

调研记录

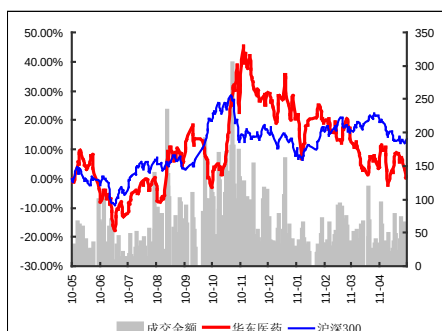
工商业发展稳健，长期趋势向好

生物医药

2011年5月18日

投资评级：推荐（首次）

最近52周走势：



相关研究报告：

报告作者：

国联证券研究所医药研究组

周静

执业证书编号：S0590210100010

联系人：

联系人：王佳悦 杨扬

电话：0510-82833337

021-38991500-897

Email: wangjiayue@glsc.com.cn

yangyang@glsc.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

——华东医药（000963）调研记录

事件：近日我们参加了公司的股东大会，重点了解公司产品生产销售，未来规划以及股改承诺的最新情况。

调研记录：

Q1: 2010年年报和2011年一季报现金流量都不理想,是什么原因? 2011年现金流量能否有所改善?

A: 2010年年报里的现金流量减少，主要是因为2009年收到杨歧房地产往来款2.31亿，而2010年归还了杨歧往来款17,950万元，支付供应链公司往来款6400万元。一季度经营活动产生的现金流量净额是负数，主要是因为2010年底公司大量的回款，整体的回款情况良好，而一季度因为春节因素的影响，回款情况不够理想，公司往年也是类似情况。一季度跟2010年年末相比应收账款增加，同时因为招标的因素，存货也大量增加。公司已经在应收账款管理这一块加强考核，对均衡回款提出了更高的要求，预计到半年报会有比较好的表现。

Q2: 公司今年不分红是出于什么考虑?

A: 主要是因为股改承诺的问题没有解决，公司无法再融资，而公司的工商业发展都需要大量的资金，下半年还有一些项目投资。为了保证公司的营运资金，今年只能选择不分红。

Q3: 公司2010年工业的增速并不理想，主要是什么原因造成的?

A: 公司2010年工业增长总体上看还是比较平稳的，但是增速低于医药行业的平均水平。这主要是因为2010年中美华东遇到了两个问题：

1、招标价格下降，泮立苏招标很困难，有些区域失标了，浙江省也差点失掉。百令胶囊和卡博平价格比较稳定。各地的招标竞争都很激烈，政策也很严厉，制药企业的压力都很大。2、器官移植受到国家相关政策的影响，手术数量仍在历史低位，免疫抑制剂的增速受到了一定的影响。但整体上看，中美华东还是保持了稳定增长。2011年一季度，中美华东的增速还是不错的。

Q4: 公司在 2011 年的主要工作目标里，强调要加快国际认证工作，这是出于什么考虑？

A: 突出国际认证，尤其是制剂的 FDA 认证，是为招标服务的。制剂的国际认证是要付出很大代价的，但公司还是要做，就是为了差异化竞争，能在招标价格上取得一定的优势。招标太重要了，现在同质化竞争很严重，国家可能会出台一个新的招标政策，把是否具有国际认证作为一个标杆。公司的业务还是以国内市场为主，国际为辅。

Q5: 关于股改承诺问题，有什么最新进展？

A: (远大刘总回答) 有关股改承诺的问题，远大集团一直在积极努力的解决。在这个问题上，远大和广大流通股东的利益是一致的，这个问题不解决，远大的股票也没有办法流通。所以远大集团也很希望股改问题能得到妥善圆满的解决。而且在这个过程之间，远大也不止一次和监管部门和交易所沟通，但没有得到监管部门的认可。所以也借这个机会跟大家沟通一下，力争在年底之内提出一个管理层和广大股东都认可的解决方案。

Q6: 能否谈一下股改承诺的具体方案？

A: (远大刘总回答) 因为深交所对股改承诺问题解决没有相应的一个办法，因此远大集团主要是参照上海证券交易所的相关办法来进行。主要是对原有方案进行优化，从业绩角度看，业绩盈利能力超过、至少不低于上市公司的现有水平，同时在发展方向上和上市公司保持一致。

Q7: 华东医药的股票是否有投资价值？

A: (董事长回答) 股价的短期涨落不是公司能够控制的。但长期来看，股价能够体现出公司的价值，和公司的发展经营情况是有关系的。公司管理层对华东医药的未来坚信不疑，因为大家对华东医药的经营方针、经营理念、产品结构都很有信心，相信长期持有华东医药的股票会有不错的收益。借这个问题，跟大家交流一下华东医药未来的发展规划：

