



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

业绩回顾

证券研究报告

2011年4月25日

医疗保健

研究部

孙亮

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010021

sunl@cicc.com.cn

周峰

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511030002

zhoupeak@cicc.com.cn

推荐

华东医药 (000963.SZ)

工商发展稳健, 免疫制剂有望获政策支持

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	7,825	8,972	10,503	12,291
(+/-)	30%	15%	17%	17%
净利润	378	317	413	528
(+/-)	124%	-16%	30%	28%
EPS (元)	0.87	0.73	0.95	1.22
P/E	32.1	38.3	29.4	23.0
P/B	10.7	10.5	8.5	6.9
EV/EBITDA	18.3	21.0	10.0	7.9
ROE	33.5%	27.4%	28.9%	29.8%
现金分红收益率	1.2%	0.0%	1.2%	1.5%

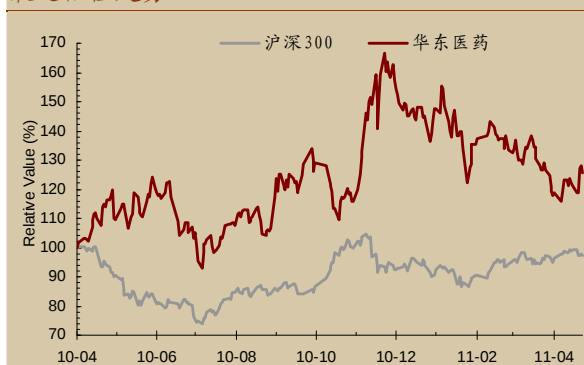
股票信息

当前股价	A股
人民币 28	
股票代码	000963.CH
日成交量 (百万股)	0.94
52周最高价/最低价	人民币 38.08/20.51
总市值 (百万元)	12,154
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]	+2.75	-2.10	-6.26	-14.82
[沪深300指数]	-1.60	+2.89	+10.61	+7.70
[沪深300医药]	-1.17	-0.89	+1.47	-7.55

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

近来事件

2011-4-28 2011年1季度业绩发布

2010 年报业绩小幅低于预期:

2010 年公司实现收入 89.72 亿元, 同比增长 14.7%; 实现净利润 3.17 亿元, 折合 EPS0.73 元, 同比下降 16%, 小幅低于我们的预期, 主要源于房地产项目确认的减少。公司不分配、不转增。

评论:

工商业保持稳健发展势头。报告期公司实现商业收入 74 亿元, 同比上升 21.6%。制剂销售达 14 亿元, 同比上升 13%。其中重点品种百令胶囊新适应症市场开发较好, 同比增长 28%; 泮立苏增长 22%; 他克莫司和赛可平替代新赛斯平明显, 3 者分别增长 181%, 17.4%和 3%。原料药因产能受限, 发展缓慢, 增长只有 7.7%。扣除房地产, 公司工商业收入合计同比增长 20%, 保持稳健发展势头。

器官移植有望在 2012 由规范整顿走向政策支持。2010 年器官移植处于缓慢恢复期 (见图表 3)。因刚性需求下半年部分地区出现不规范现象。卫生部在今年 4 月 18 日下发《关于进一步加强人体器官移植监管工作的通知》, 将整治行动开展到 2011 年底, 将限制 2011 年免疫制剂市场发展。与此同时, 卫生部副部长黄洁夫近日接受《法制晚报》采访时表示: “我国有望年内实现申领驾照时进行器官捐献意愿登记,” “最晚今年年底应该没有问题。” 此项细节是国外发达国家器官捐赠的重要一环, 该法令的实施将意味着配套法律和措施必须完备。乐观预计, 2012 年器官移植将迎来规范发展, 免疫制剂市场将恢复高速增长, 对公司影响重大。

发展趋势:

