华东医药

工业增长迅速，商业拖累增速

买入 **33%** ⬆

目标价格: 人民币 59.00

000963.CH

股价:人民币 44.48

目标价格基础：35 倍左右 2014 年市盈率

板块评级: 中立

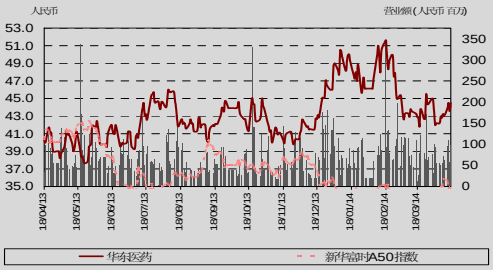
本报告要点

- 百令胶囊、阿卡波糖带动制药工业收入高速增长
- 高毛利率品种快速增长带动公司利润快速增长
- 股改承诺问题有一定希望在上半年出现解决方案

主要催化剂/事件

- 股改遗留问题解决
- 公司启动融资计划解决财务压力
- 业绩超预期

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(3.3)	2.8	(9.6)	9.1
相对新华富时 A50 指数	0.3	(2.7)	(12.0)	22.4

发行股数 (百万)	434
流通股 (%)	47
流通股市值 (人民币 百万)	9,032
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	82
净负债比率 (%) (2014E)	26
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 2014 年 4 月 17 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

焦阳
(8621) 2032 8587
yang.jiao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300512090002

2014 年第 1 季度公司实现营业收入 45.03 亿元，同比增长 13.03%，实现归属上市公司的净利润 2.02 亿元，同比增长 26.25 %，其中扣非后净利润增速达到 30.06%。公司实现每股收益 0.46 元，符合我们的预期。当季公司经营活动现金流为-4.65 亿元，符合医药商业行业的规律。我们估计公司制药工业的增速在 30%以上，是净利润保持高速增长的原因；但医药商业的增速可能在 10%以内，大幅拉低了公司的收入增速。日前，公司控股股东已提出豁免股改承诺的申请并提请股东大会审议，我们认为尽管该方案略令人失望，但股改承诺问题的解决仍有望更进一步。我们维持公司 2014-2016 年 1.684 元、2.147 元、2.677 元的每股收益预测，维持公司 59.00 元的目标价和买入评级不变。

支撑评级的要点

- **受益基药推广，制药工业增速理想：**我们认为公司第 1 季度制药工业增速超过 30%，其中阿卡波糖增速超过 40%，百令胶囊增速在 30%左右，免疫抑制剂以及泮托拉唑的销售额也有着不错的增长。主要品种在城市基层医院的推广是公司制药工业高速增长的直接原因。
- **医药商业增速继续下滑，但对利润增速影响不大：**我们认为公司第 1 季度医药商业的增速不足 10%，其中母公司业务覆盖的传统区域增速较差。不过由于宁波公司等子公司新增代理产品等新业务的加入，公司医药商业收入增速下滑对整体利润增速的影响仍在可控范围。
- **股改承诺解决方案令人失望，但未来仍有转机：**公司控股股东已提出股改承诺的解决方案并获得公司董事会监事会通过，将提请股东大会审议。我们认为该方案令人失望，但公司优质的主营业务以及未来 1-2 年对资金的需求使得该事项的解决在未来仍面临转机。

评级面临的主要风险

- 浙江省医保控费力度超预期。

估值

- 我们维持公司 59.00 元的目标价，相当于 35 倍左右 2014 年市盈率，维持公司的**买入**评级不变。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入 (人民币 百万)	14,579	16,718	19,353	22,601	26,365
变动 (%)	*31*	*15*	*16*	*17*	*17*
净利润 (人民币 百万)	470	575	731	932	1,162
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.083	1.325	1.684	2.147	2.677
变动 (%)	*23*	*22*	*27*	*27*	*25*
全面摊薄市盈率(倍)	41.1	33.6	26.4	20.7	16.6
每股现金流量 (人民币)	1.481	1.099	1.627	1.997	2.402
价格/每股现金流量 (倍)	30.0	40.5	27.3	22.3	18.5
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	19.9	17.3	14.3	11.6	9.4
每股股息 (人民币)	0.000	0.700	0.000	0.000	0.000
股息率 (%)	0.0	1.6	0.0	0.0	0.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

