

研究员：

金嫣

医药行业

Jinyan@stocke.com.cn

(8621)64718888-1241

相关公司报告

《集专科用药与区域流通龙头于一体的综合性药企——华东医药深度报告》

联系人

张燕华

(8621)64718888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn

上海市长乐路
1219 号长鑫大厦
18 层
(200031)

华东医药（000963）

——业绩符合预期，2500 万元购入新药技术

1、年报基本情况

公司实现主营业务收入 60.16 亿元，较上年同期增长 23.96%；归属于母公司的净利润 1.69 亿元，同比降低 2.63 个百分点。

控股子公司杭州中美华东制药有限公司出资 2500 万元受让他克莫司新药技术。

2、投资要点

公司主营业务收入略高于我们的预期。主要为母公司制造分公司报告期内实现了主营收入 0.66 亿元，商业领域由于组织架构划分的明确主营收入约达 49 亿元。这两部分的收入略高于我们前期的预期。而控股子公司中美华东的 08 年销售收入与预期基本一致，为 10.42 亿元。

公司四季度收入环比下降了 7.90%，但由于营业成本环比下降了更多，为 11.38%，从而使得公司四季度毛利率反而提升了 3.1 个百分点。公司在管理费用和财务费用上环比下降比较明显。

公司出资 2500 万元购买了他克莫司新药技术，所出的金额低于预期。鉴于公司在免疫抑制剂领域长期积累的营销能力，我们相信公司产品自 09 年起在业绩中将会表现得越来越明显。

3、投资建议

由于公司的房地产收益为一次性收益，在 2009、2010 年业绩预计中，我们剔出房地产收益，预计 EPS 分别为 0.53、0.64 元，对应的 PE 为 24 倍和 20 倍。维持公司“推荐”评级。

4、风险提示

未来产品销售低于预期，以及资产减值损失高于预期的风险。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	3968	4853	6016	7096	8282
同比(%)	14%	22%	24%	18%	17%
归属母公司净利润	97	173	169	229	277
同比(%)	43%	79%	-3%	36%	21%
毛利率(%)	19.9%	21.4%	19.4%	19.9%	20.1%
ROE(%)	15.0%	29.8%	22.4%	23.3%	22.0%
每股收益(元)	0.22	0.40	0.39	0.53	0.64
P/E	56.18	31.33	32.18	23.69	19.61
P/B	8.45	9.32	7.21	5.53	4.31
EV/EBITDA	22	14	15	11	9

公司基本情况

➤ 公司业绩符合预期

图 1. 公司主营业务情况(单位: 百万元)

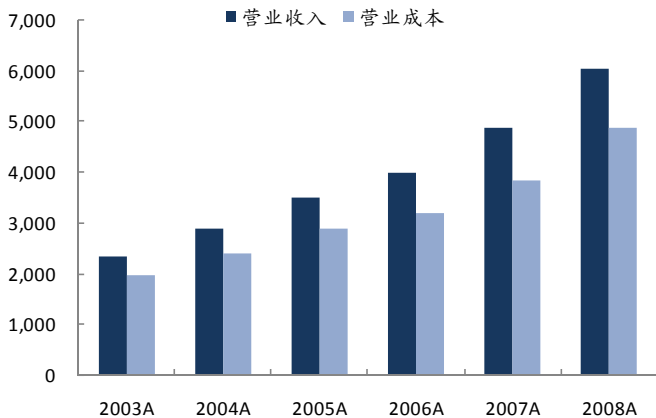
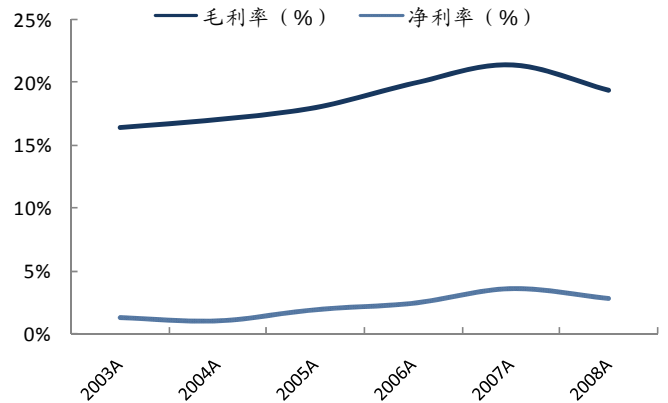


