

医药商业III



证券研究报告

华东医药（000963）

推荐（维持）

质优价低，静待业绩与估值的双重提升

市场数据

报告日期	2011-1-8
收盘价(元)	33.14
总股本(百万股)	434.06
流通股本(百万股)	279.94
总市值(百万元)	14384.75
流通市值(百万元)	9277.26
净资产(百万元)	1132.86
总资产(百万元)	4423.72
每股净资产	2.61

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	7825	9064	10692	12446
同比增长(%)	30.1%	15.8%	18.0%	16.4%
净利润(百万元)	378	342	437	595
同比增长(%)	124.4%	-9.5%	27.8%	36.0%
毛利率(%)	20.0%	18.9%	19.1%	19.8%
净利率(%)	4.8%	3.8%	4.1%	4.8%
净资产收益率(%)	33.5%	28.9%	26.9%	26.8%
每股收益(元)	0.87	0.79	1.01	1.37
每股经营现金流(元)	1.31	1.02	1.21	1.64

相关报告

投资要点

我们近期调研了华东医药，与管理层就公司经营状况和未来发展战略作了交流。调研要点如下：

- **质地优良的专科用药企业。**公司是一家工商并重的综合性医药企业，医药工业以定位于中高端的专科用药为主，在免疫抑制剂和糖尿病用药等领域占据了重要的位置，质地堪称优良。
- **极具竞争力的产品线。**公司的产品线丰富，而且竞争力很强，拥有5个过亿的大品种（其中4个品种销售额突破2亿元），除了免疫抑制剂和糖尿病用药，公司未来还将进军抗肿瘤和心脑血管领域，后续产品源源不断。
- **首仿+进口替代的“华东模式”。**秉承“要么唯一，要么第一”的思路，公司立足于首仿，通过进口替代推出了多个有竞争力的大品种。无论是管理、研发还是营销，公司都具备较强的优势，支撑了“华东模式”走向成功。
- **治理结构有较大改善空间。**大股东远大集团股改承诺没有兑现，导致公司迟迟不能融资，拖累了发展的步伐。随着大股东积极寻求解决方案，我们认为公司的治理结构得到改善指日可待，顺利再融资将给公司带来业绩和估值的双重提升。
- **盈利预测。**我们预估公司2010-2012年的EPS分别为：0.79、1.01和1.37元，估值水平具备较高的安全边际，而且治理结构改善有望带来业绩和估值的提升，我们给予“推荐”评级。

分析师 王晔

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

SAC: S0190200010075

联系人：项军

021-38565838

xiangjun@xyzq.com.cn

目 录

投资概要	- 3 -
1、质地优良的专科用药企业	- 4 -
2、极具竞争力的产品线	- 5 -
2.1 免疫抑制剂：国内最全的产品线组合	- 5 -
2.2 糖尿病：新老产品结合	- 7 -
2.3 其他产品	- 7 -
3、立足于首仿的“华东模式”	- 7 -
3.1 华东模式：首仿+进口替代	- 8 -
3.2 管理、研发和营销铸就核心竞争力	- 8 -
4、治理结构改善，有望带来业绩和估值的双重提升	- 9 -
5、盈利预测与估值	- 10 -
 图 1、公司与实际控制人之间的关系	- 4 -
图 2、2009 年公司产品线中各品种销售收入及占比	- 5 -
 表 1、华东医药与其他专科用药产品线比较	- 5 -
表 2、公司的主要产品及其竞争格局	- 8 -
表 3、华东医药与可比公司估值比较	- 9 -
表 4、公司主要制剂产品销售预测	- 10 -
表 5、公司盈利预测假设	- 11 -
表 6、公司盈利预测结果	- 11 -
附表	- 12 -

投资概要

华东医药作为一家质地优良的专科用药企业，产品线丰富，而且竞争力较强；公司在管理、研发和营销等三方面均较为出色。在大股东顺利解决股改承诺问题之后，公司将重启再融资方案，带来业绩和估值的双重提升。

1、估值及投资建议

我们预估公司 2010-2012 年的 EPS 分别为：0.79、1.01 和 1.37 元，对应的估值水平分别为：42.0、32.9 和 24.2 倍。作为一家优秀的专科用药企业，公司的估值要明显低于可比公司，我们看好公司在治理结构改善后通过再融资获取更为广阔的发展空间，给予“推荐”评级。

