

2009 年 08 月 19 日

市场数据(人民币)

市价(元)	11.96
已上市流通A股(百万股)	246.43
总市值(百万元)	5,191.36
年内股价最高最低(元)	14.29/6.56
沪深 300 指数	3014.57
深证成指	11209.92
2007 年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《商业恢复正常,工业继续较快增长》, 2009.5.19
- 2 《1季度经营状况良好》, 2009.4.23
- 3 《业绩增速可观,收入增速放缓》, 2009.4.21
- 4 《瑕不掩瑜,主营业务表现良好》, 2009.3.8

医药行业研究小组
黄挺

(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李龙俊

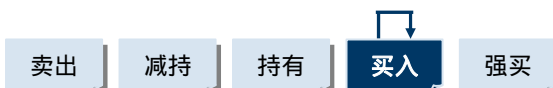
(8621)61038315
lijl@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn
中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

华东医药 (000963.SZ)

——公司发生积极的变化, 业绩快速增长


公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.192	0.399	0.388	0.553	0.665	0.785
净利润增长率	23.82%	107.75%	-2.63%	42.35%	20.21%	18.16%
先前预期每股收益(元)				0.526	0.618	0.75
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.542	0.672	0.822
市盈率(倍)	25.78	41.36	27.73	21.63	17.98	15.23
行业优化市盈率(倍)	40.21	65.64	41.78	41.78	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
PE/G(倍)	1.08	0.38	N/A	0.51	0.89	0.84
已上市流通A股(百万股)	180.41	224.72	224.72	224.72	224.72	224.72
总股本(百万股)	434.06	434.06	434.06	434.06	434.06	434.06

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 华东医药是一家资产质量和经营能力非常好的工商一体化医药企业, 但同时存在治理结构问题。我们认为, 公司治理结构的改善是大势所趋。虽然改善进程比较缓慢, 但公司已经发生一些积极的变化, 而我们认为应该积极地认识这些变化。
- 2009 年上半年, 公司实现营业总收入 32.87 亿元, 较去年同期增长 10.78%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.23 亿元, 同比增长 36%。实现每股收益 0.283 元。
 - ◆ 中美华东收入增速放缓, 净利润增长 24%; 母公司医药商业收入增长 12%, 净利润增长 56%。
- 严格控制费用是公司净利润增速高于收入增速的主要原因之一。但值得注意的是, 公司并没有削减营销方面的投入, 而是大幅缩减管理费用和财务费用:
 - ◆ 公司上半年销售费率达到 9.1%, 较 2008 年的 8.86% 还略有提高; 管理费用则同比下降 6.4%; 财务费用也同比下降 33%。
- 下半年公司经营方面有些积极的转变因素:
 - ◆ 他克莫司销售将会有所进展; 陕西九州的经营情况较上半年相比将明显改善; 杨岐房地产将陆续确认收入。
- 考虑到公司费用控制的原因, 我们适当上调盈利预测: 2009-2011 年的每股收益分别为 0.553 元、0.665 元和 0.785 元。由于房地产业务的收入确认存在较大不确定性, 故以上盈利预测均不考虑房地产的贡献。

- 公司质地优良，经营状况超出市场预期，目前的估值水平处于行业的低位；公司低估值状况已经充分反映（甚至是过度反映）大股东的负面影响，未来存在估值提升的空间；公司已经出现一些积极变化，我们认为应该积极认识这些变化。我们继续维持对公司的“买入”的投资评级。

