



买入 **25% ↑**
目标价格: 人民币 50.00
原目标价格: 人民币 40.00

000963.CH

股价: 人民币 40.00

目标价格基础: 35 倍左右 2013 年市盈率

板块评级: 中立

本报告要点

- 医药商业收入增速放缓不改全年增长预期
- 阿卡波糖和百令胶囊仍是公司医药工业的重要增长动力。

主要催化剂/事件

- 阿卡波糖、百令胶囊销售增速超预期

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	18	(7)	3	-
相对新华富时A50指数	20	(7)	6	-

发行股数(百万)	434
流通股(%)	47
流通股市值(人民币 百万)	8,122
3个月日均交易额(人民币 百万)	42
净负债比率(%) (2013E)	16.4
主要股东(%)	
中国远大集团有限责任公司	35.5

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2013 年 4 月 19 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药: 化学药

焦作

(8621) 2032 8587

yang.jiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512090002

华东医药

收入增速放缓, 盈利增速略超预期

2013 年 1-3 月, 公司实现营业收入 39.8 亿元, 同比增长 13.3%, 实现净利润 1.6 亿元, 同比上升 31.4%, 实现每股收益 0.37 元, 略高于我们的预期。子公司业务毛利率的大幅上升是公司净利润超预期的主要原因。公司经营活动现金流达到-3.9 亿元, 较 2012 年同期的-2.8 亿元仍在恶化, 显示出医药商业的现金流状况仍无明显好转, 但公司的有息负债以及财务费用较去年同期并无明显上升, 显示出公司的资金压力并未造成实质性影响。基于阿卡波糖和百令胶囊 2013 年的销售额仍将保持快速增长的判断, 我们略微调整公司 2013、2014 年盈利预测至 1.428、1.809 元, 新增 2015 年每股收益预测 2.305 元, 上调公司目标价至 50.00 元, 维持买入评级不变。

支撑评级的要点

- **医药商业增长平稳:** 2013 年 1-3 月母公司收入增长 14.3%, 这意味着公司主要的医药商业业务增速有所下降, 我们估计宁波公司和惠仁医药的收入也有着类似的增速。考虑到医保费用控制正在从年度控费转变为季度控费, 我们认为 1 季度医药商业增速下降对全年收入增速并无影响, 公司全年医药商业的收入增速仍将保持在 20% 以上。
- **制药工业收入增长放缓, 但毛利率提升迅速:** 1-3 月公司并表子公司的收入增长 11.0%, 有所放缓, 但考虑到宁波公司等医药商业业务的情况以及 2012 年第 1 季度的高基数, 这样的情况并不意外。并表子公司的毛利率从 54.1% 提升到 58.4%, 导致并表子公司的净利润增速快速增长, 我们认为这与中美华东的产品结构变化以及江苏九阳的减亏有一定关系。

评级面临的主要风险

- 消化系统和免疫抑制剂的降价对 2013 年业绩造成的负面影响超预期。

估值

- 我们略微调整公司 2013-2014 年盈利预测至 1.428、1.809 元 (原盈利预测为 1.427、1.825 元), 并新增 2015 年每股收益预测 2.305 元, 我们将公司目标价由 40.00 元上调至 50.00 元, 相当于 35 倍左右 2013 年市盈率, 维持**买入**评级不变。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	11,131	14,579	17,926	21,977	26,971
变动(%)	24	31	23	23	23
净利润(人民币 百万)	381	470	620	785	1,001
全面摊薄每股收益(人民币)	0.879	1.083	1.428	1.809	2.305
变动(%)	20	23	32	27	27
先前预测每股收益(人民币)			1.427	1.825	
调整幅度(%)			0	(1)	
全面摊薄市盈率(倍)	45.5	36.9	28.0	22.1	17.4
每股现金流量(人民币)	0.037	1.481	1.481	1.807	2.227
价格/每股现金流量(倍)	1,076.8	27.0	27.0	22.1	18.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.1	18.0	14.1	11.3	9.0
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

收入增长缓慢，但利润保持快速增长

2013年1-3月，公司实现营业收入39.8亿元，同比增长13.3%，实现净利润1.6亿元，同比上升31.4%，实现每股收益0.37元，略高于我们的预期。公司整体毛利率达到21.3%，较2012年同期上升1.0个百分点，其中母公司的医药商业业务变化不大，并表子公司的毛利率从54.1%提升到58.4%，是公司整体毛利率提升的主要原因。毛利率的提升使得公司净利润增速大幅超过收入增速。

