

医药主业利润增速在 30%以上

事件

华东医药公布 2011 年中报，今年 1-6 月份公司实现营业收入 52.21 亿元、比去年同期增长 22.1%，营业利润为 3.03 亿元、比去年同期增长 24.2%，利润总额为 3.08 亿元、比去年同期增长 24.2%，归属于上市公司股东的净利润为 1.94 亿元、比去年同期增长 22.1%，扣非后归属于上市公司股东的净利润为 1.91 亿元、比去年同期增长 21.3%，摊薄后每股收益 0.45 元。

研究结论

- **医药主业表现体现出较高成长性。**因公司 2010 年中期财务报表中包含原控股子公司杨歧房产销售收入 5826 万元及净利润 1150 万元，扣除该部分因素影响，公司 2011 年上半年合并报表销售收入和归属于上市公司股东的净利润分别同比增长 23.78%和 31.63%，主业表现体现出较高成长性。
- **医药商业和工业齐头并进。**其中母公司即商业业务实现营业收入 40.2 亿元，同比增长 18.98%；实现净利润 6080 万元，同比增长 24.96%；公司控股子公司中美华东即工业业务实现营业收入 8.74 亿元，同比增长 26.29%；实现净利润 17012 万元，同比增长 18.92%。医药工业业务中，预计百令胶囊和卡博平的增速分别在 50%和 30%，其中由于公司发酵虫草菌粉产能无法跟上，上半年百令胶囊市场供应甚至出现断档情况，而免疫抑制剂类部分产品近年来因国内移植手术量在低位徘徊，目前销售增长较慢。
- **毛利率水平提升明显。**上半年公司综合毛利率为 19.7%，同比上升 0.7 个百分点，其中工业毛利率水平上升 3.5 个百分点，商业业务毛利率水平上升 0.65 个百分点，提升均较为明显，在产能受限情况下，品种的进一步优化预计为工业毛利率提升带来空间，同时商业业务纯销占比上升。
- **短期贷款增加明显，现金流逐步转好。**期末公司货币资金为 8.44 亿元，相比期初增长了 156.55%，一方面得益于贷款回笼情况改善明显，另一方面来自于短期借款大幅增加。经营活动产生的现金流净额为-2121 万元，同比上年同期提升 76.49%，尽管仍为负值，但预期未来改善仍将可持续，其中准货币应收票据期末为 5.54 亿元，相比期初增长了 51.04%，未来回笼的确定性较大。
- **投资建议：**根据上半年情况我们对全年盈利预测略作调整，我们预计公司 2011、2012、2013 年每股收益为 0.95 元（原预测为 1.04 元、下调 8.65%）、1.17 元（原预测为 1.24 元、下调 5.65%）、1.45 元（原预测为 1.48 元、下调 2.03%），维持公司买入评级。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

联系人

田加强

8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 8 月 12 日)	27.63 元
目标价格	46.80 元
总股本/A 股 (万股)	43406/27994
国家/地区	中国
行业	医药
报告发布日期	2011 年 8 月 15 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测	单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8972	10641	12868	15457
同比(%)	15%	19%	21%	20%
归属母公司净利润	317	411	506	629
同比(%)	-16%	30%	23%	24%
毛利率(%)	18.8%	19.6%	19.0%	19.0%
ROE(%)	27.4%	26.2%	24.4%	23.6%
每股收益(元)	0.73	0.95	1.17	1.45
P/E (倍)	37.80	29.15	23.70	19.05
P/B (倍)	10.35	7.64	5.78	4.51

扣除去年同期房地产影响后，上半年净利润同比增长为 31.6%

今年 1-6 月份公司实现营业收入 52.21 亿元、比去年同期增长 22.1%，营业利润为 3.03 亿元、比去年同期增长 24.2%，利润总额为 3.08 亿元、比去年同期增长 24.2%，归属于上市公司股东的净利润为 1.94 亿元、比去年同期增长 22.1%，扣非后归属于上市公司股东的净利润为 1.91 亿元、比去年同期增长 21.3%，摊薄后每股收益 0.45 元。

