



买入

32% ↑

目标价格: 人民币 65.00

原目标价格: 人民币 59.00

000963.CH

价格: 人民币 49.17

目标价格基础: 36 倍左右 2014 年市盈率

板块评级: 中立

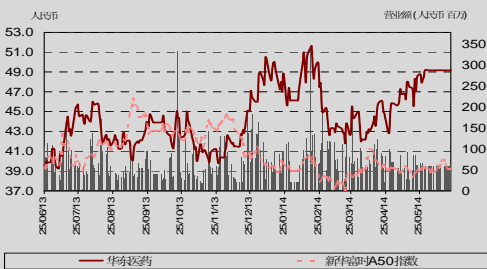
本报告要点

- 收购中美华东少数股东权益大幅增厚业绩
- 远大集团提供财务支持有效缓解公司的财务压力
- 股改承诺问题有望解决, 公司发展迎来转机

主要催化剂/事件

- 股改遗留问题解决
- 业绩超预期

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	6.9	7.8	17.6	20.0
相对新华富时 A50 指数	12.3	5.9	11.6	27.4

发行股数(百万)	434
流通股(%)	47
流通股市值(人民币 百万)	9,984
3 个月日均交易额(人民币 百万)	70
净负债比率(%) (2014E)	25.9
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 6 月 20 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

王军

(8621) 2032 8310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

华东医药

收购中美华东股权, 股改遗留问题有望解决

6月22日公司发布两则重要公告: 其一是公司拟收购核心子公司中美华东的占比为25%的少数股东权益, 使之成为其全资子公司, 收购价格为8.97亿元, 相当于7倍2013年市盈率; 其二是公司的第一大股东远大集团计划在股东大会豁免其股改承诺的前提下为公司提供总额2亿元、为期1年的免息贷款, 并为公司未来12个月内可能发行的10亿元公司债无偿提供信用担保以降低融资成本。我们认为收购中美华东股权获得相关部门批准的可能性很大, 考虑此影响, 我们上调公司2014-2016年的每股盈利预测至1.781元、2.590元、3.232元, 上调公司目标价至65.00元, 相当于36倍左右2014年市盈率, 维持买入评级不变。

支撑评级的要点

- 收购中美华东少数股东权益增厚业绩: 根据双方签署的转让协议, 我们估计2014年下半年中美华东的全部利润将归属于公司, 但损益表的合并可能要到第四季度。不考虑相关财务费用, 本次收购将增厚公司2014-2016年的每股收益0.097元、0.443元、0.555元。
- 控股股东远大集团提供财务支持, 可有效缓解公司财务压力: 远大集团承诺提供的2亿元免息贷款将有效缓解近期公司获取长期贷款能力欠缺的问题; 远大集团承诺无偿提供的公司占担保将对公司未来财务费用的降低起到积极作用。
- 股改承诺遗留问题有望解决, 困扰公司发展的资金问题有望得到根本性解决: 我们认为远大集团表现出的积极态度使得股改遗留问题的解决出现转机。未来该问题如能顺利解决, 公司将可以有效利用资本市场的融资功能, 迎来新一轮发展良机。

评级面临的主要风险

- 浙江省医保控费力度超预期影响公司医药商业业务增速。
- 基药招标进度慢于预期影响公司产品销售。

估值

- 我们上调公司2014-2016年的每股盈利预测至1.781元、2.590元、3.232元, 公司目标价由59.00元上调至65.00元, 维持买入评级不变。

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	773	1,124	1,403
全面摊薄每股收益(人民币)	1.083	1.325	1.781	2.590	3.232
变动(%)	23	22	34	45	25
先前预测每股收益(人民币)			1.684	2.147	2.677
调整幅度(%)			6	21	21
全面摊薄市盈率(倍)	45.4	37.1	27.6	19.0	15.2
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)	33.2	44.7	30.2	24.6	20.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.9	19.0	15.7	12.6	10.1
每股股息(人民币)	0.000	0.700	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.0	1.4	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

为了更好的发展并彻底解决股改遗留问题，公司股东祭出组合拳
公司近日发布公告：

一、拟收购核心子公司中美华东的占比为 25% 的少数股东权益，使之成为其全资子公司，收购价格为 8.97 亿元，相当于 7 倍 2013 年市盈率。

二、公司的控股股东远大集团计划在股东大会豁免其股改承诺的前提下为公司提供总额 2 亿元、为期 1 年的免息贷款，并为公司未来 12 个月内可能发行的 10 亿元公司债无偿提供信用担保以降低融资成本。

公司同时公告将调整应收款项坏账计提比例，将 4-5 年和 5 年以上张玲的应收款项坏账计提比例由 50%、50% 上调至 80%、100%。以公司 2013 年度经审计的财务报表为例，如若至 2014 年末 1 年以上应收款项均未收回，此会计变更估计将减少公司 2014 年度净利润约 854 万元。

我们认为，上述公告内容若顺利实施将会：

- 一、显著增厚公司未来的每股收益预测；
- 二、减轻公司的资金压力，降低公司的财务费用；
- 三、预示着公司的股改遗留问题有望解决，公司迎来新的发展良机。

收购中美华东少数股东权益

中美华东是公司的核心子公司，目前公司持有 75% 的股权。2013 年中美华东营业收入占公司合并报表收入的 16.6%，其 75% 股权对应净利润占公司合并报表归属母公司股东净利润的比例为 66.4%。我们估计中美华东占公司制药工业收入的比重在 95% 左右。公司的全线免疫抑制剂产品、百令胶囊、阿卡波糖、泮托拉唑皆为中美华东的产品。

中美华东 2013 年净利润 5.095 亿元，25% 股权对应净利润为 1.274 亿元。本次收购取得定的转让价格 8.97 亿元约相当于 7 倍 2013 年市盈率，3.8 倍 2013 年的市净率。

本次股权收购不涉及关联交易，不构成重大资产重组条件，无需提交公司股东大会审议。目前本次收购已通过公司董事会审议，未来尚需经杭州市商务主管部门批准后方可实施。

根据双方的交易协议，付款将在获取中国商务部或其对应的地方机构批复之后进行，从时间节点的安排来看，付款条件相对宽松，不会对公司的资金安排形成太大压力。从资金来源的安排来看，公司控股股东远大集团计划提供的期限 1 年、总额 2 亿元人民币的借款将用于首期股权转让款的支付；公司计划通过发行公司债募集的资金（总额约 10 亿元）用于剩余股权转让款的支付。

图表 1. 本交易付款节点

时间节点	付款金额
中国商务部或其对应的地方机构批复之日起 30 日内	2 亿元
中国商务部或其对应的地方机构批复之日起 4 个月内	2.5 亿元
中国商务部或其对应的地方机构批复之日起 8 个月内	2.5 亿元
中国商务部或其对应的地方机构批复之日起 12 个月内	1.97 亿元
合计	8.97 亿元

资料来源：公司数据

转让协议规定 2013 年 12 月 31 日前中美华东的未分配利润以及 2013 年 12 月 31 日至 2014 年 6 月 30 日中美华东所产生利润和亏损将归属原股东所有。我们估计 2014 年 6 月 30 日后中美华东的盈利将完全归公司所有。考虑到相关新政审批以及工商变更的进度，我们认为本年最后一个季度中美华东有望成为公司的全资子公司，不考虑本次收购资金造成的相关财务费用，我们预计本次收购将增厚公司 2014-2016 年的每股收益 0.097 元、0.443 元、0.555 元。

控股股东远大集团提供财务支持

公司的控股股东远大集团计划在股东大会豁免其股改承诺的前提下为公司提供总额 2 亿元、为期 1 年的免息贷款，用于收购中美华东 25% 的股权；同时还将为未来 12 个月内可能发行的 10 亿元公司债无偿提供信用担保以降低该融资的成本。

目前，该事项已经董事会审议通过，未来需经股东大会批准。

我们认为公司的医药商业业务扩张和江东基地建设使得公司面临越来越大的长期资金需求，在公司股权融资渠道不畅通的情况下，收购中美华东少数股东权益所需的资金更是对公司资金获取的能力提出了挑战。在这种情况下，公司控股股东提出的财务支持方案对公司而言非常及时，这将有效缓解公司的短期财务压力，并保证公司的发展规划可以有效实施。

控股股东提出股改承诺豁免申请，股改遗留问题有望解决

公司控股股东远大集团向上市公司提出豁免远大集团在上市公司股改时做出的资产注入承诺，并提出在此基础上向上市公司提供上述财务支持。

目前，该事项已经董事会审议通过，未来需经出席股东大会的股东所持表决权的三分之二以上通过，同时关联股东需回避表决。

相比起本年 4 月远大集团提出的股改承诺豁免申请，本次申请提出了相对较好的补偿条件，控股股东也表现出了相当的诚意。我们认为公司的股改遗留问题的解决或将面临转机。考虑到现阶段公司发展很大程度上受制于融资能力的不足，而股改遗留问题的解决将帮助公司扫清再融资的障碍，我们认为公司的长期发展或将面临新的良好机遇。

风险因素

股改遗留问题继续无法解决。

浙江省医保控费力度超预期影响公司医药商业业务增速。

基药招标进度慢于预期影响公司产品销售。

上调盈利预测和目标价，维持买入评级

我们上调公司 2014-2016 年的每股盈利预测至 1.781 元、2.590 元、3.232 元，上调公司目标价至 65.00 元，相当于 36 倍左右 2014 年市盈率/25 倍 2015 年市盈率，维持**买入**评级不变。

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)	(160)	(50)	(50)
净利润	470	575	773	1,124	1,403
核心净利润	463	554	785	1,136	1,415
每股收益(人民币)	1.08	1.32	1.78	2.59	3.23
核心每股收益(人民币)	1.07	1.28	1.81	2.62	3.26
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	34	45	25
核心每股收益增长(%)	24	20	42	45	25

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	2,608	3,733	5,136
股东权益	1,999	2,573	3,043	4,167	5,570
少数股东权益	343	442	602	652	702
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	7.0	9.6	12.8
每股有形资产(人民币)	4.0	5.2	6.2	8.9	12.1
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	4.0	5.0	5.3
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)	45.4	37.1	27.6	19.0	15.2
核心业务市盈率(倍)	46.1	38.5	27.2	18.8	15.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	60.9	50.9	35.9	24.8	19.9
市净率(倍)	10.7	8.3	7.0	5.1	3.8
价格/现金流(倍)	33.2	44.7	30.2	24.6	20.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.9	19.0	15.7	12.6	10.1
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	27.5	31.2	28.8
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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
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士，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。所有本报告期内使用的商标、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及其附属及关联公司版权所有。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