

审慎推荐-A (维持)

华东医药 000963.SZ

目标估值: NA

当前股价: 26.29 元

2011年4月28日

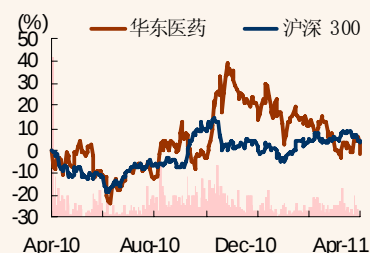
收入增速加快

基础数据

上证综指	2925
总股本(万股)	43406
已上市流通股(万股)	27994
总市值(亿元)	114
流通市值(亿元)	74
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	25.0
资产负债率	68.4%
主要股东	中国远大集团有限责
主要股东持股比例	35.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	0	1
相对表现	-6	5	-2



相关报告

- 1、华东医药(000963)——医药主业平稳发展 2011/4/25
- 2、华东医药(000963)——杭州投资策略会纪要&1季报点评 2010/4/27
- 3、华东医药(000963)——房地产业务确认, 09年业绩略超预期 2010/3/29

李珊珊, CPA

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090511040046

研究助理:

徐列海

0755-83271609
xuliehai@cmschina.com.cn

廖星昊, CIIA

0755-83271617
liaoxh@cmschina.com.cn

公司公布1季报: 剔除2010年房地产业务影响, 医药主业收入、净利润同比增长30%、22%, 实现EPS 0.21元。工业、商业收入增长分别超过20%、30%, 商业竞争有所加剧, 毛利率同比有所下降。维持预计2011年净利润同比增长32%, 实现EPS 0.97元, 维持“审慎推荐-A”评级。

□ **主业增速加快:** 1季度分别实现收入、净利润25.6亿元、9066万元, 同比分别增长27.4%和9.1%, 实现EPS 0.21元。由于2010年同期房地产确认收入约4500万元, 贡献净利润约900万元, 该业务2010年5月已转让, 剔除房地产因素, 医药主业收入同比增长约30%, 净利润同比增长22%。由于2010年同期房地产业务毛利率较高以及2011年浙江省开始以省为单位招标以后中标价格有所下降、竞争加剧等因素影响, 综合毛利率同比下降0.8个百分点, 营业费率和管理费率同比下降0.1个、0.2个百分点, 借款有所增加, 财务费率上升0.2个百分点, 净利率同比下降0.6个百分点至4.6%。

□ **工业增长超过20%:** 主要产品百令胶囊、赛可平、卡博平和泮立苏同比分别增长约27%、20%、25%、20%, 新赛斯平基本持平, 他克莫司保持快速增长。

□ **商业增长超过30%:** 母公司实现收入20.2亿元, 同比增长31.8%, 毛利率5.4%, 环比略升0.3个百分点, 也高于2010年全年的5.3%, 但同比下降了0.7个百分点。商业一般在年初信用期比较宽松, 从而可能获得相对较高的毛利率, 但需强调的是商业返点的时点也导致了季度毛利率分布的不确定性。期末母公司应收账款19.4亿元, 较期初增加了7.7亿元, 应收账款周转略有下降; 同时, 由于存货有所增加, 1季度母公司每股经营性净现金-1.14元。1季度母公司增加了短期借款2.1亿元, 从而导致了财务费用增加了约860万元, 期末账上现金只有2.7亿元, 医药商业业务资金压力较大。我们认为统一招标以后, 市场份额将向华东医药等龙头企业集中, 目前来看, 全年毛利率水平也可维持。

□ **免疫抑制剂长远增速有望加快:** 卫生部官员近日透露有望年内实现申领驾照时进行器官捐献意愿登记, 从而居民在申领驾照时将对遇到车祸等意外情况死亡后, 是否愿意捐献自己的器官以及捐献何种器官作出选择。据报道澳大利亚、英国愿意捐赠的驾照持有比例分别为80%、45%。目前国内每年有统计的交通意外死亡人数超过10万人(包括未持有驾照者), 我们认为通过建立登记系统、加强宣传, 未来通过该途径捐献的器官数量有望大幅度增加。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	7825	8972	10587	12387	14368
同比增长	30%	15%	18%	17%	16%
营业利润(百万元)	537	462	635	807	993
同比增长	97%	-14%	37%	27%	23%
净利润(百万元)	379	317	419	530	648
同比增长	125%	-16%	32%	26%	22%
每股收益(元)	0.87	0.73	0.97	1.22	1.49
PE	30.1	36.0	27.2	21.5	17.6
PB	10.1	9.8	7.9	6.3	5.0

资料来源: 招商证券

降糖药产品线逐渐丰富: 2010 年新增伏格列波糖和吡格列酮二甲双胍片两个生产批文, 包括阿卡波糖、吡格列酮共有 4 个降糖药, 目前阿卡波糖规模接近 3 亿元, 吡格列酮接近 5 千万, 新产品预计近期投放市场, 我们认为降糖药批文增多将形成规模化优势, 预计未来降糖药系列将保持较快增长。

2011 年的主要增长点: 医药工业: 百令胶囊新科室以及新品推广顺利, 预计 2011 年同比增长将超过 25%; 免疫抑制剂老品种保持稳定增长, 他克莫司已在一半省市中标, 开始进入爆发阶段, 预计 2011 年增速超过 100%; 阿卡波糖加强推广, 2011 年增速有望超过 20%。**医药商业:** 浙江省 2010 年省统一招标以后, 行业竞争趋于激烈, 导致商业回款速度下降、备货增多, 但市场份额也向华东一类优势企业集中, 预计商业 2011 年收入仍将保持较快增长。

维持业绩预测和“审慎推荐-A”评级: 预计 2011~2013 年收入同比分别增长 18%、17%和 16%, 净利润同比分别增长 32%、26%和 22%, 实现 EPS 0.97 元、1.22 元和 1.49 元。公司在研产品包括免疫抑制剂、降糖药、抗肿瘤药等, 在建制剂大楼将用于新产品投产, 预计 2011 年投入使用; 医药商业受益于集中招标, 在建物流中心将加强其区域优势。当前股价对应 2011 年预测 PE 27 倍, 维持“审慎推荐-A”评级。

主要风险是医药商业资金需求较高, 造成公司资金压力较大; 大股东股改承诺问题限制公司发展。

表 1: 华东医药 2011 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	
	2011Q1	增长(率)	2011Q1	增长(率)
营业收入	2,559	27.4%	2,015	31.8%
毛利率	18.8%	-0.8%	5.4%	-0.7%
营业费用率	8.8%	-0.1%	1.8%	-0.5%
管理费用率	3.1%	-0.2%	0.8%	0.2%
财务费用率	0.8%	0.2%	0.8%	0.3%
期间费用率	12.7%	-0.1%	3.4%	0.0%
营业利润	146	10.3%	224	18.7%
营业利率	5.7%	-0.9%	11.1%	-1.2%
利润总额	148	11.5%	224	19.0%
利润率	5.8%	-0.8%	11.1%	-1.2%
实际所得税率	19.8%	-1.5%	4.0%	-1.0%
净利润	91	9.1%	215	20.3%
净利率	4.6%	-0.6%	10.6%	-1.0%
应收账款周转天数	68.0	2.5	70.5	3.0
存货周转天数	42.5	-1.8	42.2	7.2
每股经营现金流(元)	-1.14	26.4%	-1.14	4.5%

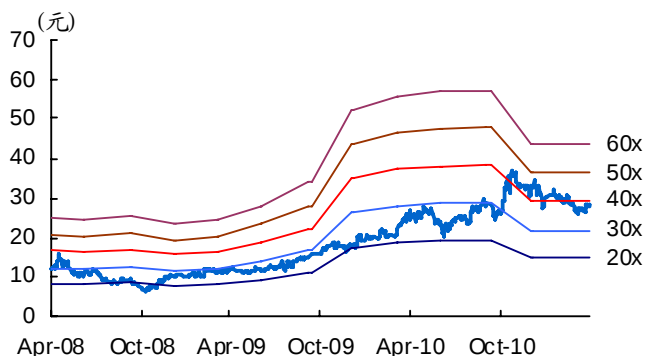
资料来源: 公司报告、招商证券研究

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	10Q3	10Q4	11Q1	09A	10Q1	10A	11Q1
一、营业总收入	1264	1052	1371	1167	1606	1362	1587	1462	1667	1620	2063	2475	2009	2267	2253	2443	2559	7825	2009	8972	2559
二、营业总成本	1196	981	1330	1044	1530	1296	1531	1388	1577	1521	1960	2236	1878	2157	2136	2348	2414	7293	1878	8518	2414
其中:营业成本	1034	800	1135	846	1326	1075	1299	1151	1357	1291	1705	1909	1615	1848	1830	1996	2078	6262	1615	7289	2078
营业税金及附加	4	4	7	5	4	3	3	4	4	3	4	28	7	6	4	6	12	39	7	23	12
销售费用	94	112	126	117	126	130	140	138	145	154	175	243	178	183	209	302	224	717	178	872	224
管理费用	48	49	50	66	58	62	67	55	59	53	59	25	66	84	77	24	80	196	66	251	80
财务费用	16	10	13	16	16	19	17	16	12	11	11	17	12	15	17	18	21	51	12	61	21
资产减值损失	0	6	-1	-5	0	7	5	25	0	9	5	14	0	22	0	1	0	28	0	23	0
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	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	0	0	0
投资收益	1	4	1	-5	1	1	1	-1	1	1	1	1	1	1	1	2	4	5	1	8	1
四、营业利润	69	75	42	118	77	66	57	73	92	100	105	241	132	112	119	99	146	537	132	462	146
加:营业外收入	0	0	0	10	0	2	1	11	0	5	20	13	2	5	3	40	5	39	2	50	5
减:营业外支出	1	1	0	7	0	3	1	0	1	2	1	6	2	1	1	12	3	10	2	16	3
五、利润总额	69	74	41	120	76	65	57	84	90	103	124	247	132	115	121	127	148	565	132	495	148
减:所得税	14	14	8	43	15	10	16	15	18	21	25	54	28	21	22	29	29	118	28	100	29
六、净利润	55	60	34	78	62	55	67	55	59	53	59	25	66	84	77	24	80	447	104	396	118
减:少数股东损益	12	16	7	18	13	13	9	24	15	17	23	12	21	18	22	17	28	68	21	79	28
七、归属母公司所有者净利润	42	45	27	60	49	42	33	45	58	65	76	180	83	76	77	82	91	379	83	317	91
EPS	0.10	0.10	0.06	0.14	0.11	0.10	0.08	0.10	0.13	0.15	0.18	0.42	0.19	0.17	0.18	0.19	0.21	0.87	0.19	0.73	0.21
收入增长率	15%	34%	19%	26%	27%	29%	16%	25%	4%	19%	30%	69%	21%	40%	9%	-1%	27%	30%	21%	15%	27%
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%	18.8%	18.3%	18.8%	20.0%	19.6%	18.8%	18.8%
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%	5.3%	4.0%	5.7%	6.9%	6.6%	5.1%	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%	7.3%	4.1%	3.3%	3.4%	3.3%	3.5%	5.7%	5.2%	4.4%	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%	9.8%	8.9%	8.1%	9.3%	12.4%	8.8%	9.2%	8.9%	9.7%	8.8%
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%	1.0%	3.3%	3.4%	3.7%	1.0%	3.1%	2.5%	3.3%	2.8%	3.1%
实际税率	20%	18%	18%	35%	19%	15%	27%	17%	20%	20%	20%	22%	21%	18%	18%	23%	20%	21%	21%	20%	20%
净利润增长率	39%	281%	528%	19%	15%	-6%	23%	-24%	19%	56%	131%	298%	44%	16%	1%	-55%	9%	125%	44%	-16%	9%

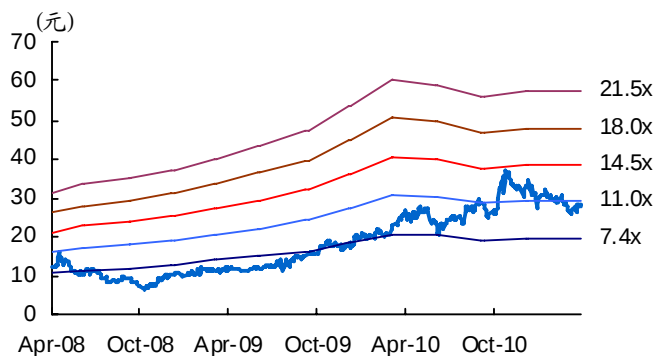
资料来源：公司报告、招商证券研究

图 1：华东医药历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：华东医药历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2887	3394	3799	4643	5637
现金	567	329	356	1239	1684
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	166	367	328	384	445
应收款项	1268	1504	1800	1604	1860
其它应收款	24	19	64	74	86
存货	725	993	1080	1141	1326
其他	136	183	172	201	234
非流动资产	682	862	862	868	874
长期股权投资	30	31	31	31	31
固定资产	403	549	624	646	665
无形资产	118	170	153	138	124
其他	131	112	54	54	54
资产总计	3569	4256	4661	5511	6510
流动负债	2244	2901	2909	3256	3639
短期借款	503	760	600	600	600
应付账款	1010	1383	1544	1810	2105
预收账款	84	16	34	40	47
其他	647	741	731	805	887
长期负债	31	9	9	9	9
长期借款	4	0	0	0	0
其他	27	9	9	9	9
负债合计	2275	2910	2917	3264	3647
股本	434	434	434	434	434
资本公积金	60	8	8	8	8
留存收益	637	717	1010	1381	1835
少数股东权益	163	187	292	424	587
母公司所有者权益	1131	1159	1452	1823	2277
负债及权益合计	3569	4256	4661	5511	6510

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	568	(28)	508	1214	810
净利润			419	530	648
折旧摊销			88	93	94
财务费用			72	80	78
投资收益			(8)	(8)	(8)
营运资金变动			(180)	253	(187)
其它			117	266	184
投资活动现金流	(106)	(41)	(100)	(100)	(100)
资本支出			(100)	(100)	(100)
其他投资			(0)	0	0
筹资活动现金流	(349)	(183)	(381)	(231)	(265)
借款变动			(191)	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(126)	(159)	(195)
其他			(64)	(72)	(70)
现金净增加额	113	(252)	27	883	445

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	7825	8972	10587	12387	14368
营业成本	6262	7289	8575	10058	11696
营业税金及附加	39	23	32	37	43
营业费用	717	872	995	1115	1250
管理费用	196	251	286	297	316
财务费用	51	61	72	80	78
资产减值损失	28	23	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	8	8	8	8
营业利润	537	462	635	807	993
营业外收入	39	50	20	20	20
营业外支出	10	16	0	0	0
利润总额	565	496	655	827	1013
所得税	118	100	131	165	203
净利润	447	396	524	662	811
少数股东损益	68	79	105	132	162
母公司所有者净利润	379	317	419	530	648
EPS (元)	0.87	0.73	0.97	1.22	1.49

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	30%	15%	18%	17%	16%
营业利润	97%	-14%	37%	27%	23%
净利润	125%	-16%	32%	26%	22%
获利能力					
毛利率	20.0%	18.8%	19.0%	18.8%	18.6%
净利率	4.8%	3.5%	4.0%	4.3%	4.5%
ROE	33.6%	27.4%	28.9%	29.1%	28.5%
ROIC	25.5%	19.6%	24.1%	24.9%	24.7%
偿债能力					
资产负债率	63.7%	68.4%	62.6%	59.2%	56.0%
净负债比率	14.9%	18.6%	12.9%	10.9%	9.2%
流动比率	1.3	1.2	1.3	1.4	1.5
速动比率	1.0	0.8	0.9	1.1	1.2
营运能力					
资产周转率	2.2	2.1	2.3	2.2	2.2
存货周转率	7.7	8.5	8.3	9.1	9.5
应收帐款周转率	7.7	6.5	6.4	7.3	8.3
应付帐款周转率	7.0	6.1	5.9	6.0	6.0
每股资料(元)					
每股收益	0.87	0.73	0.97	1.22	1.49
每股经营现金	1.31	-0.06	1.17	2.80	1.87
每股净资产	2.60	2.67	3.34	4.20	5.24
每股股利	0.00	0.00	0.29	0.37	0.45
估值比率					
PE	30.1	36.0	27.2	21.5	17.6
PB	10.1	9.8	7.9	6.3	5.0
EV/EBITDA	24.0	26.3	19.2	15.6	13.1

分析师承诺

负责本研究报告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 CPA，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，注册会计师（CPA）。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。

廖星昊 CIIA，上海财经大学金融数学与金融工程硕士，武汉大学生命科学与技术基地班学士，1年股权投资经验，注册国际投资分析师（CIIA）。2010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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。