

华东医药(000963.sz)

2009年有望呈现恢复性增长

葛峰 医药行业 研究员

电话: 020-87555888-340

eMail: gz2@gf.com.cn

2009年有望恢复性增长

1、由于奥运会影响,器官移植手术暂停了几个月,导致免疫抑制产品销售暂时受到影响。2009年免疫抑制剂的销售有望恢复。同时,公司受让了新药他克莫司,三年内销售有望过亿。

2、杨歧房地产业务受房地产行业大环境的不利影响,2008年亏损2473.26万元。此块业务2008年取得了1.8亿元的销售房款,由于今年下半年才能收房,故未能确认收入。2009年销售预计好于去年。

3、去年四季度,公司新收购西安博华和陕西九州子公司,形成7899万元的商誉,计提了2283万元的商誉减值准备。收购后宁波分公司给其做销售,并对其进行财务上的支持,未来可能会增加新品种,并把一些中小品种的原料药转移进来。我们预计2009年经营会有所好转,若实现盈利,便不用商誉计提。

盈利预测与投资评级

2009~2011年,公司实现每股收益0.562元、0.674元和0.785元。

公司是个医药工业和商业均衡发展、两翼齐飞的优质企业,工业制剂产品坚持走高科技、专科特殊用药之路,具有一定的竞争力和不可替代性,产品梯队的完善也为业绩持续增长做出保障;医药商业在浙江省排名第一。

我们维持“买入”的投资评级。

风险提示

1、行业政策性风险。2、商誉的减值计提仍具有不确定性。3、受宏观经济影响,房地产销售可能会慢于预期。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	4,853.41	6,016.49	7,543.60	9,328.59	11,506.54
EBITDA(百万元)	368.63	357.60	572.96	708.532	873.954
净利润(百万元)	173.16	168.61	243.91	292.69	340.59
净利润增长率	107.75%	-2.63%	44.66%	20.00%	16.36%
每股收益(元)	0.399	0.388	0.562	0.674	0.785
市盈率	41.36	27.73	21.14	17.618	15.140
市净率	12.31	6.22	4.47	3.563	0.000
EV/EBITDA	29.60	17.67	9.00	7.278	5.900
每股红利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源:华东医药股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

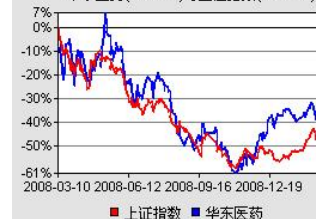
公司评级

买入

当前价格(元)	11.88
目标价格(元)	15.00
前次评级	买入

股价走势

华东医药(000963)与上证指数(000001)



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	6.11%	31.35%	-28.53%
上证综指	-3.95%	9.95%	-47.96%

股票数据

总股本(万股)	43,406.00
流通A股(万股)	24,639.24
主要股东:	

中国远大集团有限责任公司

主要股东持股比例	35.50%
流通A股比例	56.76%

财务比率

ROE	22.42%
ROA	5.45%
资产负债率	71.13%
每股净资产(元)	1.73

2008年报数据.

一、房地产和商誉减值准备拖累2008年业绩

公司的主营业务为医药工业、医药商业和房地产业务三块。

2008年公司主营业务收入60.16亿元，营业利润2.73亿元，归属于母公司的净利润1.69亿元，同比增速分别为23.96%、-9.96%、-2.63%。公司的业绩低于市场普遍预期，主要原因为：

