

华东医药 (000963.SZ)

医药流通行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

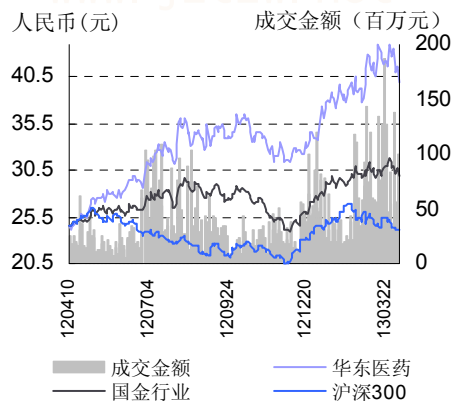
市价(人民币): 38.41元

三年目标翻番, 阿卡波糖迎基药放量机遇;

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	279.94
总市值(百万元)	173.23
年内股价最高最低(元)	44.00/24.23
沪深 300 指数	2489.43
深证成指	8993.11



相关报告

- 《工商业并行发展,三年目标翻番;》, 2013.4.1
- 《业绩符合预期,医药商业增速加快;》, 2012.10.29
- 《降价影响有限,三季度保持高景气;》, 2012.9.21

燕智

联系人
(8621)60870946
yanz@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺

分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.879	1.083	1.376	1.752	2.209
每股净资产(元)	3.52	4.60	6.02	7.92	10.32
每股经营性现金流(元)	0.04	1.48	1.74	1.85	2.27
市盈率(倍)	30.29	31.40	27.91	21.92	17.38
行业优化市盈率(倍)	18.27	19.02	23.24	23.24	23.24
净利润增长率(%)	20.23%	23.18%	27.14%	27.31%	26.08%
净资产收益率(%)	24.95%	23.51%	22.88%	22.13%	21.41%
总股本(百万股)	434.06	434.06	434.06	434.06	434.06

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 华东医药是国内仿制药龙头企业: 公司在 2013 年度工作会议上明确提出第四个三年规划的奋斗目标即: 在 2013 年~2015 年期间, 工业部分(含各成员企业), 实现销售收入翻番; 商业部分实现利润翻番, 充分展现了公司对未来发展的信心。
- 医药工业部分, 百令胶囊和阿卡波糖两个主导品种未来三年有望借助基药放量保持 30%-40% 的复合增长。免疫抑制剂将稳健增长, 其中环孢素新进入基本药物, 受益于自身免疫性疾病领域的辅助用药拓展, 将维持 10% 左右的稳定增长; 他克莫司在浙江、广东等主要省份还未招标, 仍有拓展空间; 吗替麦考酚酯将与移植市场的增长同步。泮托拉唑有望进入更多省标, 销售区域扩大带动收入保持 20% 以上增长。
- 新产品方面, 奥沙利铂完成新版 GMP 现场检查, 预计下半年实现销售; 阿德福韦酯获得批文, 预计年底上市; 阿那曲唑、来曲唑制剂有望下半年获批; 埃索美拉唑有望后年获批。未来几年公司计划每年上报 3-5 个仿制药新品种, 争取每年 2-3 个新产品获批, 为公司长期成长增添动力。
- 医药商业方面, 公司将进一步优化业务结构, 增加高毛利的外资药品和器械的代理业务, 在控制收入规模和应收账款的同时, 保持利润的较快增长。
- 公司在年报当中首次将远大集团实际控制人胡凯军的描述更改为“中国远大集团有限责任公司惟一最终决策人”, 为最终解决大股东循环持股问题铺平道路, 也表现出远大集团为解决华东医药融资问题正在做出不懈努力。

投资建议

- 我们认为公司是国内化学仿制药领域的龙头企业, 目前公司已经形成了工商业平衡发展, 百令胶囊和阿卡波糖双轮驱动, 新产品持续推出的发展格局, 未来三年的成长路劲清晰。股改问题解决以及成功融资后财务压力的缓解将为公司插上腾飞的翅膀。
- 我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 1.38 元、1.75 元、2.21 元, 同比增长 27%、27%、26%, 目前股价对应 2013 年 28 倍, 维持“增持”评级。