华东医药的经营理念、经营结构，产品结构保持不变，现有的四大领域：肾病、器官移植、糖尿病、消化道领域要巩固发展。最近公司在制定五年联动发展方案，这是为了配合国家的十二五发展规划，因此提前制定了 13-15 年的 3 年规划，和原来的规划联合起来叫五年联动发展规划。到昨天（5 月 12 日）为止，公司的五年联动发展规划全部论证结束。

目标: 工业要建设国内的制剂大厂。围绕这一中心在巩固原有四大领域的基础上, 打造器官移植和糖尿病领域国内产品最齐全的两个生产基地。免疫抑制剂年底会报批第 5 个品种, 糖尿病领域已经有了 4 个产品, 是国内治疗糖尿病西药品种最多的企业, 下一步打算开发胰岛素, 实现 I 型 II 型糖尿病全覆盖, 成为国内糖尿病品种最齐全的企业。

另外, 华东将大力拓展抗肿瘤领域, 超级抗生素领域, 心血管领域。到今年年底, 抗肿瘤领域将有 6 个产品上报 SFDA, 成为第一领域。最终目标是将工业片做强做大, 成为国内的制剂大厂。五月初, 公司邀请国内外专家开过关于华东医药创新药物开发的论证会。

商业片今后五年的发展思路可以总结为三句话, 要把商业片打造成为浙江省规模最大的、最具竞争力的、最受人尊敬的医药商业公司。规模最大, 就是要浙江省内全覆盖, 建立全面的销售网络。最具竞争力就是进行商业模式调整, 包括引进国外产品代理销售。最受人尊敬则要靠品牌和服务说话。

从 2010 年年底至今, 五年联动论证规划已经经过公司工商业各个部门的分别详细论证。对于未来华东医药的发展方向, 具体定位, 具体措施都做了明确的规划, 因此公司对于未来的发展充满信心。

Q8: 工业片的产能情况如何?

A: 产能问题也是公司五年发展规划要重点解决的问题。现在产能的最困难的就是百令胶囊, 发酵虫草菌粉的产能不足。这主要是因为公司在 2010 年下半年全面调整了百令胶囊的营销策略, 新推出了 0.5g 包装的百令胶囊。百令胶囊的销售在 2011 年取得了开门红, 1 月份销售收入就超过了 5000 万元, 所以公司打算进行整个产品结构的调整。目前已经确定的是, 公司将在杭州江东开发区建设一个以发酵为主的生产园区, 计划征地 500 亩。另外, 在江苏筹建一个胰岛素等多肽类药物和出口制剂的开发生产基地。考虑到环保问题, 虽然杭州市政府没有要求公司搬迁, 但公司仍然主动提出 5 年内原料药生产环节搬迁, 选择环保要求许可的地方建立化药原料药的生产基地。今后华东医药的发展战略是化药原料药和发酵产品并重。发酵产品是华东医药的传统优势, 但国际上能供仿制的品种已经有限, 而化药有很多药物的专利保护即将到期, 可供仿制。目前正在筹建化药的生产基地, 下半年就要启动, 争取 2015 年前能够投产。从而为华东医药的工业商业能够提升到一个新的台阶, 奠定坚实的物质基础。

Q9: 公司的财务费用上升非常快, 对此有何应对?

A: 2011 年公司的财务费用肯定会有大幅度上升。主要是因为国家政策变化因素, 其次是因为公司今年的贷款大幅度增加。贷款增加的原因: 一是工业片有项目需要建设, 虽然主要使用自有资金, 但也有部分贷款。二是商业片要拓展规模, 拓展市场, 必须投入大量资金。一季度公司的利息费用是 980 万, 预计全年要达到 5000 万左右。但工商业利润增长应该能够消化利息费用的增长。公司已经对相关方面加强考核, 包括对应收账款管理, 资金使用管理的严格控制。

Q10: 公司提出要提高员工薪酬, 管理费用是否会大幅增加?

A: 关于工资增长, 这是公司第三次人力资源管理改革当中的薪酬改革, 主要是针对普通员工。之前公司的工资增长保持在每年 8% 左右, 今年因为物价上涨的因素, 会适当增加这一比例。但这块的成本也在各个部门考核方案内, 要求在部门内消化掉。

Q11: 公司在融资方面受限, 对公司的发展有何影响? 如何解决?

A: 因为股改承诺的问题, 公司无法再融资, 而在公司的五年联动发展规划中, 两大基地的建设势在必行, 这肯定需要大量资金。最近三年, 公司的指导方针是两个“一心一意”, “一心一意谋发展, 不分你我抓科研”, “一心一意谋发展, 不分你我抓市场”。在过去的这三年里, 公司认真贯彻这两个方针, 为今后五年打下了很好的基础。在科研方面, 公司之前是每年推出一个新产品, 打好基础之后每年要出几个产品。营销这块主要是商业模式改革, 为今后的发展奠定了基础。

公司未来需要很大的资金支撑基本建设。因此作为公司的管理者, 当然希望公司管理层, 大股东和各位流通股东, 大家一起来努力, 尽快把股改承诺问题解决好, 为公司迈上新的台阶扫清道路。公司之前一直坚持分红, 10 年之间只使用了 2.77 亿的募集资金。工商业的发展一直都是靠自有资金支持, 这也充分说明了公司经营情况良好, 对资金的使用管理严格。但是后续更大规模的项目要上马, 的确需要资金的投入。因此更需要上述三个方面一起努力, 找出一个大家都能接受的方案来解决股改承诺。这也是华东医药唯一的历史遗留问题。当然也希望证监会, 深交所能够出台一些能够促成这一问题解决的政策。公司的管理层也非常迫切希望能够解决这一问题, 为公司发展扫清道路。

Q12: 公司对于成本控制的考核目标是如何制定的?

A: 关于各个部门的考核目标是对分管领导单独考核。各部门每年 11 月底之前都要提出预算方案, 考核标准就是预算基础上再加码 10%-15% 进行考核, 确保预算方案能够顺利实施。

Q13: 远大是否会对公司进行资金支持?

A: (远大刘总回答) 现在华东医药的发展方向, 包括未来的定位都很清晰。对于公司未来在江东开发区和江苏新建生产基地的计划, 远大集团和公司也进行了充分的沟通。在资金方面, 远大会在政策, 担保, 资源上给予支持, 尤其是在搬迁过程中间, 会有大力支持。

Q14: 能否具体谈下公司商业模式改革的具体情况?

A: 公司的商业模式改革从 09 年启动, 重点是拆分大区。09 年南京大区一分为二, 变成南京大区和济南大区, 效果很好。所以去年沿海五大区全部拆开, 以单个省市为大区。总体情况良好, 除了安徽省比较困难, 其他的大区增长很快。也提拔里一批年轻的大区经理。其实这就是细分市场, 我们最近提出要抓三点, 就是抓地区市场覆盖, 抓医院市场覆盖, 抓百万医院工程。公司 09 年做过统计, 全国 4900 多家医院里面, 单个医院销售额超过 100 万的只有 179 家, 这远远不够。所以抓单个医院是现在的重点。商业模式改革的还有一个措施, 就是开展了以百令胶囊为中心的营销策略大挑整, 效果很显著。百令胶囊 1-4 月份在所有成熟品种里增长速度最快。

商业招标方面: 浙江省今年的招标形势还不明朗。去年到 11 月份才完成了全省的统一招标, 今年本来不一定要重新招标。但今年年初政府提出对于基药要按照安徽模式重新招标, 卫生部也多次派项目小组来督办工作。目前来看 浙江省的基药目录肯定要重新招标。对整个行业的影响还是要看基药招标最后定稿的目录范围和政策力度。现在招标小组有两个意向: 1、招 307 个基本药物品种加上浙江省增补的 150 个品种。2、只招 307 基本药物品种。如果采取第一种方案, 并且严格按照安徽标准进行招标, 那将对行业产生非常大的影响。从华东医药的产品结构来看, 307 品种的金额占比不会超过 20%, 如果加上 150 个增补品种就要占到 40%。最近, 行业协会正在带领浙江省工商领域的企业和政府积极沟通, 希望政府在制定基药招标目录范围和中标价格的时候, 能够考虑到制药企业的现状, 尤其是浙江本地企业的现状。如果沟通能够得到一个比较理想的结果, 那么今年对公司的影响不会太大。

Q15: 下沙物流的建设情况如何?

A: 下沙物流已经开工, 年底就可以完工。目前投资规模 1.2 个亿, 可能会再追加 6000 万, 总的配送服务能力预计能达到 130-150 亿元。

Q16: 抗生素限制使用, 对公司的医药商业有何影响?

A: 今年以来浙江省抗生素抓的很紧, 几乎每半个月上报一次卫生厅, 使用的品种和用量都要上报。目前还看不出有什么具体的影响, 但卫生厅可能发布相关措施限定用药范围和品种。这样的话, 商业的库存结构会有一定的调整, 可能会受到一些损失, 主要是可能有一些退货。

Q17: 百令胶囊和他克莫司的市场定位如何?

A: 百令胶囊从去年 10 月份开始增速就很快, 之前也提到, 2011 年 1-4 月, 百令胶囊的增速是所有成熟品种里最快的。百令胶囊的竞争对手是金水宝, 目标就是要赶超金水宝。

他克莫司受到整个器官移植手术数量的影响, 增长速度低于预期。随着器官捐献系统的建立和相关政策的出台, 整个免疫抑制剂领域都会有比较大的增长。他克莫司的市场定位就是进口替代。在我国的器官移植领域里面, 价格不是主导因素, 患者大都是迷信国外品牌。华东医药经过这么多年努力, 终于建立起了自己的品牌, 得到患者和医生的认可。目前看来, 华东医药的品牌优势将长期存在。

综合评级: 不考虑股改承诺问题解决等其他因素, 我们预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.92 元、1.11 元和 1.29 元, 以 2011 年 5 月 18 日的收盘价 25.77 元计算, 对应市盈率为 28 倍、23 倍、20 倍。鉴于公司在专科用药方面拥有品牌和营销优势, 业绩增长明确, 而且公司在今年年末可能迎来业绩上的拐点——器官捐献系统建立, 免疫抑制剂用量增加。同时考虑到股改承诺解决带来的估值提升, 给予“推荐”评级。

盈利预测

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	8,972	10,635	12,814	15,163	现金	329	771	890	611
营业成本	7,289	8,699	10,477	12,443	应收款项净额	1,889	2,239	2,698	3,193
营业税金及附加	23	32	38	45	存货	993	1,189	1,431	1,700
销售费用	872	957	1,153	1,365	其他流动资产	183	217	261	309
管理费用	244	287	346	409	流动资产总额	3,394	4,415	5,280	5,813
EBIT	545	653	792	894	固定资产	549	749	853	928
财务费用	61	54	69	63	无形资产	170	163	156	150
资产减值损失	-23	-23	-20	-20	长期股权投资	31	31	32	33
投资净收益	8	12	15	17	其他长期资产	53	53	53	53
营业利润	462	588	718	828	资产总额	4,256	5,454	6,436	7,027
营业外净收入	34	30	35	35	短期借款	791	1,300	1,425	1,054
利润总额	495	618	753	863	应付款项	1,797	2,152	2,591	3,077
所得税	100	124	151	173	其他流动负债	313	371	447	531
净利润	396	495	602	690	流动负债	2,901	3,823	4,463	4,662
少数股东损益	-79	-95	-120	-130	长期借款	0	0	0	0
归属母公司净利润	317	400	482	560	应付债券	0	0	0	0
					其他长期负债	9	-10	-28	-47
主要财务比率	2010A	2011E	2012E	2013E	负债总额	2,910	3,813	4,435	4,615
成长能力					少数股东权益	187	235	295	360
营业收入	14.7%	18.5%	20.5%	18.3%	股东权益	1,159	1,358	1,600	1,880
营业利润	-14.0%	27.4%	22.0%	15.3%	负债和股东权益	4,256	5,407	6,329	6,854
净利润	-16.1%	26.0%	20.7%	16.1%					
获利能力					现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率(%)	18.8%	18.2%	18.2%	17.9%	税后利润	317	400	482	560
净利率(%)	4.4%	4.7%	4.7%	4.6%	加：少数股东损益	79	95	120	130
ROE(%)	27.4%	29.4%	30.2%	29.8%	公允价值变动	23	23	20	20
ROA(%)	7.5%	7.3%	7.5%	8.0%	折旧和摊销	57	51	63	73
偿债能力					营运资金的变动	-325	-186	-250	-260
流动比率	1.17	1.15	1.18	1.25	经营活动现金流	150	383	436	523
速动比率	0.83	0.84	0.86	0.88	短期投资	0	0	0	0
资产负债率%	68.4%	69.9%	68.9%	65.7%	长期股权投资	-1	-1	-1	-1
营运能力					固定资产投资	-204	-250	-200	-150
总资产周转率	210.8%	195.0%	199.1%	215.8%	投资活动现金流	-205	-251	-201	-151
存货周转天数	76.86	76.86	76.86	76.86	股权融资	0	0	0	0
每股收益	0.73	0.92	1.11	1.29	负债净变化	-4	0	0	0
每股净资产	2.67	3.13	3.69	4.33	支付股利、利息	-380	-200	-241	-280
P/E	35.3	28.0	23.2	20.0	其它融资现金流	583	509	125	-371
P/B	9.7	8.2	7.0	6.0	融资活动现金流	-183	309	-116	-651
					现金净变动额	-238	442	119	-279

数据来源：国联证券研究所

数据来源：国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。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和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。