2、关键假设

见盈利预测关键假设

3、股价表现催化剂

大股东解决股改承诺问题；公司启动再融资方案

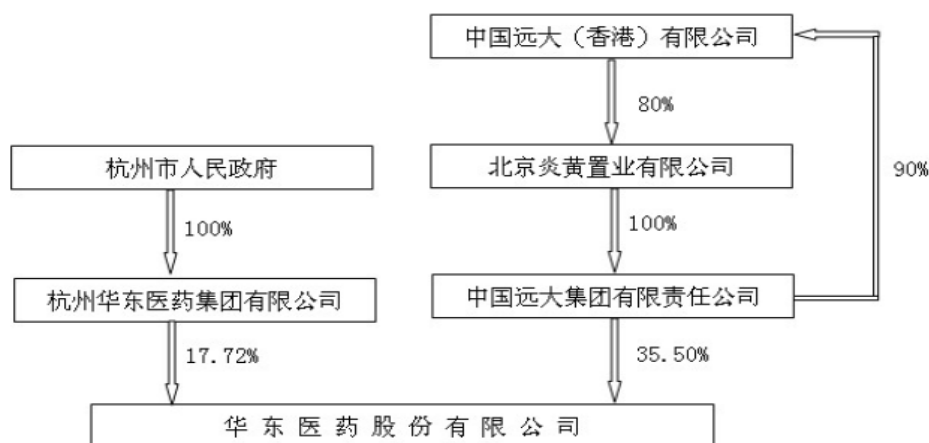
4、风险提示

股改承诺问题的解决尚存在一定的不确定性

1、质地优良的专科用药企业

华东医药股份有限公司（以下简称华东医药）的前身是成立于 1952 年的浙江制药厂（杭州第二制药厂），1992 年组建华东医药集团并成立中美华东医药有限公司，2000 年公司在深圳主板上市。公司的大股东是中国远大集团有限公司（简称远大集团），控股比例为 35%；但远大集团仅仅是作为战略投资者，并不直接介入公司的经营和管理，公司实际的经营权属于二股东杭州华东医药集团有限公司。

图 1、公司与实际控制人之间的关系



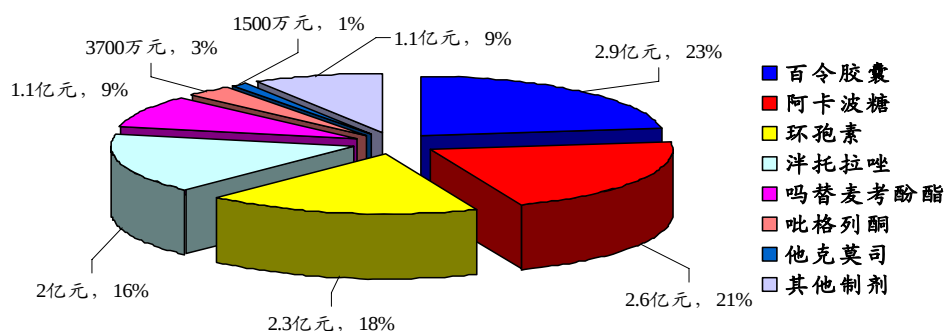
数据来源：公司年报，兴业证券研究所

公司自 1993 年就走上了定位于中高端的专科用药之路，主要的治疗领域有免疫抑制剂、糖尿病和消化道等，未来还将进军抗肿瘤领域。公司目前是一家工商并重的综合性医药企业，医药工业主要集中在子公司中美华东医药有限公司，以中高端的专科处方药为主；医药商业在浙江省规模最大，主要从事药品、中成药、中药材、医疗器械等六大类医药商品的批发零售。2009 年公司的医药工业销售收入为 13.13 亿元，占营业收入的比重为 16.9%；医药商业的销售收入为 60.72 亿元，占营业收入的比重为 78.1%。

医药工业是公司盈利的主要来源，拥有七大主力产品：百令胶囊、阿卡波糖（卡博平）、环孢素（赛斯平）、泮托拉唑（泮立苏）、吗替麦考酚酯（赛可平）、吡格列酮（卡司平）和他克莫司。其中销售额过 1 亿元的产品有 5 个（包括 4 个过 2 亿元的产品），显示了公司的产品具备较强的竞争力。

无论在免疫抑制剂还是糖尿病领域，公司都占据着重要的地位。作为一家专科处方药企业，华东医药产品竞争力很强，营销能力突出，质地堪称优秀。

图 2、2009 年公司产品线中各品种销售收入及占比



数据来源：兴业证券研究所

2、极具竞争力的产品线

前面我们提到过，公司主要的治疗领域有免疫抑制剂、糖尿病和消化道等，未来还将进军抗肿瘤领域。在以上三大领域，公司的产品都具备较强的竞争力，多个过亿产品就是明证。华东医药的产品线结构非常好，与其他以专科药为主的上市公司相比，仅次于恒瑞医药，产品的丰富程度要好于信立泰，而大品种数量多于恩华药业和人福医药。

表 1、华东医药与其他专科用药产品线比较

公司	2009 年销售额	产品线
恒瑞医药	>3 亿元	多西他赛 (6.8 亿)，奥沙利铂 (4.7 亿)
	>2 亿元	伊立替康、
	>1 亿元	亚叶酸钙、来曲唑、七氟烷、阿曲库铵、克拉霉素、厄贝沙坦，共 6 个品种
信立泰	>3 亿元	氯吡格雷 (3.2 亿)，其他过亿品种暂时没有
恩华药业	>1 亿元	一个过亿品种，咪达唑仑 (力月西，1.3 亿元)
人福医药	>1 亿元	瑞芬太尼、芬太尼和舒芬太尼，共 3 个品种
华东医药	>2 亿元	百令胶囊、阿卡波糖、环孢素和泮托拉唑
	>1 亿元	吗替麦考酚酯

数据来源：兴业证券研究所

2.1 免疫抑制剂：国内最全的产品线组合

暂居低谷的国内免疫抑制剂市场

免疫抑制剂药物主要应用于器官移植抗排斥反应和自身免疫性疾病的治疗，其销量的增长非常依赖于器官移植手术的数量，一般来说，患者在实施器官移植手术之后，需要终身服用免疫抑制药物，这意味着每年新增的患者都将转化为稳定的存量。由于国外器官手术比较普遍，根据 IMS Health 的数据，全球免疫抑制剂市场接近 200 亿美元，增速在两位数，快于药品市场平均增长。

国内免疫抑制剂的市场容量为 50 亿元左右，基数不大，而且增长比较缓慢，主要原因是国内器官移植手术增量有限。实际上，国内需要器官移植的病人数量庞大，主要瓶颈是器官供体的数量非常有限，据统计，国内成功实施器官移植手术的患

者占需要器官移植的比例为 1:100 以上。国内可以用来移植的器官处于严重供不应求状态，一方面是国内缺乏规范的器官捐献体系；另一方面源于国人的传统观念，国内器官的自愿捐献率不到欧美等发达国家的 1%！毫无疑问，国内免疫抑制剂行业目前处于低谷，未来增长空间巨大，但需要国家出台一些政策法规进行规范和监管。

我们认为，有两类政策可能会对免疫抑制剂市场有所促进：1）“脑死亡”法的正式出台。根据国际经验，承认脑死亡的国家器官捐献率明显偏高，我国每年有 30 万左右的脑死亡者，即使按 5% 的捐献比例，也有 1.5 万例，是个巨大的增量（2009 年全国器官移植手术约 1 万例）；2）完善的器官捐献和分配体系的构建。实际上，政府已经开始尝试出台相关政策：2009 年 8 月中国红十字会总会、卫生部在上海联合宣布启动建立人体器官捐献体系，并于 2010 年在我国 10 个省、市开展人体器官捐献试点工作，2011 年还可能出台《中国人体器官捐献试点方案》。总体而言，国内免疫抑制剂市场虽然暂居低谷，但未来加速增长可期。

齐全的免疫抑制剂产品线

公司拥有国内最全的免疫抑制剂产品线：环孢素、吗替麦考酚酯和他克莫司，这几个产品的主要竞争对手都是外资巨头，属于进口替代的典型案列。在免疫抑制剂市场增长缓慢的情况下（估计 10% 左右），公司的几大产品依然保持了稳定的增速（15-30%），主要是市场占有率的提升（抢占外资对手的市场份额）

- **环孢素**：这是一个比较老的产品，已进入成熟期，预计公司该产品 2010 年销售额为 2.3 亿元，基本与 2009 年持平，其主要竞争对手是诺华公司，华东医药和诺华所占的市场份额均在 40% 左右，预计未来销售额也将保持平稳。
- **吗替麦考酚酯**：国内生产厂家不多，基本上是罗氏和华东的天下，其中罗氏的市场份额为 86%，公司仅为 13%（2009 年 PDB 数据），其他厂家的销量都非常有限。2009 年公司该产品的销售收入为 1.14 亿元，预计 2010 年同比增长 20-25%，我们认为未来还将继续在与罗氏的竞争中提高市场份额，保持快速增长。
- **他克莫司**：这是 2009 年新上市的品种，属于全球销售额最大的免疫抑制剂。原研厂家日本藤泽制药占据了 90% 以上的市场份额，公司在国内最大的竞争对手是海正药业，但海正的营销能力明显弱于公司，因此我们认为他克莫司还有极大的成长空间。2010 年公司他克莫司的销售额预计在 3,000 万元左右，同比增长 100% 以上，未来放量可期。

我们将百令胶囊也归于免疫抑制剂的行列，其主要成分为发酵虫草菌丝体干粉，属于器官移植抗排斥反应的辅助用药，效果很好。2010 年百令胶囊的销售额超过 3.5 亿元，同比增长在 20% 以上。百令胶囊也属于 OTC 品种，用来补虚损、益精气、保肺益肾、止咳化痰、收敛镇静，如果公司在 OTC 领域加强运作，还有很大的成长空间，我们认为百令胶囊未来销售额突破 5 亿元没有悬念，目前主要的瓶颈在于产能（生产产地和发酵罐的不足），随着今年产能瓶颈的解决，2011 年百令胶囊的增长有望达到 25-30%。

2.2 糖尿病：新老产品结合

糖尿病在国际上是大病种，根据 IMS Health 的数据，全球糖尿病用药的市场容量超过 300 亿美元，国内糖尿病用药的市场也接近 100 亿元，市场空间较大。公司的糖尿病产品有阿卡波糖、吡格列酮，近期又已推出二甲双胍吡格列酮复合片，以及伏格列波糖。阿卡波糖的成功，为公司在糖尿病领域打开了一片新的天地，后续产品源源不断推出。

- **阿卡波糖：**阿卡波糖是糖尿病的大品种，虽然公司该产品的销售收入超过 3 亿元，但原研厂家德国拜耳公司在国内的销售额超过 12 亿元！由此可见，公司的阿卡波糖在进口替代方面还有很大的空间。
- **吡格列酮：**该品种在国际上是绝对的“重磅炸弹”，2007 年全球销售额为 43 亿美元！但在国内由于原研厂家武田公司的学术推广力度不够，只是辅助用药，市场空间不大，而且生产厂家众多。2010 年公司吡格列酮的销售收入为 5000 万左右，在小基数上还有巨大的增长潜力。

公司今年已推出两个新品种：二甲双胍吡格列酮复合制剂，以及伏格列波糖。这两个新品种的上市，将进一步丰富公司的糖尿病产品线系列，带来新的增长点。

2.3 其他产品

其他产品中，泮托拉唑也是过 2 亿元的大品种，属于消化道系统用药。根据 PDB 的数据，2009 年公司的泮托拉唑在重点城市样本医院的市场份额为 15.7%，仅次于德国安达制药（23.8%）和扬子江药业（20.5%）。由于泮托拉唑在国内生产厂家众多，竞争比较激烈，我们预计未来该品种将保持稳定增长（20%左右）。

