



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年1月28日

医疗保健

研究部

孙亮¹

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208030080
sunl@cicc.com.cn

推荐

华东医药 (000963.CH)

调研纪要

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	7,825	8,989	10,693	12,665
(+/-)	30%	15%	19%	18%
主营业务利润	1,524	1,633	1,933	2,322
(+/-)	32%	7%	18%	20%
净利润	378	346	442	555
(+/-)	124%	-8%	28%	26%
EPS (元)	0.87	0.80	1.02	1.28
P/E	32.9	35.9	28.1	22.4
P/B	11.0	9.2	7.6	6.2
EV/EBITDA	18.8	18.7	14.6	12.1
ROE	33.5%	25.6%	26.9%	27.7%

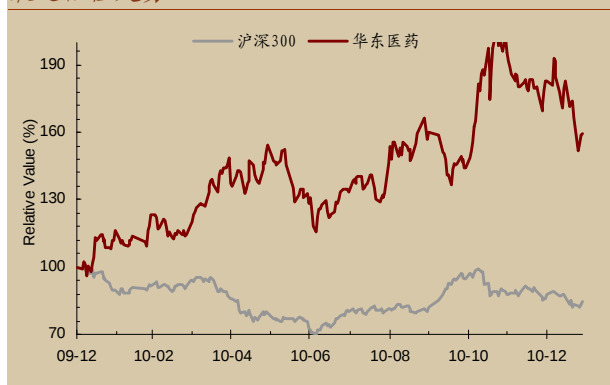
股票信息

A股	
当前股价	人民币 28.65
股票代码	000963.CH
日成交量 (百万股)	2.18
52周最高价/最低价	人民币 38.08/17.89
总市值 (百万元)	12,436
发行股数 (百万股)	434
其中: 流通股 (百万股)	434
主要股东 (持股比例)	中国远大集团 (35.5%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[华东医药]	-8.23	-7.34	+7.95	+61.32
[沪深300指数]	+2.78	-0.61	-11.09	-14.96
[沪深300医药指数]	-0.45	-5.59	-11.40	+10.84

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

公司近况:

我们近期拜访了华东医药, 对公司的业绩、股改和再融资问题进行了沟通, 评论如下:

评论:

百令胶囊产能受限。作为多科室用药, 百令胶囊的产能最为紧张。由于医保适应症限制, 目前百令只能在医院使用医保报销, 在药房无法使用医保。2010年公司结合市场调查, 推出0.5克产品, 布局可报销的医院市场, 0.2克产品主要投放零售市场。0.2克零售价30多元, 0.5克70多元。0.5克规格2011年销售占比将达到40%。目前还有1/3左右的城市没有招标, 预计百令胶囊2010年销售3.7~3.8亿元, 2011年可达5亿元, 未来5年计划实现年销售10个亿。产能扩张(短期依赖大规模、缩短发酵周期和赛思平厂区改造, 未来看融资扩产)和价格策略(新规格在新地区的中标价格有所增长)可保障未来两年实现30~35%的销售增长。

赛莫司销售处于上升期。FK506 由于部分省市补标和二次议价等问题, 导致2009、2010年销售无法放量, 处于市场铺设阶段。2010年完成销售3000多万(只在全国1/3的城市卖了大半年), 2011年预计销售7~8千万。该产品主要竞争对手还是藤泽, 销售规模7~8个亿。终端售价藤泽1488元一盒, 华东便宜约200元。

2011年上半年力求解决股改问题, 下半年推出融资计划。股改解决具体方案尚未确定。总体看, 公司主业运营稳定有序, 解决股改遗留问题有助于理顺公司治理结构, 为再融资扫清障碍。融资做大, 破除产能瓶颈、后续新产品陆续上马将打开公司长期发展空间。

估值与建议:

我们维持2010、2011和2012年的经营业绩预期为0.80、1.02和1.28元, 对应动态市盈率36x、28x和22x, 考虑公司估值水平和股改问题解决后乐观前景, 维持“推荐”评级。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