1、由于奥运会影响，器官移植手术暂停了几个月，导致免疫抑制产品销售暂时受到影响。

2、杨歧房地产业务受房地产行业大环境的不利影响，2008年亏损2473.26万元。

3、2008年8月31日，公司新收购西安博华和陕西九州子公司，形成7899万元的商誉，报告期间计提了2283万元的商誉减值准备，导致资产减值损失计提增加。

如果不考虑第二、第三项的影响，公司2008年每股收益为0.485元，之前我们的预测为0.483元。

二、医药工业增长稳健

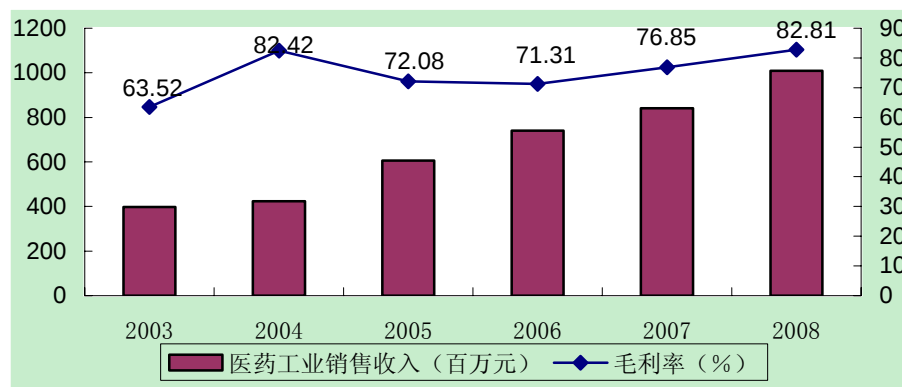
公司的医药工业包括制剂和原料，2008年两块业务的销售情况如下。

表1：公司医药工业销售收入情况（单位：万元）

产品名称	2008 年	2007 年	08/07增减比例	2006 年
主要制剂销售	97718.40	79144.69	23.47%	63157.59
原料药销售	10610.35	8814.08	20.38%	7682.76

数据来源：公司公告

图1：近几年医药工业销售情况



数据来源：Wind资讯

1、免疫抑制剂有望恢复性增长

2008年，中美华东实现销售收入10.42亿元，同比增长18.79%，实现

利润总额2.35亿元，净利润2.01亿元，同比增长23.91%，是公司利润的主要来源。

中美华东旗下拥有一线产品：百令胶囊、新赛斯平，2008年分别增长14%和9.7%，我们预计销售收入均接近2.3亿元；二线产品：赛可平、卡博平、泮立苏，2008年分别增长70%、24%和12%，我们预计泮立苏销售收入1.68亿元，卡博平1.86亿元左右，赛可平8500万元。

2008年免疫抑制剂的销售受到几个不利因素的影响：

1、由于奥运会影响，器官移植手术暂停了几个月，导致免疫抑制产品销售暂时受到影响。

2、国家近两年在对器官移植的器官来源进行规范，导致肝、肾、心脏等器官来源减少。

3、国外旅游者对国内器官资源的占用，如日本一些患者以旅游的名义来中国做器官移植手术。

预计2009年免疫抑制剂的销售有望逐渐恢复，产品均能保持2008年的增长水平。卡博平销售过2亿元，赛可平销售过1亿元。

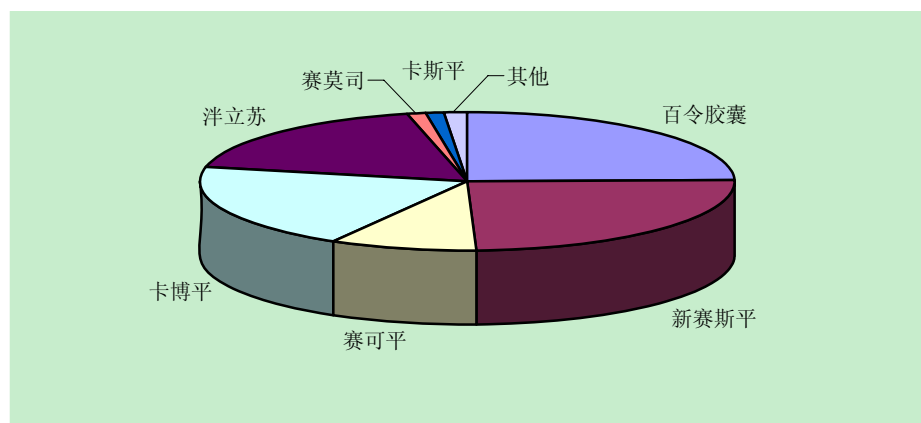
公司通过患者和医生的反馈，从服用方便的角度出发，对百令胶囊进行规格上的改进，由原来的0.2g/粒调整到0.5g/粒，目前刚结束报批，正在进行试产前的准备工作。

表2：公司制剂产品分类

分类	成熟期产品（一线）	成长期产品（二线）	培育期产品	预备品种
免疫抑制剂	百令胶囊，新赛斯平（环孢素A）	赛可平（吗替麦考酚酸酯）	赛莫司（西罗莫司）	他克莫司（FK506）
糖尿病用药		卡博平（阿卡波糖片）	卡斯平	
胃肠道用药		泮立苏（泮托拉唑钠）		
OTC产品			美体小餐（蛋白质粉）	奥利司它（减肥药）

