

## 商业销售低于预期，工业增长可持续性较强

### 一季报点评

华东医药 (000963.SZ)

**推荐** 首次评级

#### 核心观点:

### 1. 事件

公司发布 2013 年一季报: 营业收入 39.8 亿元, 同比增长 13.31%; 归属于上市公司股东净利润 1.6 亿元, 同比增长 31.38%; 扣除非经常性损益后的净利润同比增长 30.22%; 基本每股收益 0.368 元。收入增速低于预期, 利润增速基本符合预期。

### 2. 我们的分析与判断

受 2012 年 1 季度温州惠仁公司并表, 2013 年 1 季度不并表以及宁波公司销售低于预期影响, 商业表现增速快速下滑。工业增速约 24% 基本符合预期, 费用的节省带来利润增速显著快于收入增速。

#### (一) 收入增速低于预期, 商业并表因素及宁波公司销售低于预期是主要原因

母公司 2013 年 1 季度收入 28.21 亿元, 同比增长 14.3%; 净利润 3.03 亿元, 同比增长 26.5%; 扣除投资净收益 2.63 亿元后, 利润为 4089 万元, 同比增长 9.8%; 因为进口产品代理难度增加, 宁波公司销售低于预期。我们预计商业整体表现增速 11.5%。工业增速 24%, 工业增速基本符合预期。

#### (二) 百令胶囊销售增速约 30%, 卡博平增速约 28%

2012 年百令胶囊销售收入同比增长 40.8%, 今年 1 季度增速较去年水平有所下滑。卡博平(阿卡波糖)依然维持较好的销售势头, 1 季度销售增速约 28%。

#### (三) 百令胶囊持续受益科室拓展, 卡博平社区医院推广有亮点

百令胶囊占公司医药工业收入比重达 33% (2012 年), 新的科室的拓展将为销售增长注入持续动能, 我们预计全年增长 38%; 卡博平占公司医药工业收入比重为 21% (2012 年), 2013 年的看点在于社区医院销售占比的快速提升; 由于直接竞争对手拜耳受制于费用问题, 社区推广较为困难, 将为公司产品提供绝好的机遇。我们预计公司卡博平 2013 年全年销售增速仍能维持不低于 30% 的增速。

### 3. 投资建议

我们对公司 2013-2015 年的盈利预测是每股收益分别为 1.38/1.73/2.22 元, 分别同比增长 27.7%/25.4%/28.3%。评级推荐。

### 4. 风险提示: 医保控费带来商业增速低于预期; 中成药降价。

#### 分析师

黄国珍

☎: 021-20252609

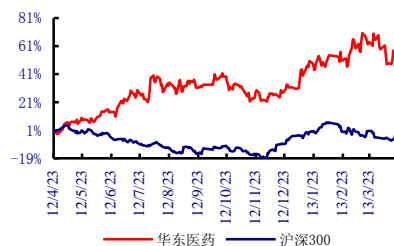
✉: huanguozhen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513030001

#### 市场数据 时间 2013.04.19

|               |          |
|---------------|----------|
| A 股收盘价(元)     | 40.00    |
| A 股一年内最高价(元)  | 46.00    |
| A 股一年内最低价(元)  | 25.02    |
| 上证指数          | 2533.83  |
| 市净率           | 8.69     |
| 总股本(万股)       | 43406.00 |
| 实际流通 A 股(万股)  | 27994.14 |
| 限售的流通 A 股(万股) | 15411.86 |
| 流通 A 股市值(亿元)  | 111.98   |