年报分析：中美华东高成长

- 华东医药 2012 年实现销售收入 146 亿元，同比增长 31%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.7 亿元，同比增长 23.18%，实现每股 EPS1.08 元。
- 中美华东持续高增长：2012 年控股子公司中美华东实现营业收入 22.80 亿元，同比增长 28.23%，实现净利润 4.15 亿元，同比增长 30%；百令胶囊实现收入 8 亿元，同比增长 40.75%；阿卡波糖实现收入 5 亿元，同比增长 30%；泮托拉唑实现收入 3.6 亿元，同比增长 30%；器官移植免疫抑制剂药物同比增长 14%，其中环孢素增长 6%，吗替麦考酚酯增长 14%，他克莫司增长约 50%。
- 医药商业盈利能力优化：母公司医药商业实现销售收入 103.10 亿元，较上年同比增长 23.46%；母公司毛利率为 6.2%，较上年提升 0.2 个 PP；控股子公司宁波有限公司实现收入 9.58 亿元，与上年基本持平，实现净利润 6461 万元，同比增长 30.6%，其中约 1000 多万为政府退税返还。
- 2012 年公司财务费用 1.36 亿元，增长 30%；管理费用率为 2.91%，较上年提升 0.18 个 PP，公司四季度一次性支出较多；销售费用率为 9.86%，较上年下降 0.16 个 PP。

百令胶囊产能释放，支撑今年 40%增长

- 百令胶囊去年前三季度增长 50%，全年增长 40%，四季度增速下降主要是由于产能基数问题，公司新增产能已于今年年初投产，现有产能 500 多吨，能保证今年收入增长接近 40%的产品供应。
- 本次基本药物目录百令胶囊未能进入，公司计划努力争取在北上广浙等重点市场进入地方增补目录，为百令进一步打开成长空间。
- 百令胶囊的新增产能计划于今年年初投产，规划产能可以支撑百令胶囊实现 20 亿销售。

免疫抑制剂 稳健增长

- 环孢素参照国际标准进入新版基本药物，是国家对于该产品在自身免疫性疾病辅助治疗领域应用的认可。
- 公司环孢素去年实现收入 2.5 亿，其中用于自身免疫性疾病辅助治疗领域的收入仅为 1000-2000 万，拓展空间较大。
- 此次环孢素进入新版基本药物，作为甲类药品将全额报销，公司将积极拓展再生障碍性贫血，红斑狼疮等领域，确保环孢素每年 10%以上的增长。
- 他克莫司去年实现销售收入 9000 多万，同比增长 50%；目前广东，浙江两个用药大省还没有进省标，因此还有进一步放量的空间。
- 吗替麦考酚酯去年实现收入接近 2 亿，已经在器官移植用药领域渗透率已经较高，未来将维持 15%左右的行业平均增速。

阿卡波糖进基药，静待基层放量

- 阿卡波糖此次进入新版基本药物目录，将打开新的成长空间。阿卡波糖作为治疗糖尿病的一线治疗药物，在针对慢性病治疗的基层市场具有很大的应用空间。

- 目前，公司阿卡波糖营销人员数量约 200 人，今年计划扩招 100-200 人组建基层团队，全面进军基本药物市场。公司计划用 2-3 年时间将阿卡波糖打造成 10 亿的大品种。
- 目前，阿卡波糖在全国 2/3 的省份作为基本药物增补中标，目前整体价格基本与非基药相当。公司阿卡波糖片“卡博平”是国内除拜耳以外唯一的仿制药，降价压力较小。
- 在最新公布的北京基本药物招标结果中，公司“卡博平”中标价格与 09 年中标价相比未出现下降，而竞争对手拜耳的“拜糖平”价格下降 10%，这对华东医药与原研药厂的竞争提供了更加公平的平台。