赛斯平进入成熟期。由于新产品替代效应，环孢素国际销售下降了很多，在国内市场，华东和诺华的市场占有率都为 40%（按量计算）。诺华销售额 3 亿，华东销售 2.5 亿左右。华东的市场份额逐年上升，诺华份额逐年下降。器官移植的低迷降低了该产品在抗排异领域的销售。目前公司正在做血液病治疗的拓展，从而抵消了抗排异领域应用降低带来的负面影响。该产品未来有可能纳入基药，存在降价风险。

其他产品基本维持稳定增长，精麻类产品处于开拓期。公司曲马多和可待因的终端销售价分别为 30 多和 40 多元。可待因市场状况稍好一些，曲马多竞争激烈，卖起来有难度。

新产品开发持续推进。2011 年下半年奥沙利铂、阿拉曲唑、来曲唑等品种有望进入销售第一梯队。阿德福韦酯在报生产批文。新产品研发方面主要依靠研究所，所以平时公司管理费用中研发费用较低。未来有望推出首仿新品。

医药商业竞争激烈。今明两年商业销售维持 20% 以上增长，由于和英特药业的激烈竞争，毛利率略微下降，未来将维持在 5-6% 的水平。预计 2011 年华东医药商业仍维持浙江省第一的地位。

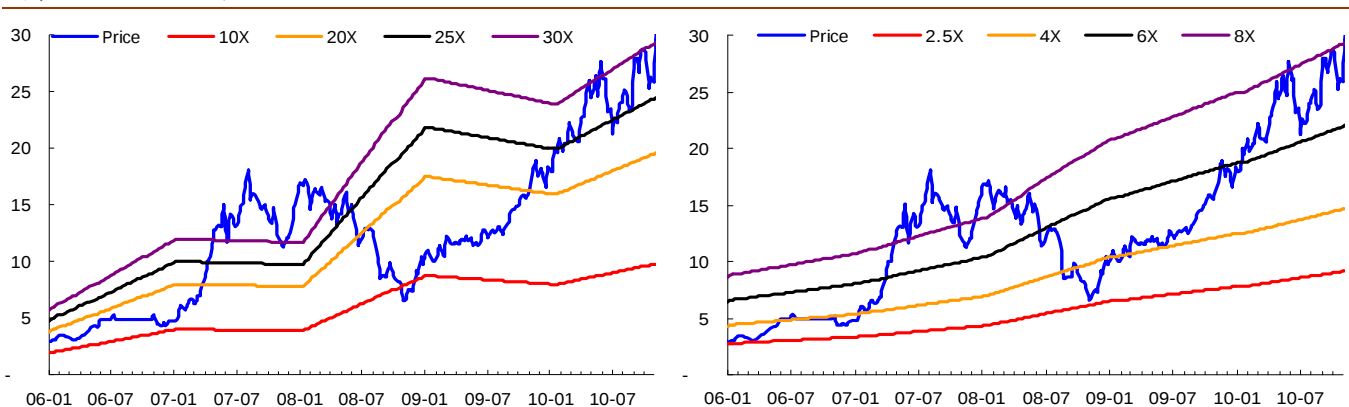
子公司运行稳定。博华从 2010 年起无商誉计提。因固定资产高折旧，预计九州 2011 年业绩持平，明年可实现赢利。