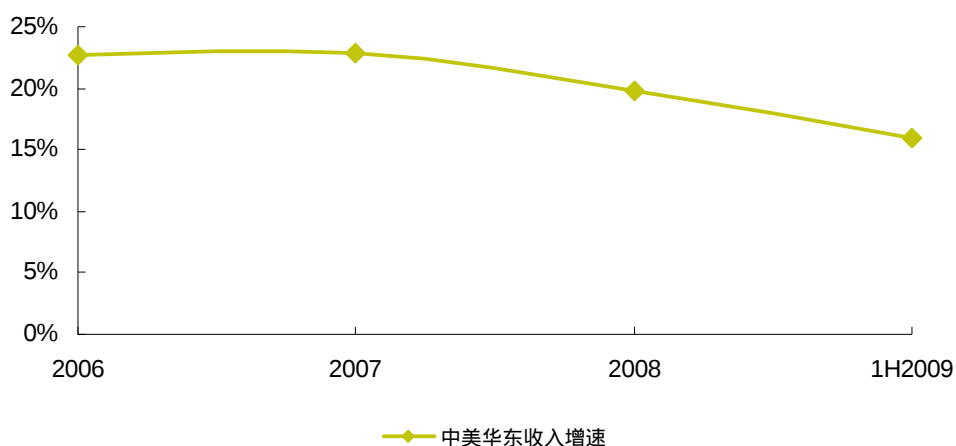
净利润增速超预期，增长高达 36%

- 2009 年上半年，公司实现营业总收入 32.87 亿元，较去年同期增长 10.78%；实现营业利润 1.92 亿元，同比增长 34.13%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.23 亿元，同比增长 36%。实现每股收益 0.283 元。
- 中美华东是公司净利润增长的主要源泉。
 - ◆ 2009 年上半年，中美华东大部分产品增速均比较可观，整体收入较去年同期增长约为 16%左右；净利润则达到 1.21 亿元，较去年同期增长 24%，占上市公司净利润的 74%。
- 母公司医药商业也有突出的表现，净利润同比增长 56%。
 - ◆ 2009 年上半年，母公司医药商业实现营业收入 25.68 亿元，同比增长 12.08%；实现净利润 4427.96 万元，较去年同期增长 56%。

中美华东收入放缓，利润仍保持较快增长

- 2009 年上半年，中美华东整体销售收入同比增长约为 16%，增速稍有放缓，但大多数产品增速仍然可观。
 - ◆ 由于环孢素 A 已经是免疫抑制领域中非常成熟的品种，上半年新赛斯平小幅下降 2%，我们认为未来两年内该产品将保持稳定。
 - ◆ 赛可平上半年同比增长 34.6%。吗替麦考酚酯是三联用药和四联用药等目前主流的器官移植主流用药方案中均需要服用的品种，且没有可以替代的药物，因此这个产品未来的市场空间仍然很大。
 - ◆ 百令胶囊上半年同比增长 14.8%。百令胶囊的应用领域非常广泛：除了器官移植免疫之外，还有抗肿瘤、肾病以及肝病等领域，百令胶囊未来还有很大的适应症拓展空间。
 - ◆ 糖尿病产品是公司上半年表现最抢眼的品种：卡博平同比增长 29.4%，卡司平同比增长 51.1%。
 - ◆ 上半年泮立苏的销量增长势头很好，但受累于激烈竞争导致的招标价格下降，销售额同比仅增长 14.4%。

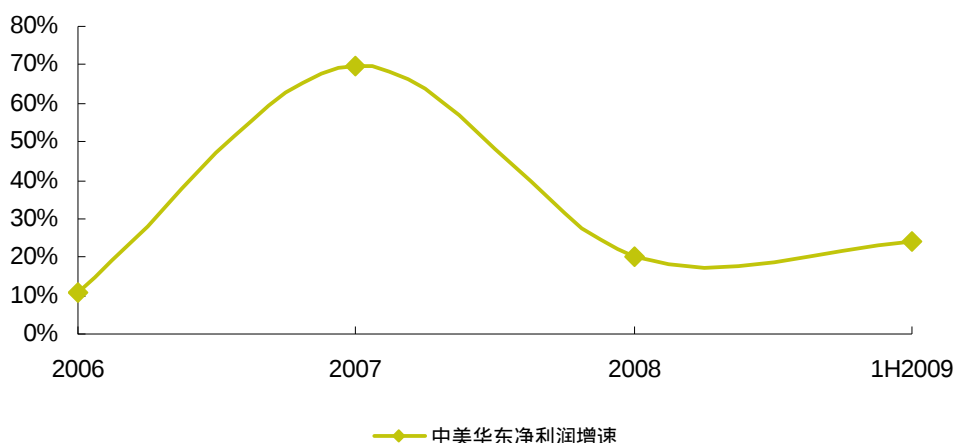
图表1：中美华东销售收入增速放缓



来源：国金证券研究所

- 由于部分产品招标价格的下降，上半年中美华东毛利率稍有下降；同时，为进行新产品他克莫司的市场推广，公司加大了营销费用的投入。尽管如此，公司通过控制管理费用等手段，中美华东仍然实现 24%的净利润增长。

图表2：中美华东净利润仍保持较高增速



来源：国金证券研究所

■ 他克莫司将成为公司未来的增长亮点

- ◆ 公司今年 3 月份通过受让方式获得他克莫司新药技术，随即进行各地招投标工作，由于销售存在一定时滞，因此上半年他克莫司的销售非常少。
- ◆ 由于今年招投标改革为以省为单位统一招标，相当一部分省市的招标已经错过，因此今年他克莫司的预期不会太高。
- ◆ 我们对他克莫司这个产品的未来空间非常有信心，预计将成为另一个重磅炸弹。目前日本藤泽在国内的他克莫司销售已经超过 6 亿元，由于海正药业国内销售实力较弱，因此他克莫司未来将成为中美华东和日本藤泽两家竞争的格局。

二季度医药商业明显改善

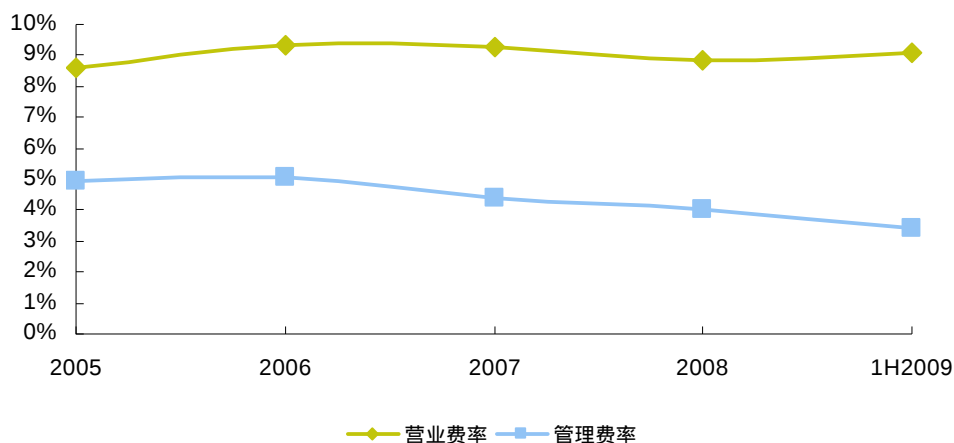
- 1 季度医院出于对医改政策不确定性的担心而在药品采购方面表现出谨慎的态度，导致母公司医药商业在 1 季度出现零增长的状况。
- 医院降低库存毕竟是短期的影响，进入 2 季度后，母公司医药商业得到明显改善。2009 年 2 季度母公司医药商业收入较去年同期增长 26.6%。
- 费用控制则是医药商业净利润高速增长的主要原因：
 - ◆ 2009 年上半年，母公司医药商业收入增长 12.08%，管理费用则同比减少 34%，财务费用同比减少 29%。

费用控制传达出积极的信号

- 严格控制费用是公司净利润增速高于收入增速的主要原因之一。但值得注意的是，公司并没有削减营销方面的投入，而是大幅缩减管理费用和财务费用：
 - ◆ 公司并没有单纯为压缩开支而控制费用，而是充分考虑了公司长远的发展需要。
 - ◆ 公司上半年销售费率达到 9.1%，较 2008 年的 8.86% 还略有提高。营销网络的建设和处方资源的储备是专科用药企业未来持续发展的重要基础，公司显然着眼于长远发展考虑，继续加大对营销领域的投入。

- ◆ 公司主要是压缩了管理费用和财务费用，管理费用同比下降 6.4%，财务费用同比下降 33%。过去公司的管理费用就存在虚高的状况，现在压缩管理费用并不会影响公司的经营发展。
- 费用的严格控制体现了公司管理层在管理思路出现了积极的变化，我们认为应该以积极的态度来认识管理层的变化。

图表3：公司继续加大营销投入，但主动压缩管理费用



来源：国金证券研究所

下半年公司经营亮点较多

- 他克莫司虽然上半年几乎没有形成收入，但经过上半年公司在各地进行的招投标工作，下半年销售额将比上半年会有明显增长。
- 西安博华和陕西九州下半年经营情况将会有所改善。
 - ◆ 上半年西安博华自身盈利 122 万元，但由于其控股的陕西九州的亏损，合并后西安博华亏损 549 万元。陕西九州的亏损与其计提一笔大数额应收帐款的减值准备有很大关系，下半年这个不利因素将会消失。
 - ◆ 同时，陕西九州上半年因开展各地区的药品集中招标工作，销售并没有全面展开，下半年销售工作将全面启动。
- 杨岐房地产下半年将陆续开始确认收入。
 - ◆ 由于上半年房地产仍未确认收入，杨岐房地产形成亏损 148 万元。
 - ◆ 杨岐 2008 年有 1.8 亿预售款，今年上半年该项目也有不错的销售业绩。公司计划于今年 8 月下旬开始整个项目的全面交付，预计下半年会确认部分收入。

盈利预测和投资建议

- 我们分大产品的预测如下：

图表4：公司大类产品销售预测

项 目	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2011E
免疫抑制							
销售收入（百万元）	311.74	358.41	414.97	480.80	569.87	656.26	860.13
增长率（YOY）		14.97%	15.78%	15.87%	18.52%	15.16%	12.82%
毛利率	86.50%	86.50%	86.56%	84.58%	84.27%	84.08%	83.58%
糖尿病（卡博平）							
销售收入（百万元）	48.77	83.62	121.16	151.05	193.72	252.24	342.33
增长率（YOY）		71.46%	44.89%	24.67%	28.25%	30.21%	15.52%
毛利率	87.00%	87.00%	87.00%	85.00%	85.00%	84.00%	82.00%
消化系统（泮立苏）							
销售收入（百万元）	48.96	81.16	95.52	150.75	171.80	202.31	293.99
增长率（YOY）		65.75%	17.70%	57.82%	13.96%	17.76%	22.38%
毛利率	87.00%	87.00%	87.00%	85.00%	85.00%	84.00%	82.00%
其他工业部分（主要是原料药）							
销售收入（百万元）	13.50	70.00	100.80	129.10	173.06	207.59	290.00
增长率（YOY）		418.71%	44.00%	28.08%	34.05%	19.95%	18.22%
毛利率	70.00%	56.50%	55.71%	48.85%	50.46%	49.03%	49.61%
商业							
销售收入（百万元）	2,459.51	3,078.86	3,440.18	3,859.81	4,907.98	5,850.52	8,231.68
增长率（YOY）		25.18%	11.74%	12.20%	27.16%	19.20%	14.58%
毛利率	4.50%	6.01%	6.51%	7.87%	6.08%	6.02%	5.94%

来源：国金证券研究所

- 考虑到公司费用控制的原因，我们适当上调盈利预测：2009-2011 年的每股收益分别为 0.553 元、0.665 元和 0.785 元。由于房地产业务的收入确认存在较大不确定性，故以上盈利预测均不考虑房地产的贡献。
- 公司质地优良，经营状况超出市场预期，目前的估值水平处于行业的低位；公司低估值状况已经充分反映（甚至是过度反映）大股东的负面影响，未来存在估值提升的空间；公司已经出现一些积极变化，我们认为应该积极认识这些变化。我们继续维持对公司的“买入”的投资评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	3,942	4,853	6,016	7,169	8,729	10,018
增长率		23.1%	24.0%	19.2%	21.8%	14.8%
主营业务成本	-3,175	-3,814	-4,851	-5,782	-7,096	-8,145
% 销售收入	80.5%	78.6%	80.6%	80.6%	81.3%	81.3%
毛利	767	1,039	1,165	1,387	1,633	1,873
% 销售收入	19.5%	21.4%	19.4%	19.4%	18.7%	18.7%
营业税金及附加	-6	-20	-14	-18	-22	-25
% 销售收入	0.1%	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-368	-449	-533	-660	-790	-905
% 销售收入	9.3%	9.2%	8.9%	9.2%	9.1%	9.0%
管理费用	-200	-213	-242	-258	-314	-361
% 销售收入	5.1%	4.4%	4.0%	3.6%	3.6%	3.6%
息税前利润 (EBIT)	193	358	376	452	507	583
% 销售收入	4.9%	7.4%	6.2%	6.3%	5.8%	5.8%
财务费用	-40	-55	-68	-63	-59	-62
% 销售收入	1.0%	1.1%	1.1%	0.9%	0.7%	0.6%
资产减值损失	0	0	-37	-7	-2	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-3	1	2	0	3	6
% 税前利润	n.a	0.2%	0.7%	n.a	0.7%	1.1%
营业利润	150	303	273	381	449	525
营业利润率	3.8%	6.2%	4.5%	5.3%	5.1%	5.2%
营业外收支	19	1	9	0	0	0
税前利润	169	304	282	381	449	525
利润率	4.3%	6.3%	4.7%	5.3%	5.1%	5.2%
所得税	-48	-78	-55	-70	-78	-90
所得税率	28.4%	25.6%	19.5%	18.3%	17.4%	17.2%
净利润	121	226	227	312	371	435
少数股东损益	25	53	59	72	83	94
归属于母公司的净利润	96	173	169	240	289	341
净利率	1.9%	2.6%	2.3%	4.8%	5.4%	6.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	83	226	227	312	371	435
少数股东损益	31	0	0	0	0	0
非现金支出	43	45	79	70	66	68
非经营收益	43	56	58	76	56	56
营运资金变动	-143	-61	-20	-383	-133	-108
经营活动现金净流	57	266	345	75	360	452
资本开支	-83	-31	-87	34	-74	-50
投资	-82	-15	-85	-1	0	0
其他	5	11	18	0	3	6
投资活动现金净流	-160	-35	-154	33	-71	-44
股权募资	0	0	0	0	-28	0
债权募资	-4	56	-79	-47	-103	-175
其他	-130	-159	-97	-63	-59	-62
筹资活动现金净流	-135	-104	-176	-110	-189	-238
现金净流量	-237	127	14	-2	100	170