吡格列酮：价格竞争加剧，目标 1-2 亿元

- 吡格列酮目前已经在 10 多个省份中标。去年实现销售 6000 多万，但由于竞争品种增加导致降价压力增大，未来吡格列酮销售目标最终将接近 1-2 亿元。

泮托拉唑：仍能保持 20%以上的增长

- 泮托拉唑由于批文增多，近年来竞价和市场竞争压力加剧，公司目前只在全国 1/3 省份中标销售，主要销售地区包括上海、浙江、湖南、湖北等。在今年新一轮医保招标当中，公司将参与更多的省份招标。
- 公司泮托拉唑有 2 个剂型，针剂和微丸剂，目前销售额占比约为 6:4。其中公司针剂的首仿资质存在争议，但微丸剂目前是独家剂型，在招标中降价压力较小。公司通过不同剂型的组合策略，能够应对各种招标政策，灵活实施销售策略。
- 我们预计泮托拉唑未来仍将保持 20%以上的增长。

医药商业：稳固区域优势，提升盈利能力

- 华东医药是浙江省规模最大的医药商业企业。2012 年，母公司医药商业实现销售收入 103.10 亿元，较上年同比增长 23.46%；母公司毛利率为 6.2%，较上年提升 0.2 个 PP；控股子公司宁波有限公司实现收入 9.58 亿元，与上年基本持平，实现净利润 6461 万元，同比增长 30.6%。
- 由于近年来医药商业应收账款账期不断拉长，导致公司财务费用大涨，严重蚕食利润。公司将优化业务结构，增加高毛利的外资药品和器械的代理业务，在控制收入规模和应收账款的同时，保持利润的较快增长。
- 宁波公司主要经营血液制品和生物制品的医药物流，去年收入没有增长，但利润增速较快，主要由于年底确认近 1000 万的政府税费返还，剔除这个因素利润增速约为 10%。

新产品持续拓展

- 乙肝治疗药物阿德福韦酯，目前正在新版 GMP 改造，预计今年年底上市。
- 降脂药奥利司他预计今年 5-6 月份能够上市。
- 抗肿瘤药奥沙利铂，新 GMP 刚完成现场检查，预计 5-6 月拿到认证到今年下半年实现销售。
- 抗肿瘤药来曲唑、阿那曲唑有望今年年底获批。

股改与融资问题

- 公司由于远大集团循环控股以及股改问题，导致无法启动再融资，去年财务费用 1.3 亿元，成为制约公司发展的障碍。
- 远大集团计划以注入资产的方式解决股改问题，但暂时没有时间表，也没有具体方案。
- 公司正与证监会积极沟通，解决远大集团循环控股问题，远大集团控股权转移的问题触发全面要约收购，需要想证监会申请豁免，目前这一问题正在积极沟通过程中。

盈利预测

- 公司是一家经营稳健的仿制药企业，近年来通过营销策略的转变和划小核算单位，挖掘产品潜力，将百令胶囊、阿卡波糖培养成重磅炸弹级品种。未来公司将借助基本药物放量的机遇继续做大百令和阿卡波糖，巩固在免疫抑制剂领域的龙头地位，还将进军抗肿瘤药领域，成长空间进一步打开。
- 我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 1.38 元、1.75 元、2.21 元，同比增长 27%、27%、26%，目前股价对应 2013 年 28 倍，维持“增持”评级。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表1: 中美华东主要产品拆分