图表 1: 历史和预测的财务指标

单位: 人民币百万元	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
损益表					成长性指标				
主营业务收入	7,825	8,989	10,693	12,665	主营业务收入增长率	30%	15%	19%	18%
主营业务成本	-6,262	-7,311	-8,706	-10,279	毛利率	20%	19%	19%	19%
主营业务利润	1,563	1,678	1,987	2,385	三项费用	12%	13%	12%	12%
营业费用	-667	-729	-830	-983	营业利润率	7%	6%	6%	6%
管理费用	-247	-343	-397	-471	税前利润率	7%	6%	6%	6%
财务费用	-51	-55	-62	-64	息税前利润率	9%	7%	8%	8%
营业利润	531	507	644	805	净利润率	5%	4%	4%	4%
税前利润	537	512	649	810	收益率指标				
净利润	378	346	442	555	资产收益率	11%	7%	8%	9%
现金流量表					净资产收益率	33%	26%	27%	28%
经营活动现金流	568	478	637	690	营运效率性指标				
营运资本的增加	18	-42	-67	-133	应收及其他帐款回收期(天)	68	66	65	65
投资活动现金流	-106	-61	-61	-60	存货周转期(天)	34	37	36	36
资本支出	129	75	75	75	负债指标				
自由现金流	441	237	262	441	净债务/所有者权益	1.51	-	-	-
融资活动现金流	-349	334	-217	-258	资产负债率	68%	71%	70%	69%
货币资金增加额	113	750	359	371	流动比率	1.0	1.0	1.1	1.2
资产负债表					速动比例	1.3	1.3	1.4	1.5
货币资金	567	1,331	1,690	2,061	估值指标				
应收款项	1,458	1,629	1,905	2,252	摊薄每股收益(元)	0.39	0.87	0.80	1.02
存货	725	901	1,050	1,239	每股经营现金流(元)	0.79	1.31	1.10	1.47
固定资产	403	433	444	449	市盈率	80.3	35.8	39.1	30.6
短期借款	503	1,003	1,003	1,003	市净率	12.0	10.0	8.2	6.8
应付款项	1,355	1,605	1,911	2,256	EV/EBITDA	20	20	16	13
股东权益	1,131	1,356	1,643	2,004	现金分红收益率	1.06%	0.90%	1.14%	1.43%
总资产	3,569	4,709	5,472	6,380					

资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 1: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 2：可比公司估值

