

审慎推荐-A (维持)**华东医药 000963.SZ**

目标估值: 30.00 元

当前股价: 25.69 元

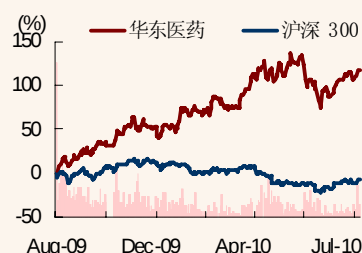
2010 年 8 月 18 日

医药商业增速加快, 但存在较大的资金需求**基础数据**

上证综指	2672
总股本(万股)	43406
已上市流通股(万股)	24641
总市值(亿元)	112
流通市值(亿元)	63
每股净资产(MRQ)	2.8
ROE(TTM)	33.3
资产负债率	68.2%
主要股东	中国远大集团
主要股东持股比例	35.5%

股价表现

%	1m	%	1m
绝对表现	15	绝对表	15
相对表现	3	相对表	3

**相关报告**

- 1、华东医药(000963)—杭州投资策略会纪要&1季报点评 2010/4/27
- 2、华东医药(000963)—房地产业务确认, 09年业绩略超预期 2010/3/29
- 3、华东医药—房地产业务收入确认锦上添花 2010/1/28

李珊珊

0755-83734347
 lishsh@cmschina.com.cn
 S1090210040001

研究助理:**徐列海**

0755-83271609
 xuliehai@cmschina.com.cn

公司今日公布半年报: 收入、净利润同比分别增长 30%、29%, 实现 EPS 0.37 元, 剔除资产减值损失因素利润同比增长 33%。工业、商业分别增长 31%、24%。维持业绩预测和“审慎推荐-A”评级, 目标价 30 元。

- **上半年业绩保持较快增长:** 上半年实现收入 42.8 亿元、营业利润 2.4 亿元、净利润 1.6 亿元, 同比增长 30%、27%、30%, 实现 EPS 0.37 元, 每股经营净现金负 0.21 元。医药商业计提较多坏账准备, 上半年资产减值损失达 2200 万元, 剔除其影响利润同比增长 33%。房地产业务剥离前贡献收入 5827 万元, 贡献净利润约 1100 万元。整体毛利率同比略降 0.4 个百分点。
- **医药工业实现收入 7.6 亿元, 同比增长 23.5%:** 中美华东实现收入、净利润 6.9 亿元、1.4 亿元, 同比增长 18%、18.5%, 百令胶囊同比增速超过 20%、环孢素持平、马替麦考酚酯约 25%、吡格列酮约 30%、泮立苏超过 20% (其中针剂约 40%、胶囊约 10%)、阿卡波糖约 20%, FK506 实现收入超过 1000 万元。陕西九州由于计提折旧略亏 100 万元, 西安博华实现净利润 200 万元。
- **医药商业实现收入 34.3 亿元, 同比增长 30.9%:** 母公司实现收入 33.8 亿元, 同比增长 29.6%。医药商业毛利率同比略升 0.47 个百分点。上半年, 浙江省医药商业竞争较为激烈, 公司适当放宽医院回款以增强竞争力, 在保持杭嘉湖地区绝对优势的同时, 也导致了母公司应收账款周转天数同比大幅提升 17 天、每股经营净现金负 0.69 元。预计随着浙江省下半年开始执行新一轮招标结果, 医院回款将逐步恢复正常。
- **公司存在较大的资金需求:** 期末账上现金 5.8 亿元 (母公司 4.4 亿元), 由于医药商业占用资金量较大、新建制剂车间、新药研发投入、物流中心改造及潜在的医药商业整合需要投入大量资金, 尽管上半年增加了 3.5 亿元的短期借款, 但我们判断公司未来仍存在较大的资金需求。
- **维持业绩预测和“审慎推荐-A”评级。** 预计 2010 年医药主业同比增长约 35%, 实现 EPS 0.84 元, 2011-2012 年净利润同比增长 32%、34%, 实现 EPS 1.1 元、1.48 元。在研产品包括抗肿瘤药、免疫抑制剂等, 目前有两个抗肿瘤药在等待 CDE 审评, 预计年底或明年年初获得批文。在建制剂大楼将用于新产品投产, 预计 2011 年投入使用; 医药商业受益于基本药物集中配送, 在建物流中心将加强其区域优势。维持“审慎推荐-A”评级, 目标价 30 元。主要风险是大股东股改承诺问题解决低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	6016	7825	9312	11546	14318
同比增长	24%	30%	19%	24%	24%
营业利润(百万元)	273	537	534	705	945
同比增长	-10%	97%	-1%	32%	34%
净利润(百万元)	169	378	363	479	642
同比增长	-3%	124%	-4%	32%	34%
每股收益(元)	0.39	0.87	0.84	1.10	1.48
PE	66.1	29.5	30.7	23.3	17.4
PB	14.8	9.9	8.1	6.5	5.1