数据来源：广发证券发展研究中心，公司调研

图2：2008年公司制剂产品结构图



数据来源：广发证券发展研究中心，公司调研

2、西安博华和陕西九州制药2009年经营有望好转

2008年8月31日，公司收购安博华和陕西九州制药公司，主营化学合成原料药和制剂，主要产品是奥硝唑原料和制剂、氨酚双氢可待因和氨酚双氢曲马多。第四季度合并报表，主营收入为3349.43万元，营业利润-312.02万元，净利润-311.82万元。

陕西九州是个人股东，资产负债率很高，财务压力比较大，加上没有自己的销售队伍，在并表的时候是亏损的，形成7899万元的商誉，2008年计提了2283万元的商誉减值准备，导致资产减值损失计提增加。

收购后华东医药旗下的宁波分公司给其做销售，并对其进行财务上的支持，未来可能会增加新品种，并把一些中小品种的原料药转移进来。这两个公司盈利较少，对公司利润贡献不大，主要影响在商誉减值方面，我们预计2009年经营会有所好转，若实现盈利，便不用商誉计提。

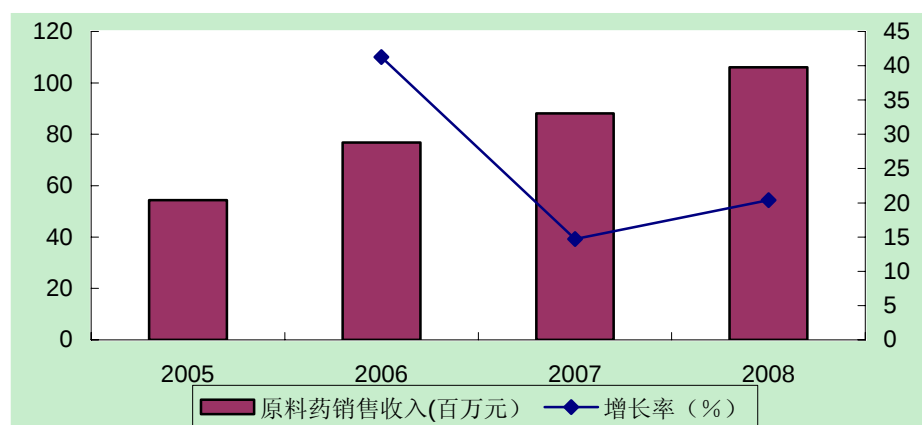
3、原料药走向国门仍是未来重点

公司注重拓展原料药市场，通过改进生产工艺，产能逐步放大。2008年，原料药实现销售收入1.06亿元，同比增长20.38%，成为公司又一利润增长点。

公司免疫制剂的原料药都是自己生产的，以前主要是自用，现在开始考虑出口，且进军国际市场的先期工作已经展开。2006年，公司的主导产品之一阿卡波糖原料药生产车间通过了美国FDA认证；年末，另一主导产品环孢素原料药车间通过了欧盟COS认证。

原料药走出去仍然是公司未来重点，公司对环孢素比较看好，国际上一年约有近20吨的需求量，公司约有10吨的产能，竞争对手主要是诺华，公司近两年一直在工艺上进行改进，与诺华相比在成本上有优势。公司表示，除了百令胶囊的原料药外，其他制剂的原料药都要做FDA认证。

图3：近几年公司原料药销售情况



数据来源：广发证券发展研究中心

4、新药注入有望成为又一个重磅炸弹

2009年3月7日，公司公告称，中美华东出资2500万元独家受让华东医药集团生物工程研究所的他克莫司（FK506）新药技术。

目前国内器官移植中心大都采用二联、三联或四联的免疫抑制方案，从下表可以看出，FK506与环孢素A是器官移植中最重要、最基础的免疫抑制剂，但是FK506的临床疗效是环孢素的10~100倍，预防各种器官移植所出现的排斥反应的效果优于环孢素，对肾脏和神经的毒性作用要低于环孢素（对个别血糖耐受性较差的个体，可能会诱发糖尿病，但一般是可逆的），近几年逐渐成为肝脏及肾脏移植后排斥反应的临床一线药物。

2007年他克莫司在国内大医院的销售额已经超过5亿元，但主要是依赖日本进口，价格昂贵。公司的产品与进口产品相比价差在20%左右，降低了患者的治疗费用。他克莫司是环孢素的替代产品，公司的目标是替代诺华的赛思平，环孢素的全球空间为13~14亿美元，替代空间很大。

表3：器官移植的用药方案

方案	用药品种			
二联	FK506（或环孢素A）	激素		
三联	FK506（或环孢素A）	激素	吗替麦考酚酯（MMF）	
四联	FK506（或环孢素A）	激素	吗替麦考酚酯（MMF）	注射用巴利昔单抗

数据来源：广发证券发展研究中心，公司公告

公司对他克莫司比较看好，认为一年多的时间销售便可以全面铺开，预计第一年3000万元的销售预期，一年半达到5000万元的盈亏平衡点，三年争取突破1亿元，成为免疫抑制剂产品线上又一个重磅炸弹。

三、医药商业发展势头良好

医药商业总代理的三个事业部发展势头良好。

（1）西药事业部销1000万元以上的品种62个，规模品种数量实现翻番；直接进口5个单品种实现1.67亿元的突破性收入。

（2）中药事业部总经销品种扩大到15个系列33个品种，其中对朝鲜别直参的直接进口，成为浙江省总经销。

（3）医疗器械事业部代理的贝克曼产品经过两年市场开发，开始步入正轨。

表4：公司医药商业三个事业部总代理总经销产品的毛利额（单位：万元）

事业部名称	08年毛利额	07年毛利额	08/07增减比例	06年毛利额
西药事业部	13665	2331	486.23%	1500
中药事业部	1470	1300	13.08%	1200
医疗器械事业部	861	793	8.58%	286

数据来源：公司公告

表5：公司医药商业规模以上产品销售情况（单位：个）

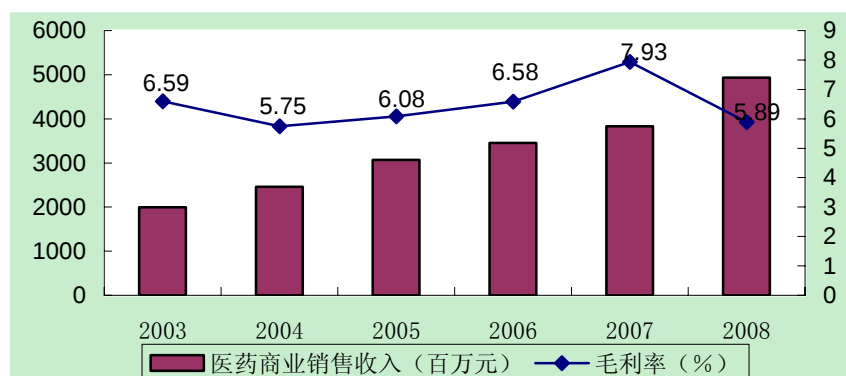
部门	销售规模	08年产品个数	07年产品个数	06年产品个数
西药事业部	>1000万	62	37	30

中药事业部	> 1000万	12	11	10
医疗器械事业部	> 300万	5	4	2

数据来源：公司公告

2008年，由于华东医药宁波公司经营情况一般，其代理的主要产品受代理商单方面提价和供货不及时的双重影响，导致公司医药商业整体毛利率下降。

图4：近几年医药商业销售情况



数据来源：Wind资讯

四、房地产业务2009年将确认收入

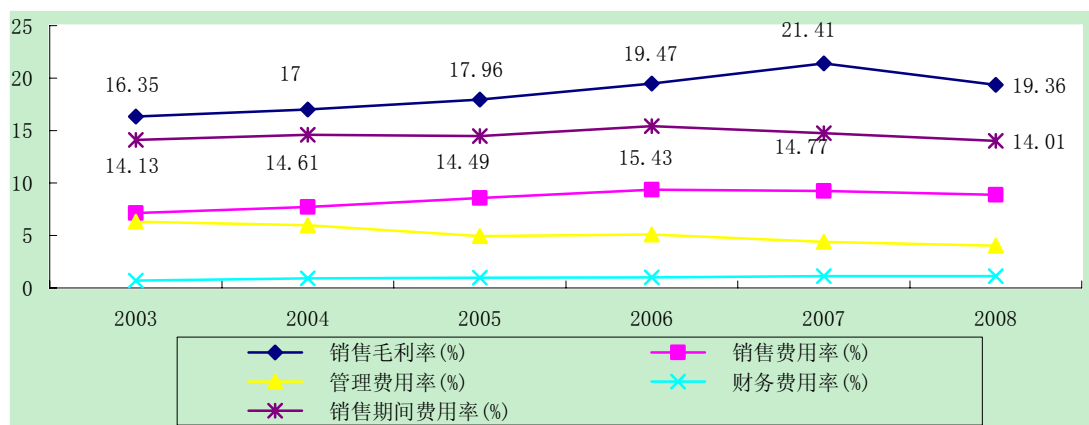
杭州杨歧房地产开发业务由于受到房地产行业调整的影响较大，2008年房地产业务实现主营业务收入2221.53万元，同比下降83.87%，营业利润-2468.54万元，净利润-2473.26万元，拖累公司整体业绩。

杨歧房地产2008年取得了1.8亿元的销售房款，由于今年下半年才能收房，故未能确认收入。我们了解到，公司楼盘位于杭州萧山，2008年底已经完成所有基建，现在在进行绿化，预计今年8月份能全部交房。房价较之前并没有下跌很多，目前约6000元/平方，共有14万平方。从杭州市区修建的快速通道已经完成，从市区到楼盘约半小时的车程。所以房地产业务体现成利润只是迟早的事情，并且2009年的经营情况会好于2008年。

五、三费均降显示较好的成本控制能力

2008年上半年，中美华东营销改革导致销售费用上升、研发费用增长、公司的短期银行贷款增加，在这些不利因素影响下，2008年三项费用率均呈现下降趋势，整体费用率由2007年的14.77%下降到2008年的14.01%，显示了公司较好的成本控制能力。

图5：近几年公司整体毛利率及三项费用率情况



数据来源：Wind资讯

六、盈利预测与投资评级

盈利预测前提

1、2009~2011年，百令胶囊的增速有望保持在12%~14%；新赛斯平由于全球的增速都在下滑，且他克莫司的替代作用，增速约为8%。

成长期产品赛可平2009年过亿已无悬念，过亿后增速放缓；卡博平增速为24%，2009年过两亿；泮立苏增速较慢，约为12%；他克莫司2009年3000万元，2010年7000万元，开始盈利，2011年过亿。

2、原料药增幅保持20%左右。

3、医药商业增长率为25%左右。

4、他克莫司新上市，毛利率不稳定，2009年拉低医药工业整体毛利率，2010起毛利率开始回升。其他板块毛利率平稳。

5、公司新产品增多，销售费用率有所上升；管理费用率和财务费用率保持稳定。

投资评级

2009~2011年，公司实现每股收益0.562元、0.674元和0.785元。

公司是个医药工业和商业均衡发展、两翼齐飞的优质企业，工业制剂产品坚持走高科技、专科特殊用药之路，具有一定的竞争力和不可替代性，产品梯队的完善也为业绩持续增长做出保障；医药商业在浙江省排名第一。

公司的免疫抑制剂2009年有望恢复性增长，房地产业务和商誉计提这些不利因素也有望消除，注入的新药有望成为又一个重磅炸弹。

我们维持“买入”的投资评级。

风险提示

1、行业政策性风险。公司的产品主要在医院销售，若处方药销售模式有变，或者产品价格受国家政策限制而降价，将对公司产生较大的影响。

2、商誉的减值计提仍具有不确定性。

3、虽然房地产业务体现成利润只是时间问题，但受宏观经济影响，房地产销售可能会慢于预期。

表6：盈利预测（单位：百万元）

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	3942.46	4853.41	6016.48	7543.60	9328.59	11506.54
营业收入	3942.46	4853.41	6016.48	7543.60	9328.59	11506.54
二、营业总成本	3789.22	4550.81	5745.49	7146.51	8849.83	10947.58
营业成本	3174.99	3814.25	4851.42	6076.07	7537.75	9352.19
营业税金及附加	5.80	20.05	14.13	17.72	21.91	27.03
销售费用	368.46	448.82	532.87	663.84	811.59	978.06
管理费用	200.32	212.79	242.16	303.62	373.14	460.26
财务费用	39.65	55.34	68.00	85.26	105.44	130.05
三、营业利润	170.93	303.20	273.01	399.10	480.77	560.97
营业外收入	0.89	10.36	13.42	13.42	13.42	13.42
营业外支出	5.07	9.59	4.12	4.12	4.12	4.12
四、利润总额	169.37	303.97	282.31	408.40	490.07	570.27
所得税	48.17	77.76	54.99	79.55	95.46	111.09
五、净利润	114.65	226.21	227.32	328.85	394.61	459.19
归属母公司净利润	83.35	173.16	168.61	243.91	292.69	340.59
六、每股收益(元)	0.214	0.399	0.388	0.562	0.674	0.785

数据来源：广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

华东医药(000963.sz)	葛峰	2007-08-21
-----------------	----	------------

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。