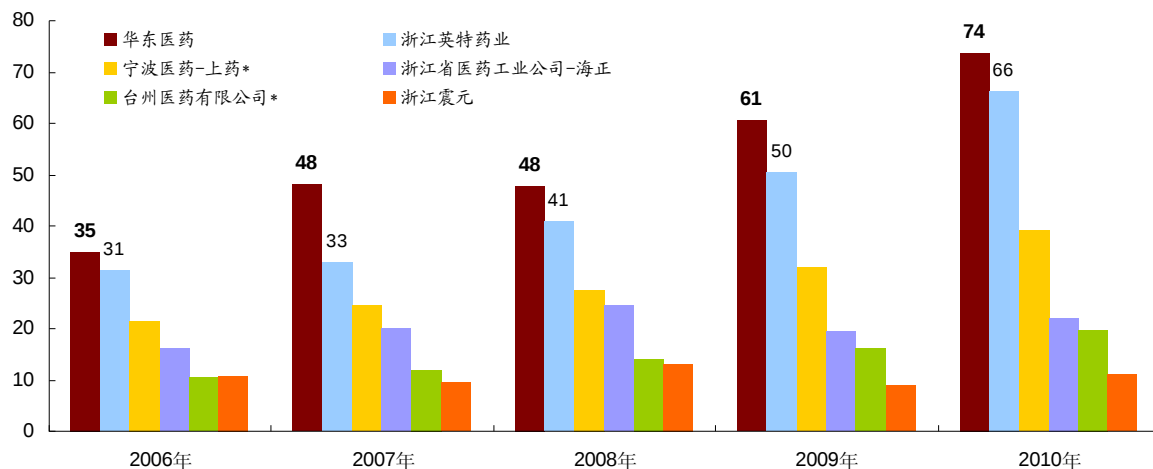
公司研发能力强, 2010 年底, 公司取得奥利司他批文, 同时从集团取得吡格列酮二甲双胍片和伏格列波糖原料药及制剂新药技术, 这两项均有可能成为未来大品种。医改和基本药物制度对公司商业发展影响较大。同时信贷紧缩环境也影响了公司商业的发展, 预计 2011 年商业增速将有所下降。

盈利预测、估值与建议:

我们下调 2011、2012 年 EPS 预期至 0.95 元和 1.22 元, 对应当前 PE 分别是 29x 和 23x。公司股价 1 季度调整幅度较大, 当前估值低于市场平均水平, 尤其低于商业平均估值。维持“推荐”评级。

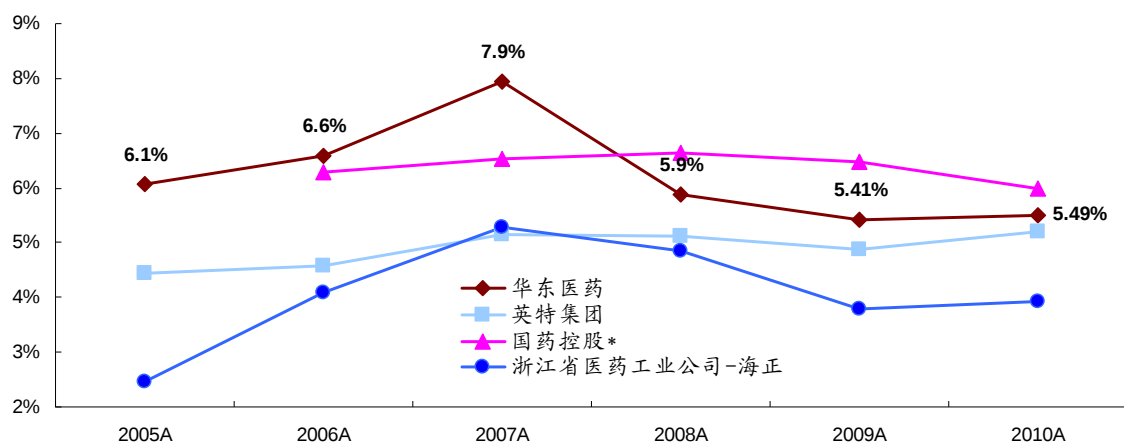
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 浙江地区主要商业公司商业收入 (亿元)



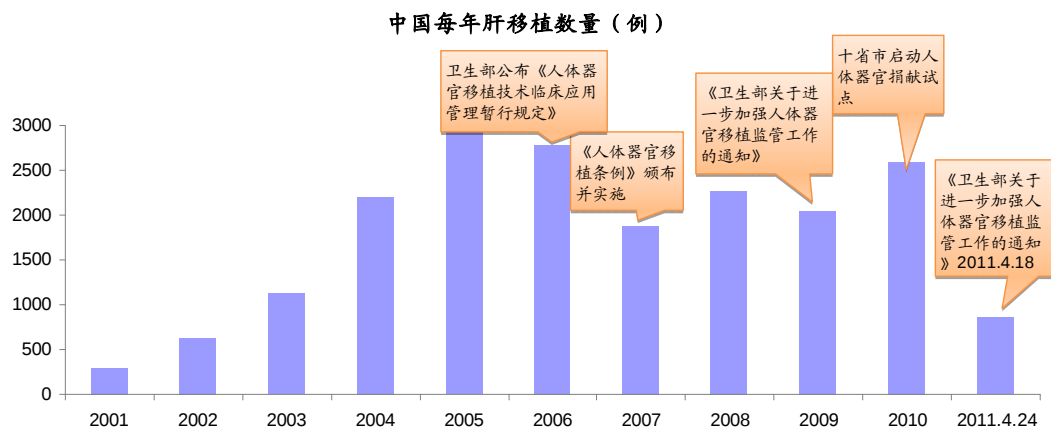
资料来源: Wind, 中金公司研究部, *因上药未披露公司2010年收入数据, 采取上药2010年商业增速假设