收入增速下滑，利润增速保持较高速度

2014 年第 1 季度公司实现营业收入 45.03 亿元，同比增长 13.03%，低于 2013 年的 14.67%以及 2013 年同期的 13.31%；实现归属上市公司的净利润 2.02 亿元，同比增长 26.25%，其中扣非后净利润增速达到 30.06%，与 2013 年同期的 30.22%较为接近。公司实现每股收益 0.46 元，符合我们的预期。

2014 年第 1 季度公司经营活动现金流为-4.65 亿元，这种情况对于医药商业企业属于正常情况。

公司的期间费用率上升 1.27 个百分点至 15.77%，其中销售费用率上升 1.27 个百分点，管理费用率和财务费用率保持不变。我们认为制药工业占比的提升是销售费用率上升的核心原因，而母公司略微下降的销售费用率则表明公司医药商业的销售费用率控制良好，经营效率进一步提升。

工业增速同比上升

拆分公司第 1 季度的财务报表可以看出，公司全部并表子公司收入增长 28.55%，主营成本增长 18.71%，这意味着公司制药工业的增速大概率在 30%以上，相比 2013 年同期 20%左右的制药工业增速有显著提升。

我们估计阿卡波糖和百令胶囊仍然是公司制药工业增长的主要动力。考虑到百令胶囊的产能限制，我们估计第 1 季度阿卡波糖的增速在 50%左右，而百令胶囊的增速约为 30%。我们认为，在经历了 2013 年加大基层销售人员的配置和投入后，两个核心品种的增长有很大一部分是来自于基层销售，其中城市基层医院的增长最为主要。免疫抑制剂板块受环孢素 A 的基药拉动以及他克莫司的继续放量的影响也保持不错的增速；泮托拉唑受到广东中标结果的负面影响增速可能不很理想。

我们预计全年阿卡波糖和百令胶囊仍将保持 30%以上的增长，免疫抑制剂和泮托拉唑将保持 10-20%的增长，制药工业的整体增速在 25%左右。

医药商业增速有所下滑，全年或将略有恢复

第 1 季度母公司的收入增速仅为 6.63%，即便考虑宁波公司、湖州公司、绍兴公司可能较高的增速，我们估计第 1 季度公司医药商业业务的增速也很有可能低于 10%，尤其是 2013 年同期的基数并不高。我们估计公司医药商业第 1 季度的低增速有一定的扰动因素影响。由于浙江省 4 月 1 日起在全省公立医院实施药品销售零差率，延后了部分医院和患者的购药计划，这一情况在 3 月中下旬的医院药品销售情况中有较为明显的体现。

不过，我们认为公司的医药商业业务增速仍有转机：一是浙江省全面零差率可能加速药房托管的进程，公司作为省内最大的医药商业公司有望进一步提高市占率，获得额外的增速。二是公司医药商业业务正在加紧引进代理品种，提升业务毛利率。2014 年公司的子公司华东医药宁波公司和韩国 LG 生命科学强势携手，独家代理引进国内首个韩国原装进口、并获得欧盟 CE 认证的注射用修饰透明质酸钠凝胶（商品名：YVOIRE 伊婉），进军国内潜力巨大的美容整形产品市场。三是尽管浙江省医保控费的手段和力度仍然很强，但考虑到全省医保筹资的增速仍非常正常，我们认为短期内医保控费继续增强的概率并不大，公司省内药品纯销的业务增速有望回升。

