

医药行业

(000963.SZ)

2009年09月18日

华东医药(000963)

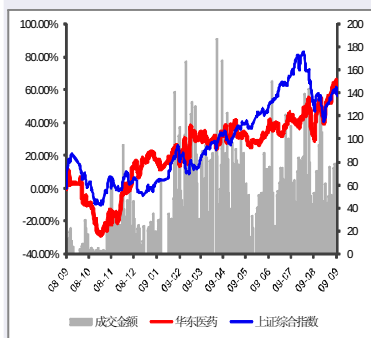
评级: 增持
前次评级: 增持
目标价: 17.50 元

交易数据

收盘价	14.90
目标价	17.50
52周内高	15.39
52周内低	6.45
总市值(百万元)	6467
流通市值(百万元)	3671
日均成交额(百万元)	29.19
总股本(百万股)	434.06
一已流通(百万股)	246.39
B股(百万股)	0.00
H股(百万股)	0.00

财务数据

市净率	7.99
市盈率 (TTM)	36.37
资本负债率	72.27
每股净资产	2.02



工业商业齐头并进

投资要点:

■ 公司实现营业总收入328711 万元, 同比增长10.78%, 环比增加7.8%, 与分析师们的平均预测21%的增长率有不少差距。但是公司通过降低营业成本和有效控制费用支出, 公司实现营业利润19,152 万元、利润总额19,395 万元、净利润15,492 万元, 较去年同期分别增长了34.13%、37.33%和32.97%, 均高于主营业务收入的增长比例, 每股收益为0.283 元/股, 略超出预期。

■ 经营变化: 营销模式持续深入拓展有望带来工业收入的持续上升; 同时商业利润增长良好, 加上医改对地区商业龙头的推动作用, 商业正成长为公司重要的利润增长点。

■ 新产品后续可期, 除了目前占据市场优势的器官移植用药、糖尿病、消化道和中药几个产品线外, 公司目前在研产品在抗肿瘤、肝病、超级抗生素方面有后续储备, 未来将有新产品陆续上市。

■ 公司制药子公司及房地产开发公司在下半年将对利润有正的贡献。

盈利预测与投资建议:

■ 我们对公司的盈利进行了预测, 主要假定公司的营业收入以15%的速度增长; 毛利率引用最新中报的数据; 三项费用率也假定不变; 预计公司09、10 年实现净利润分别为2.50亿元、3.03亿元, 同比分别增长48.48%、20.87%, 每股收益分别为0.577元、0.697元, 对应P/E 为25.82、21.38。公司在近期医药股整体走强的背景下已经达到上次给予的15元目标价, 随之医改力度加强, 公司作为细分龙头企业 and 地方商业寡头将受益, 相对估值 PE/2010 在25左右比较安全, 6个月目标股价定为17.5元, 继续给予“增持”评级。

风险提示:

- 收入的增长低于预期
- 费用控制目标能否持续

财通证券研究所研究员

付瑛

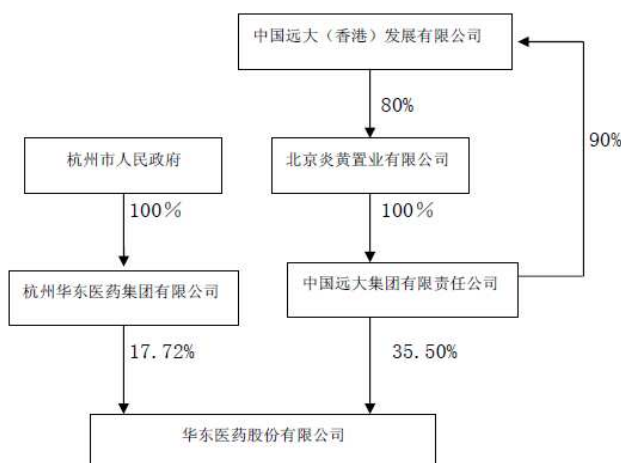
电话: 0571-87828083

 Email: fuying@ctsec.com

公司概况

主营业务以医药类产品的生产和销售为主。控股股东和实际控制人均为中国远大集团有限责任公司。报告期内，公司实现营业总收入328711 万元，同比增长10.78%，环比增加7.8%，与分析师们的平均预测21%的增长率有不少差距。通过降低营业成本和控制费用支出，公司实现营业利润19,152 万元、利润总额19,395 万元、净利润15,492 万元，较去年同期分别增长了34.13%、37.33%和32.97%，均高于主营业务收入的增长比例，每股收益为0.283元/股，略超出预期。

公司09 年一季度实现营业收入16.7亿元，同比增长3.8%；实现净利润5777 万元，每股收益0.13 元，同比增长19.1%。2008年度内，新增子公司西安博华制药和陕西九州制药并入公司报表。2008年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。主营业务收入增长，主要是母公司商业继续保持了较高比例的收入增长；而利润下降的主要是公司新收购子公司西安博华制药资产减值损失计提增加，和杨歧房地产在报告期内利润亏损所致。



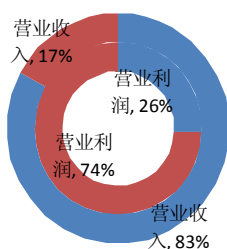
资料来源：公司 08 年报，财通证券研究所

业务介绍：工业

- 1) 工业主要来自其控股75%的中美华东，主要产品为百令胶囊、新赛斯平、赛可平、卡博平、泮立苏等产品。本报告期内，该公司实现净利润12078.14 万元，对公司的利润贡献为9058.61 万元，占上市公司净利润12287.59 万元的73.72%。08年实现销售收入10.42亿元，同比增长17.89%；实现净利润2.01 亿元，同比增长23.91%。
- 2) 母公司制造分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，主要用于供应中美华东的制剂生产。制造分公司实现营业总收入3454 万元，较去年同期下降1.97%，利润总额1035 万元，较去年同期增长47.92%。08年实现主营业务收入6601 万元，净利润1604 万元，成了公司新的利润增长点。

分行业	营业收入	营业成本	营业利润率	营业利润	营业收入比上年增减	营业成本比上年增减	营业利润率比上年增减（百分点）
外购药品销售	493,207	464,142	5.89%	29050	28.66%	31.52%	-2.04
自制药品销售	100,857	17,342	82.81%	83519	19.97%	-10.90%	5.96
房地产销售	2,222	2,889	-30.04%	-667	-83.87%	-67.29%	-66.33

■ 外购药品销售 ■ 自制药品销售



产品名称	2008年	2007年	08/07增减比例	2006年
主要制剂销售	97,718.40	79,144.69	23.47%	63,157.59
原料药销售	10,610.35	8,814.08	20.38%	7,682.76

资料来源：wind，公司 08 年报，财通证券研究所

市场拓展方面，中美华东营销公司在确保全国市场的稳定和均衡发展的时候，积极探索营销变革方向，加强客户细分与客户的分级管理，加强商务管理与市场销售。

商业

商业经营方面，报告期内母公司商业实现营业总收入256,839 万元，较去年同期增长12.08%，净利润4427.96 万元，较去年同期增长56.30%。三大事业部继续大力构建产品一把手工程，规模产品发展基本形成了华东商业产品集群，总代理、总经销产品毛利额的提升使得市场效益初步显现。2008年，西药事业部销1000 万元以上的品种62 个，规模品种数实现同步翻番。中药事业部总经销品种扩大到15 个系列33 个品种，其中参茸分公司大力培育具有市场优势的品牌产品和自有产品扩大“寿星”产品的市场影响和团购规模，取得良好市场效益；医疗器械事业部代理的贝克曼产品经过两年市场开发，步入正轨。

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

资料来源：公司 08 年报，财通证券研究所

商业片继续狠抓产品引进，西药事业部直接进口5 个单品种实现1.67 亿的收入为历史突破，并将继续洽谈产品的进口代理；中药事业部实现对朝鲜别直参的直接进口，成为浙江省总经销。

