

行业



李劲松、王晔

医药行业研究员

021-38565926

lijinsong@xyzq.com.cn

华东医药 (000963)

带刺的玫瑰

评级 (推荐)

市场数据

报告日期

收盘价(元)

52周最高/最低(元)

总股本(百万股)

流通股本(百万股)

总市值(百万元)

流通市值(百万元)

每股净资产(元)

股价走势



相关报告

投资要点

- 近日我们和机构投资者们一起拜访了华东医药,就公司的2008年经营情况和未来的发展规划进行了交流。

2008 业绩回顾

2008 年公司实现主营业务收入 60.16 亿元,营业利润 2.73 亿元,净利润 2.27 亿元;分别同比增长 23.96%, -9.96%, -7.13%。利润出现同比下滑的主要原因是 1) 杨歧房地产项目因为结算周期的原因导致从 2007 年盈利 1606 万元到亏损 2473 万元。2) 收购西安博华导致的商誉减值 2283 万元损失。3) 产品存货减值损失约 1100 万元 4) 博华亏损 311 万元。剔除这三部分的损失,医药主业产生的经营性利润同比增长达到了 16.55%;我们测算的经营性每股收益达到了 0.45 元。

- **制剂增长保持稳定:** 2008 年公司制剂业务的核心,中美华东实现了销售收入 10.42 亿元、净利润 2.01 亿元;分别同比增长 17.8%与 23.91%。收入增长较 2008 年上半年相比制剂业务有了明显改善。上半年免疫抑制剂增长不到 5%,但是全年增长大约 9%。增速有了明显提高,主要是由于奥运会后的器官移植有了恢复性的增长。其中环孢素增幅达到了 70%,百令胶囊为 14.8%,卡博平为 23%,泮立苏为 12%。值得指出的是泮立苏虽然是销量增长速度较快,但是激烈的竞争下导致招标价格的不断走低,导致销售额增长较慢。
- **商业改革成效显著:** 公司商业以高毛利的产品代理为主导,获得的 5 个进口产品销售收入已经达到了 1.67 亿元。总代理和总经销形成的毛利占商业的比重快速提高。传统的商业渠道则进一步加大精细化管理,导致商业销售收入整体增长达到了 28.67%。毛利率有所下降的原因 1) 传统的商业规模的扩大带来的毛利率下降 2) 由于结算的原因,部分厂家的销售返点并未结算,无法体现。医药商业业务的利润贡献达到了历史最高水平,同比大幅增长约 50%。
- **原料药业务盈利增强。** 公司的原料药业务包含了母公司的原料药生产和控股的西安博华。由于博华处于亏损状态,因此盈利由母公司贡献。2008 年母公司原料药实现销售收入 6601,净利润则达到了 1604 万元;同比分别增长约 20%, 80%。利润大幅增长的主要原因是随着阿卡波糖生

生产工艺的改进原料药业务的毛利率有了大幅提升，同时解决了其产能瓶颈。其次卡博平的销售稳定增长，带动了原料药销售收入增长。

2009 主营成长有望加快

- **新产品推动未来成长：**公司强大的销售能力早为市场熟知，但是新品种的缺乏使得公司的制剂销售难以出现快速增长。集团注入公司的他克莫司（FK506）是由日本藤泽原研的免疫抑制剂。目前是全球最大的单一品种的免疫抑制剂，主要用于肝、肾移植。由于他克莫司现在是器官移植的首选用药，2007 年在国内的销售规模已经突破了 5 亿，是目前增长最为迅猛的免疫抑制剂。公司将凭借着多年深耕的免疫抑制剂的渠道和宝贵的患者资源全力推动他克莫司的销售快速增长。我们预计 2009 年实现的销售收入有望超过 3000 万元，2010 年则有望超过亿元。
- **工业、商业双轮驱动经营性利润稳步增长。**中美华东所拥有的四个大品种中百令胶囊、新赛司平、卡博平受到市场环境变化的冲击较小，因此仍将维持一个稳定的增长。泮立苏则由于市场竞争激烈，09 年仍然面临着价格下跌的挑战；但是我们认为经过了 07、08 年的快速下降后，09 年降价的空间已经不大，以公司强大的销售能力有望通过销量的快速增长应对挑战。麦考酚酸酯则处于一个快速增长的过程，09 年的销售将突破 1 亿。商业则在总代理总经销的模式下，随着高毛利产品的增加盈利能力有望进一步提升。
- **博华经营改善尚待时日。**博华的定位已经清晰为特色原料药生产基地，未来公司主要引进具备技术、成本优势的原料药品种进行销售，同时在母公司的帮助下开拓国际市场。目前管理层已经基本更换为母公司的管理人员，下一步的工作是进行新品中的筛选和现有生产技术的改造。此外针对博华销售能力薄弱的环节，母公司也通过现有的商业渠道帮助销售以改善其经营。九州则是将其麻醉药品交给了销售能力最强的宁波分公司，目前是进行生产恢复状态。由于这两个企业的改进尚需时日，同时市场开拓也需要不断投入，因此经营改善尚需时日。

盈利前景存在不确定性

- **房地产业务或成拖累。**目前杨岐房地产销售近半，在现有的市场环境下，今年完成销售难度极高。此外，市场价格下跌的压力使得项目总盈利实现远大承诺的 1.8 亿元难度较大。
- **商誉减值尚未完全完成。**虽然 08 年公司准备了 2400 余万元的减值准备，但是账面上仍然有高达 5899 万元的商誉。其中属于博华的尚有 5616 万元，这部分资产是否会进一步进行减值尚存在不确定性。

盈利预测：

不考虑房地产业务和商誉减值的情况下，预计 09~10 年的 EPS 分别为 0.55

元、0.70、0.86 元。考虑到公司现在的动态市盈率仅为 22.5 倍，新产品的推广将加快公司业绩的增长，维持推荐的评级。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。