

方正证券研究所证券研究报告

高级分析师：刘亚明

执业证书编号：S1220511010002

TEL: (010) 68584825

E-mail: liuyaming@foundersc.com

联系人：蒯学章

TEL: (010) 68584823

E-mail: kuaixuezhong@foundersc.com

联系人：李元元

TEL: (010) 68584859

E-mail: liyuanyuan@foundersc.com

华东医药(000963)

公司研究调研报告

2012.02.13 买入

医药生物行业

投资要点

近日我们对公司进行了实地调研，就公司经营状况、产能建设、股改遗留问题及后续融资问题进行了交流，以下是调研后的主要观点和信息概述：

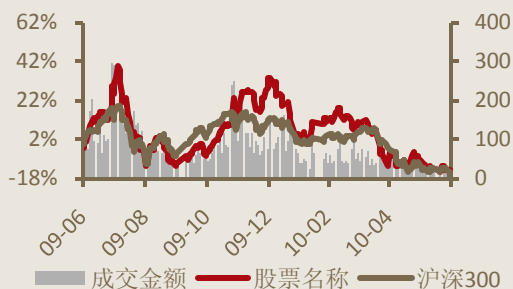
➤ 中药品种百令胶囊超出市场预期。

百令胶囊是一个相对较成熟的产品，在 2007、2008 年，收入增速都维持在 10% 左右的水平。而竞争对手金水宝通过较快增长做到 10 亿以上的销售规模。主要原因是公司原来对这一产品思路比较保守，对其潜力没有充分重视，也没有做规划。

而百令胶囊 2009 年开始发力，增速突破 20%，在 2010 年将近 30% 增速、3.7 亿元销售额的高基数基础上，2011 年超预期，达到 50% 的增速，实现 5 亿元以上销售收入。2012 年也有望达到 40-50% 的增长水平，初步规划了约 8 亿元左右规模的产能。就其高速增长动力而言，一方面从外在因素来看：2010 年实行各省统一招标，一旦中标，整个省都可以使用，不像原来按医院来招标，自然对销售业绩有所提升；其次，中医药市场在保健意识提高的背景下发展很快。百令胶囊作为一个的长线产品，具有药品和补品的双重功效，是医保乙类产品，由于其安全、有效，潜在人群需求在释放，不少人愿意自费购买。另一方面是内部原因：随着近几年虫草产品的火热发展及竞争对手的示范效应，公司对百令胶囊开始逐步重视起来，启动营销改革，加大营销力度。由于该产品主要是调节和增强免疫功能，因而适合多科室推广。除了传统的呼吸、肾内科、器官移植，又在慢性肾功能衰竭（不全）、肿瘤、内分泌（糖尿病）等领域进行推广拓展，并用于肝肾纤维化治疗等新领域（复方鳖甲软肝片的主要成分之一）；另外，公司 2011 年将 0.2g 的包装替换成 0.5g，价格和毛利率略有提高，患者服用更方便，对销售有促进作用。

百令胶囊在工艺上有一定的优势。竞争对手金水宝批准的成分名为发酵虫草菌粉，而百令胶囊是发酵冬虫夏草菌粉。百令胶囊发酵周期 40 多天，而金水宝只有 7 天。目前有同类产品文号的只有三、四家企业，除了公司和金水宝，其它两家分别在山东、青海，但技术水平相对公司有一定差距。目前，主要竞争对手增长金水宝采取代理销售模式，销售额有 10 亿以上，金水宝采用了上千人的销售队伍，而百令胶囊销售队伍仅两百人，但目前公司百令胶囊增速比金水宝快，利润率相对较高。公司有望在 3-5 年内超过金水宝的销售规模，达到 10-15 亿以上销售规模。

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	8971.84	10945.64	14010.42	17513.02
(+/-)	14.66%	22.00%	28.00%	25.00%
净利润	317.31	396.14	517.82	685.06
(+/-)	-16.38%	24.84%	30.72%	32.30%
EPS (元)	0.73	0.91	1.19	1.58
P/E	0.00	26.19	20.03	15.14

相关研究

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

➤ 阿卡波糖引领内分泌产品线增长。

虽然核心产品阿卡波糖部分区域招标价格下调(上海调到中等水平),估计 2011 年保持 30%以上增速,接近 4 亿元销售规模,好于预期。阿卡波糖 12 年有可能进入扩增版的基药目录。目前已进入上海基药增补目录,社区医疗机构可以直接使用。

