



医药/必需消费

华东医药 (000963)

增速符合预期，浙江招标影响有待观察

 胡博新 (分析师)	丁丹 (分析师)	赵旭照 (研究助理)
0755-23976766	0755-23976735	0755-23976795
huboxin@gtjas.com	dingdan@gtjas.com	zhaoxuzhao@gtjas.com
证书编号 S0880514030007	S0880514030001	S0880114080042

本报告导读:

预计 2014 年公司主要品种的增速延续前 3 季度的良好增长态势，浙江省招标方案的影响需要等待落地，结果可能好于预期。

事件:

- 近期我们调研了公司，了解公司各项业务的进展。

评论:

- **主要品种均保持快速增长，维持公司增持评级。** 预计 2014 年公司主要品种的增速延续前 3 季度的良好增长态势，维持公司 2014~2016 年 EPS 1.78、2.59、3.22 元，维持目标价 73 元，对应 2015 年 PE 28X，维持增持评级。
- **公司主要品种保持快速增长。** 预计公司核心品种百令胶囊 2014 年增长 30% 左右，阿卡波糖增长 40% 左右，泮托拉唑增长约 20%，胶囊增速要好于粉针，免疫抑制剂整体增速有望达到 20%。由于 2015 年百令胶囊产能受限，预计增速 25%~30%，2016 年新产能投产后产能瓶颈将解除，阿卡波糖凭借在基层的优势，有望保持 40% 的增长。
- **浙江招标方案的影响有待观察。** 根据我们的测算，在浙江已公布的招标方案之下，百令胶囊降价约 11%，阿卡波糖降价约 3%，泮托拉唑粉针降价约 12%，但最终降价幅度要等待浙江省招标结果落地，可能会好于预期。百令胶囊新进浙江省基药增补，预计招标采购带来的销量增长能超过降价带来的影响。
- **停止死刑犯器官使用短期内将对公司免疫抑制剂产品线造成一定冲击。** 从 2015 年 1 月 1 日起，中国将停止使用死刑犯器官进行器官移植，预计中国目前移植器官的 1/3 至 1/2 来自死刑犯，这一来源被堵将对公司免疫抑制剂产品线造成一定影响，我们预计公司免疫抑制剂产品线增速短期将会放缓。公司免疫抑制剂占工业收入的约 20%，由于百令胶囊和阿卡波糖增速更高，这一占比还会缓慢下降，因此影响程度有限，随着新适应症（自身免疫疾病）的拓展以及自愿捐献器官人数的上升，免疫抑制剂产品的中长期潜力仍然巨大。
- **公司债发行已获批，未来可能进行股权融资。** 公司发行 10 亿元公司债近期已获证监会审批通过，预计上半年将发行，考虑到公司江东基地建设投资、收购中美华东剩余款项的支付以及公司医药商业对资金的占用，我们预计 10 亿元公司债难以满足公司对资金的需求，未来进行再融资的可能性较大。

风险提示: 招标降价风险，医保控费风险。

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **73.00**

上次预测: 73.00

当前价格: 57.86

2015.01.22

交易数据

52 周内股价区间 (元)	41.12-62.91
总市值 (百万元)	25,115
总股本/流通 A 股 (百万股)	434/434
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	2.92
日均成交值 (百万元)	157.63

52 周内股价走势图



相关报告

- 《中美华东延续高增长趋势》2014.10.20
- 《扩充基层队伍，备战基层市场》2014.08.24
- 《中美华东持续高增长，平台优势显现》2014.08.15
- 《股改问题顺利解决，发展瓶颈解除》2014.07.09
- 《新方案，新希望》2014.06.23

1. 浙江省招标方案影响有待观察

公司百令胶囊、阿卡波糖和泮托拉唑粉针 3 个重点品种为浙江省配送金额前 200 名的品种，受浙江省招标方案的影响较大。百令胶囊和阿卡波糖属于浙江集中采购第一批，经过我们测算，若按招标方案严格执行，百令胶囊的降价幅度约 11%（基准价较浙江省之前价格降 6%+前 50 名降 5%），阿卡波糖降价幅度较小，为 3%（101~150 名降 3%）。泮托拉唑粉针属于集中采购第二批，降价幅度约 12%（在现有价格基础上降 10%作为参考价+151~200 名降 2%）。

最终降价幅度要等待浙江省招标结果落地，可能会好于预期。百令胶囊为新进浙江省基药增补，预计招标采购带来的销量增长能超过降价带来的影响。

表 1: 中美华东 3 个品种进入 2013 浙江省配送金额前 200 名

排名	通用名	剂型	规格	采购批次	所属目录
25	百令胶囊	硬胶囊剂	0.5g	第一批	浙江省基层医疗卫生机构基本药物目录外常用药品清单（暂定）
142	阿卡波糖	素片	50mg	第一批	2012 版基药目录
169	注射用泮托拉唑钠	冻干粉针剂	40mg	第二批	第一批目录之外

资料来源：浙江药械采购平台，国泰君安证券研究

2. 股改遗留问题解决，已打通股权融资通道

2014 年 7 月 8 日,公司第一次临时股东大会审议通过了《关于控股股东远大集团申请豁免资产注入承诺及对公司提供财务支持的议案》，股改遗留问题解决。按照议案，远大集团将向公司提供两项财务支持：（1）1 年期 2 亿元无偿贷款；（2）公司 12 个月内发行公司债，将提供 10 亿元公司债无偿担保。

表 2: 公司股改问题发展历程

时间	事件
2006 年	远大集团对华东医药做出资产注入承诺,将雷允上药业 70% 股权、武汉远大制药集团有限公司 70.98% 股权、远大蜀阳药业 40% 股权以公允价格注入上市公司
2007 年 8 月	远大集团提出资产注入方案
2007 年 8 月 15 日	公司董事会否决远大集团提出的资产注入方案
2014 年 4 月 17 日	远大集团申请豁免资产注入承诺,并承诺若获通过 2

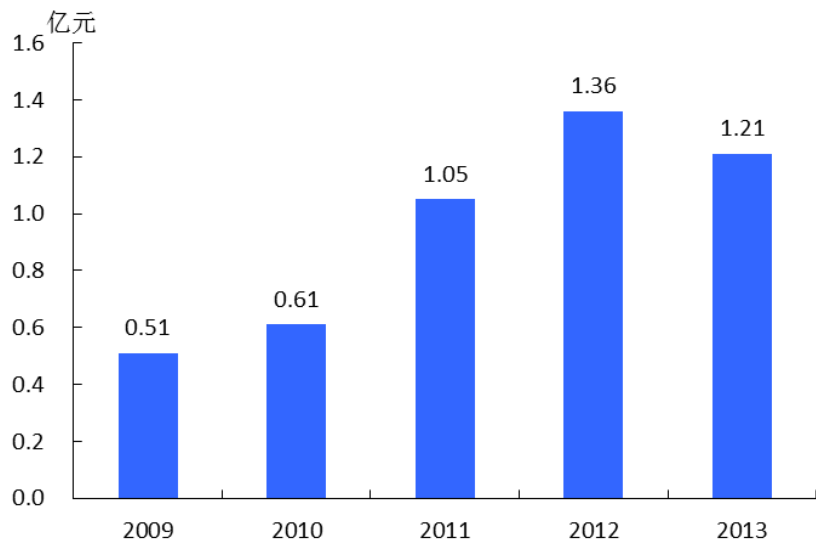
	年内不减持华东医药股票,支持公司发展,上述申请获公司董事会通过
2014年4月28日	公司股东大会否决远大集团上述豁免申请
2014年6月	远大集团再次申请豁免资产注入承诺,若获通过将为公司无偿提供1年期2亿元无偿借款,以及10亿元信用担保
2014年7月8日	临时股东大会通过了远大集团申请豁免资产注入承诺及对公司提供财务支持的议案

资料来源:公司公告, 国泰君安证券研究

股改问题的顺利解决,打通了公司股权融资的通道,对于解除公司的资金瓶颈和降低财务费用意义重大。公司收购中美华东剩余股权,尚需支付4.5亿元剩余款项,江东基地一期项目(约96亩,10.5亿投资)2014年2月已经正式开工,预计2016年投产,投产之前预计还需要投资4-5亿元,考虑到公司医药商业对资金占用较多,且按照规划,未来江东基地二期项目占地约220亩,对比一期项目,预计二期项目对资金的需求在20亿元以上,我们认为公司10亿元公司债难以满足公司对资金的需求,未来可能还会进行股权融资。

过去3年,公司财务费用每年都在1亿元以上,对公司利润的侵蚀严重,若未来通过股权融资降低负债,有望进一步释放利润,提升公司业绩。

图 1: 公司财务费用高企



资料来源:公司公告, 国泰君安证券研究

3. 维持公司增持评级

预计2014年公司主要品种的增速延续前3季度的良好增长态势,维持公司2014~2016年EPS 1.78、2.59、3.22元,维持目标价73元,对应2015年PE 28X,维持增持评级。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。

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。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墙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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		