



2010年2月5日 星期五

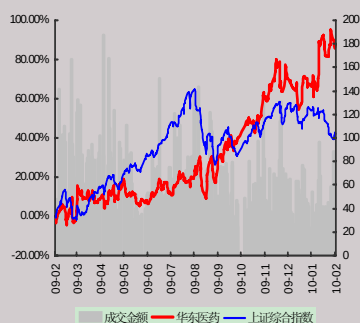
华东医药 (600267)

谨慎推荐（首次）
所属行业：医药
行业评级：推荐

股本结构

总市值（百万元）	8932.95
流通市值（百万元）	5070.76
总股本（百万股）	434.06
流通A股（百万股）	434.06

股价表现图



相关报告：

 齐鲁证券研究所
 行业公司部

分析师

 胡德军
 许均华
 吕国启

 Tel: (86531) 8177-6395
 Fax: (86531) 8128-3791
 Email: hudj@qlzq.com.cn

未来增长稳定，管理改革卓有成效

——华东医药（000963）调研简报

报告起因：

近日，我们调研了位于浙江省杭州市的华东医药，就公司近期的业绩预告、公司 2010 年战略和生产经营情况以及目前各个项目进展情况与公司部分高管进行了深入的交流。

投资要点：

◇ **地产板块：对 09 年业绩构成利好，项目有望在 10 年全部完工。**近期公司发布业绩预告，预计 2009 年 1-12 月归属母公司所有者净利润为 31300 万元~39000 万元，同比增长 85.6%~131.3%，实现基本每股收益为 0.72 元~0.90 元，其中由房地产“三水一生”项目带来的收益为 8300 万元~9800 万元，扣除房地产的非经常性损益后公司实现每股收益为 0.53 元~0.66 元，其中自制产品销售贡献 EPS 为 0.44 元左右，外购产品销售贡献约为 0.09 元，房地产贡献超过 0.20 元，预计 10 年房地产收入会在 4000 万左右，增厚 EPS 近 0.1 元。从公布的业绩来看，归属母公司净利润增速超过 40%，主营业务收入增速超过 20%，公司继续保持稳定的增长势头。

◇ **管理加强，09 年毛利率维持稳定，期间费用率下降明显。**从 09 年公司的收入单季度表现来看，公司毛利率维持在 18%左右，前三季度同比 08 年下降 0.12 个百分点，基本保持稳定。从三费来看，公司销售费用率 09 年前三季度同比 08 年上升 0.19 个百分点，但与 08 年全年持平。管理费用和财务费用均大幅下降，其中管理费用率 09 年前三季度同比 08 年下降 0.9 个百分点，财务费用率同比下降 1.2 个百分点。期间费用率前三季度下降近 1.3 个百分点，全年考虑公司节约经费约九千万左右，直接贡献 EPS 近 0.2 元。

◇ **利润分解：工业生产是未来发展脊梁。**利润来源主要分为商业和工业。其中工业部分将持续稳定增长，中美华东依然是公司核心利润来源，整体收入保持 20%以上的增长，预计 09 年收入超过 13 亿元，利润超过 2.5 亿，贡献公司利润约 1.8 亿元。从产品来看卡博平增长迅速，09 年销售超过三亿元。百令胶囊和泮立苏也维持 15%左右的增长。其他二线产品他克莫司与比格列酮收入目前为千万左右，10 年有望加速增长。从商业来看，公司坚持以我为主的方针，立足浙江，辐射华东，目前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，预计未来仍然会维持 10%以上的增长速度。

◇ **长期战略：走均衡发展 and 国际化之路。**早在 2006 年公司已制定了未来发展规划，要求工商两片都要均衡发展；全公司上下都要把接

重要声明：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投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。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。



轨国际当作发展方向和工作重点,可以引进产品,也可以出口产品。从近三年来看公司在巩固国内制剂产品市场的前提下,坚定不移的拓展原料药的国际市场份额,并将积极争取制剂产品的出口或者加工出口,公司工业在做好各主导产品国际认证与国际审计的前提下,集中力量培育国际客户群和跨国公司业务,开拓制剂加工出口业务;我们认为10年公司将继续把国际市场当作发展方向和工作重点;公司商业将坚定不移的走总代理总经销之路,引进进口代理产品,初步形成全国代理的销售网络。目前来看国外市场受金融危机影响甚大,短期很难有所改善。但我们认为公司的“工业产品走出去,商业产品引进来”的经营策略将无疑赢得更多商机,同时也能开拓自己的特色市场。从国内来说,在规模扩大上还将依靠医药终端市场的扩展,完善经营体制,抓好资源整合和政策促销工作,以农村市场和进口产品的代理为突破口,扩大招标优势,培育医药商业经营的新源泉。

- ◇ **并购考虑长远发展。**08年公司并购西安博华和陕西九州制药,09年西安博华实现盈亏平衡,10年有望贡献业绩,博华近期推广的辛贝(吲哚布芬片)作为新一代的高效抗血小板聚集药将有望成为公司新的销售增长点。陕西九州在解决好招标工作后也有望在10年增厚业绩。
- ◇ **公司的成长稳定,具备一定的投资价值。**随着公司几个特色产品的稳定增长以及二线产品逐步获得市场认可,公司有望加快增长步伐,预计2009年—2011年的每股收益分别为0.83元、0.88元和0.99元,鉴于公司的稳定性增长,我们认为公司具备很好的投资价值,首次给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

盈利预测及估值简表

项目	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万)	4853.41	6016.49	7472.48	9265.87	11119.04
同比	22.31%	23.96%	24.20%	24.00%	20.00%
归属母公司净利润(百万)	173.16	168.61	359.44	382.75	429.21
同比	79.30%	-2.63%	113.18%	6.49%	12.14%
EPS(摊薄,元/股)	0.40	0.39	0.83	0.88	0.99

资料来源:公司年报、齐鲁证券研究所

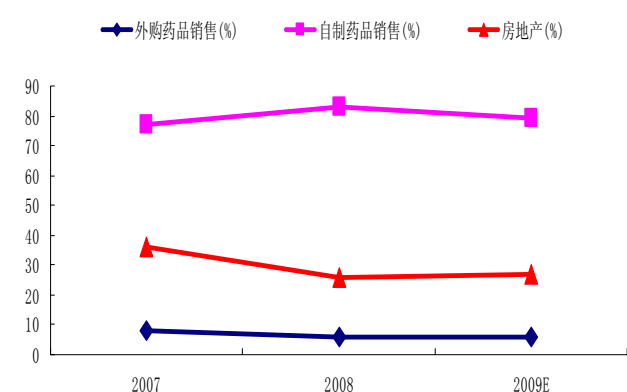

表 1：公司单季度财务分析

项目 (百万元)	2008 年单季度数据				2009 年季度数据			前三季度数据	
	08-1Q	08-2Q	08-3Q	08-4Q	09-1Q	09-2Q	09-3Q	1-3Q-08	1-3Q-09
主营业务收入	1605.70	1361.62	1587.27	1461.90	1666.94	1620.18	2062.76	4554.59	5349.87
增长率 (同比)	27.07%	29.45%	15.81%	25.23%	3.81%	18.99%	29.96%		17.46%
增长率 (环比)	37.55%	-15.20%	16.57%	-7.90%	14.03%	-2.81%	27.32%		
营业成本	1326.44	1074.87	1298.95	1151.16	1356.85	1290.61	1705.30	3700.26	4352.77
成本率	82.61%	78.94%	81.84%	78.74%	81.40%	79.66%	82.67%	81.24%	81.36%
主营业务税金及附加	3.65	3.28	3.38	3.83	3.82	2.80	4.36	10.30	10.99
主营业务利润	275.61	283.47	284.95	306.91	306.26	326.76	353.09	844.02	986.11
营业利润率	17.16%	20.82%	17.95%	20.99%	18.37%	20.17%	17.12%	18.53%	18.43%
毛利率	17.39%	21.06%	18.16%	21.26%	18.60%	20.34%	17.33%	18.76%	18.64%
主营毛利	279.26	286.75	288.32	310.74	310.08	329.56	357.45	854.33	997.10
增长率 (同比)	21.42%	13.89%	22.31%	-3.39%	11.04%	14.93%	23.98%		16.71%
增长率 (环比)	-13.18%	2.68%	0.55%	7.77%	-0.21%	6.28%	8.46%		
销售费用	126.00	129.51	139.83	137.53	144.90	154.29	175.25	395.33	474.43
销售费用/收入	7.85%	9.51%	8.81%	9.41%	8.69%	9.52%	8.50%	8.68%	8.87%
管理费用	58.14	61.87	66.85	55.30	59.00	53.32	58.68	186.86	170.99
管理费用/收入	3.62%	4.54%	4.21%	3.78%	3.54%	3.29%	2.84%	4.10%	3.20%
财务费用	15.67	19.43	17.37	15.52	12.19	11.40	10.91	52.48	34.49
期间费用率	12.44%	15.48%	14.12%	14.25%	12.96%	13.52%	11.87%	13.93%	12.71%
投资收益	0.88	0.82	1.08	-0.77	1.47	1.08	1.36	2.78	3.91
营业利润	76.68	66.11	57.18	73.04	91.65	99.87	104.62	199.97	296.13
增长率 (同比)	10.55%	-11.37%	37.54%	-37.93%	19.53%	51.06%	82.96%		48.09%
增长率 (环比)	-34.84%	-13.78%	-13.51%	27.74%	25.48%	8.96%	4.76%		
利润总额	76.49	64.74	57.45	83.63	90.45	103.49	124.13	198.68	318.08
增长率 (同比)	11.57%	-12.06%	39.02%	-30.58%	18.26%	59.85%	116.09%		60.10%
增长率 (环比)	-36.51%	-15.36%	-11.27%	45.59%	8.15%	14.42%	19.94%		
实际税率	19.47%	15.18%	27.41%	17.37%	19.89%	20.32%	19.80%		
净利润	61.59	54.92	41.70	69.11	72.46	82.46	99.56	158.21	254.48
增长率 (同比)	12.94%	-8.63%	23.67%	-11.22%	17.64%	50.16%	138.76%		60.85%
增长率 (环比)	0.00%	-10.84%	-24.07%	65.74%	4.85%	13.80%	20.73%		
净利润率	3.84%	4.03%	2.63%	4.73%	4.35%	5.09%	4.83%	3.47%	4.76%
归属于母公司的净利润	48.54	41.80	32.90	45.37	57.77	65.10	76.12	123.24	198.99
每股收益 (元)	0.112	0.096	0.076	0.105	0.133	0.150	0.175	0.284	0.458

资料来源：公司季报、齐鲁证券研究所

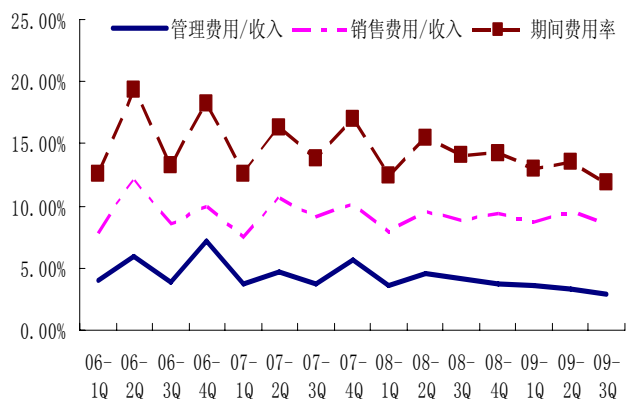


图 1：公司各主营业务近三年毛利率变化情况



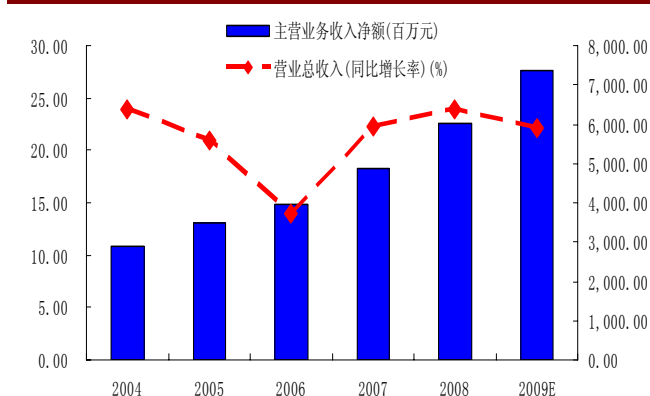
资料来源：公司年报、齐鲁证券研究所

图 2：公司各季度费用率变化情况



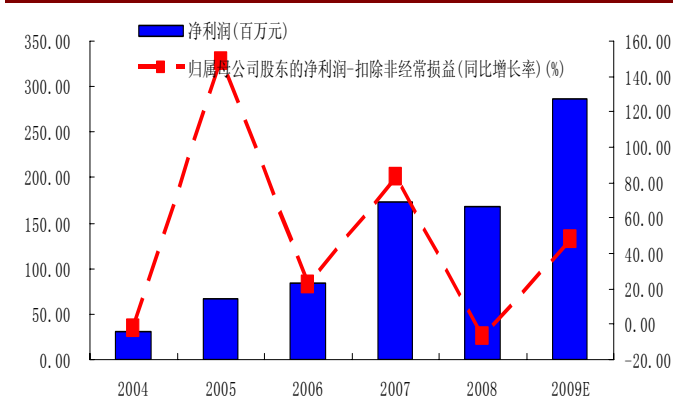
资料来源：公司季报、齐鲁证券研究所

图 3：公司近年主营业务收入及增长率变化情况



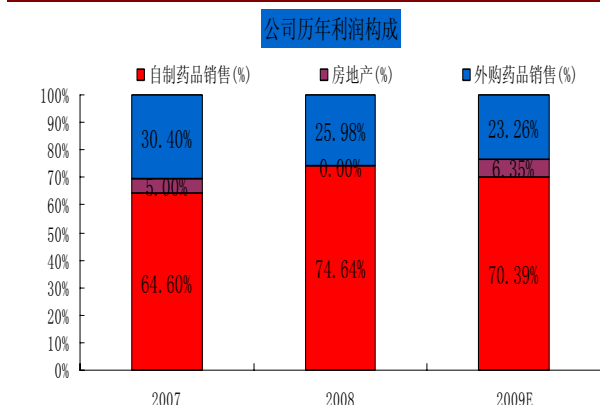
资料来源：公司年报、齐鲁证券研究所

图 4：公司近年净利润以及同比增长率变化情况



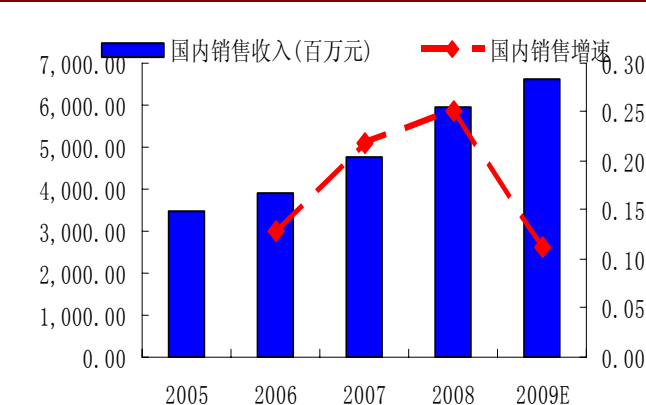
资料来源：公司年报、齐鲁证券研究所

图 5：公司近三年利润构成变化情况



资料来源：公司年报、齐鲁证券研究所

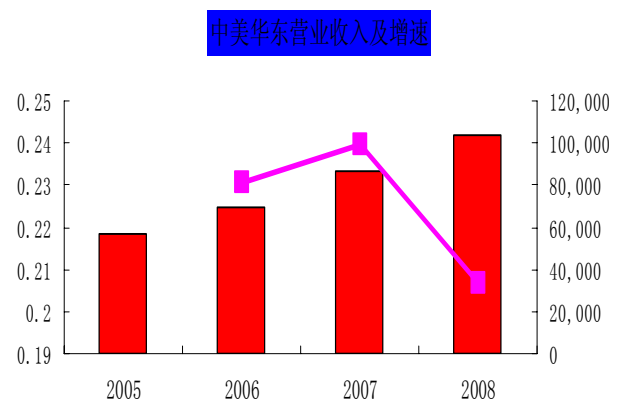
