

买入（维持）

东瑞制药（2348.hk）

管理层更换对企业影响有限，公司经营依然稳健

市场数据

报告日期	2015.01.02
收盘价(港元)	4.95
总股本(亿股)	8.07
总市值(亿港元)	40.44
总资产(亿港元)	17.2
每股净资产(港元)	1.80

数据来源：彭博

事件：

由于公司总裁出现变更，公司股价出现较大波动，我们于2014年12月31日参加了公司的电话会议，就最新情况和公司进行了交流。

我们的观点：

- **总裁变更对公司影响有限：**公司总裁黄冬梅女士因家庭事务原因辞去公司辞任总裁；另外，自二零一五年三月一日起，李其玲女士获委任为总裁。黄女士已确认，在任期间并无在任何方面与董事会意见不合。黄女士离职后，由公司执行董事兼主席及集团创办人李主席担任总裁，另外有经验丰富的人员新任副总裁，公司多年来积累的经营策略，销售团队仍然稳健，总裁的变更整体对公司影响有限。
- **公司产品依然经营稳健，专科药方面安系列能保持稳定增长，恩替卡韦则仍然是公司业绩重要推动力。**我们认为恩替卡韦在2015年国内部分省份招标会取得突破，另外在海外市场的进展也比较顺利。整体来看，由于公司股价出现较大幅度下跌，目前股价对应2015年市盈率不足13倍，加上公司每年40%较高的分红率，我们维持之前的买入评级。

会议要点：

1、**总裁黄女士离职，从年初到现在有传言有其他任职十年以上的副总裁陆续离职，原因及具体情况？**

公司的确存在离职情况，黄总离职是由于个人原因，对公司的发展没有任何影响。黄总辞职的情况可能比较突然，她一提出辞职，公司马上公告，也是出于联交所合规的要求。但是公司内部没有问题，生产、销售、研发等所有都没有变动，只有她一个人变动，可能她是从销售提上来的，投资者可能会担心销售是否会接不上来，但是请大家放心，公司是完全有准备的，在销售方面我们新上来一位销售人员在公司的时间比黄总还长，他的能力也非常突出。

兴证香港研究部
0755-23826013
852-35095999
research@xyzq.com.hk

公司原来的生产是苏总负责的，主要负责抗生素这块，新版 GMP 全部要用三合一，我们改造三合一操作的过程中有一些不合格，所以公司请了一个就是现在的李总，非常了解这方面的内容。李总从事制药行业 30 多年，对这个无菌生产的原料、工艺、设备都比较熟悉，到任后，他对公司的问题一个个梳理和解决，7 月份公司所有的产品都完全达到了标准。公司剩下的全都要改造成符合新的 GMP 三合一，这一块是没有问题的。

2、公司以后在用人策略上是否会有变化和调整，公司现在请了一些新员工，那么他们在和其他的老员工磨合是否需要一段时间，未来是否还会发生这么大大的人事变动？

未来是不会的，东瑞今天这个成绩，不是因为一个人，而是公司整个的团队做出来的，而且公司新上任的销售副总裁也是在我们公司时间较长的老员工，他对公司整个销售的情况，甚至每一个办事处的终端、品种都非常了解，他现在是在公司任常任副总裁，他现在销售的整个思路、理念和各方面，他会给公司的销售带上更高的一个平台。李主席近几年每个月都有到公司来，对公司的情况都是很了解的，李主席现在是兼任总裁的职务，以后会做的更加稳定，也就是说人事方面不会像以前变化这么多，会更加稳健的。

3、黄总离开之后，以后未来的销售策略有没有变化，在后期其他省的招标过程中公司有哪些策略保证我们有很高的中标率。

新任销售总裁在医药行业中有 18 年的经验，在东瑞制药已经有 13 年，以前是做福建市场的销售经理，福建市场的专科药在福建省有 60% 以上，而且公司所有的新品种在全国的销售均为全国第一，这几个数据说明对市场的判断和今后的应对，说明是可以值得信任的。

恩替卡韦协议的问题，这个会谨慎应对，公司有两种方案，最后要和董事会最终确认，确认之后会向投资者公告。一种是收回，由公司办事处来销售；另外一种双方结合的方式，有利于市场的稳健；2015 年是招标大年，各个企业面临着重新洗牌的机会，那么我会充分把握这个机会，争取恩替卡韦在多个省中标。

4、专科药有多少的销售额或占比是从公司大中小包来的，是公司自己的队伍做的？

目前公司专科药的销售规模大概是 5 个亿，其中安系列是 3 点多个亿，这主要是公司自己的团队在做，几乎 95% 以上是我们自己团队做的，目前恩替卡韦分

散片是1个多亿的销售，是全国总代理的销售。

5、恩替卡韦未来的展望？

恩替卡韦未来的销售策略会根据市场的实际情况，比如说公司的总代购非常优秀的市场，可以继续开展些合作，那么有些薄弱的地方肯定要收回来给我们自己经营，或者是全部收回给我们队伍自己经营，我们现在是在仔细地斟酌，制定这个策略。因为我们是2015年底到期，这个过程中我们肯定会和代理协商一些问题，其实恩替卡韦有很多市场是没有开发，我们现在是努力开发没有开发的市場，现在做了的市場，如果是非常好的，我们是和他协商互相之间的做法，一刀切和这样的做法我们都在考虑，但是这个品种我们肯定是非常的重视，海外市场像香港市場销售是很顺利，东南亚、俄罗斯、非洲等我们都在商讨，国际市场是公司今后销售重要的目标，公司要抢占国外市場。

6、明年的主要产品销售目标、增长幅度、指标等，目前人事安排是过渡性的安排还是长期的安排？

应该是长期的安排，明年的安排是非常乐观的，但是具体市場是不会有什麼变化，我们会努力做的更好。今年我们还是很顺利的，明年我们会延续下去。

7、公司今年下半年的销售情况，因为医药行业整个的销售情况是有所放慢，那么对公司的影响如何；另外抗生素那块大概是什么情况？

应该来说医药整个行业是有些变化，增速是有放缓，但是我们公司是没有任何影响，另外抗生素部分，公司上半年在改造，12月初拿到证，所以明年开始抗生素是正常的生产，明年会正常的增长，下半年和上半年的销售情况差不多。15年也不会有什么变化。

8、在9月份给管理层发的6.44的期权是否还会执行？覆盖了多少人？今年我们的抗生素车间已经拿到证了，明年是什么样的预期？

会执行，期权包括我们的高层副总裁、财务总监等等一共六人，这六个人现在还在公司。抗生素上半年可能还会有一些亏损，但是我们会慢慢的减亏，我们会维持住市場和客户。15年上半年应该会比14年上半年好。

10、目前针对高管团队的稳定性，董事会有什么举措，有没有考虑通过股票期权给与激励？

对这个高管的稳定性，其实只有黄总的离开，其他没有任何的变动，另外对于高管的待遇，对于股票期权董事会再商量一下。

【免责声明】

本研究报告乃由兴证(香港)证券经纪有限公司(持有香港证券及期货事务监察委员会(「香港证监会」)第1(证券交易)、4(就证券提供意见)类受规管活动牌照)备发。接收并阅读本研究报告,则意味著收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证(香港)证券经纪有限公司、兴证(香港)期货有限公司、兴证(香港)资产管理有限公司及兴证(香港)融资有限公司(统称「兴证香港」)违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告仅提供予收件人,其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途,当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述,并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可,收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠,惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定,兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制,因此所提述的证券不一定(或在相关时候不一定持续)适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场,分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变,惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断,收件人在作出投资决定前,应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员(撰写全部或部分本报告的研究员除外),将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人,进行该等证券之买卖。此外,兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来,或为其担任市场庄家,或被委任替其证券进行承销,或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券,或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务,或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时,应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

本研究报告由兴证(香港)证券经纪有限公司分析员撰写。(1)本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对标的证券及发行人的观点;(2)该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系;(3)对于提述之证券,该分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。