

## 华东医药(000963)/医药生物

## 拟受让佐力药业控制权，丰富产品线

**评级：买入(维持)**

市场价格：33.04

分析师：池陈森

执业证书编号：S0740517020003

电话：

Email: chics@r.qlzq.com.cn

分析师：江琦

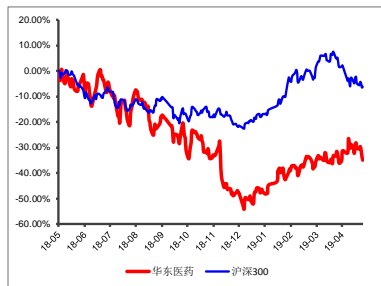
执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1458
流通股本(百万股)	1458
市价(元)	33.04
市值(百万元)	48178
流通市值(百万元)	48178

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 华东医药(000963)-公司点评：一季度业绩超预期，工业板块增长强劲-(中泰证券\_池陈森\_江琦)-20190430
- 2 华东医药(000963)-公司点评：业绩超预期，医药工业高增长-买入-(中泰证券\_池陈森\_江琦)-20190419
- 3 华东医药(000963)-公司点评：工业继续保持高增长，研发创新顺利推进-买入-(中泰证券\_池陈森\_江琦)-20181026

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	27831.82	30663.37	34220.57	37589.53	40920.47
增长率 yoy%	9.66%	10.17%	11.60%	9.84%	8.86%
净利润	1779.51	2267.23	2817.75	3263.84	3738.24
增长率 yoy%	23.01%	27.41%	24.28%	15.83%	14.53%
每股收益(元)	1.22	1.55	1.93	2.24	2.56
每股现金流量	1.14	1.40	1.62	2.03	2.32
净资产收益率	21.20%	22.81%	22.06%	21.90%	21.57%
P/E	27.07	21.25	17.10	14.76	12.89
PEG	1.18	0.78	0.70	0.93	0.89
P/B	5.74	4.85	3.77	3.23	2.78

备注：

**投资要点**

- **事件：公司公告，公司于2019年5月24日与浙江佐力药业股份有限公司控股股东俞有强及股东德清县乌灵股权投资合伙企业(有限合伙)签署了《股份转让意向书》，公司拟以协议转让方式合计受让佐力药业股份总数为113,216,652股，占佐力药业总股份比例为18.60%，转让总价将不高于人民币106,000万元。该事项的履行将可能导致佐力药业控制权发生变更。**
- **点评：**
- **佐力药业与华东医药具有协同性。**佐力药业2018年实现销售收入7.3亿元，拥有乌灵胶囊、百令片、灵泽片三个独家/类独家中药品种，三个产品全部进入2018年版基药目录，但由于公司销售能力有限，产品增长遇到瓶颈。华东医药销售能力突出，而且正在推进基层市场销售能力建设，三个优质基药品种的补充有利于丰富公司产品线。另外佐力药业在中药饮片、中药颗粒领域均有布局，可以补充华东医药在这些潜力领域的布局。此外，两个公司距离约50公里，管理上较为方便；佐力药业有一定产能空闲，可以解决华东医药的一部分产能不足问题。
- **乌灵胶囊主要用于治疗焦虑、抑郁、神经衰弱、改善睡眠，产品力很强，2018年销售约4亿元左右，但是受制于佐力药业的销售能力，近年增长缓慢。**乌灵胶囊是国家中药一类新药、中药保护品种，是国内首个提出治疗心理障碍和改善情绪的中药产品，单味成份，有明确的GABA作用机理、基因芯片研究和Meta分析结果支持。已经进入中国卒中后抑郁障碍规范化诊疗指南、常见神经疾病伴发焦虑诊疗专家共识等多项临床指南和专家共识。乌灵胶囊已经进入医保、基药，是OTC双跨品种，但目前销售区域仍以华东地区为主，借助华东医药销售能力有望进一步做大。
- **百令片是发酵虫草菌粉制剂，佐力药业控股的青海珠峰冬虫夏草药业与华东医药是仅有的两个拥有百令片批文的企业。**百令胶囊是华东医药年销售超过25亿元的重点品种，百令片是重要竞品。未来若控制佐力药业，将有利于百令胶囊与百令片共同维护市场，保持长远发展。
- **涉及到控股权转让在价格上有溢价，根据协议规定原控股股东将剩余投票权委托给华东医药，华东医药实际上可获得32.27%的投票权。**股份转让款总计将不高于10.6亿元，具体金额双方将根据对目标公司的尽调情况在正式股份转让协议中予以确认。
- **盈利预测与估值：**我们预计2019-2021年，公司营业收入分别为342.21、375.90和409.20亿元，同比增长11.60%、9.84%和8.86%；归母净利润为28.18、32.64和37.38亿元，同比增长24.28%、15.83%和14.53%。公司拥有突出销售能力、产品管线丰富、医美领域空间大，虽然未来可能受带量采购等政策影响，但是市场已经反应这一方面预期，目前公司股价对应2019-2021年PE为17倍、15倍和13倍。维持“买入”评价！
- **风险提示：股权协议转让尚需要尽调确认；新控制企业整合的风险**

