 2 年。

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。

东吴证券