

## 华东医药 (000963.SZ)

## 医药流通行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

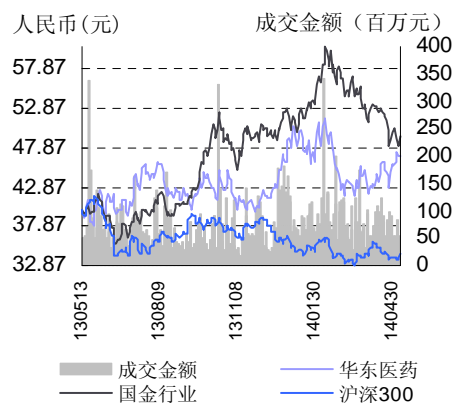
市价(人民币): 46.26元

## 发展瓶颈即将突破, 加速成长可期;

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	279.94
总市值(百万元)	203.14
年内股价最高最低(元)	51.60/38.00
沪深 300 指数	2174.85
深证成指	7310.31



## 相关报告

- 《基本面向好, 股改博弈难掩成长价值;》, 2014.3.21
- 《股权变更终获批, 全年增长不变;》, 2013.10.21
- 《工业增速有望回升, 商业增速放缓;》, 2013.8.15

**燕智** 分析师 SAC 执业编号: S1130513080009  
(8621)60230222  
yanz@gjzq.com.cn

**李敬雷** 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

**黄挺** 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
(8621)60230220  
huangting@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	1.083	1.325	1.725	2.163	2.718
每股净资产(元)	4.60	5.93	7.59	9.90	12.81
每股经营性现金流(元)	1.48	1.10	2.77	2.59	3.21
市盈率(倍)	31.40	34.73	26.82	21.39	17.02
行业优化市盈率(倍)	19.02	26.06	25.24	25.24	25.24
净利润增长率(%)	23.18%	22.35%	30.19%	25.40%	25.69%
净资产收益率(%)	23.51%	22.34%	22.73%	21.85%	21.22%
总股本(百万股)	434.06	434.06	434.06	434.06	434.06

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 公司是工商业兼备的医药企业, 商业业务是浙江省龙头; 工业平台主要是中美华东子公司, 是国内最大的免疫抑制剂和口服降糖药生产企业。
- 公司现有核心产品仍处在高速增长期, 竞争格局好, 价格压力小。公司的核心产品是百令胶囊和阿卡波糖, 其中百令胶囊 2013 年实现收入 10.2 亿元, 阿卡波糖收入 6.5 亿, 两者合计占工业收入比重为 57%。百令胶囊是公司的独家品种, 正在成为多科室用药, 预计未来 3 年仍将保持 25% 以上复合增速。阿卡波糖是国内治疗糖尿病的重磅炸弹级品种, 去年入选新版基药目录, 由于适应症属于慢性病用药, 预计阿卡波糖未来 3 年能保持 35% 以上增长, 快速迈过 10 亿门槛。
- 其他品种稳健增长。泮托拉唑针剂价格压力较大, 预计该产品增速会下降, 但胶囊剂微丸剂仍具有定价能力能够通过剂型替换缓冲降价风险; 免疫抑制剂产品受限于器官移植, 预计会维持 12% 左右增速。
- 医药商业受益新产品代理, 迎新发展阶段。商业业务受到控费等因素影响, 增速全年预计在 10% 左右; 宁波子公司今年代理韩国 LG 的玻尿酸, 毛利率较高, 预计今年宁波公司将实现 30% 以上增长, 且未来将有望代理 LG 生命一系列美容产品, 从而整体拉动商业片快速增长。
- 股改承诺问题逐步明朗催生投资机会: 公司股东大会于 4 月底否决了远大集团以豁免资产注入完成股改承诺的议案, 体现了二级市场股东的诉求。我们预计从监管角度和公司发展角度考虑, 股东继续推进出台各方能够接受的方案是未来一段时间的共同目标, 从流程角度预测, 我们判断 6 月 30 日是第一个值得验证的节点。由于后续任何可能被各方接受的方案都不会比豁免注入更差, 因此我们维持该事件的低点已经出现的判断。
- 盈利预测及投资建议: 不考虑任何股改方案的影响, 我们预测 2014-2016 年公司每股收益依次为 1.72 元、2.16 元、2.71 元, 对应当前动态市盈率 26 倍, 公司目前股价具有安全边际。只要股改问题出现新的进展, 将对股价带来向上弹性, 从而带来超额收益。因此我们认为公司目前基本面成长性确定, 且具有向上的超额收益弹性可能性, 给予“买入”评级, 作为国金医药马年战斗序列化学药的首推品种重点推荐!
- 风险因素: 股改承诺问题解决不顺利; 产品招标降价等