#### 相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

#### 相关研究

## 附录:

表 1: 华东医药季度累计财务数据分析

| 季度累计分析 (单位: 百万) | 2012/3/31 | 2012/6/30 | 2012/9/30 | 2012/12/31 | 2013/3/31 |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|
| 一、营业总收入         | 3516      | 7046      | 11068     | 14579      | 3984      |
| 营业收入            | 3516      | 7046      | 11068     | 14579      | 3984      |
| YoY             | 37.4%     | 35.0%     | 35.1%     | 31.0%      | 13.3%     |
| 毛利率             | 20.3%     | 20.0%     | 19.5%     | 19.5%      | 21.3%     |
| 二、营业总成本         | 3321      | 6635      | 10451     | 13804      | 3730      |
| 营业成本            | 2801      | 5635      | 8914      | 11730      | 3134      |
| YoY             | 34.8%     | 34.4%     | 35.1%     | 31.1%      | 11.9%     |
| 营业税金及附加         | 0         | 32        | 48        | 62         | 0         |
| 销售费用            | 17        | 717       | 1068      | 1438       | 18        |
| YoY             | 56.2%     | 42.7%     | 32.4%     | 29.0%      | 1.5%      |
| 费用率             | 0.5%      | 10.2%     | 9.7%      | 9.9%       | 0.4%      |
| 管理费用            | 367       | 163       | 300       | 424        | 440       |
| YoY             | 52.4%     | 16.3%     | 41.6%     | 39.2%      | 20.1%     |
| 费用率             | 10.4%     | 2.3%      | 2.7%      | 2.9%       | 11.1%     |
| 财务费用            | 106       | 75        | 108       | 136        | 108       |
| YoY             | 44.3%     | 65.4%     | 48.1%     | 29.7%      | 2.0%      |
| 费用率             | 3.0%      | 1.1%      | 1.0%      | 0.9%       | 2.7%      |
| 资产减值损失          | 30.0      | 13.1      | 13.1      | 15.0       | 29.8      |
| 三、其他经营收益        | 0         | 0         | 0         | 0          | 0         |
| 公允价值变动净收益       | 0         | 0         | 0         | 0          | 0         |
| 投资净收益           | 1         | 4         | 6         | 8          | 1         |
| 汇兑净收益           | 0         | 0         | 0         | 0          | 0         |
| 四、营业利润          | 197       | 415       | 623       | 783        | 256       |
| YoY             | 34.7%     | 37.0%     | 35.1%     | 28.2%      | 29.9%     |
| 加: 营业外收入        | 12        | 14        | 16        | 38         | 9         |
| 减: 营业外支出        | 11        | 20        | 24        | 33         | 9         |
| 五、利润总额          | 199       | 409       | 615       | 788        | 255       |
| YoY             | 34.4%     | 33.0%     | 32.1%     | 28.5%      | 28.4%     |
| 减: 所得税          | 39        | 80        | 122       | 167        | 48        |
| 实际所得税率          | 19.8%     | 19.5%     | 19.9%     | 21.2%      | 18.7%     |
| 加: 未确认的投资损失     | 0         | 0         | 0         | 0          | 0         |
| 六、净利润           | 159.15    | 329.27    | 492.48    | 620.56     | 207.29    |
| 销售净利率           | 4.5%      | 4.7%      | 4.4%      | 4.3%       | 5.2%      |
| 减: 少数股东损益       | 37.52     | 75.53     | 114.03    | 150.63     | 47.49     |
| 少数股东损益占比        | 23.6%     | 22.9%     | 23.2%     | 24.3%      | 22.9%     |
| 归属于母公司所有者的净利润   | 121.63    | 253.73    | 378.45    | 469.93     | 159.80    |
| YoY             | 34.2%     | 31.0%     | 29.0%     | 23.2%      | 31.4%     |
| 七、每股收益:         | 0.28      | 0.58      | 0.87      | 1.08       | 0.37      |
| 扣非后净利润          | 120       | 257       | 382       | 463        | 156       |
| YoY             | 33.1%     | 34.4%     | 31.6%     | 23.8%      | 30.2%     |
| 扣非后 EPS         | 0.28      | 0.59      | 0.88      | 1.07       | 0.36      |
| 总股本             | 434       | 434       | 434       | 434        | 434       |

资料来源: 中国银河证券研究部

表 2: 华东医药单季度财务数据分析

| 单季度分析 (单位: 百万) | 2012/3/31 | 2012/6/30 | 2012/9/30 | 2012/12/31 | 2013/3/31 |
|----------------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|
| 一、营业总收入        | 3516      | 3530      | 4022      | 3511       | 3984      |
| 营业收入           | 3516      | 3530      | 4022      | 3511       | 3984      |
| YoY            | 37.4%     | 32.6%     | 35.2%     | 19.6%      | 13.3%     |
| MoM            | 19.7%     | 0.4%      | 13.9%     | -12.7%     | 13.5%     |
| 毛利率            | 20.3%     | 19.7%     | 18.5%     | 19.8%      | 21.3%     |
| 二、营业总成本        | 3321      | 3314      | 3817      | 3353       | 3730      |
| 营业成本           | 2801      | 2833      | 3280      | 2816       | 3134      |
| YoY            | 34.8%     | 33.9%     | 36.5%     | 19.8%      | 11.9%     |
| 营业税金及附加        | 0         | 14        | 17        | 14         | 0         |
| 销售费用           | 17        | 351       | 351       | 369        | 18        |
| YoY            | 56.2%     | 30.9%     | 15.4%     | 19.8%      | 1.5%      |
| MoM            | -94.4%    | 1917.6%   | 0.2%      | 5.1%       | -95.2%    |
| 费用率            | 0.5%      | 9.9%      | 8.7%      | 10.5%      | 0.4%      |
| 管理费用           | 367       | 57        | 137       | 124        | 440       |
| YoY            | 52.4%     | -19.2%    | 91.2%     | 33.8%      | 20.1%     |
| MoM            | 294.7%    | -84.4%    | 140.1%    | -9.3%      | 254.4%    |
| 费用率            | 10.4%     | 1.6%      | 3.4%      | 3.5%       | 11.1%     |
| 财务费用           | 106       | 46        | 32        | 29         | 108       |
| YoY            | 44.3%     | 83.0%     | 18.9%     | -11.5%     | 2.0%      |
| 费用率            | 3.0%      | 1.3%      | 0.8%      | 0.8%       | 2.7%      |
| 资产减值损失         | 29.98     | 13.08     | 0.00      | 1.88       | 29.82     |
| 三、其他经营收益       | 0         | 0         | 0         | 0          | 0         |
| 公允价值变动净收益      | 0         | 0         | 0         | 0          | 0         |
| 投资净收益          | 1         | 2         | 3         | 1          | 1         |
| 汇兑净收益          | 0         | 0         | 0         | 0          | 0         |
| 四、营业利润         | 197       | 218       | 208       | 159        | 256       |
| YoY            | 34.7%     | 39.2%     | 31.4%     | 7.0%       | 29.9%     |
| MoM            | 32.0%     | 11.0%     | -4.7%     | -23.4%     | 60.4%     |
| 加: 营业外收入       | 12        | 2         | 2         | 22         | 9         |
| 减: 营业外支出       | 11        | 10        | 4         | 9          | 9         |
| 五、利润总额         | 199       | 210       | 206       | 173        | 255       |
| YoY            | 34.4%     | 31.7%     | 30.2%     | 17.2%      | 28.4%     |
| MoM            | 34.9%     | 6.0%      | -2.1%     | -16.2%     | 47.8%     |
| 减: 所得税         | 39        | 40        | 43        | 44         | 48        |
| 加: 未确认的投资损失    | 0         | 0         | 0         | 0          | 0         |
| 六、净利润          | 159       | 170       | 163       | 128        | 207       |
| 减: 少数股东损益      | 38        | 38        | 39        | 37         | 47        |
| 归属于母公司所有者的净利润  | 122       | 132       | 125       | 91         | 160       |
| YoY            | 34.2%     | 28.3%     | 25.1%     | 3.7%       | 31.4%     |
| MoM            | 37.9%     | 8.6%      | -5.6%     | -26.7%     | 74.7%     |
| 七、每股收益:        | 0.28      | 0.00      | 0.29      | 0.00       | 0.37      |

资料来源: 中国银河证券研究部

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |      |       |       |       | 单位:百万元          |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 会计年度            | 2012        | 2013E        | 2014E        | 2015E        |
| <b>流动资产</b>    | 5160 | 6268  | 7409  | 9051  | <b>营业收入</b>     | 14579       | 17166        | 20269        | 24013        |
| 现金             | 774  | 1030  | 1254  | 1802  | 营业成本            | 11730       | 13675        | 15929        | 18571        |
| 应收账款           | 2276 | 2772  | 3273  | 3878  | 营业税金及附加         | 62          | 72           | 85           | 101          |
| 其他应收款          | 31   | 44    | 52    | 61    | 营业费用            | 1438        | 1793         | 2248         | 2833         |
| 预付账款           | 150  | 191   | 223   | 260   | 管理费用            | 424         | 533          | 677          | 856          |
| 存货             | 1533 | 1767  | 2058  | 2399  | 财务费用            | 136         | 86           | 77           | 57           |
| 其他流动资产         | 396  | 463   | 548   | 650   | 资产减值损失          | 15          | 15           | 15           | 15           |
| <b>非流动资产</b>   | 1379 | 1616  | 1737  | 1843  | 公允价值变动收         | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 71   | 71    | 80    | 90    | 投资净收益           | 8           | 8            | 8            | 8            |
| 固定资产           | 756  | 991   | 1124  | 1220  | <b>营业利润</b>     | 783         | 1001         | 1246         | 1588         |
| 无形资产           | 244  | 255   | 263   | 268   | 营业外收入           | 38          | 40           | 50           | 65           |
| 其他非流动资         | 308  | 299   | 270   | 265   | 营业外支出           | 33          | 35           | 35           | 35           |
| <b>资产总计</b>    | 6539 | 7884  | 9146  | 10894 | <b>利润总额</b>     | 788         | 1006         | 1261         | 1618         |
| <b>流动负债</b>    | 4094 | 4823  | 5041  | 5465  | 所得税             | 167         | 213          | 267          | 343          |
| 短期借款           | 1408 | 1476  | 1200  | 1000  | <b>净利润</b>      | 621         | 792          | 994          | 1275         |
| 应付账款           | 2026 | 2598  | 3027  | 3528  | 少数股东损益          | 151         | 192          | 241          | 310          |
| 其他流动负债         | 660  | 749   | 815   | 937   | <b>归属母公司净利润</b> | 470         | 600          | 753          | 965          |
| <b>非流动负债</b>   | 103  | 143   | 193   | 243   | <b>EBITDA</b>   | 1019        | 1208         | 1477         | 1828         |
| 长期借款           | 97   | 137   | 187   | 237   | <b>EPS (元)</b>  | 1.08        | 1.38         | 1.73         | 2.22         |
| 其他非流动负         | 6    | 6     | 6     | 6     |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 4197 | 4966  | 5234  | 5708  |                 |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 343  | 536   | 777   | 1087  | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 股本             | 434  | 434   | 434   | 434   | <b>会计年度</b>     | <b>2012</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> | <b>2015E</b> |
| 资本公积           | 8    | 8     | 8     | 8     | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 留存收益           | 1557 | 1940  | 2692  | 3658  | 营业收入            | 31.0%       | 17.7%        | 18.1%        | 18.5%        |
| 归属母公司股东权益      | 1999 | 2382  | 3134  | 4100  | 营业利润            | 28.2%       | 27.9%        | 24.5%        | 27.4%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 6539 | 7884  | 9146  | 10894 | 归属于母公司净利润       | 23.2%       | 27.7%        | 25.4%        | 28.3%        |
|                |      |       |       |       | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 毛利率(%)          | 19.5%       | 20.3%        | 21.4%        | 22.7%        |
|                |      |       |       |       | 净利率(%)          | 3.2%        | 3.5%         | 3.7%         | 4.0%         |
|                |      |       |       |       | ROE(%)          | 23.5%       | 25.2%        | 24.0%        | 23.5%        |
|                |      |       |       |       | ROIC(%)         | 25.1%       | 26.0%        | 27.1%        | 29.4%        |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 资产负债率(%)        | 64.2%       | 63.0%        | 57.2%        | 52.4%        |
|                |      |       |       |       | 净负债比率(%)        | 35.87%      | 32.49%       | 26.50%       | 21.67%       |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 1.26        | 1.30         | 1.47         | 1.66         |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 0.88        | 0.93         | 1.06         | 1.21         |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 2.35        | 2.38         | 2.38         | 2.40         |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 6           | 6            | 6            | 6            |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 6.24        | 5.91         | 5.66         | 5.67         |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标(元)</b>  |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 1.08        | 1.38         | 1.73         | 2.22         |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.48        | 1.82         | 1.84         | 2.37         |
|                |      |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 4.60        | 5.49         | 7.22         | 9.45         |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | P/E             | 39.68       | 31.07        | 24.78        | 19.31        |
|                |      |       |       |       | P/B             | 9.33        | 7.83         | 5.95         | 4.55         |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 19          | 16           | 13           | 11           |

| 现金流量表          |      |       |       |       |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |      |       |       |       |
| 会计年度           | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| <b>经营活动现金流</b> | 643  | 788   | 800   | 1030  |
| 净利润            | 621  | 792   | 994   | 1275  |
| 折旧摊销           | 100  | 122   | 154   | 182   |
| 财务费用           | 136  | 86    | 77    | 57    |
| 投资损失           | -8   | -8    | -8    | -8    |
| 营运资金变动         | -201 | -212  | -455  | -511  |
| 其他经营现金         | -5   | 8     | 39    | 34    |
| <b>投资活动现金流</b> | -239 | -333  | -273  | -275  |
| 资本支出           | 257  | 300   | 230   | 230   |
| 长期投资           | 7    | -0    | 9     | 10    |
| 其他投资现金         | 25   | -33   | -34   | -35   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -403 | -200  | -303  | -207  |
| 短期借款           | -253 | 68    | -276  | -200  |
| 长期借款           | 27   | 40    | 50    | 50    |
| 普通股增加          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金         | -177 | -308  | -77   | -57   |
| <b>现金净增加额</b>  | 0    | 256   | 224   | 548   |

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**黄国珍，行业证券分析师。** 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

康恩贝、恩华药业、人福医药、华东医药、丽珠集团、千金药业、千红制药、海思科。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn