

## 三季度报符合预期，商业增速加快

### 华东医药 2012 年三季度报点评

#### 报告关键点:

- 三季度报业绩符合预期，商业增速三季度有所提升导致应收款大幅增加。
- 核心品种终端需求旺盛，全年增长无忧，免疫抑制剂降价对明年业绩影响有限。

#### 报告摘要:

- 三季度商业增速加快，工业增速略有放缓。** 三季度报实现销售收入、净利润分别为110.6亿元和3.8亿元，同比增长分别为35.1%、29.0%，扣非净利润3.81亿元，扣非后EPS0.88元，同比增长31.6%，符合预期。母公司的收入主要来自于医药商业，三季度单季母公司收入增速显著上升至35.4%(前两季度增速分别为22.5%和25.9%)，说明公司的收入结构中医药商业业务占比在三季度环比有所提高。在去年下半年高基数效应下，工业增速相比前两季度略有放缓。因此，三季度单季公司毛利率环比下降1.2个百分点至18.5%，同比下降了0.7个百分点。三费控制良好，财务费用为1.08亿元，同比增长48.1%，较二季度增幅有所下降，但仍对公司业绩构成一定的压力。经营性现金流1.73亿元。应收账款同比大幅增加了69%至33.6亿元，预计是医药商业业务的快速发展所致。
- 核心品种终端需求旺盛，全年增长无忧。** 百令胶囊系列增长势头强劲，大包装替代是短期催化因素，而多科室推广则将支撑中长期成长，未来科室拓展逐步深化和产品线延伸带来的适应症扩大有望明年成就10亿规模，同时产能逐步扩张也保障业绩短期能得以充分释放；公司阿卡波糖已牢牢占据了第二的市场份额，并以“准独家品种”的身份进入21个省市基药增补目录（拜耳较少参与），其主打安全降糖的特性贴合基层用药习惯，有望在基层市场持续放量，吡格列酮系列则处于快速上升期；依托现有免疫抑制板块销售网络，他克莫司上量迅速，未来伴随招标持续推进，公司他克莫司2012年预计突破亿元。
- 免疫抑制剂降价对于明年整体业绩影响有限。** 此次发改委降价仅影响公司免疫抑制剂产品线，未涉及到其他品种，而目前免疫抑制剂在工业中占比仅为22%，免疫抑制剂市场虽然增速有所放缓，但他克莫司增长迅猛，而环孢素和吗替麦考酚酯在目前医保控费环境下将加快进口替代，同时未来百令胶囊、糖尿病、消化道品种的快速增长将很大程度上弥补免疫抑制剂降价所带来的销售影响。
- 盈利预测和评级。** 公司是国内优质品牌仿制药企业，在免疫抑制、糖尿病等领域具备品种和渠道优势，同时已规划拓展抗肿瘤、抗重症感染与心血管新领域，将进一步巩固公司专科领域的龙头地位。预计2012-2014年EPS分别为1.12元、1.40元、1.74元，同比增长28%、25%、24%。目前股改遗留问题尚未解决，未来如形成解决方案则为股价催化剂，维持“增持-A”评级和12个月目标价38元。
- 风险提示:** 股改问题进展低于预期；器官移植政策不利影响

#### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	8,971.8	11,131.4	13,912.3	17,054.2	20,682.8
Growth(%)	14.7%	24.1%	25.0%	22.6%	21.3%
净利润	317.3	381.5	487.3	607.6	756.0
Growth(%)	-16.1%	20.2%	27.7%	24.7%	24.4%
毛利率(%)	18.8%	19.6%	20.1%	20.1%	20.2%
净利率(%)	3.5%	3.4%	3.5%	3.6%	3.7%
每股收益(元)	0.73	0.88	1.12	1.40	1.74
每股净资产(元)	2.67	3.52	4.81	6.45	8.49
市盈率	46.6	38.8	30.4	24.4	19.6
市净率	12.8	9.7	7.1	5.3	4.0
净资产收益率(%)	29.4%	27.1%	26.1%	25.0%	24.2%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

38.00元

期限: 12个月 上次预测: 38.00元

现价(2012年10月26日): 34.10元

报告日期:

2012-10-29

总市值(百万元)	14,801.45
流通市值(百万元)	9,546.00
总股本(百万股)	434.06
流通股本(百万股)	279.94
12个月最低/最高	21.78/36.98元
十大流通股股东(%)	51.89%
股东户数	6,076

#### 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.81	11.37	45.75
绝对收益	(1.16)	7.06	28.73

邹敏

021-68766073  
执业证书编号

吴永强

010-66581629  
执业证书编号

陈宁浦

021-68765361  
执业证书编号

首席行业分析师

zoumin@essence.com.cn  
S1450511080003

行业分析师

wuyq@essence.com.cn  
S1450512060001

行业分析师

chennp2@essence.com.cn  
S1450512080006

报告联系人

朱凯旋

021-68766571  
zhukx@essence.com.cn

#### 前期研究成果

- 华东医药: 集众家长, 塑专科品牌  
2012-09-28
- 华东医药: 工业稳增, 商业积极扩张  
2010-10-26
- 华东医药: 励精图治、稳步发展  
2010-08-18

## 财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-10-26
利润表						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2010	2011	2012E	2013E	2014E	成长性					
营业收入	8,971.8	11,131.4	13,912.3	17,054.2	20,682.8	营业收入增长率	14.7%	24.1%	25.0%	22.6%	21.3%
减: 营业成本	7,288.5	8,946.6	11,109.3	13,633.4	16,510.8	营业利润增长率	-14.0%	32.2%	24.8%	24.8%	24.7%
营业税费	22.9	46.3	57.8	70.9	86.0	净利润增长率	-16.1%	20.2%	27.7%	24.7%	24.4%
销售费用	871.9	1,119.8	1,474.1	1,802.4	2,197.2	EBITDA 增长率	-8.2%	34.5%	21.5%	18.7%	20.2%
管理费用	250.6	299.6	399.1	489.2	594.1	EBIT 增长率	-11.0%	36.8%	19.8%	21.7%	22.7%
财务费用	61.4	105.1	95.2	92.7	94.0	NOPLAT 增长率	-8.2%	29.3%	19.1%	21.0%	21.9%
资产减值损失	22.6	12.2	15.0	15.0	15.0	投资资本增长率	44.7%	53.9%	-4.5%	28.5%	29.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	4.0%	33.3%	30.3%	29.8%	28.6%
投资和汇兑收益	7.9	8.6	-	-	-						
营业利润	461.7	610.4	761.8	950.6	1,185.7	利润率					
加: 营业外净收支	33.8	2.4	3.0	3.0	3.0	毛利率	18.8%	19.6%	20.1%	20.1%	20.2%
利润总额	495.5	612.9	764.8	953.6	1,188.7	营业利润率	5.1%	5.5%	5.5%	5.6%	5.7%
减: 所得税	99.6	126.8	155.6	194.1	243.7	净利润率	3.5%	3.4%	3.5%	3.6%	3.7%
净利润	317.3	381.5	487.3	607.6	756.0	EBITDA/营业收入	6.6%	7.2%	7.0%	6.8%	6.7%
资产负債表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	5.8%	6.4%	6.2%	6.1%	6.2%
货币资金	328.9	779.4	1,452.0	1,409.9	1,316.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	19	19	16	13	10
应收帐款	1,522.5	2,035.5	2,370.3	2,905.6	3,523.9	流动营业资本周转天数	31	42	41	41	49
应收票据	366.7	586.7	762.3	934.5	1,133.3	流动资产周转天数	126	131	142	144	139
预付帐款	180.1	199.7	310.8	447.1	612.3	应收帐款周转天数	56	57	55	54	54
存货	992.6	1,103.7	1,358.1	1,666.7	2,018.4	存货周转天数	35	34	32	32	32
其他流动资产	3.0	4.2	7.1	11.6	15.2	总资产周转天数	157	163	170	166	156
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	60	73	69	63	67
持有至到期投资	16.9	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	30.7	67.6	67.6	67.6	67.6	ROE	29.4%	27.1%	26.1%	25.0%	24.2%
投资性房地产	12.0	11.4	13.0	15.0	12.0	ROA	9.3%	8.3%	8.3%	9.1%	9.9%
固定资产	548.7	616.2	600.0	598.4	581.4	ROIC	37.2%	33.2%	25.7%	32.6%	30.9%
在建工程	59.1	142.5	121.9	102.8	99.6	费用率					
无形资产	170.1	256.5	209.2	171.4	141.1	销售费用率	9.7%	10.1%	10.6%	10.6%	10.6%
其他非流动资产	24.4	40.2	50.1	56.4	60.9	管理费用率	2.8%	2.7%	2.9%	2.9%	2.9%
资产总额	4,255.6	5,843.7	7,322.4	8,386.9	9,581.9	财务费用率	0.7%	0.9%	0.7%	0.5%	0.5%
短期债务	760.4	1,660.9	1,660.9	1,660.9	1,660.9	三费/营业收入	13.2%	13.7%	14.1%	14.0%	14.0%
应付帐款	1,545.6	1,895.9	2,678.4	2,913.4	3,076.0	偿债能力					
应付票据	413.9	212.8	304.4	373.5	452.4	资产负债率	68.4%	69.3%	68.1%	63.8%	59.3%
其他流动负债	135.8	188.9	253.7	329.8	419.9	负债权益比	216.2%	225.6%	213.2%	176.4%	145.6%
长期借款	-	70.0	80.0	90.0	100.0	流动比率	1.17	1.19	1.28	1.39	1.53
其他非流动负债	8.8	7.0	-3.2	-25.0	-38.8	速动比率	0.82	0.91	1.00	1.08	1.17
负债总额	2,909.8	4,049.2	4,984.3	5,352.9	5,680.5	利息保障倍数	8.52	6.81	9.00	11.26	13.61
少数股东权益	187.3	265.7	249.4	235.5	218.1	分红指标					
股本	434.1	434.1	434.1	434.1	434.1	DPS(元)	0.66	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	724.5	1,094.8	1,654.7	2,364.5	3,249.2	分红比率	90.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1,345.8	1,794.5	2,338.1	3,034.1	3,901.4	股息收益率	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	395.9	486.1	487.3	607.6	756.0	EPS(元)	0.73	0.88	1.12	1.40	1.74
加: 折旧和摊销	72.1	85.1	114.9	110.7	107.5	BVPS(元)	2.67	3.52	4.81	6.45	8.49
资产减值准备	22.6	12.2	15.0	15.0	15.0	PE(X)	46.6	38.8	30.4	24.4	19.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	12.8	9.7	7.1	5.3	4.0
财务费用	47.8	95.8	95.2	92.7	94.0	P/FCF	571.5	40.4	24.0	-115.3	-71.2
投资收益	-7.9	-8.6	-	-	-	P/S	1.6	1.3	1.1	0.9	0.7
少数股东损益	78.6	104.6	121.8	151.9	189.0	EV/EBITDA	25.0	16.0	15.8	13.3	11.1
营运资金的变动	-578.5	-664.6	33.1	-807.0	-1,029.6	CAGR(%)	24.3%	24.8%	23.6%	23.1%	21.9%
经营活动产生现金流量	-28.0	16.1	867.3	171.0	131.9	PEG	1.9	1.6	1.3	1.1	0.9
投资活动产生现金流量	-41.0	-265.1	-38.0	-55.0	-58.0	ROIC/WACC	3.9	3.5	2.7	3.4	3.2
融资活动产生现金流量	-183.0	664.6	-88.7	-82.7	-84.0	REP	2.2	1.3	2.2	1.3	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

邹敏，首席行业分析师。毕业于南京大学生物工程系，上海交通大学 MBA。4 年医药行业工作经历和 6 年证券研究经历。2011 年 6 月加盟安信证券研究中心。

吴永强，安信证券医药行业分析师。中国药科大学中药制药学士，中国药科大学微生物与生化药学硕士，武汉生物制品研究所医学免疫学博士。1 年证券行业研究经验，9 年医药行业从业经验。2011 年 3 月加盟安信证券研究中心。

陈宁浦，行业分析师。华中科技大学医学信息管理与信息系统学士，上海财经大学统计学硕士。2010 年 7 月加盟安信证券研究中心。

## 分析师声明

邹敏、吴永强、陈宁浦分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

张勤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	南方	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	010-59113572	nanfang@essence.com.cn
潘艳	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
刘凯	北京联系人	律烨	深圳联系人
	cosskai2@163.com	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
沈成效	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558059	shencx@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
范洪群	深圳联系人		
0755-82558044	fanhq@essence.com.cn		

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034