图表 1: 华东医药财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	13064	14824	17724	20947	<b>营业收入</b>	30663	34221	37590	40920
现金	2443	3205	5023	7137	营业成本	21775	23644	25589	27718
应收账款	5633	6149	6779	7394	营业税金及附加	171	192	212	230
其他应收款	83	72	84	93	营业费用	4297	5068	5631	5913
预付账款	352	349	377	415	管理费用	785	910	1045	1170
存货	3876	4043	4412	4792	财务费用	86	-55	-104	-158
其他流动资产	678	1006	1049	1116	资产减值损失	51	42	42	44
<b>非流动资产</b>	6153	6086	5983	5855	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	89	89	89	89	投资净收益	35	28	28	29
固定资产	2034	2249	2288	2231	<b>营业利润</b>	2910	3575	4140	4742
无形资产	1508	1508	1508	1508	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	2523	2240	2098	2027	营业外支出	39	0	0	0
<b>资产总计</b>	19217	20910	23707	26802	<b>利润总额</b>	2873	3575	4140	4742
<b>流动负债</b>	7399	7149	7611	8063	所得税	477	594	688	788
短期借款	626	120	120	120	<b>净利润</b>	2395	2981	3452	3954
应付账款	4472	4856	5256	5693	少数股东损益	128	163	188	215
其他流动负债	2301	2173	2235	2250	<b>归属母公司净利润</b>	2267	2818	3264	3738
<b>非流动负债</b>	1393	339	352	350	EBITDA	3323	3738	4289	4861
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.55	1.93	2.24	2.56
其他非流动负债	1393	339	352	350					
<b>负债合计</b>	8792	7488	7962	8413	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	487	651	839	1055	<b>会计年度</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
股本	1458	1458	1458	1458	<b>成长能力</b>				
资本公积	2456	2456	2456	2456	营业收入	10.2%	11.6%	9.8%	8.9%
留存收益	6047	8865	11001	13434	营业利润	24.2%	22.9%	15.8%	14.5%
归属母公司股东权益	9938	12771	14905	17334	归属于母公司净利润	27.4%	24.3%	15.8%	14.5%
<b>负债和股东权益</b>	19217	20910	23707	26802	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	29.0%	30.9%	31.9%	32.3%
					净利率(%)	7.4%	8.2%	8.7%	9.1%
					ROE(%)	22.8%	22.1%	21.9%	21.6%
					ROIC(%)	27.0%	29.6%	32.2%	34.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	45.7%	35.8%	33.6%	31.4%
					净负债比率(%)	7.58%	1.60%	1.51%	1.43%
					流动比率	1.77	2.07	2.33	2.60
					速动比率	1.24	1.51	1.75	2.00
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.74	1.71	1.68	1.62
					应收账款周转率	6	6	6	5
					应付账款周转率	5.25	5.07	5.06	5.06
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.55	1.93	2.24	2.56
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	1.62	2.03	2.32
					每股净资产(最新摊薄)	6.82	8.76	10.22	11.89
					<b>估值比率</b>				
					P/E	21.25	17.10	14.76	12.89
					P/B	4.85	3.77	3.23	2.78
					EV/EBITDA	14	13	11	10

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	2039	2361	2964	3385
净利润	2395	2981	3452	3954
折旧摊销	327	218	253	278
财务费用	86	-55	-104	-158
投资损失	-35	-28	-28	-29
营运资金变动	-808	-743	-662	-696
其他经营现金流	74	-12	54	37
<b>投资活动现金流</b>	-1561	-122	-122	-121
资本支出	876	150	150	150
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-684	28	28	29
<b>筹资活动现金流</b>	-430	-1477	-1025	-1150
短期借款	250	-506	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	486	0	0	0
资本公积增加	-486	0	0	0
其他筹资现金流	-681	-972	-1025	-1150
<b>现金净增加额</b>	26	762	1818	2114

来源: WIND, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。