其他重要子公司

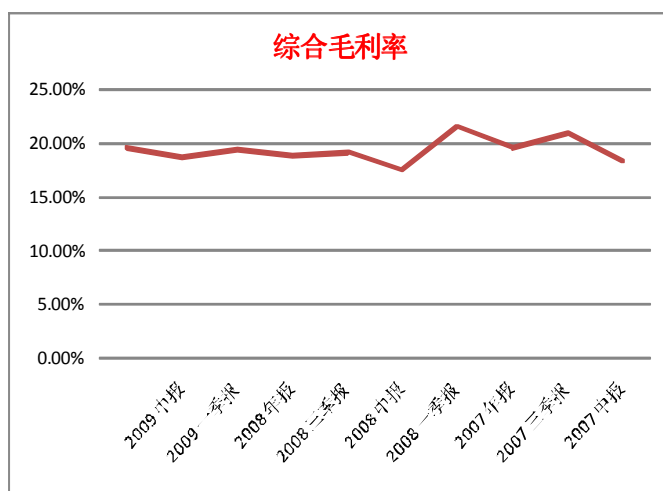
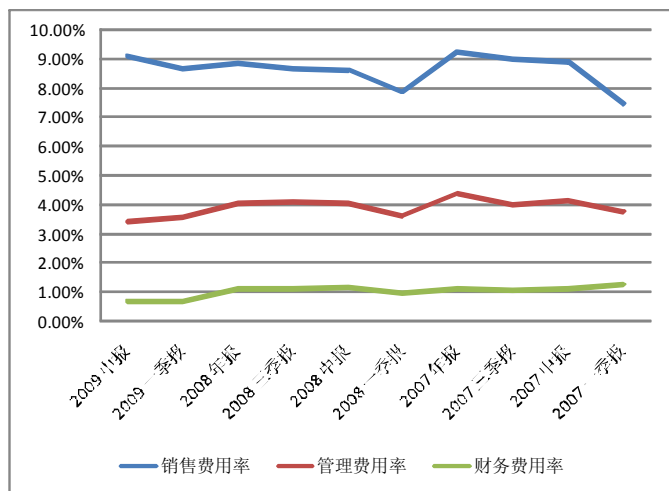
- 1) 华东医药宁波有限公司（51%）：主要经营生物制品等的代理销售。控股子公司宁波公司国外客户的供货较去年稳定，在销售情况保持正常的同时，对销售费用等控制明显，本期净利润为755 万元，较去年同期增长102%。而去年同期，其代理的主要产品受代理商单方面提价和供货不及时的双重影响，给该公司的长远发展形成了较大的经营压力。2008 年实现主营业务收入27534.60 万元，同比微降，利润总额2401.32 万元，净利润1839.65 万元，同比下降15.65%。
- 2) 西安博华制药有限责任公司（78.87%）和陕西九州制药有限责任公司（65%，通过西安博华持有）：主营化学合成原料药和制剂，主要产品有奥硝唑原料和制剂、氨酚双氢可待因和氨酚双氢曲马多。2008 年8 月31 日并入公司报表，合并其9-12 月份收益，其中主营业务收入3349.43 万元，营业利润-312.02万元，净利润-311.82 万元。西安博华上半年通过降低成本，控制费用，抓住原料产品市场价格回暖的时机，积极拓展销售，扭转了去年下半年以来的不利形势，扭亏为盈，上半年其自身共盈利122 万元，因其控股的陕西九州制药的亏损，合并后西安博华亏损549 万元。陕西九州制药上半年因开展各地区的药品集中招标工作销售未能全面开展。由于开工不足，计提折旧和借款利息费用以及对以往应收款计提减值准备等因素造成亏损。下半年其产品将全面委托宁波公司进行代理