图表 2: 国内主要商业公司商业毛利率



资料来源: wind, 中金公司研究部, *国药控股年报中未详细披露商业毛利率, 采用年报中披露的假设毛利率

图表 3: 中国肝移植手术数量 (1993~2011.4.24)



资料来源: 卫生部, 中金公司研究部

图表 4：业绩季度拆解分析

(百万元)	2009A	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	1Q2010	2010H	1-3Q2010	2010A	CICC Comments
主营业务收入	7,825	2,009	2,267	2,253	2,443	2,009	4,276	6,529	8,972	收入同比累计增长15%，其中商业增长22%，制剂增长13%
同比增长率	30.1%	20.5%	39.9%	9.2%	-1.3%	20.5%	30.1%	22.0%	14.7%	
环比增长率		-18.8%	12.8%	-0.6%	8.4%					
主营业务成本	6,262	1,615	1,848	1,830	1,996	1,615	3,463	5,292	7,289	
成本率	80.0%	80.4%	81.5%	81.2%	81.7%	80.4%	81.0%	81.1%	81.2%	
主营业务税金及附加	39	7	6	4	6	7	13	17	23	
占销售收入的%	0.6%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	
主营业务利润	1,524	387	413	419	441	387	800	1,220	1,660	毛利率累计同比下降1pp，主要源于房地产项目的同比大幅减少，其中商业毛利率微升，制剂上升5.3pp。
毛利率	19.5%	19.3%	18.2%	18.6%	18.0%	19.3%	18.7%	18.7%	18.5%	
同比增长率	32.4%	26.4%	26.5%	18.8%	-18.1%	26.4%	26.4%	23.7%	8.9%	
其他业务利润	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
营业费用	667	178	183	209	302	178	361	569	872	营业费率累计同比上升1.2pp，4季度营业费用率环比上升3.1pp。
占销售收入的%	8.5%	8.9%	8.1%	9.3%	12.4%	8.9%	8.4%	8.7%	9.7%	
管理费用	247	66	83	77	24	66	150	226	251	
占销售收入的%	3.2%	3.3%	3.7%	3.4%	1.0%	3.3%	3.5%	3.5%	2.8%	管理费率累计下降0.4pp，4季度管理费用大幅下降。
财务费用	51	12	15	17	18	12	27	43	61	
营业利润	559	131	132	118	96	131	263	381	476	营业利润率同比下降1.8pp，主要源于房地产项目的同比大幅减少。
营业利润率	7.1%	6.5%	5.8%	5.2%	3.9%	6.5%	6.2%	5.8%	5.3%	
同比增长率	81.6%	45.4%	22.6%	8.6%	-62.3%	45.4%	33.0%	24.4%	-14.8%	
环比增长率		-48.2%	0.8%	-11.0%	-18.7%					
投资收益	5.3	1.2	1.4	1.6	3.6	1.2	2.7	4.3	7.9	
资产减值损失	27.8	-	22.0	-	0.6	-	22.0	22.0	22.6	
营业外收入	38.5	2.0	4.7	3.1	39.9	2.0	6.7	9.8	49.7	
营业外支出	10.1	2.0	1.2	1.2	11.5	2.0	3.2	4.4	16.0	
税前利润	565	132	115	121	127	132	247	369	495	
税前利润率	7.2%	6.6%	5.1%	5.4%	5.2%	6.6%	5.8%	5.6%	5.5%	
同比增长率	100.2%	46.4%	11.2%	-2.5%	-48.6%	46.4%	27.6%	15.9%	-12.3%	
所得税	118	28	21	22	29	28	49	71	100	所得税率同比下降0.7pp。
有效税率	20.9%	21.3%	18.5%	17.8%	22.6%	21.3%	20.0%	19.2%	20.1%	
少数股东权益	69	21	18	22	17	21	40	62	79	
净利润	378	83	76	77	82	83	159	236	317	扣除非经常性损益，净利润同比下降20%；不考虑房地产，则净利润同比稳健增长。
净利润率	4.8%	4.1%	3.3%	3.4%	3.3%	4.1%	3.7%	3.6%	3.5%	
同比增长率	124.4%	43.8%	16.0%	1.3%	-54.5%	43.8%	29.1%	18.5%	-16.2%	
环比增长率		-53.7%	-9.1%	2.1%	5.8%					
每股收益 (元)	0.87	0.19	0.17	0.18	0.19	0.19	0.37	0.54	0.73	

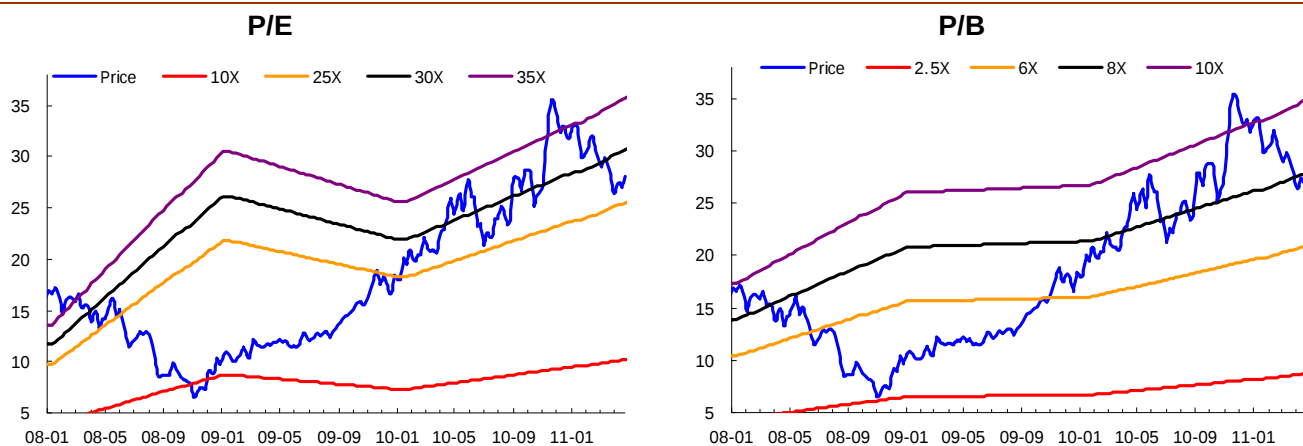
资料来源：WIND, 中金研究部

图表 5: 公司主要财务数据

	2009A	2010A	2011E	2012E		2009A	2010A	2011E	2012E
损益表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
主营业务收入净额	7,825	8,972	10,503	12,291	经营活动现金流净额	568	-28	1,027	1,134
(+/-%)					投资活动现金流净额	-106	-41	-64	-64
主营业务利润	1,524	1,660	1,876	2,267	融资活动现金流净额	-349	-183	361	-297
营业费用	-667	-872	-907	-1,062	货币资金增加额	113	-252	1,324	774
管理费用	-247	-251	-283	-331	财务指标				
财务费用	-51	-61	-95	-112	毛利率	19.5%	18.5%	17.9%	18.4%
营业利润	531	476	591	763	息税前利润率	7.8%	6.0%	6.5%	7.1%
税前利润	537	495	633	805	净利润率	4.8%	3.5%	3.9%	4.3%
所得税	-118	-100	-124	-154	净资产收益率	33.5%	27.4%	28.9%	29.8%
少数股东权益	-69	-79	-95	-121	总资产收益率	11.4%	7.8%	8.4%	8.8%
净利润	378	317	414	530	总资产负债率	63.7%	68.4%	69.3%	66.3%
资产负债表 (百万元)					收入增速	30.1%	14.7%	17.1%	17.0%
货币资金	567	329	1,632	2,413	营业利润增速	96.1%	-14.6%	30.2%	29.1%
应收款项	1,458	1,889	2,181	2,549	净利润增速	124.4%	-16.1%	30.2%	27.9%
存货	725	993	1,148	1,333	流动比率	1.3	1.2	1.4	1.6
流动资产	2,887	3,394	5,173	6,543	速动比率	1.0	0.8	1.1	1.3
固定资产	426	608	200	(251)	应收帐款周转期	68.0	76.9	75.9	75.9
短期借款	503	760	1,260	1,260	存货周转期	42.3	49.7	48.7	48.7
流动负债	2,244	2,901	3,748	4,148	EPS	0.87	0.73	0.95	1.22
长期负债	31	9	109	109	P/E	32.1	38.3	29.4	23.0
少数股东权益	163	187	282	403	P/B	10.7	10.5	8.5	6.9
股东权益	1,131	1,159	1,428	1,772	EV/EBITDA	18.3	21.0	10.0	7.9
总资产	3,569	4,256	5,566	6,432	现金分红收益率	1.2%	0.0%	1.2%	1.5%

资料来源: WIND, 中金研究部

图表 6: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: WIND, 中金研究部

图表 7: 可比公司估值表 (2011-4-22)

公司名称	代码	收盘价 2011-4-22	总市值 (百万元)	每股收益(元)			P/E			EV/EBITDA		股息收益率	净资产收益率		P/B	PEG	Growth
				2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2010A	2010A	2011E	LTM	2011E	2009-2012E
大原原料药——中值			5,526				56x	36x	25x	29x	24	0.0%	10%	14%	5.9x	0.73	43%
品牌中药——中值			9,325				51x	33x	25x	37x	18	0.0%	13%	13%	6.3x	1.00	36%
现代中药——中值			5,205				46x	30x	24x	31x	21	0.0%	13%	15%	5.2x	0.88	35%
恒瑞医药	600276	48.51	36,355	0.97	1.26	1.67	50x	39x	29x	40x	9	0.2%	21%	22%	10.7x	2.03	19%
科伦药业	002422	134.50	32,280	2.76	4.29	5.54	49x	31x	24x	38x	26	0.4%	6%	10%	4.6x	0.57	55%
华东医药	000963	28.00	12,154	0.76	0.95	1.22	37x	29x	23x	22x	16	0.0%	26%	27%	10.7x	6.72	4%
康芝药业	300086	25.28	5,056	1.46	2.04	3.54	17x	12x	7x	32x	28	1.2%	26%	10%	1.4x	0.12	104%
仙琚制药	002332	17.70	6,043	0.35	0.55	0.70	50x	32x	25x	32x	23	0.0%	11%	14%	5.5x	0.70	46%
普华药业	002437	32.01	8,963	0.55	1.76	2.40	58x	18x	13x	45x	29	1.6%	11%	11%	2.3x	0.19	95%
信立泰	002294	65.15	14,789	1.57	2.09	2.74	42x	31x	24x	36x	26	0.0%	19%	21%	7.9x	0.65	48%
化学制剂药——中值			6,043				45x	32x	24x	33x	23	0.0%	15%	11%	4.6x	1.02	36%
生物制剂——中值			8,024				50x	33x	28x	33x	21	0.0%	19%	18%	6.4x	1.10	32%
医疗服务——中值			6,198				69x	49x	34x	39x	32	0.0%	14%	16%	9.7x	1.01	56%
医疗器械——中值			3,952				65x	44x	31x	47x	31	0.0%	11%	12%	5.0x	1.11	37%
丽珠集团	000513	34.33	8,558	1.41	1.75	2.00	24x	20x	17x	14x	11	0.0%	17%	16%	4.0x	5.35	4%
哈药股份	600664	19.84	24,641	0.91	1.04	1.22	22x	19x	16x	16x	15	0.0%	17%	17%	3.8x	1.22	16%
复星医药	600196	11.89	22,643	0.45	0.64	0.83	26x	19x	14x	18x		0.0%	13%	14%	2.7x	0.62	-30%
双鹤药业	600062	26.07	14,904	0.91	1.17	1.43	29x	22x	18x	20x	16	0.0%	14%	15%	3.9x	1.24	18%
三九医药	000999	21.30	20,851	0.83	1.05	1.29	26x	20x	16x	18x	15	0.0%	20%	20%	4.9x	1.01	20%
双鹤药业	600062	26.07	14,904	0.91	1.17	1.43	29x	22x	18x	20x	16	0.0%	14%	15%	3.9x	1.24	18%
综合性制药企业——中值			12,689				26x	21x	18x	19x	16	0.0%	16%	16%	3.9x	0.97	21%
国药股份	600511	19.31	9,246	0.65	0.90	1.12	30x	21x	17x	22x	7	0.0%	24%	31%	7.1x	0.57	38%
上海医药	601607	21.56	42,961	0.69	0.92	1.12	31x	24x	19x	18x	4	0.0%	15%	16%	4.7x	0.10	225%
九州通	600998	13.99	19,873	0.26	0.35	0.45	54x	40x	31x	40x	31	0.0%	13%	15%	8.4x	1.41	29%
南京医药	600713	14.50	5,028	0.12	0.17	0.22	118x	87x	65x	37x	34	0.0%	4%	5%	4.9x	7.29	12%
一致药业	000028	29.83	7,971	0.91	1.16	1.53	33x	26x	19x	21x	20	0.0%	24%	25%	8.2x	0.80	32%
医药商业——中值			6,337				56x	40x	32x	38x	23	0.0%	6%	6%	5.9x	1.41	24%
全行业——中值			6,844				48x	33x	25x	32x	23	0.0%	13%	14%	5.5x	0.98	36%

资料来源: WIND, 中金研究部

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/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