

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

华东医药 (000963)

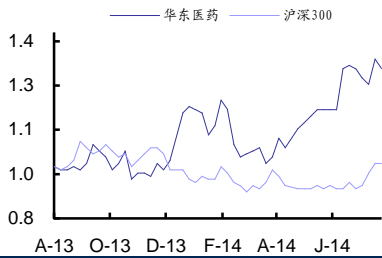
推荐

2014 年半年报点评

(维持评级)

2014 年 08 月 15 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	434/280
总市值/流通 (百万元)	23,813/15,358
上证综指/深圳成指	2,206/7,894
12 个月最高/最低元)	57.88/39.05

相关研究报告:

- 《华东医药-000963-重大事件快评: 股改承诺问题终豁免, 再融资更进一步》——2014-07-09
- 《华东医药-000963-重大事件快评: 收购中美华东剩余 25% 股权, 大幅增厚业绩约 20%》——2014-06-23
- 《华东医药-000963-2014 一季报点评: 快速增长, 开局良好》——2014-04-18
- 《华东医药-000963-2013 年报点评: 稳健成长》——2014-03-24
- 《华东医药-000963-2013 三季报点评: Q3 预提销售费用致业绩低于预期》——2013-10-21

证券分析师: 张其立

电话: 0755-82139908  
E-MAIL: zhangqil@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514070004

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396  
E-MAIL: hepg@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩符合预期, 营业利润增 35%

● 上半年业绩基本符合预期

2014 年 1-6 月公司主营收入 91.1 亿, 同比增长 12.4%; 营业利润 6.96 亿, 同比增长 34.6%; 实现扣非后净利润 3.89 亿元, 同比增长 22.4%。EPS 为 0.90 元, 基本符合预期。净利润增速慢于营业利润增速的主要原因是中美华东高新技术企业所得税优惠 13 底到期, 我们预计 14 年年底有望重新获得高新技术企业资格并按 15% 所得税率缴税, 对全年业绩不构成影响。

● 百令、阿卡波糖高速增长, 免疫抑制剂内科推广见效

中美华东上半年实现收入 18.89 亿元, 同比增长 32.7%, 净利润 3.83 亿元, 同比增长 28.6%。我们预计: ①百令胶囊上半年增速 35% 左右, 下半年有望进入浙江基药增补目录, 全年增速预计 35%; ②阿卡波糖上半年受基药政策刺激增速超 40%, 公司已建立专业社区推广队伍, 全年增速有望达 40%; ③免疫抑制剂上半年亦保持 15% 以上增速, 环孢素实现 10% 以上增速, 他克莫司高速增长, 这表明器官移植供体不足现实下, 公司加强内科领域推广效果明显。

● 玻尿酸初战告捷, 达托霉素、阿卡波糖咀嚼片年底待批

公司注重新业务的探索以及新产品的研发: ①商业宁波公司代理韩国 LG 玻尿酸伊婉, 公司与美容院合作, 上半年实现收入近 5000 万元, 全年过亿没有问题。②公司致力于打造抗肿瘤、超级抗生素、心血管等新产品线, 其中达托霉素有望受益于 CFDA 仿制药优先审评政策, 年底有望获批; 阿卡波糖咀嚼片定位于非基药市场, 年底亦有望拿到生产批件。

● 风险提示

浙江医保控费长期化的风险、环孢素与阿卡波糖基药招标降价的风险。

● 期待再融资启动, 维持“推荐”评级

我们认为随着股改承诺问题的妥善解决, 公司有望适时启动再融资。维持 14/15/16 年 EPS 1.74/2.44/2.95 (假设 Q4 实现中美华东 25% 股权并表), 同比增长 32%/40%/21%, 目前股价 54.86 元, 对应 PE 32/23/19 倍, 维持“推荐”评级, 一年期合理价 68.32~73.20 元 (15 PE 28~30x)。

盈利预测和财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	14,579	16,718	19,157	22,044	25,412
(+/-%)	31.0%	14.7%	14.6%	15.1%	15.3%
净利润(百万元)	470	575	755	1,057	1,280
(+/-%)	23.2%	22.4%	31.2%	40.1%	21.1%
摊薄每股收益 (元)	1.08	1.32	1.74	2.44	2.95
EBITMargin	6.3%	6.4%	6.4%	6.9%	7.2%
净资产收益率 (ROE)	23.5%	22.3%	24.3%	27.5%	27.0%
市盈率 (PE)	50.7	41.4	31.6	22.5	18.6
EV/EBITDA	27.4	24.0	22.2	18.5	15.8
市净率 (PB)	11.9	9.3	7.7	6.2	5.0

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

**表 1: 华东医药主要产品梯队**

类别	发展阶段	通用名	商品名	剂型	类型	获批时间（申请阶段）	医保
抗肿瘤药	现有品种	奥沙利铂		注射剂	化药 6 类	2012 年	医保乙类
	储备品种	地西他滨		注射剂	化药 3.1 类	申请生产	非医保
		阿那曲唑		片剂	化药 6 类	申请生产	医保乙类
		来曲唑		片剂	化药 6 类	申请生产	医保乙类
		伊立替康		注射剂	化药 6 类	申请生产	医保乙类
		伊马替尼		片剂	化药 6 类	申请生产	非医保
		喷司他丁		注射剂	化药 3.1 类	临床验证	非医保
迈华替尼		片剂	化药 1 类	申请临床	非医保		
心血管	储备品种	磺达肝癸钠		注射剂	化药 6 类	申请生产	北京
抗生素	现有品种	克拉霉素	卡迈	干混悬剂	化药 4 类	1997 年	医保乙类
	储备品种	达托霉素		注射剂	化药 3.1+6 类	申请生产	非医保
		卡泊芬净		注射剂	化药 3.1+6 类	申请生产	医保乙类
中成药	现有品种	百令胶囊		胶囊	中药 1 类	1991 年	医保乙类
	储备品种	百令片		片剂	中药 9 类	申请生产	医保乙类
		百令疏肝胶囊		胶囊	中药 6 类	临床验证	非医保
		姜百胃炎片		片剂	中药 6 类	临床验证	非医保
免疫抑制剂	现有品种	环孢素	新赛斯平	软胶囊、口服液		1993 年	医保甲类
		吗替麦考酚酯	赛可平	片剂	化药 5 类	2005 年	医保乙类
		他克莫司		胶囊	化药 3 类	2008 年	医保乙类
		西罗莫司	赛莫司	口服液	化药 5 类	2005 年	医保乙类
	储备品种	西罗莫司	赛莫司	胶囊	化药 5 类	申请生产	医保乙类
内分泌药物	现有品种	阿卡波糖	卡博平	片剂	化药 4 类	2002 年	医保乙类
		盐酸吡格列酮	卡司平	片剂	化药 1 类	2005 年	医保乙类
		吡格列酮二甲双胍	卡优平	片剂	化药 3 类	2010 年	医保乙类
		伏格列波糖		片剂	化药 6 类	2010 年	医保乙类
		奥利司他		胶囊	化药 3.1 类	2011 年	非医保
	储备品种	阿卡波糖		咀嚼片	化药 5 类	申请生产	医保乙类
消化性溃疡药	现有品种	瑞格列奈		片剂	化药 6 类	申请生产	医保乙类
	储备品种	泮托拉唑	泮立苏	注射剂	化药 4 类	1999 年	医保乙类
		埃索美拉唑		注射剂	化药 6 类	申请生产	医保乙类
其他	储备品种	奥美拉唑碳酸氢钠 (I)		胶囊	化药 3.2 类	临床验证	非医保
	储备品种	来托司坦		片剂	化药 3.1 类	申请生产	非医保

资料来源：CFDA、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	854	1210	1784	2334
应收款项	3244	3674	4228	4874
存货净额	1715	1949	2211	2512
其他流动资产	214	192	220	254
<b>流动资产合计</b>	<b>6027</b>	<b>7025</b>	<b>8443</b>	<b>9973</b>
固定资产	1150	1156	1201	1270
无形资产及其他	318	306	295	283
投资性房地产	106	106	106	106
长期股权投资	72	1072	1072	1072
<b>资产总计</b>	<b>7673</b>	<b>9665</b>	<b>11117</b>	<b>12704</b>
短期借款及交易性金融负债	1570	1900	1800	1850
应付款项	2451	2902	3294	3741
其他流动负债	526	624	714	820
<b>流动负债合计</b>	<b>4547</b>	<b>5426</b>	<b>5807</b>	<b>6411</b>
长期借款及应付债券	100	600	900	950
其他长期负债	11	11	11	11
<b>长期负债合计</b>	<b>111</b>	<b>611</b>	<b>911</b>	<b>961</b>
<b>负债合计</b>	<b>4658</b>	<b>6037</b>	<b>6719</b>	<b>7373</b>
少数股东权益	442	526	557	594
股东权益	2573	3102	3842	4737
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7673</b>	<b>9665</b>	<b>11117</b>	<b>12704</b>

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	1.32	1.74	2.44	2.95
每股红利	0.51	0.52	0.73	0.88
每股净资产	5.93	7.15	8.85	10.91
ROIC	21%	22%	26%	29%
ROE	22%	24%	28%	27%
毛利率	20%	21%	22%	23%
EBIT Margin	6%	6%	7%	7%
EBITDA Margin	7%	7%	7%	8%
收入增长	15%	15%	15%	15%
净利润增长率	22%	31%	40%	21%
资产负债率	66%	68%	65%	63%
息率	1%	1%	1%	2%
P/E	41.4	31.6	22.5	18.6
P/B	9.3	7.7	6.2	5.0
EV/EBITDA	24.0	22.2	18.5	15.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>16718</b>	<b>19157</b>	<b>22044</b>	<b>25412</b>
营业成本	13341	15160	17204	19533
营业税金及附加	67	77	88	102
销售费用	1740	2069	2447	2922
管理费用	504	626	784	1022
财务费用	121	115	141	144
投资收益	7	3	3	3
资产减值及公允价值变动	(26)	15	15	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	925	1129	1398	1692
营业外净收支	17	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>942</b>	<b>1129</b>	<b>1398</b>	<b>1692</b>
所得税费用	195	234	289	350
少数股东损益	173	141	51	62
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>575</b>	<b>755</b>	<b>1057</b>	<b>1280</b>

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>净利润</b>	<b>575</b>	<b>755</b>	<b>1057</b>	<b>1280</b>
资产减值准备	11	6	1	2
折旧摊销	119	116	131	142
公允价值变动损失	26	(15)	(15)	0
财务费用	121	115	141	144
营运资本变动	(433)	(86)	(362)	(425)
其它	94	78	29	36
<b>经营活动现金流</b>	<b>393</b>	<b>854</b>	<b>841</b>	<b>1035</b>
资本开支	(311)	(101)	(151)	(201)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(312)</b>	<b>(1101)</b>	<b>(151)</b>	<b>(201)</b>
权益性融资	28	0	0	0
负债净变化	3	500	300	50
支付股利、利息	(223)	(226)	(317)	(384)
其它融资现金流	411	330	(100)	50
<b>融资活动现金流</b>	<b>(1)</b>	<b>604</b>	<b>(117)</b>	<b>(284)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>79</b>	<b>357</b>	<b>573</b>	<b>550</b>
货币资金的期初余额	774	854	1210	1784
货币资金的期末余额	854	1210	1784	2334
企业自由现金流	220	901	824	971
权益自由现金流	635	1640	912	956

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
<b>固定收益</b>		<b>大宗商品研究</b>		<b>互联网</b>	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	郑剑	010-88005307
刘鹏 <b>09587</b>	021-60875161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161				
<b>医药生物</b>		<b>社会服务(酒店、餐饮和休闲)</b>		<b>家电</b>	
张其立	0755-82139908	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
贺平鸽	0755-82133396	钟潇	0755-82132098	曾婵	0755-82130646
杜佐远	0755-82130473				
林小伟	0755-22940022				
邓周宇	0755-82133263				
李少思	021-60933152				
<b>通信服务</b>		<b>电子</b>		<b>环保与公共事业</b>	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	卢文汉	021-60933164	徐强	010-88005329
<b>军工</b>		<b>机械</b>		<b>非金属及建材</b>	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		陈玲	021-60875162	刘宏	0755-22940109
		成尚汶	010-88005315		
<b>房地产</b>		<b>食品饮料</b>		<b>汽车及零配件</b>	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 <b>09660</b>	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513	龙飞	0755-82133920		
<b>传媒与文化</b>		<b>零售、纺织服装及快销品</b>		<b>基础化工</b>	
陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162	李云鑫	021-60933142
		郭陈杰	021-60875168		
<b>农林牧渔</b>		<b>轻工造纸</b>		<b>计算机</b>	
杨天明	021-60875165	邵达	0755-82130706	孙艺峻	010-88005323
赵钦	021-60933163				
<b>银行</b>		<b>金融工程</b>			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		钱晶	021-60875163		
		黄志文	0755-82133928		
<b>电力设备</b>				<b>建筑工程</b>	
杨敬梅	021-60933160			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-22940678

**国信证券机构销售团队**

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	唐泓翼	13818243512	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617	吴国	15800476582	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
陈孜譞	18901140709	储贻波	18930809296	刘紫薇	13828854899
				许樱之	18688989863