图 6：公司国外销售及增速变化情况



资料来源：公司年报、齐鲁证券研究所

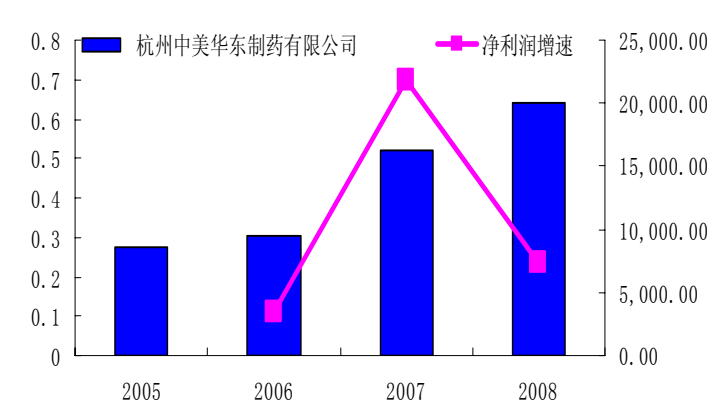


图 7：杭州中美华东制药近年收入变化情况



资料来源：公司年报、齐鲁证券研究所

图 8：杭州中美华东制药近年净利润及增速变化情况



资料来源：公司年报、齐鲁证券研究所


投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

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，我公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其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。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