公司名称	代码	收盘价	总市值	每股收益(元)			P/E			EV/EBITDA		股息收益率	净资产收益率		P/B	PEG	Growth
		11-1-26	(百万元)	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2009A	2009A	2010E	LTM	2010E	2009-2011E
海正药业	600267	33.68	16,294	0.56	0.74	0.99	60x	46x	34x	8x	7x	0.4%	14%	13%	6.1x	1.40	33%
华海药业	600521	13.22	5,934	0.37	0.30	0.47	36x	44x	28x	26x	32x	0.8%	14%	7%	3.1x	3.26	13%
海翔药业	002099	22.07	3,542	0.19	0.58	0.88	117x	38x	25x	42x	23x	0.5%	5%	15%	5.7x	0.33	116%
华邦制药	002004	39.99	5,279	0.97	0.82	0.98	41x	49x	41x	28x		0.0%	16%	13%	5.7x	61.68	1%
天药股份	600488	8.93	4,848	0.12	0.15	0.22	74x	58x	41x	36x	28x	0.3%	4%	5%	3.1x	1.64	35%
浙江医药	600216	29.97	13,488	2.70	2.95	3.39	11x	10x	9x	9x	8x	2.7%	52%	36%	3.8x	0.83	12%
新和成	002001	24.16	17,539	1.40	1.65	1.95	17x	15x	12x	13x		4.1%	44%	25%	4.1x	0.82	18%
海普瑞	002399	125.13	50,065	2.02	3.39	4.89	62x	37x	26x	51x	30x	0.0%	118%	26%	6.5x	0.66	56%
华北制药	600812	12.65	13,012	-0.37	0.35	0.63		36x	20x	89x	21x	0.0%	-34%	32%	13.1x	0.56	64%
新华制药	000756	7.05	2,167	0.22	0.25	0.30	32x	29x	24x	13x		0.7%	7%	0%	1.9x	1.91	15%
大宗原料药——中值			4,981				74x	42x	31x	40x	30x	0.3%	15%	12%	5.5x	0.83	43%
云南白药	000538	56.29	39,080	0.87	1.29	1.67	65x	44x	34x	11x	9x	0.4%	18%	21%	8.9x	1.13	38%
同仁堂	600085	29.21	15,213	0.55	0.59	0.77	53x	49x	38x	5x	5x	0.8%	10%	10%	4.9x	2.67	18%
广州药业	600332	18.00	10,638	0.26	0.34	0.43	69x	53x	42x	4x	3x	0.3%	7%	8%	4.3x	1.85	29%
东阿阿胶	000423	49.62	32,453	0.60	0.89	1.52	83x	56x	33x	19x	17x	0.7%	21%	30%	16.8x	0.94	59%
片仔癀	600436	58.47	8,186	0.93	1.35	1.62	63x	43x	36x	11x	10x	0.9%	17%	22%	9.3x	1.33	32%
康美药业	600518	14.62	32,145	0.23	0.35	0.55	64x	42x	27x	47x	34x	0.2%	14%	2%	0.8x	0.76	55%
贵州百灵	002424	31.15	7,326	0.47	0.67	0.96	66x	47x	32x	49x	42x	0.0%	35%	13%	4.0x	1.11	42%
中恒集团	600252	29.69	16,207	0.23	0.79	1.76	129x	38x	17x	84x	28x	0.0%	25%	32%	14.7x	0.21	177%
马应龙	600993	36.47	6,046	1.09	0.99	1.33	34x	37x	27x	26x	29x	0.8%	21%	15%	6.0x	3.42	11%
中药业	600329	12.75	6,876	0.35	0.42	0.52	37x	30x	24x	20x	19x	0.0%	19%	15%	5.4x	1.33	23%
品牌中药——中值			7,756				64x	42x	30x	31x	28x	0.7%	16%	12%	6.8x	1.13	34%
天士力	600535	33.39	17,243	0.61	0.84	1.03	54x	40x	32x	9x	9x	1.2%	16%	20%	7.8x	1.34	30%
康缘药业	600557	15.98	6,642	0.39	0.48	0.64	41x	33x	25x	35x	28x	0.8%	16%	16%	5.2x	1.15	29%
武汉健民	600976	20.77	3,186	0.32	0.47	0.61	65x	44x	34x	46x	33x	0.7%	6%	9%	4.0x	1.16	38%
昆明制药	600422	11.20	3,519	0.19	0.27	0.43	60x	42x	26x	30x	24x	0.4%	9%	12%	5.0x	0.81	52%
上海凯宝	300039	45.68	8,010	0.39	0.79	1.14	117x	58x	40x	90x	50x	0.7%	11%	9%	6.6x	0.82	71%
桂林三金	002275	21.25	9,648	0.68	0.78	0.96	31x	27x	22x	24x	21x	2.6%	24%	18%	5.5x	1.42	19%
仁和药业	000650	19.00	7,983	0.39	0.56	0.73	48x	34x	26x	34x	24x	1.6%	28%	23%	8.9x	0.95	36%
江中药业	600750	29.92	9,310	0.65	0.84	1.04	46x	36x	29x	29x	27x	1.0%	20%	21%	8.3x	1.33	27%
