

华东医药 (000963)

推荐 (维持)

一季度为今年业绩增速最低点

市场数据

报告日期	2011-4-27
收盘价(元)	26.29
总股本(百万股)	434.06
流通股本(百万股)	279.94
总市值(百万元)	11411.44
流通市值(百万元)	7359.66
净资产(百万元)	1239.00
总资产(百万元)	5296.48
每股净资产	2.85

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	8972	10705	12459	14434
同比增长(%)	14.7%	19.3%	16.4%	15.9%
净利润(百万元)	317	403	513	642
同比增长(%)	-16.4%	26.9%	27.4%	25.1%
毛利率(%)	18.8%	19.0%	19.8%	20.3%
净利率(%)	3.5%	3.8%	4.1%	4.4%
净资产收益率(%)	27.4%	25.8%	24.7%	23.6%
每股收益(元)	0.73	0.93	1.18	1.48
每股经营现金流(元)	-0.06	0.97	1.24	1.58

相关报告

《主业增长平稳,未来还看治理结构改善》2011-4-25

《质优价低,静待业绩与估值的双重提升》2011-1-10

投资要点

事件:

华东医药公布 2011 年一季报,期间实现营业收入 255,930 万元,同比增长 27.40%; 归属上市公司股东的净利润 9,066 万元,同比增长 9.14%; 每股收益 0.21 元。

点评:

公司的业绩基本符合我们的预期。

- **剥离房地产业务影响利润增速。**报告期间,公司净利润的增速明显低于营业收入的增长,主要原因有: 1) 去年同期,公司的房地产业务贡献的净利润预计为 700-800 万元,扣除房地产的影响,医药主业的净利润增速仍然在 20%左右; 2) 我们预计,一季度医药商业销售收入的增长在 30%左右,医药工业收入的增速在 20%以上,医药工业作为贡献利润的主要来源,净利润和销售收入的增速基本匹配。由于自 2010 年 5 月 1 日起,杨岐房产不再是公司的控股(全资)子公司,也不再纳入公司合并报表范围,可以预计,一季度很可能是全年业绩增速的最低点。
- **毛利率保持稳定,财务费用增长较快。**一季度公司的综合毛利率为 18.8%,与去年全年持平;销售费用同比增长 25%,管理费用同比增长 20%,增速基本都保持在正常范围;财务费用高达 2,078 万元,同比增长 80%,公司的资产负债率依然偏高,再融资需求强烈。

分析师 王晔

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

SAC:S0190200010075

联系人: 项军

021-38565838

xiangjun@xyzq.com.cn

- **未来还看股改承诺问题的解决。**从一季报可以看出，由于大股东远大集团股改承诺问题迟迟没得到解决，公司不能在二级市场融资，使得公司资产负债率偏高，财务费用高企，严重影响了公司的长期发展。我们的判断是今年之内解决这个问题是大概率事件，如果能顺利融资，届时公司的业绩和估值都将得到一定提升。
- **盈利预测。**我们维持盈利预测，预估公司 2011-2013 年的 EPS 分别为：0.93、1.18 和 1.48 元，一季度将是全年业绩增速的最低点，未来看点在于治理结构改善带来业绩和估值的双重提升，我们维持“推荐”评级。

表 1、华东医药分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	10-2Q	10-3Q	10-4Q	11-1Q	QOQ	2009	2010	YOY		说明
营业收入	2267	2253	2443	2559	4.8%	7825	8972	14.7%		
营业成本	1848	1830	1996	2078	4.1%	6262	7289	16.4%		
毛利	419	424	447	482	7.8%	1563	1683	7.7%		
销售费用	183	209	302	224	-25.9%	717	872	21.5%		
管理费用	83	77	24	80	228.6%	196	251	27.7%		
财务费用	15	17	18	21	14.0%	51	61	20.2%		
资产减值	22	0	1	0	-100.0%	28	23	-18.8%		
公允价值	0	0	0	0		0	0			
投资收益	1	2	4	1	-65.2%	5	8	48.6%		
营业利润	112	119	99	146	48.2%	537	462	-14.0%		
利润总额	115	121	127	148	16.4%	565	495	-12.3%		
净利润	76	77	82	91	11.1%	379	317	-16.4%		
EPS	0.174	0.178	0.188	0.209	11.1%	0.874	0.731	-16.4%		
销售费用率	8.1%	9.3%	12.4%	8.8%	-3.6%	9.2%	9.7%	0.5%		
管理费用率	3.7%	3.4%	1.0%	3.1%	2.1%	2.5%	2.8%	0.3%		
财务费用率	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.1%	0.7%	0.7%	0.0%		
所得税率	18.5%	17.8%	22.6%	19.8%	-2.8%	20.9%	20.1%	-0.8%		
毛利率	18.5%	18.8%	18.3%	18.8%	0.5%	20.0%	18.8%	-1.2%		
净利润率	3.3%	3.4%	3.3%	3.5%	0.2%	4.8%	3.5%	-1.3%		

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3394	4031	4778	5846
货币资金	329	375	541	949
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1504	1794	2088	2419
其他应收款	19	28	30	36
存货	993	1179	1359	1565
非流动资产	862	1156	1349	1478
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	31	31	31	31
投资性房地产	12	12	12	12
固定资产	549	798	967	1060
在建工程	59	48	39	32
油气资产	0	0	0	0
无形资产	170	207	244	281
资产总计	4256	5187	6127	7324
流动负债	2901	3348	3686	4147
短期借款	760	789	760	760
应付票据	414	520	650	805
应付账款	1383	1646	1896	2183
其他	344	393	380	398
非流动负债	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0
其他	9	9	9	9
负债合计	2910	3357	3695	4155
股本	434	434	434	434
资本公积	8	8	8	8
未分配利润	634	997	1459	2037
少数股东权益	187	269	357	452
股东权益合计	1346	1831	2432	3169
负债及权益合计	4256	5187	6127	7324

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	317	403	513	642
折旧和摊销	72	87	105	120
资产减值准备	-100	4	1	3
无形资产摊销	15	15	15	15
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	61	41	41	38
投资损失	-8	-5	-6	-6
少数股东损益	79	82	88	95
营运资金的变动	271	177	216	202
经营活动产生现金流量	129	421	536	688
投资活动产生现金流量	-167	-362	-301	-241
融资活动产生现金流量	5	-13	-69	-38
现金净变动	-33	46	166	408
现金的期初余额	567	329	375	541
现金的期末余额	534	375	541	949

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8972	10705	12459	14434
营业成本	7289	8674	9993	11504
营业税金及附加	23	27	32	37
销售费用	872	1070	1308	1544
管理费用	251	300	349	404
财务费用	61	41	41	38
资产减值损失	23	24	24	24
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	8	5	6	6
营业利润	462	573	719	888
营业外收入	50	46	47	47
营业外支出	16	13	14	14
利润总额	495	606	752	921
所得税	100	121	150	184
净利润	396	485	601	737
少数股东损益	79	82	88	95
归属母公司净利润	317	403	513	642
EPS (元)	0.73	0.93	1.18	1.48

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	14.7%	19.3%	16.4%	15.9%
营业利润增长率	-14.0%	24.1%	25.4%	23.6%
净利润增长率	-16.4%	26.9%	27.4%	25.1%
盈利能力(%)				
毛利率	18.8%	19.0%	19.8%	20.3%
净利率	3.5%	3.8%	4.1%	4.4%
ROE	27.4%	25.8%	24.7%	23.6%

偿债能力(%)

资产负债率	68.4%	64.7%	60.3%	56.7%
流动比率	1.17	1.20	1.30	1.41
速动比率	0.82	0.85	0.92	1.03

营运能力(次)

资产周转率	2.29	2.27	2.20	2.15
应收帐款周转率	6.31	6.49	6.42	6.40

每股资料(元)

每股收益	0.73	0.93	1.18	1.48
每股经营现金	-0.06	0.97	1.24	1.58
每股净资产	2.67	3.60	4.78	6.26

估值比率(倍)

PE	35.96	28.33	22.23	17.77
PB	9.85	7.31	5.50	4.20

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.cn 内幕交易防控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，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。