### 阿卡波糖受基药推动，迎来高速增长期

- 我们预计阿卡波糖全年有望实现 50%左右高增长。阿卡波糖进入新版基本药物目录，我们认为阿卡波糖作为糖尿病的一线用药，在基层市场将大有可为。阿卡波糖目前的主要竞争对手是原研厂拜耳制药，由于拜耳现行的中标价格远高于华东医药，因此不会参与基本药物市场的竞争，这为华东医药在基层市场的拓展提供了更大空间。
- 为了尽可能的延伸阿卡波糖的定价能力，公司着手准备阿卡波糖美欧出口认证，申请国家科技进步二等奖，并申报阿卡波糖咀嚼片独家剂型，预计今年年内有望获批。
- 公司为了更快的抢占基本药物市场，计划大举扩招基层销售队伍，主要投入阿卡波糖、环孢素的基药推广，以及百令在部分基本药物增补市场的推广。
- 阿卡波糖虽然后续仿制药批文将增多，但公司仍然优势明显。目前，其他申报了阿卡波糖仿制药批文的企业包括海正、丽珠、石药等，但由于药监局对仿制药的审批进度非常缓慢，且要求不断变更，预计这些仿制药最快上市也要到明年 2 季度。我们考虑到糖尿病市场本身的进入壁垒高，竞争激烈，且患者品牌意识强，因此后续企业即使获得批文也较难在短时间内对中美华东产生威胁。
- 阿卡波糖一致性评价进展顺利，将有助于产品定价的维护。阿卡波糖去年被列入首批 75 个药物一致性评价名单，公司积极准备，目前已经完成评价内容，部分指标甚至好于原研药厂。我们预计公司阿卡波糖通过一致性评价是大概率事件。公司阿卡波糖一旦通过一致性评价，一方面能够通过提高标准有效阻击后续仿制企业的产品上市，另一方面也将在竞标过程中获得定价优势。

### 百令胶囊以产定销，仍有巨大成长空间

- 百令胶囊虽然存在医保控费的压力，但由于疗效显著，患者已经形成了用药习惯，因此即使在控费环境下，百令胶囊仍然通过多科室的推广和自费用药实现了较快增长。我们预计今年百令胶囊增速将保持在 30%左右，主要瓶颈仍然来自产能不足，仍有大量市场需求无法得到满足。
- 目前，百令胶囊产能预计仅能维持今年 30%左右增长，公司已经将环孢素、他克莫司等品种提前备货，将场地腾出来新增百令原料药的发酵产能，明年新增产能考虑做场外车间。到 2016 年初江东新产能达产以后，可支撑年产值 20 亿的百令胶囊新增产能，产能问题将得到彻底解决。
- 百令胶囊不受发改委限价调整影响：百令胶囊属于 OTC 双跨品种，不属于发改委最高零售限价管制的范围，最高零售限价由各个省制定，因此不在本轮发改委针对中成药的最高零售限价调整范围之内。
- 百令胶囊虽然遗憾未能进入新版基本药物目录，但仍有希望在主要用药大省进入地方版基药增补，若能够进入各省基药增补，配合产品的长期服用属性和良好的口碑，将有望实现二次放量高增长。

### 免疫抑制剂线增速有限，仍需政策推动

- 公司免疫抑制剂线整体预计将保持 12%左右的稳定增长，主要还是由于移植手术量受限造成。
- 他克莫司预计今年保持 20-30%的增长，有部分会替代环孢素在临床的使用，若广东省能够中标则增速有望加快。环孢素 2012 年最高零售限价下

调有一定影响，2013 年增速仅为 5%左右。吗替麦考酚酯 2013 年实现增长 25%左右，今年也将保持较快增长。

- 其他二线品种方面，西罗莫司作为他克莫司的替代产品，公司计划进行剂型开发。此外他克莫司正在研发缓释剂型，以应对越来越多进入者带来的招标压力。

#### **泮托拉唑：剂型优势缓解降价压力，力保稳健增长**

- 泮托拉唑目前中标省份集中在上海、浙江、湖南、湖北、江苏、山东。包括常规注射剂品种，和优质优价的胶囊剂，2013 年实现增长 20%，泮托拉唑由于招标的价格竞争激烈，导致整体市场增速出现下滑，且众多新质子泵抑制剂的上市和放量也对泮托拉唑的市场规模产生较大的挤压左右。
- 由于泮托拉唑目前生产企业众多，此轮医保招标的降价压力较大，公司计划通过独家剂型微丸剂和优质优价的胶囊产品替换注射剂，延缓降价对产品带来的不利影响（目前粉针占 60%，胶囊占 40%）。同时，将泮托拉唑推向费用较低的基药市场，来维持单支利润水平。

#### **医药商业：母公司稳定增长，宁波公司成亮点**

- 2013 年公司医药商业整体实现收入 137.4 亿，增长 13.4%。其中母公司受到浙江省医保控费影响，保持了行业平均增速，我们预计今年在浙江省全部实施药品零加成的背景下，药品增速可能持续下滑，全年增长 10%左右。
- 宁波公司原先代理的白蛋白业务，由全国总代理变为华东区总代理，2013 年销售金额下降一半，对宁波公司收入增长产生较大影响，但利润由于进货成本下降仍然保持前年同期水平。
- 宁波公司从今年开始代理韩国 LG 的美容产品玻尿酸，目前已经组建了七十个人的专业销售团队，我们预计全年销售有望过亿，增厚宁波公司业绩增长 25%左右，成为拉动宁波公司增长的主要动力。若此次合作成功，韩国 LG 生命的后续系列美容产品都有望由华东医药宁波公司进行全国总代理。

#### **盈利预测及投资建议：**

- 综上所述，我们认为华东医药的两个主打品种百令胶囊和阿卡波糖，未来三年正处于快速放量的成长性，且不存在降价压力。同时，医药商业在拓展美容产品代理方面有望实现突破，成为商业片业绩增长的新亮点，带动商业片整体业绩较快增长。因此，华东医药未来 2-3 年的业绩成长性在整个处方药板块当中是相对较快且确定性较高的。
- 不考虑任何股改方案的影响，我们预测 2014-2016 年公司每股收益依次为 1.72 元、2.16 元、2.71 元，对应当前动态市盈率 26 倍，公司目前股价具有安全边际。只要股改问题出现新的进展，将对股价带来向上弹性，从而带来超额收益。因此我们认为公司目前基本面成长性确定，且具有向上的超额收益弹性可能性，给予“买入”评级，作为国金医药马年战斗序列化学药的首推品种重点推荐！

图表1: 公司产品拆分

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	
<b>百令胶囊</b>								
销售收入	374	568	798	1013	1317	1647	2059	
增长率	28%	52%	41%	27%	30%	25%	25%	
<b>免疫抑制剂产品</b>								
销售收入	401	451	521	606	697	777	854	
增长率	17%	13%	16%	16%	15%	11%	10%	
吗替麦考酚酯 (赛可平)	销售收入	133	147	167	209	250	288	331
	增长率	17%	15%	14%	25%	20%	15%	15%
环孢素 (新赛思平)	销售收入	236	239	253	265	279	279	279
	增长率	4%	-4%	6%	5%	5%	0%	0%
他克莫司	销售收入	31	62	92	119	149	186	214
	增长率		100%	50%	30%	25%	25%	15%
西罗莫司	销售收入		3	10	13	20	24	30
	增长率			50%	30%	50%	25%	25%
<b>内分泌线产品</b>								
销售收入	348	439	586	773	1137	1525	1981	
增长率	18%	26%	34%	32%	47%	34%	30%	
阿卡波糖 (卡博平)	销售收入	299	376	507	659	988	1334	1734
	增长率	16%	26%	30%	30%	50%	35%	30%
吡格列酮 (卡司平)	销售收入	49	56	67	80	96	116	139
	增长率	36%	14%	20%	20%	20%	20%	20%
吡格列酮二甲双胍 (卡优平)	销售收入		4	6	12	18	23	30
	增长率			67%	100%	50%	30%	30%
伏格列波糖	销售收入		3	6	12	18	27	41
	增长率			100%	100%	50%	50%	50%
奥利司他	销售收入				10	17	25	38
	增长率					67%	50%	50%
<b>消化线产品</b>								
泮托拉唑 (泮立苏)	销售收入	246	277	360	432	518	596	686
	增长率	22%	13%	30%	20%	20%	15%	15%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	11	19	21	22
增持	1	5	10	12	13
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.35	1.35	1.35	1.36

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-09-21	增持	33.90	N/A
2 2012-10-29	增持	33.62	N/A
3 2013-04-01	增持	43.60	N/A
4 2013-04-12	增持	38.42	42.00 ~ 45.00
5 2013-04-21	增持	40.00	N/A
6 2013-08-15	增持	42.60	N/A
7 2013-10-21	增持	44.98	52.00 ~ 55.00
8 2014-03-21	买入	43.80	N/A

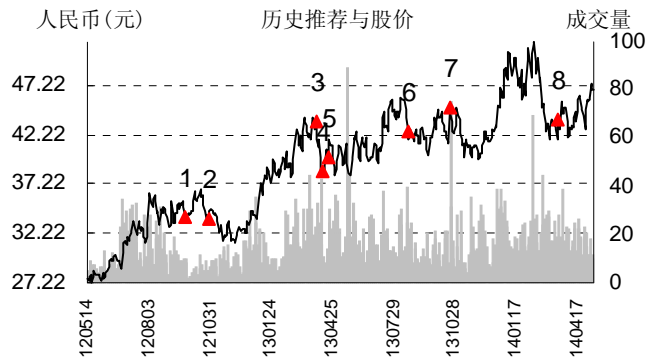
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4  
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD