



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

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

## 华东医药中报点评

华东医药(000963.CH/人民币 54.86, 买入)发布半年报,1-6月公司营业收入 91.11 亿元,同比增长 12.41%,归属上市公司股东净利润 3.89 亿元,同比增长 16.94%,其中扣非后净利润增速 22.43%。公司实现每股收益 0.90 元,符合我们的预期。受到营业外收入降低以及子公司中美华东所得税率暂按照 25%计算的影响,公司第二季度净利润增速不高,但营业利润增速达到 30.51%,与行业相比优势明显。

公司 1-6 月经营性现金流 4.77 亿元,高于当期净利润。考虑到报告期公司固定资产支出的上升以及近三年来首次分红,我们认为公司的现金流状况尽管较为紧张,但仍在可控范围,未来随着公司债的发行以及再融资能力的恢复将很快有所好转。

上半年公司的医药商业业务收入 71.42 亿元,同比增长 8.36%,毛利率上升 0.15 个百分点至 6.67%。受 4 月 1 日起杭州省级公立医院和杭州市级公立医院全面实施药品零差率销售影响,公司医药商业业务增速显著下滑,我们认为未来杭州的药品配送业务将维持在一个较低的增长水平。1-6 月公司的医疗器械配送业务收入达到 3.11 亿元,同比增长 34.19%,毛利率为 17.63%,显著高于药品配送业务。宁波公司 1-6 月实现营业收入 3.73 亿元,同比增长 12.25%,显示出杭州以外地区的医药商业业务增速依然可观。我们认为公司仍然会在省内其他地区增设布点,拓展医药商业业务,预计年内可完成浙江省医药商业业务的全覆盖。

上半年公司制药工业实现收入 19.63 亿元,同比增长 30.51%。由于品种结构进一步优化,公司制药工业毛利率上升 2.06 个百分点至 83.99%。核心公司中美华东 1-6 月实现营业收入 18.89 亿元,同比增长 32.71%,实现净利润 3.83 亿元,同比增长 28.58%,扣除所得税率影响后的净利润增速达到 45.72%。我们认为利润增速大幅高于收入增速的主要原因在于高毛利率品种增速较快带来的结构性变化,此外随着主要产品规模的进一步上升,营销效率也会进一步提高。主要产品方面,我们估计百令胶囊的增速在 30%以上,阿卡波糖和他克莫司的增速超过 40%,泮托拉唑和吗替麦考酚酯的增速在 15-20%之间,环孢素的增速约为 5%。

上半年公司各重大项目也按计划正常推进。中美华东现有场地虫草发酵原料新扩产改造项目顺利投产,阿卡波糖扩产改造项目已基本完成;华东医药(杭州)江东百令生物科技有限公司生产基地建设项目已于 2 月份正式动工,进入基建施工和主要设备招标采购阶段,我们估计 2015 年底有望建成,2016 年可正式投产;江苏九阳生物科技有限公司原料药转移项目已完成全部工程基建,并进入验证核查阶段,我们估计 2015 年有望投产。

展望下半年,我们认为公司制药工业业务的收入增速将确定保持在 30%左右,净利润增速有望超过 40%;医药商业业务尽管面临着一定的不确定性,但仍可保持 5%以上的收入增速,考虑到医疗器械配送、中药饮片业务、玻尿酸等独家代理产品快速增长对利润的显著贡献,我们估计医药商业的净利润增速将保持在 10%以上。

我们认为公司正处于内生性增长的黄金时期：百令胶囊、阿卡波糖在未来2-3年仍可保持高速增长，免疫抑制剂品类也将保持稳定增长；磺达肝癸钠、瑞格列奈及其复方制剂、达托霉素、卡泊芬净、迈华替尼、普拉克索、埃索美拉唑、伊马替尼等在研品种也将为公司的长期发展保驾护航。目前公司股改承诺遗留问题已经解决，再融资的障碍已经消除，我们认为公司将会迎来新一轮发展良机。我们维持公司2014-2016年1.781元、2.590元、3.232元的每股盈利预测，维持**买入**评级不变。

**图表 1. 2014 年上半年业绩摘要**

(人民币, 百万)	2013 年上半年	2014 年上半年	同比变动(%)
营业收入	8,105.2	9,111.2	12.4
营业成本	(6,435.9)	(6,981.5)	8.5
营业税	(34.2)	(47.2)	38.2
毛利润	1,635.2	2,082.4	27.4
销售费用	(829.6)	(1,029.8)	24.1
管理费用	(219.7)	(258.5)	17.7
营业利润	585.9	794.1	35.5
资产减值损失	(13.6)	(27.7)	104.5
投资收益	3.1	4.8	56.5
财务费用	(58.1)	(74.9)	28.9
营业外收入	28.5	7.3	(74.2)
营业外支出	(15.2)	(17.0)	11.5
税前利润	530.6	686.7	29.4
所得税	(103.8)	(181.8)	75.1
少数股东权益	(93.9)	(115.7)	23.2
归属上市公司股东净利润	332.9	389.3	16.9
主要比率(%)			
毛利率	20.6	23.4	
经营利润率	7.2	8.7	
净利率	5.3	5.5	

资料来源：公司数据

### 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  
西单北大街 110 号 7 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