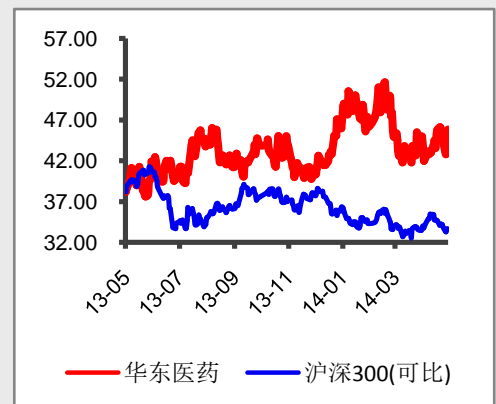


核心产品快速增长，医药商业进军大健康

华东医药 (000963)
投资评级：推荐

一年来市场表现

截至 2014/4/30



核心产品卡博平、百令胶囊快速增长

相对原研产品，卡博平（阿卡波糖）性价比优势突出，适于基层推广，公司十分看重卡博平进入新版基药目录的机遇，一方面实施原料药产能扩产改造，另一方面加大基层市场的营销力度。公司在每个大区建立社区医院开发部，招聘和培训基层营销人员，加大基层医院的开发力度。受益于基药放量，14年一季度阿卡波糖销售收入同比增长约50%。百令胶囊已进入天津、山西和重庆的地方基本药物增补目录，14年一季度销售收入同比增长约30%。当前面临一定的产能瓶颈，主要依靠现有场地扩产改造和工艺提升满足近两年的产能需求。江东生产基地已正式开工，预计2016年9月底完成GMP验收，届时可以支撑20亿销售额，产能问题将彻底解决。百令胶囊目前主要作为处方药销售，OTC占比较少，公司计划未来仍以临床推广为主，加快营销队伍建设，深度开发医院市场。

医药商业向大健康产业进军，五年目标10亿元

2014年一季度医院纯销业务增速12%以上，与母公司财务报表增速有差异的原因是母公司商业各事业部向子公司转移3亿元，且停止代理调拨业务中未盈利产品使调拨业务下降11%左右，预计今年商业将继续稳定发展。公司商业片立足于药品配送，但该链条中医院地位比较强势，在医保控费、新版GSP和零差率环境下增速趋缓且成本上升，提升盈利能力必须创新盈利模式。公司商业片未来将向大健康产业进军，开展零售业务，开发百姓市场，计划5年内大健康领域销售额达到10个亿：西药领域将和美国大型保健公司合作销售保健品；中药领域将延伸至居家康复，开发香囊等产品；医疗器械领域将延伸至居家服务，做大医疗器械租赁。宁波公司代理韩国LG公司的玻尿酸目前销售金额不大，但利润较可观，是宁波公司从医疗生物向大健康产业转型的重要步骤。

产品研发将中西药并重

化药方面，公司加大对肿瘤用药的研发力度，目前已经取得奥沙利铂注射剂生产批文，来曲唑、阿那曲唑、地西他滨和伊立替康已经上报等待生产批文。中药方面，2013年公司和苏州玉森新药公司签订协议购买其3个处于临床研究阶段的中药品种，治疗领域涉及肾衰、心脑血管及小儿哮喘；2014年初，公司控股子公司中美华东拟出资2300万元受让华东医药集团新药研究院的两个重要品种百令疏肝胶囊和姜百胃炎片新药技术。未来公司在产品研发方面将中西药并重。

市场数据

2014/4/30

A股收盘价(元)	45.83
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	2026.36
市净率	7.0
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)	128.30

分析师：黄彬

执业证书号：S1490514030003

电话：010-58566865

邮箱：huangbin@hrsec.com.cn

④ 盈利预测与投资建议

预计 2014-2016 年 EPS 分别为 1.64 元、2.00 元、2.53 元，对应当前价格的市盈率分别为 28 倍、23 倍、18 倍。此次股东大会大股东资产注入豁免未获通过，而 6 月 30 日是解决股改遗留问题的最后期限。随着最后日期的到来，该问题终将有一结果，长期困扰公司发展的融资问题也将解决。公司工商业稳健增长，核心品种成长性优异，当前估值水平较低，维持“推荐”评级。

④ 风险提示

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	19,077.6	21,622.6	24,521.6
同比增长(+/-%)	31.0%	14.7%	14.1%	13.3%	13.4%
营业利润（百万元）	782.7	924.8	1,171.1	1,425.4	1,805.1
同比增长(+/-%)	28.2%	18.2%	26.6%	21.7%	26.6%
净利润（百万元）	620.6	747.7	925.8	1,126.6	1,425.6
同比增长(+/-%)	27.7%	20.5%	23.8%	21.7%	26.5%
每股收益（元）	1.08	1.32	1.64	2.00	2.53
PE	42.33	34.60	27.94	22.96	18.15
PB	9.95	7.73	6.48	5.41	4.47