现代中药——中值			4,628				53x	40x	29x	34x	27x	0.6%	16%	12%	5.2x	1.24	31%
恒瑞医药	600276	46.54	34,879	0.89	1.04	1.40	52x	45x	33x	13x	11x	0.0%	29%	24%	10.6x	1.77	25%
科伦药业	002422	134.70	32,328	1.78	2.73	4.01	76x	49x	34x	52x	34x	0.0%	27%	6%	4.8x	0.99	50%
华东医药	000963	28.47	12,358	0.87	0.80	1.02	33x	36x	28x	21x	21x	1.2%	33%	26%	9.1x	4.43	8%
康芝药业	300086	70.00	7,000	0.98	1.54	2.41	72x	45x	29x	57x	57x	0.0%	33%	26%	24.9x	0.79	57%
仙琚制药	002332	15.58	5,319	0.26	0.40	0.55	60x	39x	28x	31x	25x	1.9%	12%	11%	5.0x	0.84	46%
普华药业	002437	60.70	8,498	0.93	1.18	1.76	65x	52x	34x	51x	40x	0.0%	54%	18%	4.1x	1.37	38%
信立泰	002294	61.21	13,895	0.95	1.54	2.09	64x	40x	29x	53x	34x	1.6%	23%	19%	7.9x	0.82	48%
化学制剂药——中值			7,000				57x	42x	30x	35x	32x	0.0%	23%	16%	5.0x	0.99	38%
双鹭药业	002038	46.95	11,877	0.96	1.13	1.63	49x	42x	29x	12x	9x	0.0%	28%	22%	9.3x	1.40	30%
天坛生物	600161	20.07	10,345	0.41	0.50	0.56	49x	40x	36x	25x	22x	0.0%	29%	20%	9.8x	2.30	17%
华兰生物	002007	41.50	23,912	1.06	1.35	1.62	39x	31x	26x	29x	24x	0.7%	44%	33%	11.8x	1.29	24%
沃森生物	300142	111.85	11,185	0.76	1.51	2.42	147x	74x	46x	105x	60x	0.0%	56%	19%	40.4x	0.95	78%
辽宁成大	600739	25.72	23,391	1.47	1.45	1.75	17x	18x	15x	16x		0.0%	23%	17%		1.96	9%
科华生物	002022	15.81	7,783	0.42	0.50	0.64	38x	32x	25x	30x	27x	1.3%	30%	27%	9.0x	1.31	24%
智飞生物	300122	33.60	13,440	0.58	0.72	0.97	58x	46x	35x	49x	40x	0.0%	64%	19%	6.5x	1.57	30%
生物制药——中值			7,783				51x	40x	30x	29x	25x	0.2%	19%	19%	8.9x	1.26	31%
医疗服务		6,107					114x	67x	47x	57x	41x	0.5%	12%	9%	9.4x	1.38	56%
医疗器械——中值			3,600				80x	58x	39x	62x	44x	0.3%	15%	11%	4.4x	1.41	38%
丽珠集团	000513	34.53	8,848	1.63	1.56	1.90	21x	22x	18x	14x	13x	0.0%	25%	18%	3.9x	2.78	8%
哈药股份	600664	22.57	28,032	0.78	0.89	1.06	29x	25x	21x	21x	21x	2.2%	16%	17%	4.5x	1.55	16%
复星医药	600196	11.78	22,434	1.31	0.58	0.70	9x	20x	17x	8x	17x	0.8%	48%	14%	2.8x	0.75	-27%
双鹤药业	600062	25.49	14,573	0.84	0.99	1.22	30x	26x	21x	21x	18x	0.9%	14%	14%	3.9x	1.27	20%
三九医药	000999	21.35	20,900	0.72	0.88	1.10	29x	24x	19x	21x	18x	1.4%	21%	20%	5.2x	1.05	23%
双鹤药业	600062	25.49	14,573	0.84	0.99	1.22	30x	26x	21x	21x	18x	0.9%	14%	14%	3.9x	1.27	20%
综合性制药企业——中值			12,356				30x	25x	21x	20x	18x	0.5%	16%	15%	4.0x	1.11	21%
国药股份	600511	21.14	10,122	0.47	0.68	0.86	45x	31x	24x	10x	9x	0.0%	24%	28%	8.5x	0.88	35%
上海医药	601607	19.34	38,538	0.09	0.75	0.92		26x	21x	5x	5x	0.0%	10%	16%	4.0x	0.11	225%
九州通	600998	13.83	19,646	0.21	0.26	0.35	66x	53x	40x	53x	39x	0.0%	19%	13%	6.3x	1.87	29%
南京医药	600713	10.87	3,770	0.13	0.16	0.23	82x	68x	48x	28x	31x	0.0%	9%	5%	3.7x	2.21	31%
一致药业	000028	27.39	7,364	0.67	0.87	1.16	41x	32x	24x	25x	22x	0.4%	27%	24%	8.1x	1.00	31%
医药商业——中值			4,161				64x	58x	40x	29x	31x	0.0%	11%	6%	5.0x	0.88	29%
全行业——中值			6,141				61x	42x	30x	33x	28x	0.3%	16%	13%	5.3x	1.12	34%

资料来源：WIND，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED