

分析师： 乔洋 (8621)68751070 liusc@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120007

联系人： 刘舒畅 (8621) 68751070 liusc@cjsc.com.cn

收购九阳生物，缓解产能紧张局面

事件描述

华东医药 8 月 1 日公告拟以 2907 万元收购江苏九阳生物 51% 股权，并在完成股权转让后对九阳生物以现金方式增资 8,000 万元。本次股权转让及增资合计金额为 10,907 万元，增资完成后公司将持有九阳生物 79.61% 股权，成为其控股股东。

事件评论

第一， 股权转让及增资完成后，将绝对控股九阳生物

公司以 2907 万元收购江苏九阳生物 51% 股权，并在完成股权转让后对九阳生物以现金方式增资 8000 万元。最终，将持有九阳生物 79.61% 的股权，成为其控股股东。

表 1: 九阳生物股权结构

	股权转让及增资前	股权转让及增资后
李军	89.29%	20.39%
范玉霞	10.71%	-
华东医药	-	79.61%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

九阳生物于 2007 年开工建设，主要生产和研发品种均为发酵类原料药，属于《国家重点支持的高新技术领域》规定的范围。。主要包括：替考拉宁、多粘菌素 B、夫西地酸及钠盐、杆菌肽、杆菌肽锌等。2010 年，九阳生物实现营业收入 1137 万，净利润为-377 万元。亏损主要是因为九阳仍处于市场开拓期，规模没有有效扩大引起。目前，九阳生物订单确定，预计 2011 年下半年经营形势将出现好转。

第二， 缓解产能紧张局面，布局未来

公司及控股子公司中美华东制剂销售规模持续增长，导致原有杭州祥符桥原料药生产基地产能趋于饱和，急需扩产改造。我们认为收购九阳生物，相对于新建基地，可以加快扩产进程，有效缓解产能紧张局面。

第三， 期待股改问题早日解决，维持“推荐”评级

预计 2011-2012 年 EPS 分别为 0.95 元、1.08 元。公司质地优异，股改承诺尚未完全兑现，导致不能进行再融资，一定程度上阻碍了公司的发展。我们认为在历史遗留问题逐步解决后，公司将会迎来更大的发展，继续维持公司的“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	8972	10865	13041	15507	货币资金	329	1086	1304	1551
营业成本	7289	8785	10597	12658	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1683	2080	2444	2850	应收账款	1522	1855	2227	2648
% 营业收入	18.8%	19.1%	18.7%	18.4%	存货	993	1248	1505	1798
营业税金及附加	23	28	33	40	预付账款	180	219	264	315
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	872	989	1174	1411	流动资产合计	3394	4846	5826	6936
% 营业收入	9.7%	9.1%	9.0%	9.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	251	413	509	574	持有至到期投资	17	17	17	17
% 营业收入	2.8%	3.8%	3.9%	3.7%	长期股权投资	32	32	31	31
财务费用	61	27	18	14	投资性房地产	12	12	12	12
% 营业收入	0.7%	0.3%	0.1%	0.1%	固定资产合计	608	672	747	823
资产减值损失	23	20	22	25	无形资产	170	162	153	146
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	3	3	3	3
投资收益	8	1	1	1	递延所得税资产	21	4	4	5
营业利润	462	604	689	786	其他非流动资产	-1	-1	-1	-1
% 营业收入	5.1%	5.6%	5.3%	5.1%	资产总计	4256	5746	6792	7972
营业外收支	34	30	30	30	短期贷款	791	530	478	409
利润总额	495	634	719	816	应付款项	1797	2167	2614	3122
% 营业收入	5.5%	5.8%	5.5%	5.3%	预收账款	16	22	26	31
所得税费用	100	127	144	163	应付职工薪酬	19	26	32	38
净利润	396	507	575	653	应交税费	101	127	145	166
归属于母公司所有者的净利润	317.3	411.9	467.2	530.4	其他流动负债	177	213	257	307
少数股东损益	79	95	108	122	流动负债合计	2901	3084	3551	4073
EPS (元/股)	0.73	0.95	1.08	1.22	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-28	370	431	474	其他非流动负债	9	9	9	9
取得投资收益	4	1	1	1	负债合计	2910	3093	3560	4081
收回现金					归属于母公司	1159	2370	2838	3376
长期股权投资	122	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	187	282	390	513
固定资产投资	-170	-125	-144	-155	股东权益	1346	2653	3228	3889
其他	8	0	0	0	负债及股东权益	4256	5746	6788	7970
投资活动现金流净额	-41	-124	-144	-154	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	800	0	0	EPS	0.731	0.949	1.076	1.222
银行贷款增加 (减少)	194	-261	-62	-56	BVPS	2.67	5.46	6.54	7.78
筹资成本	380	-27	-18	-14	PE	27.36	21.08	18.58	16.37
其他	-757	0	0	0	PEG	1.46	1.13	0.99	0.88
筹资活动现金流净额	-183	512	-80	-70	PB	7.49	3.66	3.06	2.57
现金净流量	-252	758	208	249	EV/EBITDA	15.36	11.60	10.02	8.50
					ROE	27.4%	17.4%	16.5%	15.7%

分析师介绍

乔洋，长江证券研究部分析师；
刘舒畅，上海交通大学生物化学硕士/应用化学学士，从事医药生物行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。