

华东医药(000963)年报点评

推荐

——专科药也会受益于医改，调高评级

调高评级

健康护理/化学制药

发布时间：2010年3月27日

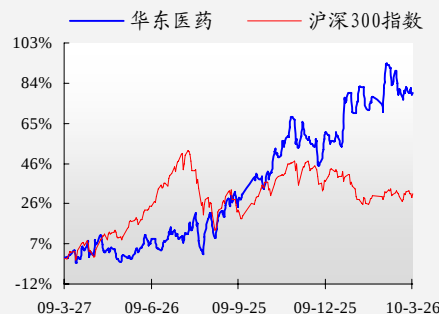
投资要点:

- 2009年，公司实现销售收入 78.25 亿元，同比增长 30.06%，实现营业利润 5.37 亿元，同比增长 96.62%，实现属于母公司的净利润 3.78 亿元，同比增长 124.44%，每股收益 0.87 元，扣除房地产业务带来的每股 0.25 元的收益，每股收益 0.62 元，符合我们的预期；
- 公司工业部分中美华东稳定增长，几个大品种销售收入都上了一个新台阶，小品种如卡司平和他克莫司销售收入大幅增长，新收购的两家企业基本上保证盈亏平衡；
- 商业部分由于很好的费用控制，因此虽然销售收入只是 25% 左右的增长，毛利率有所下滑，但是利润的增长超过 40%；
- 房地产业务 2009 年贡献了 4 亿元销售收入和 1.09 亿元的利润；
- 公司的应收账款虽然大幅增长，但是基本上是母公司商业部分的增长，而且伴随着存货的下降和应付款的大幅增长，公司经营性现金流达到了 5.68 亿元，使得公司负债率和短期贷款都有较大幅度的下降；
- 我们认为医改背景下专科药可能会比基础药物获得更高的增长空间，因此我们调高 2010 年和 2011 年的业绩预测到 0.80 元（加上房地产业务为 0.95 元）和 0.98 元，调高目标价到 25 元，调高评级到推荐。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	782,487	30.06	37,842	124.44	0.87		24.21	
2010E	869,752	11.15	34,593	-8.59	0.80		26.35	
2011E	1,020,062	17.28	42,677	23.37	0.98		21.20	
2012E								

走势图



市场数据

2010-3-26

收盘价:	21.06 元
52 周最高价:	23.12 元
52 周最低价:	11.19 元
平均持仓成本:	17.91 元

基本数据

2009Q4

总股本 (万股):	43,406
流通 A 股 (万股):	43,406
每股收益 (元):	0.87
每股净资产 (元):	2.60
每股经营现金流 (元):	1.31
市净率:	8.10

分析师: 宋晗

执业证书编号: S0550107120994

TEL: (8621)6336 7000-254

FAX: (8621)6337 3209

Email: songh@nescn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

2010年3月27日，华东医药公布了2009年年度报告，2009年公司实现销售收入78.25亿元，同比增长30.06%，实现营业利润5.37亿元，同比增长96.62%，实现属于母公司的净利润3.78亿元，同比增长124.44%，每股收益0.87元，扣除房地产业务带来的每股0.25元的收益，每股收益0.62元，符合我们的预期。

公司2009年在各个业务板块上都实现了较大的发展，对费用的控制使得盈利大增，作为我国专科用药的代表企业，公司未来的发展前景依然乐观。

1、主营业务平稳发展，房地产业务锦上添花

公司的工业部分实现销售收入13.14亿元，其中主要的工业子公司中美华东实现销售收入12.16亿元，同比增长16.70%，实现净利润2.42亿元，同比增长20.64%。主要品种卡博平增长33%，百令胶囊增长18%，新赛斯平也有所增长，三个品种的销售收入都超过了2亿元，卡博平和百令胶囊的销售额都超过2.5亿元，泮立苏增长17.5%也接近2亿元，赛可平增长35%达到1.5亿元，几个大品种的销售收入就超过10亿元，二线品种卡司平销售收入大幅增长近50%达到5000万元的销售规模，公司大品种战略得以延续。

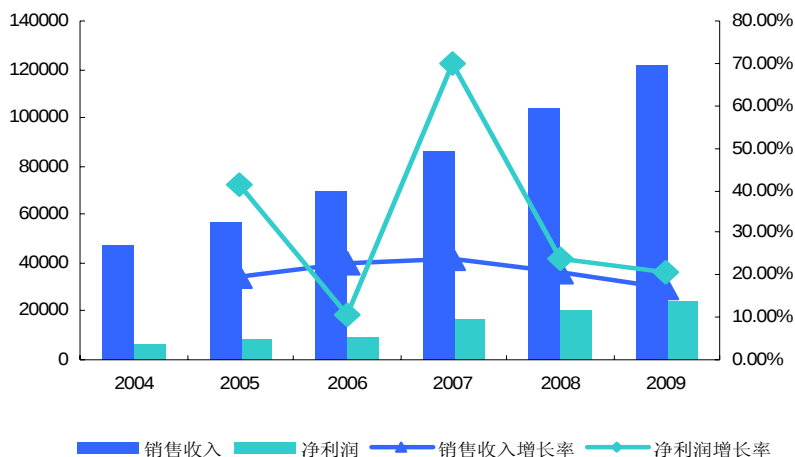
公司本部的原料药业务实现销售收入7317万元，利润1619万元，也实现了跨越式的增长。

2008年公司收购了西安博华和陕西九州两家公司，并在当年计提了较大的损失准备，2009年西安博华已经扭亏为盈，实现销售收入7630万元，利润771万元，陕西九州由于债务问题，依然亏损了848万元，两家企业的盈利基本抵消，不再对公司的业绩产生拖累。

商业部分共实现销售收入超过60亿元，同比增长23%，虽然毛利率有所下滑，但是由于公司加强了对费用的管理，所以净利润是有较大幅度的增长，其中母公司实现利润9746万元，其他子公司实现2800万元。

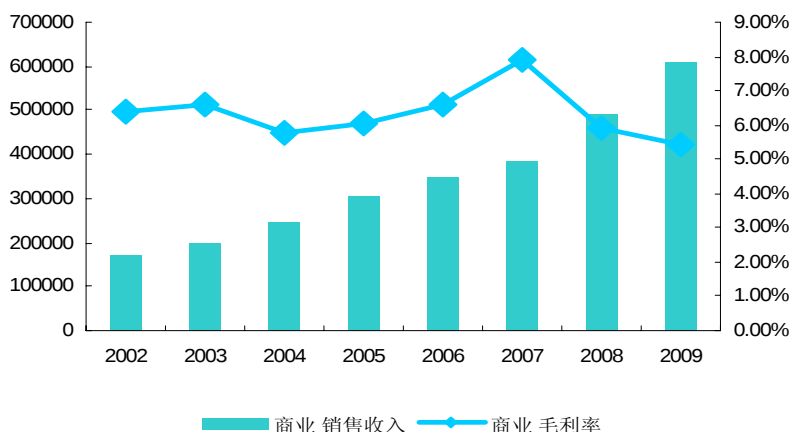
公司的房地产业务给公司贡献近4亿元的销售收入和1.09亿元的净利润，给公司2009年本已经大幅增长的业绩又添上一笔。

图一、中美华东业绩保持平稳增长



数据来源：上市公司公告，东北证券研究所

图二、商业部分销售收入突破 60 亿



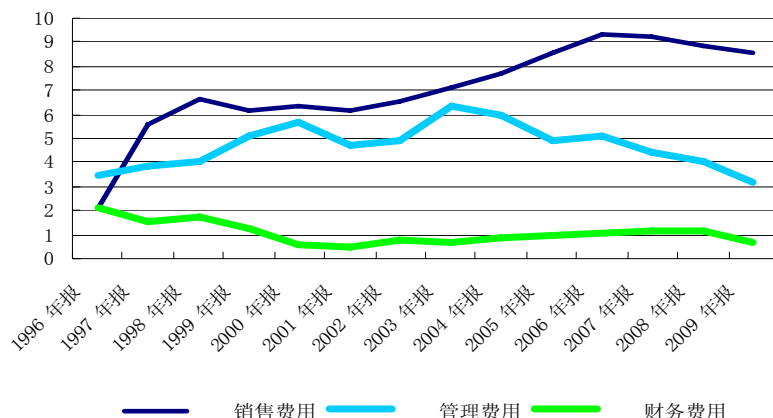
数据来源：上市公司公告，东北证券研究所

2、费用控制是公司业绩增长的主要因素

在销售收入平稳增长、毛利率甚至有所下降的情况下，费用率的下降是公司利润大幅增长的主要原因。公司销售费用增长 25%，管理费用只增长了 2%，财务费用下降了 25%，三项费用率合计比 2008 年下降了 1.66 个百分点，给公司增加了 1.3 亿元的利润。

另外公司的营业外收入比 2008 年也增加了 2000 万元，成为公司 2009 年业绩增长的因素之一。

图三、公司三项费用率持续下降



数据来源：上市公司公告，东北证券研究所

3、应收应付款均大幅增加

由于公司 2009 年商业销售规模扩大，因此公司的应收和应付款均大幅增加，应收款增加了 5 亿元，应付款也增加了 3 亿元，而存货下降了 2 亿元，而且应收款的增加基本上来自于母公司的商业部分，母公司的应收账款增加 4.6 亿元，占整体增加额的 90%以上。

用于应收款并没有占用公司的资金，因此公司 2009 年依然获得了 5.68 亿元的经营性现金流。充裕的现金流量使得公司有能力去降低公司的负债水平，公司的短期贷款下降了 2.6 亿元，为 2010 年继续减少财务费用打下了基础。公司的资产负债率已经下降到 63.75%，资产质量得到了极大的提升。

4、盈利预测与投资建议

2010 年，公司的工业部分几个大的品种依然能够保持 15%以上的增长速度，而卡司平和他克莫司这几个销售额较小的品种在公司强大的专业推广下会大幅的增长。而子公司西安博华和陕西九州在 2010 年将会整体扭亏为盈，开始给公司贡献利润增长。

商业部分，公司积极的备战医改背景下的新的商业模式，在 10 月份完成了新东路的仓库的物流改造工作，并收购了杭州财通公司的用地用于物流中心建设，打造覆盖全省的物流中心，在浙江省的药品配送网的建设中已经占据了一定的领先地位，保持了浙江省较为复杂的商业竞争格局中的龙头地位。

2010 年房地产业务依然会给公司带来 5000-6000 万的利润，继续给公司的业绩加色。

我们调高 2010 年和 2011 年每股收益到 0.80 元（计算房地产业务为 0.95 元）和 0.98 元，调高目标价到 25 元，调高投资评级到推荐。

报表预测					
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	4853.41	6016.49	7824.87	8697.52	10200.62
减: 营业成本	3814.25	4851.42	6261.74	7065.86	8277.80
营业税金及附加	20.05	14.13	39.05	21.74	25.50
营业费用	448.82	532.87	666.70	774.08	897.65
管理费用	212.79	242.16	247.00	275.71	318.26
财务费用	55.34	68.00	51.08	42.95	52.80
资产减值损失	-0.43	36.91	27.84	20.00	15.00
加: 投资收益	0.60	2.01	5.33	5.00	5.00
公允价值变动损益	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
营业利润	303.20	273.00	536.78	502.17	618.60
加: 其他非经营损益	0.77	9.31	28.37	15.00	15.00
利润总额	303.97	282.31	565.16	517.17	633.60
减: 所得税	77.76	54.99	117.91	92.19	113.15
净利润	226.21	227.32	447.25	424.98	520.45
减: 少数股东损益	53.05	58.71	68.82	79.05	93.68
归属母公司股东净利润	173.16	168.61	378.42	345.93	426.77
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	419.07	391.44	416.58	695.80	816.05
应收和预付款项	804.71	1097.80	1594.24	1895.79	1954.11
存货	798.21	909.48	725.25	687.92	817.13
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	25.42	25.46	30.12	35.12	40.12
投资性房地产	8.17	12.10	12.84	12.84	12.84
固定资产和在建工程	287.21	407.78	426.36	384.74	333.12
无形资产和开发支出	62.77	127.07	176.79	158.54	140.29
其他非流动资产	17.03	16.86	17.18	17.02	16.85
资产总计	2422.59	2987.98	3399.37	3887.78	4130.52
短期借款	812.40	764.89	502.50	596.26	488.71
应付和预收款项	901.30	1279.30	1545.22	1653.28	1653.82
长期借款	0.00	3.50	3.50	3.50	3.50
其他负债	24.62	47.49	54.45	54.45	54.45
负债合计	1738.32	2095.18	2105.67	2307.48	2200.48
股本	434.06	434.06	434.06	434.06	434.06
资本公积	58.22	59.86	60.03	60.03	60.03
留存收益	89.59	258.20	636.62	844.18	1100.25
归属母公司股东权益	581.87	752.12	1130.72	1338.28	1594.34
少数股东权益	102.39	140.67	162.98	242.02	335.71
股东权益合计	684.27	892.80	1293.70	1580.30	1930.04
负债和股东权益合计	2422.59	2987.98	3399.37	3887.78	4130.52
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
经营性现金净流量	321.13	412.69	619.02	378.40	438.21

投资性现金净流量	-35.17	-154.31	-106.25	-37.70	-27.70
筹资性现金净流量	-103.60	-176.05	-349.09	-61.48	-290.26
现金流量净额	182.35	82.33	163.68	279.22	120.25

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。