图 2. 公司历年毛利率/净利率情况



数据来源: wind, 浙商证券研究所

公司主营业务收入略高于我们的预期。主要为母公司制造分公司报告期内实现了主营收入 0.66 亿元，商业领域由于组织架构划分的明确主营收入约达 49 亿元。这两部分的收入略高于我们前期的预期。而控股子公司中美华东的 08 年销售收入与预期基本一致，为 10.42 亿元。

公司自 2001 年开始商业调整——组织架构及产品结构上的调整，成立三大事业部（西药事业部、中药事业部和医疗器械事业部），并采用统一采购、统一仓储、统一结算来降低成本。目前公司调整已经完毕，而从 08 年西药事业部直接进口的 5 个单品种实现 1.67 亿历史突破性收入来看，未来商业调整对公司的正面作用将会更为明显。

新收购的西安博华制药因资产减值损失计提的增加，摊薄了母公司经营成果，导致公司 08 年盈利能力有所下滑。

图 3. 公司 06-08 各季度营业收入情况(单位: 百万元)

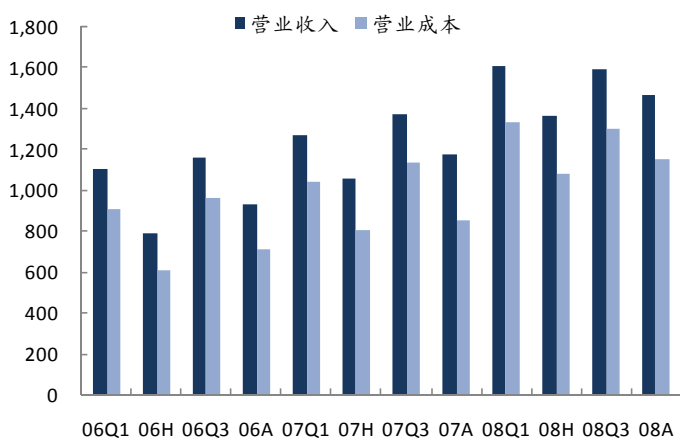
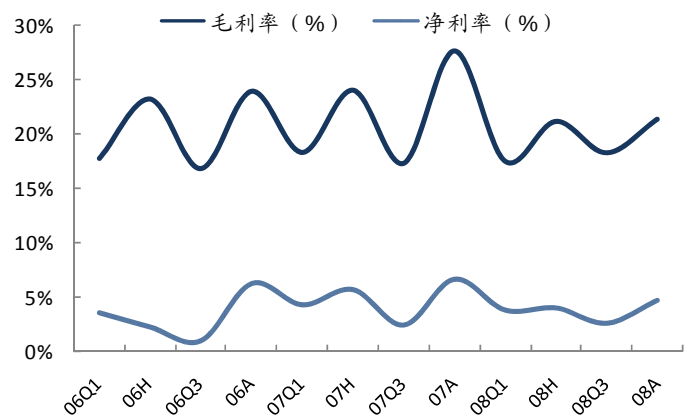


图 4. 公司 06-08 各季度毛利率/净利率情况



数据来源: wind, 浙商证券研究所

公司四季度收入环比下降了 7.90%，但由于营业成本环比下降了更多，为 11.38%，从而使得公司四季度毛利率反而提升了 3.1 个百分点。公司在管理费用和财务费用上环比下降比较明显。

公司财务情况良好

表 1. 公司主要财务比率

至 12 月 31 日	2006A	2007A	2008A
获利能力			
毛利率	19.91%	21.41%	19.36%
净利率	3.21%	4.66%	3.78%
ROE	17.86%	32.75%	25.28%
ROIC	6.98%	11.96%	10.31%
营运能力			
资产周转率	1.88	2.08	2.15
应收账款周转率	40.32	35.96	38.12
存货周转率	5.10	4.90	5.68
收益质量			
经营活动净收益 / 利润总额	98.08%	99.55%	95.99%
所得税 / 利润总额	27.75%	25.58%	19.48%
扣除非经常损益后的净利润 / 利润总额	85.34%	101.41%	97.52%
偿债能力			
资产负债率	73.95%	72.65%	71.13%
流动比率	1.09	1.16	1.14
速动比率	0.62	0.72	0.72
现金流量			
销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入	1.13	1.13	1.14
经营活动产生的现金流量净额 / 营业收入	0.02	0.05	0.06