资料来源: 招商证券研究 (剔除房地产业务影响, 预计2010年医药主业增长约35%)

表 1: 华东医药 2010 年上半年母公司、合并报表经营分析

单位: 百万元、%	合并报表		母公司报表	
	2010H	增长(率)	2010H	增长(率)
营业收入	4,276	30.1%	3,379	29.6%
毛利率	19.0%	-0.4%	5.4%	-0.4%
营业费用率	8.4%	-0.7%	1.6%	-0.4%
管理费用率	3.5%	0.1%	0.8%	0.0%
财务费用率	0.6%	-0.1%	0.5%	-0.2%
期间费用率	12.6%	-0.7%	3.0%	-0.5%
营业利润	244	27.4%	214	16.9%
营业利率	5.7%	-0.1%	6.3%	-0.7%
利润总额	247	27.6%	214	15.9%
利润率	5.8%	-0.1%	6.3%	-0.7%
实际所得税率	20.0%	-0.2%	7.0%	-0.7%
净利润	159	29.1%	199	16.8%
净利率	4.6%	-0.1%	5.9%	-0.6%
应收账款周转天数	59.0	13.1	59.0	17.4
存货周转天数	37.6	-29.3	28.8	-14.3
每股经营现金流(元)	-0.21	-159.5%	-0.69	-859.7%

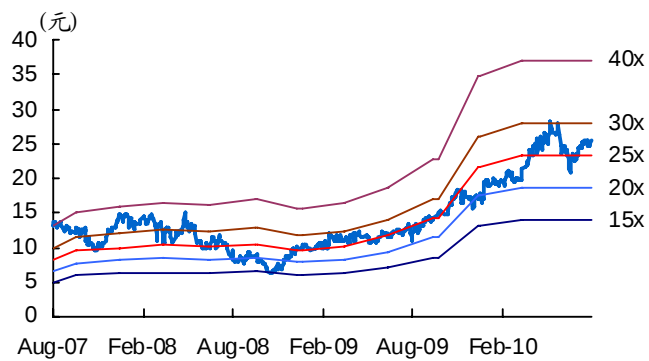
资料来源: 公司报告、招商证券研究

表 2: 华东医药单季度、季度累计财务指标分析

单位:百万元	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	08A	09H	09A	10H
一、营业总收入	1264	1052	1371	1167	1606	1362	1587	1462	1667	1620	2063	2475	2009	2267	6016	3287	7825	4276
二、营业总成本	1196	981	1330	1044	1530	1296	1531	1388	1577	1521	1960	2236	1878	2157	5745	3098	7293	4035
其中:营业成本	1034	800	1135	846	1326	1075	1299	1151	1357	1291	1705	1909	1615	1848	4851	2647	6262	3463
营业税金及附加	4	4	7	5	4	3	3	4	4	3	4	28	7	6	14	7	39	13
销售费用	94	112	126	117	126	130	140	138	145	154	175	192	178	183	533	299	667	361
管理费用	48	49	50	66	58	62	67	55	59	53	59	76	66	83	242	112	247	150
财务费用	16	10	13	16	16	19	17	16	12	11	11	17	12	15	68	24	51	27
资产减值损失	0	6	-1	-5	0	7	5	25	0	9	5	14	0	22	37	9	28	22
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	4	1	-5	1	1	1	-1	1	1	1	1	1	1	2	3	5	3
四、营业利润	69	75	42	118	77	66	57	73	92	100	105	241	132	112	273	192	537	244
加: 营业外收入	0	0	0	10	0	2	1	11	0	5	20	13	2	5	13	5	39	7
减: 营业外支出	1	1	0	7	0	3	1	0	1	2	1	6	2	1	4	3	10	3
五、利润总额	69	74	41	120	76	65	57	84	90	103	124	247	132	115	282	194	565	247
减: 所得税	14	14	8	43	15	10	16	15	18	21	25	54	28	21	55	39	118	49
六、净利润	55	60	34	78	62	55	67	55	59	53	59	76	66	83	227	155	447	198
减: 少数股东损益	12	16	7	18	13	13	9	24	15	17	23	13	21	18	59	32	69	40
七、归属母公司所有者净利润	42	45	27	60	49	42	33	45	58	65	76	179	83	76	169	123	378	159
EPS	0.10	0.10	0.06	0.14	0.11	0.10	0.08	0.10	0.13	0.15	0.18	0.41	0.19	0.17	0.39	0.28	0.87	0.37
收入增长率	15%	34%	19%	26%	27%	29%	16%	25%	4%	19%	30%	69%	21%	40%	24%	19%	30%	30%
毛利率	18.2%	23.9%	17.2%	27.6%	17.4%	21.1%	18.2%	21.3%	18.6%	20.3%	17.3%	22.9%	19.6%	18.5%	19.4%	19.5%	20.0%	19.0%
营业利润率	5.5%	7.1%	3.0%	10.1%	4.8%	4.9%	3.6%	5.0%	5.5%	6.2%	5.1%	9.7%	6.6%	4.9%	4.5%	5.8%	6.9%	5.7%
净利率	3.3%	4.2%	1.9%	5.1%	3.0%	3.1%	2.1%	3.1%	3.5%	4.0%	3.7%	7.2%	4.1%	3.3%	3.8%	4.7%	5.7%	4.6%
营业费率	7.5%	10.6%	9.2%	10.0%	7.8%	9.5%	8.8%	9.4%	8.7%	9.5%	8.5%	7.8%	8.9%	8.1%	8.9%	9.1%	8.5%	8.4%
管理费率	3.8%	4.6%	3.7%	5.7%	3.6%	4.5%	4.2%	3.8%	3.5%	3.3%	2.8%	3.1%	3.3%	3.7%	4.0%	3.4%	3.2%	3.5%
实际税率	20%	18%	18%	35%	19%	15%	27%	17%	20%	20%	20%	22%	21%	18%	19%	20%	21%	20%
净利润增长率	39%	281%	528%	19%	15%	-6%	23%	-24%	19%	56%	131%	295%	44%	16%	-3%	56%	124%	29%

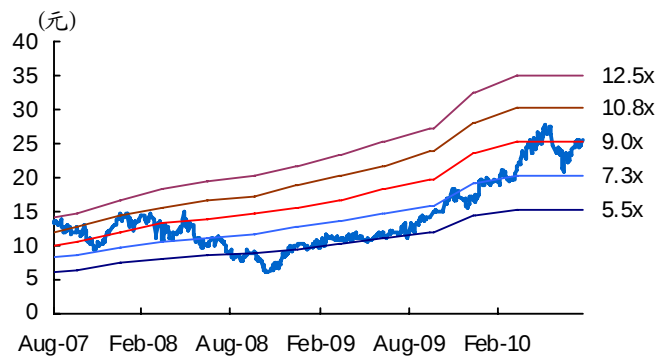
资料来源: 公司报告、招商证券研究

图 1: 华东医药历史 PE Band



资料来源：招商证券研究

图 2: 华东医药历史 PB Band



资料来源：招商证券研究

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2489	2887	4045	4889	5988
现金	482	567	821	1083	1271
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	189	166	289	358	444
应收款项	775	1268	1206	1495	1854
其它应收款	39	24	56	69	86
存货	909	725	1522	1696	2100
其他	96	136	152	188	233
非流动资产	604	682	689	718	744
长期股权投资	25	30	30	30	30
固定资产	379	403	464	504	540
无形资产	68	118	106	95	86
其他	131	131	88	88	88
资产总计	3092	3569	4733	5607	6732
流动负债	2180	2244	3118	3571	4133
短期借款	765	503	1000	1000	1000
应付账款	778	1010	1217	1507	1867
预收账款	196	84	304	377	467
其他	441	647	596	687	799
长期负债	20	31	4	4	4
长期借款	4	4	4	4	4
其他	16	27	0	0	0
负债合计	2200	2275	3121	3575	4137
股本	434	434	434	434	434
资本公积金	60	60	60	60	60
留存收益	258	637	891	1226	1676
少数股东权益	141	163	227	312	425
母公司所有者权益	752	1131	1385	1721	2170
负债及权益合计	3092	3569	4733	5607	6732

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	345	568	67	551	524
净利润			363	479	642
折旧摊销			64	70	73
财务费用			53	51	48
投资收益			(5)	(5)	(5)
营运资金变动			(506)	(319)	(395)
其它			97	275	160
投资活动现金流	(154)	(106)	(99)	(100)	(100)
资本支出			(100)	(100)	(100)
其他投资			1	0	0
筹资活动现金流	(176)	(349)	286	(189)	(236)
借款变动			471	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(109)	(144)	(193)
其他			(75)	(45)	(43)
现金净增加额	14	113	254	262	188

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6016	7825	9312	11546	14318
营业成本	4851	6262	7608	9422	11669
营业税金及附加	14	39	19	23	29
营业费用	533	667	801	981	1188
管理费用	242	247	303	369	444
财务费用	68	51	53	51	48
资产减值损失	37	28	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	5	5	5	5
营业利润	273	537	534	705	945
营业外收入	13	39	0	0	0
营业外支出	4	10	0	0	0
利润总额	282	565	534	705	945
所得税	55	118	107	141	189
净利润	227	447	427	564	756
少数股东损益	59	69	64	85	113
母公司所有者净利润	169	378	363	479	642
EPS (元)	0.39	0.87	0.84	1.10	1.48

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	24%	30%	19%	24%	24%
营业利润	-10%	97%	-1%	32%	34%
净利润	-3%	124%	-4%	32%	34%
获利能力					
毛利率	19.4%	20.0%	18.3%	18.4%	18.5%
净利率	2.8%	4.8%	3.9%	4.2%	4.5%
ROE	22.4%	33.5%	26.2%	27.9%	29.6%
ROIC	16.2%	25.5%	18.0%	19.9%	22.1%
偿债能力					
资产负债率	71.1%	63.7%	65.9%	63.8%	61.4%
净负债比率	25.8%	14.9%	21.2%	17.9%	14.9%
流动比率	1.1	1.3	1.3	1.4	1.4
速动比率	0.7	1.0	0.8	0.9	0.9
营运能力					
资产周转率	1.9	2.2	2.0	2.1	2.1
存货周转率	5.7	7.7	6.8	5.9	6.1
应收帐款周转率	9.4	7.7	7.5	8.6	8.6
应付帐款周转率	7.0	7.0	6.8	6.9	6.9
每股资料(元)					
每股收益	0.39	0.87	0.84	1.10	1.48
每股经营现金	0.79	1.31	0.15	1.27	1.21
每股净资产	1.73	2.60	3.19	3.96	5.00
每股股利	0.00	0.00	0.25	0.33	0.44
估值比率					
PE	66.1	29.5	30.7	23.3	17.4
PB	14.8	9.9	8.1	6.5	5.1
EV/EBITDA	41.1	24.5	23.9	18.9	14.6

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李珊珊，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5 年证券从业经验，2010 年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009 年加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。