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
百令胶囊							
销售收入	292	374	568	799	1119	1511	1889
增长率	18%	28%	52%	41%	40%	35%	25%
免疫抑制剂产品							
销售收入	342	401	445	518	607	705	828
增长率	6%	17%	11%	16%	17%	16%	18%
吗替麦考酚酯 (赛可平)	销售收入	114	133	153	175	205	235
(赛可平)	增长率	35%	17%	15%	14%	17%	15%
环孢素 (新赛思平)	销售收入	228	236	227	240	252	265
(新赛思平)	增长率	-4%	4%	-4%	6%	5%	5%
他克莫司	销售收入		31	62	93	135	182
	增长率			100%	50%	45%	35%
西罗莫司	销售收入			3	10	15	23
	增长率				50%	50%	50%
内分泌线产品							
销售收入	294	348	438	567	775	1026	1379
增长率	52%	18%	26%	29%	37%	32%	34%
阿卡波糖 (卡博平)	销售收入	258	299	375	488	635	825
(卡博平)	增长率	33%	16%	26%	30%	30%	30%
吡格列酮 (卡司平)	销售收入	36	49	56	67	80	96
(卡司平)	增长率	17%	36%	14%	20%	20%	20%
吡格列酮二甲双胍 (卡优平)	销售收入			4	6	15	30
(卡优平)	增长率				67%	150%	100%
伏格列波糖	销售收入			3	6	15	25
	增长率				100%	150%	67%
奥利司他	销售收入					30	50
	增长率						67%
消化线产品							
泮托拉唑 (泮立苏)	销售收入	202	246	277	360	449	562
(泮立苏)	增长率	17%	22%	13%	30%	25%	25%
肿瘤药产品							
销售收入					20	60	100
增长率							

来源: 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	8,972	11,131	14,579	17,932	22,057	27,027	货币资金	329	779	774	1,400	1,700	2,000
增长率	24.1%	31.0%	23.0%	23.0%	22.5%		应收款项	1,889	2,622	2,694	3,152	3,861	4,711
主营业务成本	-7,289	-8,947	-11,730	-14,370	-17,538	-21,388	存货	993	1,104	1,533	1,614	1,970	2,403
%销售收入	81.2%	80.4%	80.5%	80.1%	79.5%	79.1%	其他流动资产	183	204	159	336	408	497
毛利	1,683	2,185	2,849	3,563	4,519	5,638	流动资产	3,394	4,709	5,160	6,502	7,939	9,611
%销售收入	18.8%	19.6%	19.5%	19.9%	20.5%	20.9%	%总资产	79.7%	80.6%	80.0%	83.6%	85.3%	86.6%
营业税金及附加	-23	-46	-62	-75	-93	-114	长期投资	60	79	90	90	90	90
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	608	759	911	917	1,020	1,132
营业费用	-872	-1,115	-1,438	-1,842	-2,395	-3,027	%总资产	14.3%	13.0%	14.1%	11.8%	11.0%	10.2%
%销售收入	9.7%	10.0%	9.9%	10.3%	10.9%	11.2%	无形资产	173	271	261	239	235	230
管理费用	-251	-304	-424	-511	-640	-789	非流动资产	862	1,134	1,293	1,272	1,372	1,481
%销售收入	2.8%	2.7%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	%总资产	20.3%	19.4%	20.0%	16.4%	14.7%	13.4%
息税前利润 (EBIT)	538	719	926	1,135	1,392	1,709	资产总计	4,256	5,844	6,453	7,774	9,312	11,092
%销售收入	6.0%	6.5%	6.4%	6.3%	6.3%	6.3%	短期借款	791	1,664	1,408	1,453	1,206	766
财务费用	-61	-105	-136	-106	-96	-70	应付款项	1,976	2,127	2,513	2,883	3,522	4,297
%销售收入	0.7%	0.9%	0.9%	0.6%	0.4%	0.3%	其他流动负债	134	181	173	261	318	387
资产减值损失	-23	-12	-15	-39	-25	-34	流动负债	2,901	3,972	4,094	4,597	5,046	5,450
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	70	97	97	97	98
投资收益	8	9	8	8	8	8	其他长期负债	9	7	6	7	7	7
%税前利润	1.6%	1.4%	1.0%	0.8%	0.6%	0.5%	负债	2,910	4,049	4,197	4,701	5,150	5,555