1-3月公司的经营活动现金流达到-3.9亿元，较2012年同期的-2.8亿元仍在恶化，初步印证了我们对医药商业全年现金流情况不会实质性好转的判断。不过截至3月末公司的长短期借款较2012年同期基本没有变化，财务费用也略有下降，显示出公司的资金压力有所减轻，而这种资金压力对公司的业务并未产生实质性负面影响。现金流的恶化很大程度上是阶段性的结果，同时也说明公司的医药商业业务仍在稳步扩张。

公司的销售费用率上升0.6个百分点至11.1%，但管理费用率和财务费用率小幅下降，期间费用率整体保持基本稳定。

阿卡波糖、百令胶囊是工业增长的重要动力

由于2012年第1季度基数较高，我们估计2013年第1季度公司的制药工业增速在20%左右。但我们仍然认为公司医药工业全年的增速将在25-30%之间，其主要的增长动力仍然来自于阿卡波糖和百令胶囊，其中阿卡波糖的增长主要来自于基药目录的拉动，而百令胶囊的增长主要来自于适应症的拓展，我们预计这两个品种的增速分别为35%和40%。

免疫抑制剂尽管受到降价的影响，且他克莫司的增速随着基数的扩大也会有所下降，但环孢素受在基药目录的拉动作用下增速将有所上升，同时适应症在先天性免疫系统疾病等领域的拓展也打开了未来的市场空间，因此免疫抑制剂整体的收入增速仍有希望保持。

泮托拉唑的价格体系对销售区域受造成了一定的影响，但我们预计其在主要销售地区价格维护工作将产生积极结果，因此销售额仍将快速增长。

此外，我们估计江苏九阳在2013年将会减亏，对制药工业的利润增长有一定积极作用。

我们认为公司制药工业未来3年的收入增速将保持在25-30%之间，毛利率会有缓慢上升，依然是公司业绩增长的核心动力。

医药商业收入增速下降，预计下半年收入增速将显著回升

2013年1-3月母公司收入增长14.3%，这意味着公司主要的医药商业业务增速有所下降，我们估计宁波公司和惠仁医药的收入也有着类似的增速。

我们判断造成公司医药商业收入增速下降的原因是行业性的。目前各地区的医保费用控制正在从年度控费转变为季度控费，我们预计1、2季度医院用药金额将受到一定控制，而此情况在2012年并不存在，因此客观上造成了2012年上半年的基数相对较高。我们预计公司1季度医药商业增速是全年的低点，未来3个季度医药商业的增速有望环比提升，全年医药商业的收入增速仍将保持在20%以上。

我们预计未来3年公司医药商业业务未来的增速将保持在20-25%之间，盈利增速有望超过收入增速。

风险因素

消化系统和免疫抑制剂的降价对 2013 年业绩造成的负面影响超预期。

未来百令胶囊产品降价幅度超预期。

调整盈利预测，上调目标价，维持买入评级

我们略微调整公司 2013-2014 年盈利预测至 1.428、1.809 元(原盈利预测为 1.427、1.825 元)，并新增 2015 年每股收益预测 2.305 元，我们将公司目标价由 40.00 元上调至 50.00 元，相当于 35 倍左右 2013 年市盈率，维持**买入**评级不变。

图表 2.业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年 1-3 月	2013 年 1-3 月	同比变动%
营业收入	3,516.1	3,984.3	13.3
营业成本	(2,801.1)	(3,134.3)	11.9
营业税	(17.4)	(17.6)	1.5
毛利润	697.7	832.3	19.3
销售费用	(366.5)	(440.3)	20.1
管理费用	(105.7)	(107.8)	2.0
营业利润	225.5	284.2	26.0
资产减值损失	0.0	0.0	-
投资收益	1.3	1.3	0.8
财务费用	(30.0)	(29.8)	(0.5)
营业外收入	12.4	8.7	(30.1)
营业外支出	(10.7)	(9.3)	(12.5)
税前利润	198.5	255.0	28.5
所得税	(39.4)	(47.8)	21.2
少数股东权益	(37.5)	(47.5)	26.6
归属上市公司股东净利润	121.6	159.8	31.4
主要比率(%)			
毛利率	20.3	21.3	
经营利润率	6.4	7.1	
净利率	4.5	5.2	