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	349	489	482	480	580	750
应收款项	561	691	1,002	1,036	1,209	1,328
存货	758	798	909	1,188	1,458	1,674
其他流动资产	69	114	96	175	179	206
流动资产	1,737	2,091	2,489	2,880	3,427	3,957
% 总资产	74.7%	83.6%	80.5%	85.4%	87.2%	89.1%
长期投资	218	50	54	55	54	54
固定资产	321	287	408	370	368	354
% 总资产	13.8%	11.5%	13.2%	11.0%	9.4%	8.0%
无形资产	49	63	127	66	79	75
非流动资产	589	411	604	494	503	486
% 总资产	25.3%	16.4%	19.5%	14.6%	12.8%	10.9%
资产总计	2,325	2,502	3,092	3,373	3,930	4,443
短期借款	757	812	795	764	662	485
应付款项	785	901	1,279	1,301	1,595	1,830
其他流动负债	47	94	106	101	123	141
流动负债	1,589	1,808	2,180	2,166	2,379	2,456
长期贷款	0	0	4	4	4	5
其他长期负债	8	10	16	0	0	0
负债	1,597	1,818	2,200	2,169	2,382	2,461
普通股股东权益	642	582	752	992	1,253	1,594
少数股东权益	86	102	141	212	295	389
负债股东权益合计	2,325	2,502	3,092	3,373	3,930	4,443

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.192	0.399	0.388	0.553	0.665	0.785
每股净资产	1.479	1.341	1.733	2.286	2.886	3.672
每股经营现金净流	0.132	0.612	0.794	0.174	0.830	1.041
每股股利	0.135	0.160	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.98%	29.76%	22.42%	24.19%	23.03%	21.39%
总资产收益率	3.58%	6.92%	5.45%	7.11%	7.34%	7.67%
投入资本收益率	10.29%	17.78%	17.90%	18.72%	18.91%	19.52%
增长率						
主营业务收入增长率	13.15%	23.11%	23.96%	19.15%	21.76%	14.77%
EBIT增长率	22.84%	67.37%	5.15%	20.20%	12.09%	15.09%
净利润增长率	23.82%	107.75%	-2.63%	42.35%	20.21%	18.16%
总资产增长率	13.22%	7.60%	23.59%	9.09%	16.50%	13.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.1	36.5	38.6	38.0	38.0	38.0
存货周转天数	71.7	74.5	64.2	75.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	50.5	50.9	52.0	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	29.2	21.0	23.0	17.2	12.8	9.9
偿债能力						
净负债/股东权益	55.96%	47.33%	35.49%	23.90%	5.50%	-13.13%
EBIT利息保障倍数	5.4	6.5	5.5	7.2	8.6	9.4
资产负债率	68.68%	72.65%	71.13%	64.30%	60.62%	55.38%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	5	5	14
买入	0	0	1	1	16
持有	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.38	1.40	1.52

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-04-09	买入	14.55	N/A
2 2008-04-25	买入	14.48	N/A
3 2008-08-22	买入	8.74	N/A
4 2009-02-24	买入	11.17	13.15 ~ 13.15
5 2009-03-08	买入	12.50	N/A
6 2009-04-21	买入	12.73	N/A
7 2009-04-23	买入	12.03	N/A
8 2009-05-19	买入	12.23	13.00 ~ 13.00

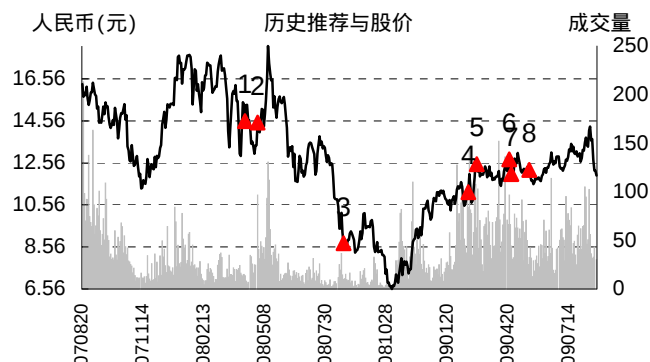
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”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“国金证券研究所”，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。