营业利润	462	610	783	998	1,278	1,612	普通股股东权益	1,159	1,529	1,999	2,612	3,437	4,479
营业利润率	5.1%	5.5%	5.4%	5.6%	5.8%	6.0%	少数股东权益	187	266	343	547	811	1,144
营业外收支	34	2	5	3	3	3	负债股东权益合计	4,256	5,844	6,539	7,860	9,398	11,178
税前利润	495	613	788	1,001	1,281	1,615	比率分析						
利润率	5.5%	5.5%	5.4%	5.6%	5.8%	6.0%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-100	-127	-167	-200	-256	-323	每股指标						
所得税率	20.1%	20.7%	21.2%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	0.731	0.879	1.083	1.376	1.752	2.209
净利润	396	486	621	801	1,025	1,292	每股净资产	2.669	3.522	4.605	6.017	7.917	10.318
少数股东损益	79	105	151	203	264	333	每股经营现金净流	-0.064	0.037	1.481	1.743	1.853	2.266
归属于母公司的净利润	317	381	470	597	761	959	每股股利	0.330	0.330	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	3.5%	3.4%	3.2%	3.3%	3.4%	3.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	27.39%	24.95%	23.51%	22.88%	22.13%	21.41%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	7.46%	6.53%	7.19%	7.60%	8.09%	8.58%
净利润	396	486	621	801	1,025	1,292	投入资本收益率	20.11%	16.16%	18.97%	19.28%	20.06%	21.07%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	95	97	115	148	156	187	主营业务收入增长率	14.66%	24.07%	30.97%	23.00%	23.00%	22.53%
非经营收益	40	88	108	103	91	66	EBIT增长率	-11.89%	33.71%	28.77%	22.53%	22.65%	22.77%
营运资金变动	-558	-656	-201	-296	-467	-561	净利润增长率	-16.15%	20.23%	23.18%	27.14%	27.31%	26.08%
经营活动现金净流	-28	16	643	757	804	983	总资产增长率	19.26%	37.32%	11.89%	20.47%	19.79%	19.11%
资本开支	-170	-223	-248	-90	-227	-257	资产管理能力						
投资	118	-73	4	0	0	0	应收账款周转天数	56.4	57.4	53.5	53.0	53.0	53.0
其他	12	30	4	8	8	8	存货周转天数	43.0	42.8	41.0	41.0	41.0	41.0
投资活动现金净流	-41	-265	-239	-82	-219	-249	应付账款周转天数	59.9	63.6	58.5	55.0	55.0	55.0
股权募资	0	0	2	16	64	83	固定资产周转天数	22.3	20.2	18.9	17.5	15.6	13.6
债权募资	194	877	-229	46	-247	-440	偿债能力						
其他	-377	-212	-176	-111	-103	-78	净负债/股东权益	34.32%	53.22%	31.21%	4.75%	-9.34%	-20.21%
筹资活动现金净流	-183	665	-403	-49	-285	-434	EBIT利息保障倍数	8.8	6.8	6.8	10.7	14.4	24.3
现金净流量	-252	416	0	626	300	300	资产负债率	68.38%	69.29%	64.18%	59.82%	54.80%	49.70%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	8	8	8	17
增持	0	7	8	12	39
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.47	1.48	1.53	1.62

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-03-26	增持	25.39	N/A
2 2012-04-20	增持	25.11	N/A
3 2012-05-22	增持	28.38	33.00 ~ 37.00
4 2012-07-01	增持	30.20	33.00 ~ 35.00
5 2012-08-19	增持	33.28	N/A
6 2012-09-21	增持	33.90	N/A
7 2012-10-29	增持	33.62	N/A
8 2013-04-01	增持	43.60	N/A

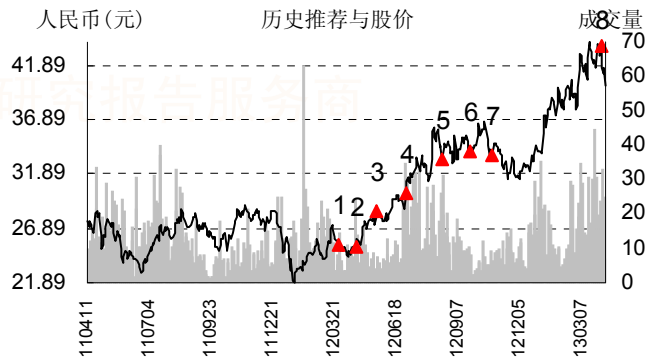
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net