

分析师： 严鹏 (8627) 65799517 yanpeng@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

工业收入增长放缓，商业正成长为重要的利润增长点

事件描述

公司今日发布了 2009 年中报，主要内容为：

- 主营业务收入 32.87 亿元，同比增长 10.78%；归属于母公司所有者的净利润 1.23 亿元，同比增长 36.01%；EPS 为 0.28 元。

事件评论

第一，医药工业收入增长放缓

中美华东主要产品近三年中期收入增长情况显示：上市较早的主导产品百令胶囊收入增速缓慢下滑，但仍保持 15% 左右的增长率，新赛斯平增速下降更明显，今年中期出现负增长；上市较晚的品种增速也在放缓，其中泮立苏是产品降价明显，部分抵消了销量增长，今年中期也只有 15% 的增长，卡博平维持约 30% 的增长，赛可平增速大幅下滑，主要是由于前两年产品上市初期销售基数较低。

公司产品大多属于器官移植用药，近几年器官移植数量下降，导致主要产品增速呈放缓趋势，从而收入增速下降。另外，他克莫司今年上市，推广费用提升。公司通过管理费用和财务费用控制，仍然实现了利润增速高于收入增速。中美华东今年中期净利润 1.21 亿元，同比增长 24%。

表 1：中美华东主要产品近三年中期收入增长情况

	2007H	2008H	2009H
百令胶囊	18.7%	16.3%	14.8%
新赛斯平	14.8%	8.7%	-2.3%
泮立苏	72.2%	10.5%	14.4%
卡博平	22.3%	29.9%	29.4%
赛可平	124.3%	91.5%	34.6%

资料来源：公司公告

第二，医药商业正成长为重要的利润增长点

母公司的医药商业近年来出现明显的好转，收入、毛利率、净利润等指标都出现持续的提升，今年中期这块收入为 25.68 亿元，同比增长约 12%，净利润 4427.96 万元，同比增长 56%。

从近三年母公司报表情况（含部分原料药生产，由于金额较小，影响可以忽略）也可以看到，收入增长速度一直较快，今年以来才有所放缓，不过毛利率水平是逐渐提高，营业利润增长率也不断提高，反应了母公司在浙江省区域市场的

经营形势良好。尤其是营业利润快速增长，反应了此块业务成为重要的利润增长点的潜力。今年中期母公司商业已经贡献超过 1/3 的利润，按照这种增长趋势，未来可能更高。

表 2：母公司近三年收入增长率、营业利润增长率及毛利率情况

	2007Q1	2007H	2007Q3	2007A	2008Q1	2008H	2008Q3	2008A	2009Q1	2009H
收入增长率	16%	20%	22%	21%	32%	35%	27%	29%	1%	12%
毛利率	6%	6%	5%	6%	5%	6%	6%	6%	6%	6%
营业利润增长率	-24%	-12%	-12%	179%	50%	124%	168%	2%	112%	101%

资料来源：公司公告

除母公司商业表现良好外，宁波公司也恢复到较好的水平（今年中期净利润同比增长 102%，而 2008 年同比则下降 55%）。恢复的原因是国外血制品客户供货较去年稳定，另外销售费用控制较好。

第三，其他业务暂未有贡献

西安博华中期盈利 122 万元，不过九州制药上半年未全面参与药品招标，产销不足，两者合计约亏损 550 万元。预计全年仍将略有亏损。

杨歧房地产公司中期亏损 148 万元，主要是由于 8 月才进行二期项目集中交房，届时预收账款才能结算为收入。因此，可以预期，今年房地产能够确定贡献收益。

第四，维持“推荐”评级

医药工业收入增长略微放缓，但净利润增长仍接近 25%，商业的利润增速非常快，正成为重要的利润增长点，其他业务暂未有贡献，但全年将会体现一定的业绩。公司的增长依然稳定，维持 2009、2010 年 EPS 分别为 0.5、0.65 元（不含房地产收益）的预计，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	6016	6686	7431	8247	货币资金	482	964	1235	1528
营业成本	4851	5352	5900	6503	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1165	1334	1530	1744	应收账款	814	901	1001	1111
% 营业收入	19.4%	20.0%	20.6%	21.1%	存货	909	1009	1112	1226
营业税金及附加	14	16	17	19	预付账款	96	107	118	130
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	536	575	594	618	流动资产合计	2489	3127	4022	4993
% 营业收入	8.9%	8.6%	8.0%	7.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	242	267	268	264	持有至到期投资	17	17	17	17
% 营业收入	4.0%	4.0%	3.6%	3.2%	长期股权投资	25	25	25	25
财务费用	68	65	84	93	投资性房地产	12	12	12	12
% 营业收入	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%	固定资产合计	408	426	447	471
资产减值损失	33	30	4	4	无形资产	68	65	61	58
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	59	59	59	59
投资收益	2	1	1	1	递延所得税资产	14	6	1	1
营业利润	273	335	438	559	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	4.5%	5.0%	5.9%	6.8%	资产总计	3092	3554	4487	5511
营业外收支	9	0	0	0	短期贷款	795	1281	1494	1643
利润总额	282	335	438	559	应付款项	967	1066	1175	1296
% 营业收入	4.7%	5.0%	5.9%	6.8%	预收账款	196	221	245	272
所得税费用	55	63	83	113	应付职工薪酬	19	21	24	26
净利润	227	272	355	446	应交税费	81	54	71	94
归属于母公司所有者的净利润	168.6	217.0	282.1	347.2	其他流动负债	121	136	148	162
少数股东损益	59	55	73	99	流动负债合计	2180	2608	3209	3783
EPS (元/股)	0.39	0.50	0.65	0.80	长期借款	4	4	4	4
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	345	136	224	339	其他非流动负债	16	16	16	16
取得投资收益					负债合计	2200	2618	3219	3793
收回现金	5	1	1	1	归属于母公司	752	752	1038	1390
长期股权投资	-85	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	141	157	230	329
固定资产投资	-87	-67	-74	-82	股东权益	893	935	1268	1718
其他	18	0	0	0	负债及股东权益	3092	3553	4487	5511
投资活动现金流净额	-154	-66	-74	-82	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.39	0.50	0.65	0.80
股权融资	0	0	0	0	BVPS	1.73	1.73	2.39	3.20
银行贷款增加 (减少)	-79	469	213	149	PE	32	25	19	16
筹资成本	115	-65	-84	-93	PEG	0.98	0.87	0.66	0.48
其他	-212	0	0	0	PB	7.20	7.20	4.38	3.27
筹资活动现金流净额	-176	403	129	56	EV/EBITDA	14.70	11.59	8.84	6.61
现金净流量	14	475	271	294	ROE	22.4%	24.1%	25.0%	25.3%

分析师介绍

严鹏，华中科技大学财务管理硕士/生物技术学士，从事医药行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 68753198	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。