吡咯列酮由于竞争激烈,部分地区调价,膀胱癌风险警示,收入增速受一定影响,增速接近 30%,销售额 7000 万左右。吡咯列酮相对其它同类产品副作用相对较小,例如,罗格列酮会引发心脑血管源性猝死,会逐渐退出市场,因此对罗格列酮有替代空间。作为 40 亿美元以上规模的全球超级畅销药,副作用发现得比较充分,国内没有发现大的副作用,目前学术界对其不良作用仍存在争议。

吡咯列酮二甲双胍复方制剂销售还没有开展,参与了 6-7 个省市招标,是常用组方,预计销量超过吡咯列酮,原来预计 3-5 年内做到 2-3 亿规模,由于吡咯列酮安全警示影响,可能这一时间会拉长。

泮托拉唑注射液由于竞争较为激烈,保持 10%左右增速,销售额 2.2 亿元左右。

➤ 免疫抑制剂产品结构调整是趋势。

免疫制剂 2011 年保持 10%左右的增长。他克莫司进入快速增长阶段,增速 100%,已达 6000 多万收入规模,吗替麦考酚酯 15%增速,销售 1.5 亿元。环孢素进入成熟期,在原有应用领域将被新产品逐渐替代,但新的适应症应用可以抵消部分原有市场下滑的影响,国家医保目录列入治疗再生障碍性贫血的甲类药品,先天性免疫疾病、风湿性关节炎也有望逐渐纳入新适应症。预计未来 3 年环孢素维持 2-3%的低速增长。2011 年销售规模 2.4 亿元左右。

➤ 新药注入,扩展原有领域

抗肿瘤奥沙利铂 2011 年下半年已拿到生产批文。粉针剂需要新版 GMP 认证改造,需要半年时间,预计产量不会太大,主要是试水抗肿瘤药领域。由于原料外购成本贵一倍,原料自给。来曲唑、阿那曲唑预计 2012 年上半年拿到生产批文,伊立替康预计 2013 年上半年上市。

奥利司他已拿到文号,由于工艺需要小幅改进,估计 12 年下半年上市。其减肥、减少脂肪的疗效确切,但有肠胀气等副作用,及结肠内表皮细胞增生异常的安全警示。原来作为双跨品种,副作用相对容易发生,在医生指导下小剂量使用应该是相对比较安全的。瑞士罗氏公司赛尼可退出中国以后,市场需求仍在,做好推广解释之后仍有潜力。

阿卡波糖咀嚼片 2011 年 4 月已受理生产注册,作为独家剂型将取得更高的定价。

➤ 通过改造和新建逐步解决产能瓶颈。

产能瓶颈主要是百令胶囊的原料虫草菌粉发酵吨位不足,阿卡波糖也

逐渐遇到产能不足。目前杭州现有的生产基地除了保留百令胶囊、阿卡波糖的生产车间，其他产品全部逐步转移到江苏九阳。由于秋冬发货备货是高峰期，百令胶囊 2012 年上半年基本能保持供需平衡，但下半年可能还是会出现产能不足、导致局部缺货的状况。他克莫司原有的原料生产线正在改装成百令胶囊的原料生产线，由小吨位改大罐，预计 2012 年 9 月投产，四季度新增产能才能释放出来，新增 50 吨菌丝粉产能，工艺技术改进使产量有 10-15% 的提升空间，2012 年支持最大 8 亿元规模的销量。因为转产 2011 年损失掉收入 7000-8000 万。收购江苏九阳制药主要还是为转移产能，九阳预计要 2013 年上半年才能投产，需办理生产文号转移，重新报备。公司新建的制剂大楼 2013 年下半年投产。环孢素、他克莫司原料药已停产一段时间，原来也只有 20-30% 产能利用率，已有两年的原料储备。

➤ 营销体系大区拆分、精耕细作效果显著。

2010 年就启动营销模式改革，由 13 个大区变成 18 个大区。潜力大的省区，如安徽、天津、河北独立出来。除了安徽受低价招标影响，现在新独立的大区业绩都在 50% 甚至翻番的增长，后续还会再细分。甚至会按照个别产品来分，交叉去做。2012 年大区没有拆分计划。拆分的标准是达到 3000 万以上销售规模，5000 万销售规模才能正式做为大区考核。

➤ 医药商业短期内受行业环境影响。

公司医药商业占据浙江省龙头地位，全国第 9 位。2011 年收入增速仍高于平均增速，保持在 20% 左右的水平。未来发展通过自身扩展，收购标的除了壳公司，寻找有独特优势的，跟当地医院关系好的商业公司，不是为了收购而收购。公司通过收购持有惠仁医药 51% 的股份，惠仁医药的商业规模在温州地区位列第 3，在瑞安地区位列第 1，是温州市经营 4 家麻醉药品的企业之一，预计 2012 年收入规模 10 亿，净利润 1000 多万。

医药商业受整体大环境影响相对较大。由于基药招标、抗生素限制使用，医保结算较紧张，2011 年医药行风整顿（浙江和广东较为严厉），都对商业有直接影响，整体增速不到 20%。公司医药商业快于行业增速，通过一些创新项目，抵消了部分负面因素。

公司医药商业毛利率在 5 个百分点左右，净利率 1.1-1.2%，相对比较稳定。新收公司通过整合可以达到这个水平。主要是公司擅长的参茸保健、医疗器械业务渗透进新收公司，可以提升新收公司盈利水平。医药商业 12 年增加 10 亿销售规模，其中有 2 亿的调拨业务内部抵消。

医院回款期杭州市内 2-3 个月，杭州市外时间 3-6-9 个月不等，在货币紧缩环境下，公司 2011 年 1-9 月总的应收账款高达 25.13 亿元，相比 2010 年同期 18.77 亿元，同比增长 34%，对公司资金压力较大。

➤ 公司发展壮大亟待再融资。

公司发展需要融资。短期融资券预计 2012 年上半年能批下来，利息率大约在基本利率水平。公司债也会考虑。由于利息提高，资金状况比较

紧张。预计 2012 年财务费用可能过亿。

公司初步规划在杭州萧山开发区建立新的生产基地，估计要 4-5 年的时间，最少要 15 亿资金，目前还在洽谈中。股改遗留问题不会永远不解决，但解决时间尚有较大不确定性。

➤ 盈利预测与估值

预计 2011、2012、2013 年 EPS 为 0.98、1.25、1.57 元，合理价格为 28-31 元。“买入”评级。

表 1 可比公司估值及业绩比较

证券代码	证券简称	PE	总市值（亿）	ROE %	净利+/- %
000963.SZ	华东医药	28.48	106.78	28.12	24.51
002294.SZ	信立泰	24.93	96.54	20.62	11.36
600420.SH	现代制药	32.11	31.08	16.15	-16.76
600079.SH	人福医药	33.01	90.35	11.67	45.91
002437.SZ	誉衡药业	36.61	48.55	12.85	-19.70
600276.SH	恒瑞医药	36.68	305.43	24.45	19.57
000566.SZ	海南海药	37.04	52.89	8.19	67.85
002462.SZ	嘉事堂	38.90	21.96	6.68	28.89
300006.SZ	莱美药业	40.74	30.56	8.11	56.00
002262.SZ	恩华药业	44.94	44.41	18.02	33.76
000705.SZ	浙江震元	49.44	13.45	4.14	48.74

数据来源：Wind，方正证券

表 2 分项业务收入预测

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
百令胶囊（虫草菌丝体粉）	204	222	292	374	562	787	1024
增长率%		9%	24%	28%	50%	40%	30%
卡博平（阿卡波糖）	151	186	258	299	392	494	597
增长率%		23%	39%	16%	31%	26%	21%
卡司平（吡咯列酮）	15	25	37	52	69	86	104
增长率%		67%	48%	40%	33%	25%	20%
吡格列酮二甲双胍	0	0	0	0	8	16	32
增长率%						100%	100%
伏格列波糖	0	0	0	0	4	8	16
增长率%						100%	100%
新赛斯平（环孢素）	206	237	230	237	245	252	260
增长率%		15%	-3%	3%	3%	3%	3%
赛可平（吗替麦考酚酯）	50	85	114	134	154	179	206
增长率%		70%	34%	17%	15%	16%	15%
他克莫司（FK506）	0	0	15	42	84	168	336
增长率%				182%	100%	100%	100%
泮立苏（泮托拉唑）	153	171	200	244	268	295	325
增长率%		12%	17%	22%	10%	10%	10%
其它产品收入	62	131	168	96	192	250	374
增长率%		111%	28%	-43%	100%	30%	50%
医药工业总收入	779	926	1314	1477	1979	2535	3273
增长率%		19%	12%	12%	34%	28%	29%
医药工业毛利率	77%	79%	78%	83%	80%	80%	80%
医药商业	3833	4884	6072	7385	9010	11532	14300
增长率%	11%	27%	24%	22%	22%	28%	24%
医药商业毛利率	8%	6%	5%	5%	5%	5%	5%
主营总收入	4674	5941	7386	8862	10989	14068	17574
增长率%	12%	27%	24%	20%	24%	28%	25%
房地产收入	138	22	393	58	0	0	0
总收入	4853	6016	7825	8972	10989	14068	17574
增速	22%	24%	30%	15%	22%	28%	25%
净利润	173	169	379	317	396	516	680
增长率%	79%	-3%	125%	-16%	25%	31%	32%

数据来源：方正证券，公司年报

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3393.71	4635.26	6604.49	7531.16	经营活动现金流	169.10	533.21	426.94	800.20
现金	328.92	1460.87	1789.78	2249.20	净利润	395.86	494.22	646.02	854.67
应收账款	1503.81	1281.51	2540.71	2309.74	折旧摊销	72.09	83.49	106.53	132.84
其它应收款	18.67	55.37	31.40	69.41	财务费用	61.42	97.42	119.09	140.10
预付账款	180.05	181.50	273.32	314.03	投资损失	-7.91	-5.08	-6.11	-6.37
存货	992.60	1429.05	1459.68	2128.77	营运资金变动	-349.52	-140.12	-437.34	-320.78
其他	369.66	226.96	509.59	460.01	其它	-2.85	3.29	-1.25	-0.27
非流动资产	861.91	955.66	1085.21	1240.49	投资活动现金流	-297.60	-176.45	-228.73	-281.48
长期投资	30.74	34.73	39.33	43.90	资本支出	252.31	83.98	123.25	153.76
固定资产	548.75	618.75	730.15	848.05	长期投资	-0.62	-3.99	-4.60	-4.57
无形资产	170.06	180.41	206.23	235.02	其他	-45.91	-96.47	-110.07	-132.29
其他	112.36	121.76	109.51	113.52	筹资活动现金流	-58.50	-203.21	-148.00	-95.13
资产总计	4255.62	5590.92	7689.70	8771.65	短期借款	257.86	-84.44	-29.66	47.92
流动负债	2901.00	3733.02	5185.12	5415.42	长期借款	-3.50	0.32	0.27	0.15
短期借款	760.36	1654.32	1903.36	1987.10	其他	-312.86	-119.09	-118.61	-143.20
应付账款	1383.21	1245.11	2172.16	2188.59	现金净增加额	-187.00	153.54	50.22	423.59
其他	757.43	833.59	1109.60	1239.73					
非流动负债	8.80	17.86	18.52	15.50	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	0.00	0.32	0.59	0.74	成长能力				
其他	8.80	17.54	17.93	14.76	营业收入	14.66%	22.00%	28.00%	25.00%
负债合计	2909.80	3750.88	5203.65	5430.92	营业利润	-13.99%	30.88%	30.95%	32.59%
少数股东权益	187.28	285.35	413.55	583.15	归属母公司净利润	-16.38%	24.84%	30.72%	32.30%
归属母公司股东权益	1158.55	1554.69	2072.51	2757.57	获利能力				
负债和股东权益	4255.62	5590.92	7689.70	8771.65	毛利率	18.76%	19.51%	19.51%	19.51%
					净利率	4.41%	4.52%	4.61%	4.88%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	29.41%	26.86%	25.99%	25.58%
营业收入	8971.84	10945.64	14010.42	17513.02	ROIC	20.22%	15.32%	16.17%	17.95%
营业成本	7288.54	8810.15	11276.99	14096.23	偿债能力				
营业税金及附加	22.94	27.99	35.83	44.79	资产负债率	68.38%	67.09%	67.67%	61.91%
营业费用	871.91	1028.89	1316.98	1593.69	净负债比率	58.76%	89.93%	76.59%	59.51%
管理费用	250.63	361.21	462.34	577.93	流动比率	1.17	1.24	1.27	1.39
财务费用	61.42	97.42	119.09	140.10	速动比率	0.83	0.86	0.99	1.00
资产减值损失	22.60	20.80	14.01	17.51	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	2.31	2.22	2.11	2.13
投资净收益	7.91	5.08	6.11	6.37	应收帐款周转率	6.47	7.86	7.33	7.22
营业利润	461.70	604.28	791.29	1049.14	应付帐款周转率	6.09	6.70	6.60	6.47
营业外收入	49.74	23.29	27.06	30.40	每股指标(元)				
营业外支出	15.95	8.97	9.75	9.79	每股收益	0.73	0.91	1.19	1.58
利润总额	495.49	618.59	808.60	1069.76	每股经营现金	0.39	1.23	0.98	1.84
所得税	99.62	124.38	162.58	215.09	每股净资产	3.10	4.24	5.73	7.70
净利润	395.86	494.22	646.02	854.67	估值比率				
少数股东损益	78.56	98.07	128.20	169.60	P/E	0.00	26.19	20.03	15.14
归属母公司净利润	317.31	396.14	517.82	685.06	P/B	0.00	6.67	5.01	3.76
EBITDA	567.58	702.08	915.13	1202.60	EV/EBITDA	1.16	15.48	11.93	8.91
EPS (元)	0.73	0.91	1.19	1.58					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼 (100037)	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼 (410015)
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com