因公司 2010 年中期财务报表中包含原控股子公司杨岐房产销售收入 5826 万元及净利润 1150 万元。扣除该部分因素影响，公司 2011 年上半年合并报表销售收入和归属于上市公司股东的净利润分别同比增长 23.78% 和 31.63%，主业表现体现出较高成长性。

医药商业和工业齐头并进

其中母公司即商业业务实现营业收入 40.2 亿元，同比增长 18.98%；实现净利润 6080 万元（不含投资收益），同比增长 24.96%；公司控股子公司中美华东即工业业务实现营业收入 8.74 亿元，同比增长 26.29%；实现净利润 17012 万元，同比增长 18.92%。

医药工业业务中，百令胶囊和卡博平引领成长，其中由于公司发酵虫草菌粉产能无法跟上，上半年百令胶囊市场供应甚至出现断档情况，而免疫抑制剂类部分产品近年来因国内移植手术量在低位徘徊，目前销售增长较慢。

表 1：公司主营业务分行业、产品情况

分行业或分产品	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率(%)	营业收入比 上年增减 (%)	营业成本比上 年增减 (%)	毛利率比 上年增减 (%)
分行业						
医药工业	9.27	1.96	78.83%	22.51%	5.12%	3.50%
医药商业	42.73	39.80	6.86%	24.29%	23.42%	0.65%
分产品						
西药药品	42.89	33.46	21.99%	25.11%	23.77%	0.84%
中药药品	8.16	7.56	7.32%	18.84%	17.80%	0.82%
医疗器械	0.96	0.75	22.13%	18.83%	12.12%	4.66%

资料来源：公司报表

毛利率水平提升明显

上半年公司综合毛利率为 19.7%，同比上升 0.7 个百分点，其中第二季度毛利率为 20.5%，同比上升 2.0 个百分点，其中工业业务毛利率水平上升 3.5 个百分点，商业业务毛利率水平上升 0.65 个百分点，提升均较为明显，在产能受限情况下，品种的进一步优化预计为毛利率提升带来空间。

公司期间费用率为 13.2%，同比上升 0.6 个百分点，其中销售费用率、管理费用率分别为 9.6%、2.7%，上半年财务费用总额为 4564 万元，同比增长 72.16%，在再融资无法启动的情况下，公司的贷款规模继续上升，同时银行利率提高。