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	11,131	14,579	17,926	21,977	26,971
销售成本	(8,947)	(11,730)	(14,347)	(17,512)	(21,384)
经营费用	(1,381)	(1,825)	(2,273)	(2,864)	(3,615)
经营利润(息税前利润)	804	1,025	1,306	1,601	1,972
折旧及摊销	(85)	(99)	(117)	(131)	(142)
息税折旧前利润	719	926	1,189	1,470	1,830
净利息收入/(费用)	(105)	(136)	(148)	(155)	(162)
其他收益/(损失)	(1)	(2)	4	4	5
税前利润	613	788	1,045	1,319	1,673
所得税	(127)	(167)	(221)	(280)	(355)
少数股东权益	(105)	(151)	(203)	(254)	(318)
净利润	381	470	620	785	1,001
核心净利润	374	463	624	789	1,005
每股收益(人民币)	0.88	1.08	1.43	1.81	2.31
核心每股收益(人民币)	0.86	1.07	1.44	1.82	2.31
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
收入增长(%)	24	31	23	23	23
息税前利润增长(%)	34	29	28	24	25
息税折旧前利润增长(%)	32	27	27	23	23
每股收益增长(%)	20	23	32	27	27
核心每股收益增长(%)	29	24	35	27	27

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	718	719	1,235	1,913	2,718
应收帐款	2,622	2,694	3,232	3,879	4,655
库存	1,104	1,533	1,686	1,855	2,040
其他流动资产	265	215	238	263	293
流动资产总计	4,709	5,160	6,391	7,910	9,706
固定资产	759	911	1,030	1,064	1,038
无形资产	270	256	242	221	200
其他长期资产	106	212	212	212	212
长期资产总计	1,134	1,379	1,484	1,498	1,451
总资产	5,844	6,539	7,875	9,408	11,156
应付帐款	2,109	2,483	2,738	3,024	3,344
短期债务	1,661	1,408	1,658	1,858	1,958
其他流动负债	203	202	210	218	228
流动负债总计	3,972	4,094	4,606	5,100	5,530
长期借款	70	97	97	97	97
其他长期负债	7	6	6	6	6
股本	434	434	434	434	434
储备	1,095	1,565	2,184	2,970	3,970
股东权益	1,529	1,999	2,618	3,404	4,404
少数股东权益	266	343	547	801	1,119
总负债及权益	5,844	6,539	7,875	9,408	11,156
每股帐面价值(人民币)	3.5	4.6	6.0	7.8	10.1
每股有形资产(人民币)	2.9	4.0	5.5	7.3	9.7
每股净负债/(现金)(人民币)	2.3	1.8	1.2	0.1	(1.5)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	613	788	1,045	1,319	1,673
折旧与摊销	85	99	117	131	142
净利息费用	105	136	148	155	162
运营资本变动	(656)	(204)	(452)	(547)	(661)
税金	(127)	(167)	(221)	(280)	(355)
其他经营现金流	(3)	(9)	6	6	5
经营活动产生的现金流	16	643	643	784	967
购买固定资产净值	(224)	(257)	(230)	(160)	(110)
投资减少/增加	1	9	0	0	0
其他投资现金流	(42)	8	2	9	10
投资活动产生的现金流	(265)	(239)	(228)	(151)	(100)
净增权益	0	2	0	0	0
净增债务	943	(229)	250	200	100
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(279)	(176)	(148)	(155)	(162)
融资活动产生的现金流	665	(403)	102	45	(62)
现金变动	416	0	516	679	804
期初现金	302	718	719	1,235	1,913
公司自由现金流	(240)	403	399	618	851
权益自由现金流	532	53	516	679	804

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	7.2	7.0	7.3	7.3	7.3
息税前利润率(%)	6.5	6.4	6.6	6.7	6.8
税前利润率(%)	5.5	5.4	5.8	6.0	6.2
净利率(%)	3.4	3.2	3.5	3.6	3.7
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.3	1.4	1.6	1.8
利息覆盖率(倍)	6.3	6.5	7.7	9.1	10.9
净权益负债率(%)	56.6	33.6	16.4	1.0	净现金
速动比率(倍)	0.9	0.9	1.0	1.2	1.4
估值					
市盈率(倍)	45.5	36.9	28.0	22.1	17.4
核心业务市盈率(倍)	46.4	37.5	27.8	22.0	17.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	58.0	46.9	34.8	27.5	21.6
市净率(倍)	11.4	8.7	6.6	5.1	3.9
价格/现金流(倍)	1,076.8	27.0	27.0	22.1	18.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.1	18.0	14.1	11.3	9.0
周转率					
存货周转天数	42.8	41.0	40.9	36.9	33.2
应收帐款周转天数	74.0	66.5	60.3	59.1	57.7
应付帐款周转天数	61.9	53.6	49.8	45.2	41.0
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	28.4	26.6	26.8	26.1	25.6
资产收益率(%)	9.6	10.0	11.4	12.0	12.8
已运用资本收益率(%)	25.7	25.3	27.3	26.6	26.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371