

市场研究部 证券研究报告

2014年3月24日

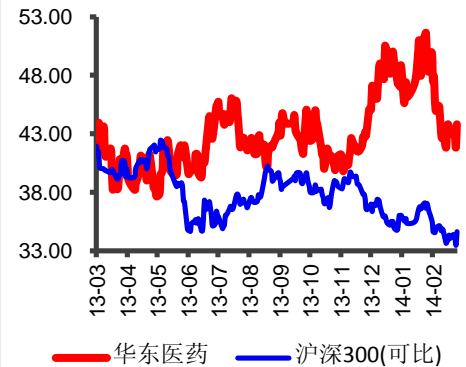
持续稳健增长，股改遗留问题有望解决

华东医药（000963）

投资评级：推荐

一年来市场表现

截至 2014/3/21



市场数据

2014/3/21

A 股收盘价 (元)	43.80
A 股一年内最高价 (元)	51.97
A 股一年内最低价 (元)	36.00
上证指数	2047.62
市净率	7.4
总股本 (万股)	43,406
实际流通 A 股 (万股)	27,994
限售的流通 A 股 (万股)	15,412
流通 A 股市值 (亿元)	122.61

分析师 张科然

执业证书号：S1490513050001

电话：010-58565075

邮箱：zhangkeran@hrsec.com.cn

联系人：黄彬

电话：010-58566865

邮箱：huangbin@hrsec.com.cn

事件：

华东医药公布 2013 年年报。公司实现营业收入 167.18 亿元，同比增长 14.67%。实现净利润 7.48 亿元，同比增长 20.48%。其中归属于母公司的净利润 5.75 亿元，同比增长 22.35%。EPS 1.32 元。四季度单季实现营业收入 40.28 亿元，同比增长 14.71%，实现净利润 1.06 亿元，同比增长 11.54%，EPS0.25 元。

医保控费冲击下商业增速放缓

2013 年医药商业同比增长 13.4%，增速放缓，主要原因是杭州医保控费和反商业贿赂的冲击。13 年年初开始的杭州医保机器审方直接影响到了公司商业批发业务，中药类产品增速下降较多。另外，宁波公司因核心产品白蛋白的国外供应商缩小了公司的代理区域范围，今年销售收入仅增长 3%，公司和韩国 LG 生命科学院合作引进注射用修饰透明质酸钠凝胶，预计 14 年展开销售后将作为宁波公司新的利润增长点。未来医保控费将趋常态化，预计公司将通过积极参与医院药事管理、打造健康产业以及引进新产品等措施减少控费对公司商业片的影响，14 年商业片增速有望有所恢复。

核心产品稳步增长，多个新品待批

医药制造业同比增长 21.68%，核心控股子公司中美华东净利润同比增长 22.83%。核心产品方面：百令胶囊 13 年收入过 10 亿，同比增速较 12 年增速有所放缓，增速在一定程度上受到产能瓶颈的限制，新建百令原料药基地今年开工建设预计 16 年投产，届时产能可支撑百令 20 亿元的销售规模，将彻底解决产能问题。阿卡波糖 13 年进入国家基药目录，其一致性评价工作也已正式启动，在各地中标后有望逐步放量，进口替代有望加速。公司目前有多个在研产品正在等待生产批文，包括抗肿瘤用药来曲唑、阿那曲唑、地西他滨、伊立替康、心脑血管用药磺达肝脲钠注射剂和超级抗生素用药达托霉素注射剂，预计公司未来将内生外延并举继续丰富公司制剂产品线。

债权融资无碍，股改遗留问题有望彻底解决

07 年 8 月公司控股股东远大集团以现金方式购买资产的议案遭否决后，拟申请豁免履行华东医药股改中做出的资产注入承诺，长期困扰公司发展的股改遗留问题有望于近期彻底解决。13 年远大集团彻底解决了原有的循环持股问题，债权融资已无碍，14 年公司计划通过发行债券等方式募集部分资金，外延式扩张有望启动。

⑤ 盈利预测与投资建议

我们预计 2014-2016 年 EPS 分别为 1.64 元、2.02 元、2.54 元，对应当前价格的市盈率分别为 27 倍、22 倍、17 倍。公司工商业稳健增长，核心品种成长性优异，股改遗留问题解决后公司资本运作将步入新阶段，当前估值水平较低，给予“推荐”评级。

⑤ 风险提示

股改遗留问题解决时间不确定性；

医保控费影响商业片增速；

工业片核心产品降价

财务数据与估值

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	14,579.2	16,718.0	19,894.4	24,868.0	31,085.0
同比增长(+/-%)	31.0%	14.7%	19.0%	25.0%	25.0%
营业利润（百万元）	782.7	924.8	1,163.6	1,435.0	1,804.8
同比增长(+/-%)	28.2%	18.2%	25.8%	23.3%	25.8%
净利润（百万元）	620.6	747.7	925.8	1,141.3	1,434.4
同比增长(+/-%)	27.7%	20.5%	23.8%	23.3%	25.7%
每股收益（元）	1.08	1.32	1.64	2.02	2.54
PE	40.46	33.07	26.70	21.66	17.24
PB	9.51	7.39	6.19	5.16	4.26

资料来源：wind，华融证券

资产负债表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	5,159.9	6,027.2	10,124.8	12,652.0	15,814.0
现金	774.4	853.8	3,978.9	4,973.6	6,217.0
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	387.5	545.5	656.5	820.6	1,025.8
应收款项	2,275.6	2,665.5	3,165.1	3,956.4	4,945.5
其他应收款	30.6	33.1	35.4	44.3	55.3
存货	1,532.8	1,715.3	2,049.4	2,561.7	3,202.2
其他	159.1	214.0	239.5	295.3	368.1
非流动资产	1,378.8	1,646.2	1,596.6	1,546.5	1,495.9
长期股权投资	71.3	72.2	72.2	72.2	72.2
固定资产	755.6	905.0	983.2	985.8	934.7
无形资产	244.2	318.0	331.8	345.0	357.5
其他	307.8	351.0	209.3	143.5	131.4
资产总计	6,538.7	7,673.4	11,721.5	14,198.5	17,309.8
流动负债	4,094.0	4,546.8	7,882.8	9,479.5	11,482.3
短期负债	1,408.2	1,569.9	2,873.5	3,375.0	3,864.8
应付账款	2,025.8	2,255.3	3,968.9	4,961.2	6,201.5
预收账款	29.6	22.9	34.1	42.1	52.9
其他	630.4	698.6	1,006.3	1,101.3	1,363.1
长期负债	102.6	111.5	111.3	113.6	118.6
长期借款	97.0	100.0	100.0	100.0	100.0
其他	5.6	11.5	11.3	13.6	18.6
负债合计	4,196.7	4,658.3	7,994.1	9,593.1	11,601.0
股本	434.1	434.1	434.1	434.1	434.1
资本公积金	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9
留存收益	1,556.8	2,131.4	2,629.7	3,244.1	4,016.2
少数股东权益	343.3	441.8	655.7	919.3	1,250.7
母公司所有者权益	1,998.7	2,573.3	3,071.7	3,686.0	4,458.2
负债及权益合计	6,538.7	7,673.4	11,721.5	14,198.5	17,309.8

资料来源：wind，华融证券

现金流量表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	627.8	450.8	2,158.2	905.8	1,246.8
净利润	620.6	747.7	925.8	1,141.3	1,434.4
折旧摊销	99.7	120.7	98.4	99.1	99.8
财务费用	121.2	123.2	86.2	114.9	130.7
投资收益	-8.6	-4.5	-7.3	-7.3	-7.3
营运资金变动	-200.5	-530.7	1,029.2	-486.2	-466.9
其他	-4.6	-5.5	25.9	44.0	56.1
投资活动现金流	-239.5	-327.6	-36.8	-36.8	-36.8
资本支出	-152.6	-383.0	-44.0	-44.0	-44.0
其他投资	-86.8	55.4	7.3	7.3	7.3
筹资活动现金流	-105.8	293.7	1,003.6	125.7	33.3
借款变动	-225.6	164.7	1,303.6	501.5	489.9
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	0.0	0.0	-213.6	-263.3	-330.9
其他	119.8	129.0	-86.4	-112.5	-125.6

资料来源：wind，华融证券

利润表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	14,579.2	16,718.0	19,894.4	24,868.0	31,085.0
营业成本	11,729.9	13,341.4	15,875.7	19,844.7	24,805.8
营业税金及附加	61.8	67.3	79.6	99.5	124.3
营业费用	1,437.7	1,739.7	2,069.0	2,586.3	3,232.8
管理费用	423.9	504.4	596.8	746.0	932.6
财务费用	136.3	121.4	86.2	114.9	130.7
资产减值损失	15.0	26.2	30.7	49.0	61.2
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	7.9	7.3	7.3	7.3	7.3
营业利润	782.7	924.8	1,163.6	1,435.0	1,804.8
营业外收入	37.5	48.2	35.5	35.5	35.5
营业外支出	32.7	30.7	31.7	31.2	31.4
利润总额	787.5	942.3	1,167.5	1,439.3	1,808.8
所得税	167.0	194.6	241.7	297.9	374.4
净利润	620.6	747.7	925.8	1,141.3	1,434.4
少数股东权益	150.6	172.7	213.9	263.6	331.4
归属母公司所有者净利润	469.9	575.0	711.9	877.7	1,103.1
EPS（元）	1.08	1.32	1.64	2.02	2.54

资料来源：wind，华融证券

主要财务比率

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
同比增长率					
营业收入	31.0%	14.7%	19.0%	25.0%	25.0%
营业利润	28.2%	18.2%	25.8%	23.3%	25.8%
净利润	27.7%	20.5%	23.8%	23.3%	25.7%
盈利能力					
毛利率	19.5%	20.2%	20.2%	20.2%	20.2%
净利率	4.3%	4.5%	4.7%	4.6%	4.6%
ROE	23.5%	22.3%	23.2%	23.8%	24.7%
ROIC	24.0%	22.7%	18.7%	19.2%	20.0%
偿债能力					
资产负债率	64.2%	60.7%	68.2%	67.6%	67.0%
流动比率	1.26	1.33	1.28	1.33	1.38
速动比率	0.88	0.95	1.02	1.06	1.10
营运能力					
资产周转率	2.23	2.18	1.70	1.75	1.80
存货周转率	7.65	7.78	7.75	7.75	7.75
应收账款周转率	5.47	5.21	5.21	5.21	5.21
每股资料(元)					
每股收益	1.08	1.32	1.64	2.02	2.54
每股经营现金	1.48	1.10	4.97	2.09	2.87
每股净资产	4.60	5.93	7.08	8.49	10.27
每股股利	0.00	0.00	0.49	0.58	0.70
估值比率					
PE	40.46	33.07	26.70	21.66	17.24
PB	9.51	7.39	6.19	5.16	4.26

资料来源：wind，华融证券

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

张科然，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给公司客户有偿使用。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为公司客户。本报告版权归公司所有。未获得公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询公司的投资顾问。公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159 网址：www.hrsec.com.cn