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	9,685.8	10,959.5	12,403.8
现金	774.4	853.8	3,815.5	4,324.5	4,904.3
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	387.5	545.5	629.6	713.5	809.2
应收款项	2,275.6	2,665.5	3,035.2	3,440.1	3,901.3
其他应收款	30.6	33.1	34.0	38.5	43.6
存货	1,532.8	1,715.3	1,944.3	2,190.7	2,463.1
其他	159.1	214.0	227.3	252.2	282.3
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	11,282.4	12,506.0	13,899.7
流动负债	4,094.0	4,546.8	7,444.3	7,800.1	8,094.2
短期负债	1,408.2	1,569.9	2,678.3	2,547.6	2,172.4
应付账款	2,025.8	2,255.3	3,765.4	4,242.5	4,770.1
预收账款	29.6	22.9	32.7	36.6	41.7
其他	630.4	698.6	967.8	973.5	1,110.0
长期负债	102.6	111.5	110.8	111.8	114.7
长期借款	97.0	100.0	100.0	100.0	100.0
其他	5.6	11.5	10.8	11.8	14.7
负债合计	4,196.7	4,658.3	7,555.1	7,912.0	8,208.9
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	3,236.2	4,003.6
少数股东权益	343.3	441.8	655.7	915.9	1,245.2
母公司所有者权益	1,998.7	2,573.3	3,071.7	3,678.1	4,445.5
负债及权益合计	6,538.7	7,673.4	11,282.4	12,506.0	13,899.7

资料来源：wind，华融证券

现金流量表

单位：百万元

经营活动现金流	627.8	450.8	2,186.9	1,031.3	1,401.5
净利润	620.6	747.7	925.8	1,126.6	1,425.6
折旧摊销	99.7	120.7	98.4	99.1	99.8
财务费用	121.2	123.2	82.6	95.9	83.8
投资收益	-8.6	-4.5	-7.3	-7.3	-7.3
营运资金变动	-200.5	-530.7	1,069.7	-303.0	-223.6
其他	-4.6	-5.5	17.7	20.0	23.3
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	811.6	-485.5	-785.0
借款变动	-225.6	164.7	1,108.4	-130.8	-375.2
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	-259.9	-328.9
其他	119.8	129.0	-83.2	-94.9	-80.9

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	19,077.6	21,622.6	24,521.6
营业成本	11,729.9	13,341.4	15,061.6	16,970.0	19,080.5
营业税金及附加	61.8	67.3	76.3	86.5	98.1
营业费用	1,437.7	1,739.7	2,098.5	2,378.5	2,697.4
管理费用	423.9	504.4	572.3	648.7	735.6
财务费用	136.3	121.4	82.6	95.9	83.8
资产减值损失	15.0	26.2	22.5	25.0	28.4
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	1,171.1	1,425.4	1,805.1
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	1,174.9	1,429.7	1,809.1
所得税	167.0	194.6	249.1	303.1	383.5
净利润	620.6	747.7	925.8	1,126.6	1,425.6
少数股东权益	150.6	172.7	213.9	260.2	329.3
归属母公司所有者净利润	469.9	575.0	711.9	866.4	1,096.3
EPS（元）	1.08	1.32	1.64	2.00	2.53

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%	14.1%	13.3%	13.4%
营业利润	28.2%	18.2%	26.6%	21.7%	26.6%
净利润	27.7%	20.5%	23.8%	21.7%	26.5%
盈利能力					
毛利率	19.5%	20.2%	21.1%	21.5%	22.2%
净利率	4.3%	4.5%	4.9%	5.2%	5.8%
ROE	23.5%	22.3%	23.2%	23.6%	24.7%
ROIC	24.0%	22.7%	19.3%	21.1%	23.8%
偿债能力					
资产负债率	64.2%	60.7%	67.0%	63.3%	59.1%
流动比率	1.26	1.33	1.30	1.41	1.53
速动比率	0.88	0.95	1.04	1.12	1.23
营运能力					
资产周转率	2.23	2.18	1.69	1.73	1.76
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	2.00	2.53
每股经营现金	1.48	1.10	5.04	2.38	3.23
每股净资产	4.60	5.93	7.08	8.47	10.24
每股股利	0.00	0.00	0.49	0.57	0.69
估值比率					
PE	42.33	34.60	27.94	22.96	18.15
PB	9.95	7.73	6.48	5.41	4.47

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

黄彬, 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