数据来源：wind，浙商证券研究所

华东医药由于收购西安博华制药及陕西九州制药将其纳入合并范围，从而导致了应收账款账面余额增加了 4,310.77 万元。资产减值损失本期数较上年同期数增加 3,733.99 万元，占利润总额的 13.23%，主要系本期计提坏账损失及商誉减值准备增加所致。

公司得到政府补助 909.51 万元，赔偿收入 57 万元等导致营业外收入同比增加显著。子公司中美华东成为高新技术企业，所得税减至 15%。

报告期内，公司合并经营性现金流量净额为 34,468.97 万元，主要是母公司商业资金回笼较好所致；投资活动产生现金流净额减少的原因是报告期内增加对西安博华收购资金支出 9800 万元；筹资活动产生现金流净额减少的原因是报告期内减少流动资金贷款所致。

他克莫司终纳入麾下

他克莫司的主要用途有两种：用作免疫抑制剂和治疗特应性皮炎。主要用于前者。目前国外器官移植患者中 FK506 作为首选免疫抑制剂的比例分别为：肾移植 60%以上，肝移植 90%以上，胰肾联合移植 90%以上。

主要竞争对手：国际上为日本藤泽制药，国内截止 2008 年 11 月 30 日，除生物研究所申报成功他克莫司新药产品外，另外三家企业获得生产批文为：海正药业及其子公司鸿盛药业和成都川抗万乐。

图 5. 公司他克莫司产品销量预计（单位：万盒）

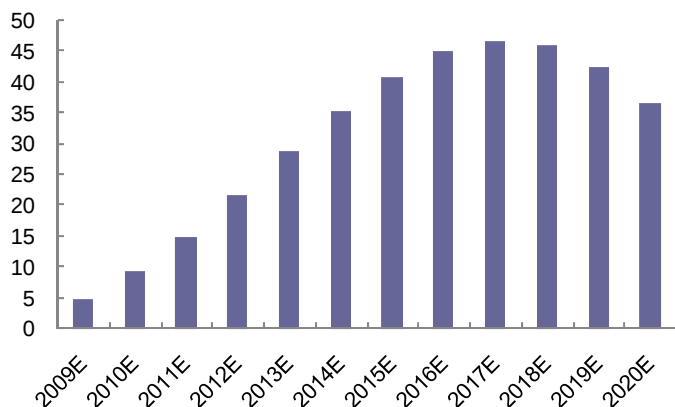
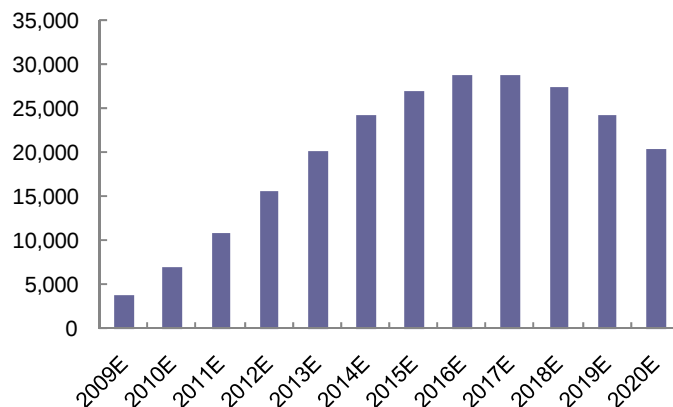


图 6. 公司他克莫司产品收入预计（单位：万元）



数据来源：公司公告，浙商证券研究所

公司出资 2500 万元购买了他克莫司新药技术，所出的金额低予预期。鉴于公司在免疫抑制剂领域长期积累的营销能力，我们相信公司产品自 09 年起在业绩中将会表现得越来越明显。

附：财务预测表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2006	2007	2008	2009E	2010E	会计年度	2006	2007	2008	2009E	2010E
流动资产	1737	2091	2489	3141	3834	营业收入	3968	4853	6016	7096	8282
现金	349	489	482	1067	1539	营业成本	3178	3814	4851	5682	6618
应收账款	470	499	775	837	969	营业税金及附加	8	20	14	17	19
其它应收款	25	17	39	38	45	营业费用	368	449	533	632	737
预付账款	66	114	96	112	130	管理费用	203	213	242	298	348
存货	758	798	909	848	882	财务费用	41	55	68	78	92
其他	68	174	189	238	269	资产减值损失	-2	-0	37	10	8
非流动资产	589	411	604	635	644	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	218	25	25	25	25	投资净收益	4	1	2	2	2
固定资产	315	279	379	429	457	营业利润	177	303	273	382	462
无形资产	49	60	68	67	64	营业外收入	4	10	13	7	7
其他	6	46	131	113	97	营业外支出	5	10	4	5	6
资产总计	2325	2502	3092	3775	4478	利润总额	176	304	282	384	463
流动负债	1589	1808	2180	2550	2876	所得税	49	78	55	75	90
短期借款	757	812	765	1000	1100	净利润	127	226	227	309	373
应付账款	460	605	778	862	1008	少数股东损益	31	53	59	80	96
其他	373	390	637	689	768	归属母公司净利润	97	173	169	229	277
非流动负债	8	10	20	23	27	EBITDA	263	404	387	515	620
长期借款	0	0	4	7	11	EPS (元)	0.22	0.40	0.39	0.53	0.64
其他	8	10	16	16	16	主要财务比率					
负债合计	1597	1818	2200	2574	2903	会计年度	2006	2007	2008	2009E	2010E
少数股东权益	86	102	141	220	317	成长能力					
股本	434	434	434	434	434	营业收入	13.9%	22.3%	24.0%	17.9%	16.7%
资本公积	56	58	60	60	60	营业利润	27.0%	71.2%	-10.0%	39.8%	20.9%
留存收益	152	90	258	487	764	归属于母公司净利润	43.5%	79.3%	-2.6%	35.9%	20.8%
归属母公司股东权益	642	582	752	981	1258	获利能力					
负债和股东权益	2325	2502	3092	3775	4478	毛利率	19.9%	21.4%	19.4%	19.9%	20.1%
现金流量表						净利率	2.4%	3.6%	2.8%	3.2%	3.3%
单位: 百万元						ROE	15.0%	29.8%	22.4%	23.3%	22.0%
会计年度	2006	2007	2008	2009E	2010E	ROIC	17.2%	28.1%	24.3%	32.8%	39.4%
经营活动现金流	57	266	345	490	533	偿债能力					
净利润	127	226	227	309	373	资产负债率	68.7%	72.7%	71.1%	68.2%	64.8%
折旧摊销	45	45	46	56	66	净负债比率	47.37%	44.69%	36.30%	40.29%	39.29%
财务费用	41	55	68	78	92	流动比率	1.09	1.16	1.14	1.23	1.33
投资损失	-4	-1	-2	-2	-2	速动比率	0.61	0.71	0.72	0.89	1.02
营运资金变动	-150	-61	-20	68	-3	营运能力					
其它	-2	0	25	-19	6	总资产周转率	1.81	2.01	2.15	2.07	2.01
投资活动现金流	-160	-35	-154	-64	-73	应收账款周转率	8	9	9	8	9
资本支出	84	32	88	115	100	应付账款周转率	7.24	7.17	7.02	6.93	7.08
长期投资	46	3	-0	-17	0	每股指标 (元)					
其他	-30	0	-66	34	27	每股收益(最新摊薄)	0.22	0.40	0.39	0.53	0.64
筹资活动现金流	-135	-104	-176	160	12	每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.61	0.79	1.13	1.23
短期借款	112	56	-48	235	100	每股净资产(最新摊薄)	1.48	1.34	1.73	2.26	2.90
长期借款	0	0	4	4	4	估值比率					
普通股增加	54	0	0	0	0	P/E	56.18	31.33	32.18	23.69	19.61
资本公积增加	-57	3	2	0	0	P/B	8.45	9.32	7.21	5.53	4.31
其他	-243	-162	-134	-79	-92	EV/EBITDA	22	14	15	11	9
现金净增加额	-237	127	14	586	472						

研究员介绍:

金嫣: 化工专业学士，上海交大金融 MBA 在读，注册分析师。2004 年曾在华源医药部实习。2005 年加入浙商证券。现为医药行业研究员。

投资评级的说明:

股票投资评级

- 强烈推荐:** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 推荐:** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 中性:** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 回避:** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上；

行业投资评级

- 推荐:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数；
- 中性:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平；
- 回避:** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数；

特别声明:

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，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“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我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多种金融服务。我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。