除了以上七大主力品种，公司未来还将进军抗肿瘤领域，来曲唑和阿那曲唑都在申报生产批文中，预计 2011 年正式上市。来曲唑在国内的市场基本被原研厂家诺华和恒瑞所把持，而阿斯利康也占据了阿那曲唑 90% 以上的市场份额。由于公司在抗肿瘤领域属于初来乍到，因此前两年也没有寄予过高的期望，公司的思路是依托这两个产品在抗肿瘤领域打开局面站住脚跟，然后再推出新的重磅产品，将抗肿瘤药变成下一个增长点。

免疫抑制剂、糖尿病、抗肿瘤和心血管等四大领域是公司未来的主攻方向，均属于大病种。除了之前介绍的免疫抑制剂和糖尿病品种，公司的计划是 3 年内开发多个抗肿瘤品种和几个高端的心脑血管用药品种，最终构建丰富的产品线，拥有 20 个以上的有竞争力的品种和更多的过亿品种。

3、立足于首仿的“华东模式”

我们认为，华东医药之所以能成长为一家领先的专科用药企业，其主要模式是：选择一个或多个有壁垒的治疗领域（技术壁垒、学术推广壁垒），不断推出首仿产品进行进口替代。

3.1 华东模式：首仿+进口替代

我们深入分析公司的七大主力产品及其竞争格局，可以很明显的看到，公司的产品基本上以首仿为主，而且有一定的技术壁垒（工艺和注册壁垒），大部分产品的生产厂家都不多，主要竞争对手都是外资巨头。华东模式，简而言之，就是首仿+进口替代。

表 2、公司的主要产品及其竞争格局

产品	销售额（2009）	市场份额	主要竞争对手	已销售厂家
百令胶囊	2.9 亿元		济民可信的江西金水宝	2 家
阿卡波糖	2.6 亿元	14.7%	拜耳（81.7%）	4 家
环孢素	2.3 亿元	36.5%	诺华（46.7%）	17 家
泮托拉唑	2.0 亿元	15.7%	德国安达（23.8%），扬子江药业（20.5%）	54 家
吗替麦考酚酯	1.14 亿元	12.8%	罗氏（82.1%）	15 家
吡格列酮	3700 万元	21.9%	北京大洋药业（30.3%），恒瑞医药（26.2%）	23 家
他克莫司	1500 万元	1.35%	藤泽药业，山之内（96.7%）	11 家

数据来源：PDB，兴业证券研究所

在当前医药行业竞争日趋激烈，药品降价此起彼伏的大环境下，华东医药的模式在将来能否继续取得成功？我们认为：

- **进口替代还有很大空间。**我们可以看到，阿卡波糖、吗替麦考酚酯和他克莫司等产品的主要竞争对手都是跨国医药巨头，而且公司占据的市场份额还很小，公司将凭借价格优势和突出的营销能力不断从外资手上抢占市场份额。
- **多种壁垒阻断竞争对手的介入。**公司选择的品种在生产工艺上均有一定的壁垒，如上市已超过 10 年的环孢素，至今也仅有 17 家厂家在销售（大部分销售规模很小），很多企业仍然无法顺利取得药证；此外，公司选取的免疫抑制剂和糖尿病领域，对学术推广的要求极高，很多企业即使能够成功推出产品，但由于推广能力的不足，很难在医院大规模的销售，如海正药业的他克莫司，上市时间要早于华东医药，但销售额一直不大，主要原因就是学术推广队伍比较薄弱。
- **药品降价空间有限。**公司的专科用药产品主要竞争对手都是以原研为主的跨国制药巨头，价格优势明显；在外资产品价格高企，国内竞争对手较少的情况下，公司的几大主要产品降价的可能性不大，只有生产厂家众多的泮托拉唑有一定的降价压力。

3.2 管理、研发和营销铸就核心竞争力

判断一家专科用药企业是否优秀，我们主要看三个方面：是否有一个好的管理团队？研发能力如何？营销能力是否突出？在之前的深度报告《恒瑞医药：中国的武田，世界的恒瑞》中，我们就深入分析了恒瑞在这三方面的核心竞争力，我们认为，华东医药除了在创新药方面有所欠缺之外，其他都类似或者接近恒瑞。

- **管理层战略清晰。**历年来公司的管理层秉承了“要么唯一，要么第一”的理念，在产品选择上求质（大品种）不求量（品种数量）；在经营上不求规模最大，但求效益最好；专注于有一定壁垒的专科用药和特殊用药。公司在免疫