股改承诺解决方案令人失望，但未来或有转机

公司控股股东已提出股改承诺的解决方案并获得公司董事会监事会通过，将提请股东大会审议。该方案提出若华东医药股东大会审议通过该豁免方案，“远大集团承诺 24 个月内不减持华东医药股票”，“同时，远大集团仍将坚定支持华东医药发展，充分利用其在医药行业的各种优势资源，帮助华东医药做好新厂建设、新品开发、市场推广、产品出口、人才培养等方面工作；积极推动华东医药开拓多种融资渠道，降低财务费用；将经营管理团队现实利益与全体股东的长远利益相结合，完善其业绩考核与激励机制；坚持合理现金分红，给全体股东以持续稳定的投资回报。”不过，方案也指出“根据华东医药发展战略，远大集团仍将支持华东医药通过资本运营模式，加快产品结构优化升级和主营业务发展壮大。”

我们认为该方案略令人失望。不过，公司主营业务领域独特且质量优秀，短期难以寻找获得与之匹配的收购注入标的，要求股改承诺解决方案给出确定的解决措施略显强人所难。同时，公司公告的公司债发行计划已经清楚地表明公司通过银行贷款的融资能力正在减弱，未来 1-2 年很有可能面临融资能力不足的情况；而且江东基地的建设需要长期融资的支持，相比利率较高的长期债券，公司如能采用股权融资将是共赢的结果。我们认为，公司对于并购标的较高的要求以及对于资金的迫切需求使得各方股东解决股改承诺遗留问题的基础日趋坚实，短期内该事件或有转机。

风险因素

浙江省医保控费超预期。

维持盈利预测、目标价和买入评级

我们维持公司 2014-2016 年 1.684 元、2.147 元、2.677 元的每股收益预测以及 59.00 元的目标价，相当于 35 倍左右 2014 年市盈率，维持***买入***评级不变。

图表 2.业绩摘要

(人民币，百万)	2013 年 1 季度	2014 年 1 季度	同比变动(%)
营业收入	3,984.3	4,503.3	13.0
营业成本	(3,134.3)	(3,415.2)	9.0
营业税	(17.6)	(23.3)	32.3
毛利润	832.3	1064.7	27.9
销售费用	(440.3)	(554.7)	26.0
管理费用	(107.8)	(122.0)	13.1
营业利润	284.2	388.0	36.5
资产减值损失	0.0	0.0	-
投资收益	1.3	0.5	(63.1)
财务费用	(29.8)	(33.7)	12.9
营业外收入	8.7	3.5	(59.2)
营业外支出	(9.3)	(10.5)	11.9
税前利润	255.0	348.0	36.4
所得税	(47.8)	(87.7)	83.6
少数股东权益	(47.5)	(58.6)	23.3
归属上市公司股东净利润	159.8	201.7	26.2
主要比率(%)			
毛利率	21.3	24.2	
经营利润率	7.1	8.6	
净利率	5.2	5.8	

资料来源：公司数据

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	14,579	16,718	19,353	22,601	26,365
销售成本	(11,730)	(13,341)	(15,269)	(17,620)	(20,326)
经营费用	(1,825)	(2,192)	(2,627)	(3,204)	(3,899)
经营利润(息税前利润)	1,025	1,184	1,457	1,777	2,139
折旧及摊销	(99)	(119)	(141)	(164)	(188)
息税折旧前利润	926	1,065	1,316	1,613	1,952
净利息收入/(费用)	(136)	(121)	(133)	(126)	(115)
其他收益/(损失)	(2)	(1)	(7)	(7)	(6)
税前利润	788	942	1,176	1,480	1,831
所得税	(167)	(195)	(243)	(306)	(378)
少数股东权益	(151)	(173)	(202)	(242)	(291)
净利润	470	575	731	932	1,162
核心净利润	463	554	743	944	1,174
每股收益(人民币)	1.08	1.32	1.68	2.15	2.68
核心每股收益(人民币)	1.07	1.28	1.71	2.17	2.70
每股股息(人民币)	0.00	0.70	0.00	0.00	0.00
收入增长(%)	31	15	16	17	17
息税前利润增长(%)	29	15	24	23	21
息税折旧前利润增长(%)	27	16	23	22	20
每股收益增长(%)	23	22	27	27	25
核心每股收益增长(%)	24	20	34	27	24

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	788	942	1,176	1,480	1,831
折旧与摊销	99	119	141	164	188
净利息费用	136	121	133	126	115
运营资本变动	(204)	(535)	(512)	(610)	(723)
税金	(167)	(195)	(243)	(306)	(378)
其他经营现金流	(9)	23	12	12	11
经营活动产生的现金流	643	477	706	867	1,043
购买固定资产净值	(257)	(336)	(380)	(230)	(180)
投资减少/增加	9	2	0	0	0
其他投资现金流	8	6	1	8	9
投资活动产生的现金流	(239)	(328)	(379)	(222)	(171)
净增权益	2	28	0	0	0
净增债务	(229)	165	150	150	100
支付股息	0	0	(304)	0	0
其他融资现金流	(176)	(223)	(133)	(126)	(115)
融资活动产生的现金流	(403)	(31)	(286)	24	(15)
现金变动	0	118	41	669	857
期初现金	718	719	837	878	1,547
公司自由现金流	403	139	318	636	863
权益自由现金流	53	191	345	669	857

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	719	837	878	1,547	2,404
应收帐款	2,694	3,244	3,808	4,471	5,250
库存	1,533	1,715	1,887	2,075	2,283
其他流动资产	215	231	272	322	381
流动资产总计	5,160	6,027	6,845	8,415	10,318
固定资产	911	1,150	1,374	1,429	1,414
无形资产	256	330	331	322	310
其他长期资产	212	167	167	167	167
长期资产总计	1,379	1,646	1,872	1,918	1,890
总资产	6,539	7,673	8,717	10,333	12,208
应付帐款	2,483	2,688	2,943	3,225	3,537
短期债务	1,408	1,570	1,720	1,870	1,970
其他流动负债	202	289	297	307	318
流动负债总计	4,094	4,547	4,960	5,402	5,824
长期借款	97	100	100	100	100
其他长期负债	6	11	13	13	13
股本	434	434	434	434	434
储备	1,565	2,139	2,566	3,498	4,660
股东权益	1,999	2,573	3,000	3,932	5,094
少数股东权益	343	442	644	886	1,177
总负债及权益	6,539	7,673	8,717	10,333	12,208
每股帐面价值(人民币)	4.6	5.9	6.9	9.1	11.7
每股有形资产(人民币)	4.0	5.2	6.1	8.3	11.0
每股净负债/(现金)(人民币)	1.8	1.9	2.2	1.0	(0.8)

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	7.0	7.1	7.5	7.9	8.1
息税前利润率(%)	6.4	6.4	6.8	7.1	7.4
税前利润率(%)	5.4	5.6	6.1	6.5	6.9
净利率(%)	3.2	3.4	3.8	4.1	4.4
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.3	1.4	1.6	1.8
利息覆盖率(倍)	6.5	8.3	9.4	12.0	15.9
净权益负债率(%)	33.6	27.6	25.8	8.8	净现金
速动比率(倍)	0.9	0.9	1.0	1.2	1.4
估值					
市盈率 (倍)	41.1	33.6	26.4	20.7	16.6
核心业务市盈率 (倍)	41.7	34.8	26.0	20.5	16.4
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	55.3	46.2	34.5	27.1	21.8
市净率 (倍)	9.7	7.5	6.4	4.9	3.8
价格/现金流 (倍)	30.0	40.5	27.3	22.3	18.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.9	17.3	14.3	11.6	9.4
周转率					
存货周转天数	41.0	44.4	43.1	41.0	39.1
应收帐款周转天数	66.5	64.8	66.5	66.8	67.3
应付帐款周转天数	53.6	52.3	49.1	46.4	44.0
回报率					
股息支付率(%)	0.0	52.8	0.0	0.0	0.0
净资产收益率 (%)	26.6	25.2	26.2	26.9	25.7
资产收益率 (%)	10.0	10.5	11.4	12.3	12.9
已运用资本收益率(%)	25.3	25.1	26.1	26.5	25.9

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，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刊载或转发的，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