销售，争取降低亏损。

3) 全资子公司杨歧房产今年前4个月受国内宏观经济影响，销售同比出现大幅下降。5-6月以来随着行业及市场转暖，销售逐渐稳步增长。但已售商品房的预收款仍无法在本报告期内确认为收入（计划于今年8月下旬开始整个项目二期的全面交付），预计下半年会确认部分收入，但上半年的运营费用仍造成其亏损148万元。

财务分析

报告期内综合毛利率为19.46%，对比去年同期增长了0.39个百分点；销售费用率为9.10%，管理费用率为3.42%，财务费用率为0.72%，分别比去年同期变化为+0.49%，-0.62%，-0.46%。销售费用增长较快，主要原因是公司商业主营业务扩张所致。报告期前期贷款利率较高，而今利率降低带来财务费用的大幅降低，值得肯定的是管理费用的降低体现了公司在做大的同时注意了费用的控制。



资料来源: wind, 财通证券研究所

公司资产负债率为70.72%，在同行业里比较高，但是纵比处于良好下降趋势，流动比率为1.15，速动比率为0.73，已获利息倍数为9.22，公司的偿债能力没有问题。营运能力同比却有恶化。

财务分析—营运能力	2008中报	2009中报
营业周期(天)	95.95	111.34
存货周转天数(天)	60.70	65.99
应收账款周转天数(天)	35.25	45.34
存货周转率(次)	2.97	2.73
应收账款周转率(次)	5.11	3.97
流动资产周转率(次)	1.28	1.25
固定资产周转率(次)	10.64	8.47
总资产周转率(次)	1.09	1.01

资料来源: wind, 财通证券研究所

经营展望

- 在医药工业生产方面: 产能瓶颈有望通过自身生产线改造扩大得到改善; 公司希望将原有的免疫制剂、糖尿病药、消化类药等产品线进一步系列化, 并进入到抗肿瘤药、肝病药、抗感染药等新领域, 主要通过购买技术来实现, 风险较低, 今年下半年至明年上半年会有产品陆续申报生产。生产系统将进一步规范现场管理, 提升质量、降低成本, 各主导产品的质量和成本指标达到国际市场要求, 同时公司希望在毛利率较高的中药饮片上得到突破。
- 在医药商业经营方面, 销售队伍从600人要扩到1000人, 继续巩固公司固有的优势和在医院学术推广

的良好声誉，继而带来公司新产品的市场提升。他克莫司在将来会成为收入增长的亮点，自产的中药饮片将进入医院，国外药品代理收入，制剂出口收入都会取得良好的规模发展。

3. 对子公司西安博华和九州制药会得到母公司的有力扶持，今年可望扭亏为盈。

4. 子公司杨岐房产虽然在上半年还是亏损，但是下半年会陆续确认销售收入，今年实现盈利毫无悬念。

盈利预测及评级

我们对公司的盈利进行了预测，主要假定公司的营业收入以15%的速度增长；毛利率引用最新中报的数据；三项费用率也假定不变；预计公司09、10 年实现净利润分别为2.50亿元、3.03亿元，同比分别增长48.48%、20.87%，每股收益分别为0.577元、0.697元，对应P/E 为25.82、21.38。公司在近期医药股整体走强的背景下已经达到上次给予的15元目标价，随之医改力度加强，公司作为细分龙头企业和地方商业寡头将受益，相对估值 PE/2010 在25左右比较安全，6个月目标股价定为18元，继续给予“增持”评级。

风险提示：

- 收入的增长低于预期
- 费用控制目标能否持续

附表：

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3968.25	4853.41	6016.49	6918.96	7956.80	9150.32
增长率(%)	13.89%	22.31%	23.96%	15.00%	15.00%	15.00%
归属母公司股东净利润	96.58	173.16	168.61	250.35	302.59	369.99
增长率(%)	53.22%	79.30%	-2.63%	48.48%	20.87%	22.27%
每股收益(EPS)	0.222	0.399	0.388	0.577	0.697	0.852
每股股利(DPS)	0.118	0.000	0.000	0.102	0.041	0.050
销售毛利率	19.91%	21.41%	19.36%	19.46%	19.46%	19.46%
销售净利率	3.21%	4.66%	3.78%	4.88%	5.13%	5.45%
净资产收益率(ROE)	20.30%	28.57%	35.45%	43.02%	40.23%	38.62%
投入资本回报率(ROIC)	18.12%	21.83%	21.16%	27.29%	27.01%	34.25%
市盈率(P/E)	53.75	29.98	30.79	20.74	17.16	14.03
股息率(分红/股价)	0.010	0.000	0.000	0.009	0.003	0.004

报表预测						
利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3968.25	4853.41	6016.49	6918.96	7956.80	9150.32
减: 营业成本	3178.14	3814.25	4851.42	5572.53	6408.41	7369.67
营业税金及附加	7.73	20.05	14.13	17.30	19.89	22.88
营业费用	368.46	448.82	532.87	629.63	724.07	832.68
管理费用	202.81	212.79	242.16	236.63	272.12	312.94
财务费用	40.55	55.34	68.00	24.80	6.56	-6.76
资产减值损失	-2.49	-0.43	36.91	20.00	20.00	0.00
加: 投资收益	4.05	0.60	2.01	3.05	3.36	3.70
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	177.10	303.20	273.00	421.13	509.11	622.61
加: 其他非经营损益	-0.66	0.77	9.31	0.00	0.00	0.00
利润总额	176.44	303.97	282.31	421.13	509.11	622.61
减: 所得税	48.96	77.76	54.99	83.62	101.15	123.78
净利润	127.48	226.21	227.32	337.52	407.96	498.83
减: 少数股东损益	30.90	53.05	58.71	87.17	105.36	128.83
归属母公司股东净利润	96.58	173.16	168.61	250.35	302.59	369.99
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	304.71	419.07	391.44	69.19	198.25	402.32
应收和预付款项	626.72	804.71	1097.80	984.33	1410.12	1343.50
存货	757.88	798.21	909.48	1222.60	1229.29	1590.39
其他流动资产	3.24	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	18.50	25.42	25.46	28.00	30.80	33.88
投资性房地产	5.78	8.17	12.10	12.10	12.10	12.10
固定资产和在建工程	294.10	287.21	407.78	321.87	235.96	170.05
无形资产和开发支出	72.55	62.77	127.07	114.96	102.85	90.74
其他非流动资产	17.53	17.03	16.86	16.86	16.86	16.86
资产总计	2101.00	2422.59	2987.98	2769.90	3236.22	3659.83
短期借款	756.54	812.40	764.89	360.51	0.00	0.00
应付和预收款项	770.37	901.30	1279.30	1175.91	1612.64	1559.26
长期借款	0.00	0.00	3.50	0.00	0.00	0.00
其他负债	10.07	24.62	47.49	47.49	47.49	47.49
负债合计	1536.98	1738.32	2095.18	1583.91	1660.14	1606.75
股本	434.06	434.06	434.06	434.06	434.06	434.06
资本公积	55.69	58.22	59.86	59.86	59.86	59.86
留存收益	-14.12	89.59	258.20	464.22	748.96	1097.11
归属母公司股东权益	475.64	581.87	752.12	958.14	1242.88	1591.03
少数股东权益	88.39	102.39	140.67	227.84	333.21	462.04
股东权益合计	564.03	684.27	892.80	1185.99	1576.09	2053.08
负债和股东权益合计	2101.00	2422.59	2987.98	2769.90	3236.22	3659.83
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	70.77	321.13	412.69	154.25	513.42	218.54
投资性现金净流量	-154.43	-35.17	-154.31	0.51	0.56	0.62
筹资性现金净流量	-144.05	-103.60	-176.05	-477.01	-384.93	-15.08
现金流量净额	-227.71	182.35	82.33	-322.25	129.06	204.08

财务分析和估值指标汇总						
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
收益率						
毛利率	19.91%	21.41%	19.36%	19.46%	19.46%	19.46%
三费/销售收入	15.42%	14.77%	14.01%	12.88%	12.60%	12.45%
EBIT/销售收入	5.41%	6.26%	4.69%	6.45%	6.48%	6.73%
EBITDA/销售收入	6.54%	7.20%	5.45%	7.57%	7.46%	7.58%
销售净利率	3.21%	4.66%	3.78%	4.88%	5.13%	5.45%
资产获利率						
ROE	20.30%	28.57%	35.45%	43.02%	40.23%	38.62%
ROA	10.21%	15.22%	13.44%	18.41%	17.26%	22.23%
ROIC	18.12%	21.83%	21.16%	27.29%	27.01%	34.25%
增长率						
销售收入增长率	13.89%	22.31%	23.96%	15.00%	15.00%	15.00%
EBIT 增长率	20.36%	41.65%	-7.13%	57.96%	15.64%	19.43%
EBITDA 增长率	17.09%	34.59%	-6.10%	59.71%	13.31%	16.87%
净利润增长率	46.73%	77.45%	0.49%	48.48%	20.87%	22.27%
总资产增长率	5.23%	15.31%	23.34%	-7.30%	16.84%	13.09%
股东权益增长率	-21.52%	22.34%	29.26%	27.39%	29.72%	28.01%
经营营运资本增长率	62.91%	12.23%	2.92%	41.22%	0.57%	33.46%
资本结构						
资产负债率	73.15%	71.75%	70.12%	57.18%	51.30%	43.90%
投资资本/总资产	49.44%	45.79%	43.83%	55.22%	44.51%	47.14%
带息债务/总负债	49.22%	46.73%	36.51%	22.76%	0.00%	0.00%
流动比率	1.11	1.17	1.16	1.45	1.73	2.10
速动比率	0.61	0.71	0.72	0.67	0.98	1.10
股利支付率	53.12%	0.00%	0.00%	17.71%	5.90%	5.90%
收益留存率	46.88%	100.00%	100.00%	82.29%	94.10%	94.10%
资产管理效率						
总资产周转率	1.89	2.00	2.01	2.50	2.46	2.50
固定资产周转率	13.79	17.38	15.86	21.50	33.72	53.81
应收账款周转率	7.42	7.21	6.25	8.61	6.48	8.26
存货周转率	4.19	4.78	5.33	4.56	5.21	4.63
业绩和估值指标						
EBIT	214.60	303.97	282.31	445.93	515.67	615.85
EBITDA	259.60	349.40	328.07	523.95	593.69	693.87
NOPLAT	153.49	225.69	219.88	357.36	413.21	493.42
净利润	96.58	173.16	168.61	250.35	302.59	369.99
EPS	0.222	0.399	0.388	0.577	0.697	0.852
BPS	1.096	1.396	1.096	1.341	1.733	2.207
PE	53.75	29.98	30.79	20.74	17.16	14.03
PEG	1.44	1.47	1.03	1.05	N/A	N/A
PB	10.91	8.57	10.91	8.92	6.90	5.42
PS	1.31	1.07	0.86	0.75	0.65	0.57
PCF	73.35	16.17	12.58	33.66	10.11	23.75
EV/EBIT	26.81	15.73	20.38	12.82	11.15	9.36
EV/EBITDA	22.17	13.68	17.54	10.91	9.68	8.31
EV/NOPLAT	37.49	21.18	26.17	16.00	13.91	11.68
EV/IC	5.54	5.68	5.54	5.16	4.39	3.77
ROIC-WACC	11.28%	14.98%	14.32%	20.45%	20.19%	26.13%
股息率	0.010	0.000	0.000	0.009	0.003	0.004

资料来源：wind，财通证券研究所

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义：

我们的评级制度要求研究员将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表研究员根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;
增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;
中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;
减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;
中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间;
减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 财通证券研究发展中心力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告仅向财通证券内部特定客户传送, 未经财通证券研究发展中心授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。