抑制剂和糖尿病领域的成功，验证了管理层不俗的战略眼光和清晰的发展思路。我们看好公司今后在新的抗肿瘤和心脑血管领域也取得突破。

- **营销能力超强。**自 1993 年以来，公司就走上了以学术推广为主的专科用药营销之路，基本借鉴了外资企业的营销模式（集团与美国默沙东有合作）。通过多年来的努力，公司现有营销人员 800 多人，2009 年实现了 12.5 亿元的制剂销售额，人均销售额接近 150 万元！这一数据要高于恒瑞医药（人均 120 万元左右）和信立泰（人均 100 万元左右）。
- **研发能力突出。**股份公司并没有自己的研发团队，其主要研发平台隶属于华东医药集团。公司的研发模式是，集团公司取得新产品的生产批文之后，以一定的价格转让给股份公司（如之前以 2500 万转让的吡格列酮二甲胍片和伏格列波糖原料药及制剂产品新药技术）。集团拥有生物工程实验室和发酵工程实验室两大研发平台，多年来不断推出首仿的新品种证明了该研发平台具备较强的实力。

公司在管理、营销和研发这三方面的优势，是支撑“华东模式”取得成功的关键所在，我们看好公司未来在专科用药的道路上继续成长。

4、治理结构改善，有望带来业绩和估值的双重提升

公司在管理、营销和研发等三方面都堪称优秀，产品线丰富而且竞争力强，但公司的估值一直低于同类专科用药企业。

表 3、华东医药与可比公司估值比较

公司	EPS（元）			PE（以 2011-1-7 日股价）			股价	市值（亿元）
	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E		
恒瑞医药	1.06	1.33	1.66	52.8	42.1	33.7	56.00	420
信立泰	1.54	2.08	2.75	45.7	33.8	25.6	70.34	160
恩华药业	0.36	0.50	0.74	63.1	45.4	30.7	22.70	53.1
人福医药	0.51	0.64	0.82	48.6	38.8	30.3	24.81	117
华东医药	0.79	1.01	1.37	42.0	32.9	24.2	33.14	144

数据来源：Wind，兴业证券研发中心

公司的估值之所以处于折价状态，我们认为主要有两个原因：

- **治理结构有待改善。**公司的大股东是远大集团，当年股改时承诺“将其所拥有的雷允上药业 70%的股权、武汉远大制药集团 70.98%的股权、四川远大蜀阳药业 40%的股权注入上市公司”，后来该方案因种种原因被董事会否决，股改承诺迟迟不能兑现，影响了公司的再融资；而且，公司在大股东的影响下涉足房地产业务，而且与西安博华存在关联交易，这些都影响了公司在二级市场的估值。
- **市场对其长期成长前景存疑。**华东医药在过去不能算一家稳定高成长的企业，主要原因并非公司质地不够优秀，而是受制于融资瓶颈。从公司 2009 年的年报可以看出，公司资产负债率高达 63.75%，财务费用 5,100 万元，对盈利有较大影响；而且，融资不畅也拖累了公司的发展步伐，如早在 2005 年公司就提出了国际化战略，希望早日实现原料药和制剂出口，但建设高标准的原料

药和制剂车间需要大量的资金投入，因此这一战略迟迟得不到实施。

大股东远大集团作为民营企业，持有公司 35%的股权，非常看重公司的医药主业，对公司长期发展所面临的问题也并非熟视无睹，而是积极寻求解决的方案。我们认为，公司的治理结构在未来有望得到改善：

- **退出房地产业务。**2010 年 4 月 29 日，公司与远大集团、浙江远大房地产公司达成民事调解，约定将杭州杨歧房地产开发有限公司 100%股权以人民币 1.8 亿元的价格转让给中国远大。公司今后的发展将聚焦医药主业，不再涉足房地产相关业务。
- **股改承诺有望得到解决。**从大股东的角度出发，他们有意愿寻求股改承诺的解决方案，协助公司更好的发展。当然，具体的解决方案我们还不得而知，如果能出台类似于业绩承诺或者股权激励方案（或与业绩挂钩的现金激励方案等），有可能得到管理层和流通股东的支持，投资者认同度也会比较高。

我们预计，公司在今年有望彻底解决股改承诺问题，从而启动再融资项目，届时将给公司的业绩和估值带来双重提升：再融资降低财务费用，募集资金项目（建设高标准的原料药和制剂基地）解决产能瓶颈，开启国际化之路，无论是短期还是长期都能提升公司业绩；业绩的快速增长，治理结构的改善，必将使得公司的估值得到提升，向一线公司看齐。

5、盈利预测与估值

关键假设：

- 来曲唑和阿那曲唑 2011 年正式上市，二甲双胍吡格列酮复合片和伏格列波糖 2011 年开始销售；
- 期间费用率保持稳定；
- 产品价格平稳，毛利率不受药品降价影响。

表 4、公司主要制剂产品销售预测

年份		2009	2010E	2011E	2012E
百令胶囊	销售收入（百万元）	292.00	355.00	461.50	576.88
	同比增长率 %	18.22%	21.58%	30.00%	25.00%
阿卡波糖	销售收入（百万元）	258.00	322.50	387.00	464.40
	同比增长率 %	33.00%	25.00%	20.00%	20.00%
环孢素	销售收入（百万元）	230.00	235.00	235.00	235.00
	同比增长率 %	-2.95%	2.17%	0.00%	0.00%
泮托拉唑	销售收入（百万元）	200.00	245.00	294.00	352.80
	同比增长率 %	17.47%	22.50%	20.00%	20.00%
吗替麦考酚酯	销售收入（百万元）	114.00	142.50	171.00	205.20
	同比增长率 %	34.90%	25.00%	20.00%	20.00%
吡格列酮	销售收入（百万元）	37.00	50.00	70.00	98.00
	同比增长率 %	46.80%	35.14%	40.00%	40.00%
他克莫司	销售收入（百万元）	15.00	30.00	51.00	76.50
	同比增长率 %		100.00%	70.00%	50.00%
二甲双胍吡格列酮复合片	销售收入（百万元）	0	0	10.00	20.00
	同比增长率 %				
伏格列波糖	销售收入（百万元）	0	0	10.00	25.00
	同比增长率 %				

来曲唑	销售收入（百万元）	0	0	5.00	20.00
阿那曲唑	销售收入（百万元）	0	0	5.00	20.00
所有制剂总计	销售收入（百万元）	1252.61	1518.59	1879.67	2318.99
	同比增长率 %	28.19%	21.23%	23.78%	23.37%

数据来源：兴业证券研究所

表 5、公司盈利预测假设

年份		2009	2010E	2011E	2012E
医药工业	销售收入（百万元）	1313.73	1604.16	1969.52	2413.33
	同比增长率 %	24.33%	22.11%	22.78%	22.53%
	毛利率 %	78.24%	78.00%	78.00%	78.00%
制剂	销售收入（百万元）	1252.61	1518.59	1879.67	2318.99
	同比增长率 %	28.19%	21.23%	23.78%	23.37%
原料药	销售收入（百万元）	61.12	67.23	70.59	74.12
	同比增长率 %	5.02%	10.00%	5.00%	5.00%
医药商业	销售收入（百万元）	6072.16	7408.04	8741.48	10052.70
	同比增长率 %	23.12%	22.00%	18.00%	15.00%
	毛利率 %	5.41%	6.00%	6.00%	6.00%
房地产业务	销售收入（百万元）	392.50	70.00	0	0
	同比增长率 %	1666.43%	-82.17%	0	0
	毛利率 %	48.23%	39.00%	0	0
营业费用 /主营业务收入 %		8.52%	8.60%	8.50%	8.50%
管理费用 /主营业务收入 %		3.16%	3.35%	3.35%	3.35%
财务费用 /主营业务收入 %		0.65%	0.44%	0.50%	0.42%
实际税率 %		20.86%	20.00%	20.00%	20.00%

数据来源：兴业证券研究所

基于以上假设，我们预测未来三年公司盈利如下：

表 6、公司盈利预测结果

项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	7825	9064	10692	12446
增长率 %	30.1%	15.8%	18.0%	16.4%
营业利润（万元）	537	521	652	861
增长率 %	96.6%	-3.0%	25.2%	32.1%
净利润（万元）	378	342	437	595
增长率 %	124.4%	-9.5%	27.8%	36.0%
最新摊薄每股收益（元）	0.87	0.79	1.01	1.37
每股净资产（元）	2.60	2.73	3.74	5.11
动态市盈率（倍）	38.01	42.02	32.88	24.18
市净率（倍）	12.72	12.12	8.86	6.48

数据来源：兴业证券研究所

我们预估公司 2010-2012 年的 EPS 分别为：0.79、1.01 和 1.37 元，对应的估值水平分别为：42.0、32.9 和 24.2 倍。作为一家优秀的专科用药企业，公司的估值要明显低于可比公司，我们看好公司在治理结构改善后通过再融资获取更为广阔的发展空间，给予“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2887	3728	4418	5383
货币资金	567	1018	1229	1681
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1268	1469	1733	2017
其他应收款	24	37	40	48
存货	725	852	1002	1156
非流动资产	682	944	1112	1225
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	30	30	30	30
投资性房地产	13	13	13	13
固定资产	403	635	802	906
在建工程	24	25	26	26
油气资产	0	0	0	0
无形资产	118	125	130	133
资产总计	3569	4672	5530	6608
流动负债	2244	3212	3542	3926
短期借款	503	1076	1076	1076
应付票据	323	441	562	698
应付账款	1010	1186	1395	1609
其他	408	508	509	542
非流动负债	31	31	31	31
长期借款	4	4	4	4
其他	27	27	27	27
负债合计	2275	3242	3573	3957
股本	434	434	434	434
资本公积	60	60	60	60
未分配利润	591	613	1007	1542
少数股东权益	163	243	333	433
股东权益合计	1294	1430	1957	2652
负债及权益合计	3569	4672	5530	6608

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	378	342	437	595
折旧和摊销	61	69	88	103
资产减值准备	22	16	18	21
无形资产摊销	12	13	15	17
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	51	40	53	52
投资损失	-5	-5	-5	-5
少数股东损益	69	80	90	100
营运资金的变动	19	85	167	149
经营活动产生现金流量	573	442	524	714
投资活动产生现金流量	-82	-310	-260	-210
融资活动产生现金流量	-310	319	-53	-52
现金净变动	181	451	211	453
现金的期初余额	482	567	1018	1229
现金的期末余额	663	1018	1229	1681

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7825	9064	10692	12446
营业成本	6262	7355	8646	9976
营业税金及附加	39	45	53	62
销售费用	667	779	909	1058
管理费用	247	304	358	417
财务费用	51	40	53	52
资产减值损失	28	25	25	25
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	5	5	5	5
营业利润	537	521	652	861
营业外收入	39	13	13	13
营业外支出	10	6	6	6
利润总额	565	528	659	868
所得税	118	106	132	174
净利润	447	422	527	695
少数股东损益	69	80	90	100
归属母公司净利润	378	342	437	595
EPS（元）	0.87	0.79	1.01	1.37

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	30.1%	15.8%	18.0%	16.4%
营业利润增长率	96.6%	-3.0%	25.2%	32.1%
净利润增长率	124.4%	-9.5%	27.8%	36.0%
盈利能力(%)				
毛利率	20.0%	18.9%	19.1%	19.8%
净利率	4.8%	3.8%	4.1%	4.8%
ROE	33.5%	28.9%	26.9%	26.8%
偿债能力(%)				
资产负债率	63.7%	69.4%	64.6%	59.9%
流动比率	1.29	1.16	1.25	1.37
速动比率	0.96	0.89	0.96	1.07
营运能力(次)				
资产周转率	2.35	2.20	2.10	2.05
应收帐款周转率	7.22	6.26	6.31	6.27
每股资料（元）				
每股收益	0.87	0.79	1.01	1.37
每股经营现金	1.31	1.02	1.21	1.64
每股净资产	2.60	2.73	3.74	5.11
估值比率（倍）				
PE	38.01	42.02	32.88	24.18
PB	12.72	12.12	8.86	6.48

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,具备证券投资咨询业务资格。本所报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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,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。