表：华东医药报表分析

	累计数据比较						单季度数据比较					
百万元	1Q2010	1-2Q2010	1-3Q2010	1-4Q2010	1Q2011	1-2Q2011	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2
营业收入	2008.9	4275.8	6529.2	8971.8	2559.3	5220.7	2008.9	2267.0	2253.4	2442.7	2559.3	2661.4
同比增长率	20.5%	30.1%	22.0%	14.7%	27.4%	22.1%	20.5%	39.9%	9.2%	-1.3%	27.4%	17.4%
营业总成本	1877.7	4034.6	6170.3	8518.1	2414.5	4920.8	1877.7	2156.8	2135.8	2347.7	2414.5	2506.3
营业成本	1614.8	3462.7	5292.4	7288.5	2077.7	4193.6	1614.8	1847.9	1829.7	1996.1	2077.7	2115.9
成本率	80.4%	81.0%	81.1%	81.2%	81.2%	80.3%	80.4%	81.5%	81.2%	81.7%	81.2%	79.5%
主营业务利润	387.1	800.5	1219.8	1660.4	469.6	1003.4	387.1	413.4	419.4	440.5	469.6	533.9
毛利率	19.6%	19.0%	18.9%	18.8%	18.8%	19.7%	19.6%	18.5%	18.8%	18.3%	18.8%	20.5%
同比增长率	26.4%	26.4%	23.7%	8.9%	21.3%	25.4%	26.4%	26.5%	18.8%	-18.1%	21.3%	29.2%
营业税金及附加	7.0	12.7	16.9	22.9	12.1	23.7	7.0	5.7	4.3	6.0	12.1	11.6
销售费用	178.0	360.8	569.4	871.9	224.2	502.4	178.0	182.8	208.6	302.5	224.2	278.2
营业费用率	8.9%	8.4%	8.7%	9.7%	8.8%	9.6%	8.9%	8.1%	9.3%	12.4%	8.8%	10.5%
管理费用	66.3	149.8	226.4	250.6	79.8	139.9	66.3	83.5	76.5	24.3	79.8	60.2
管理费用率	3.3%	3.5%	3.5%	2.8%	3.1%	2.7%	3.3%	3.7%	3.4%	1.0%	3.1%	2.3%
财务费用	11.6	26.5	43.2	61.4	20.8	45.7	11.6	14.9	16.7	18.2	20.8	24.9
期间费用率	12.7%	12.6%	12.8%	13.2%	12.7%	13.2%	12.7%	12.4%	13.4%	14.1%	12.7%	13.6%
资产减值损失	0.0	22.0	22.0	22.6	0.0	15.5	0.0	22.0	0.0	0.6	0.0	15.5
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	1.2	2.7	4.3	7.9	1.3	3.1	1.2	1.5	1.6	3.6	1.3	1.9
其中：对联营企业和合营企业的投资净收益	1.2	2.7	4.3	5.1	1.3	2.6	1.2	1.5	1.6	0.8	1.3	1.4
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	132.4	244.0	363.2	461.7	146.1	303.0	132.4	111.6	119.2	98.6	146.1	157.0
营业利润率	6.6%	5.7%	5.6%	5.1%	5.7%	5.8%	6.6%	4.9%	5.3%	4.0%	5.7%	5.9%
同比增长率	44.5%	27.4%	22.6%	-14.0%	10.3%	24.2%	44.5%	11.7%	13.9%	-59.0%	10.3%	40.6%
加：营业外收入	2.0	6.7	9.8	49.7	5.1	10.5	2.0	4.7	3.2	39.9	5.1	5.4
减：营业外支出	2.0	3.2	4.4	16.0	3.5	6.1	2.0	1.2	1.2	11.6	3.5	2.6
利润总额	132.4	247.5	368.6	495.5	147.7	307.5	132.4	115.1	121.1	126.9	147.7	159.8
税前利润率	6.6%	5.8%	5.6%	5.5%	5.8%	5.9%	6.6%	5.1%	5.4%	5.2%	5.8%	6.0%
同比增长率	46.4%	27.6%	15.9%	-12.3%	11.5%	24.2%	46.4%	11.2%	-2.5%	-48.6%	11.5%	38.8%
减：所得税	28.2	49.4	70.9	99.6	29.2	58.7	28.2	21.3	21.5	28.7	29.2	29.5
有效税率	1.4%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	21.3%	18.5%	17.8%	22.6%	19.8%	18.5%
净利润	104.3	198.1	297.6	395.9	118.5	248.8	104.3	93.8	99.6	98.2	118.5	130.3
减：少数股东损益	21.19	39.51	61.93	78.56	27.84	55.15	21.19	18.32	22.42	16.63	27.84	27.31
归属于母公司所有者的净利润	83.1	158.6	235.7	317.3	90.7	193.6	83.1	75.5	77.1	81.6	90.7	103.0
净利润率	4.1%	3.7%	3.6%	3.5%	3.5%	3.7%	4.1%	3.3%	3.4%	3.3%	3.5%	3.9%
同比增长率	43.8%	29.1%	18.5%	-16.1%	9.1%	22.1%	43.8%	16.0%	1.3%	-54.5%	9.1%	36.3%
每股收益(元)	0.191	0.365	0.543	0.731	0.209	0.446	0.191	0.174	0.178	0.188	0.209	0.237

资料来源：东方证券研究所

短期贷款增加明显，现金流逐步转好

- 期末公司货币资金为 8.44 亿元，相比期初增长了 156.55%，一方面得益于贷款回笼情况改善明显，另一方面来自于短期借款大幅增加，期末短期借款为 14.5 亿元，相比期初增长了 90.65%；
- 经营活动产生的现金流净额为-2121 万元，同比上年同期提升 76.49%，尽管仍为负值，但预期未来改善仍将可持续，其中准货币应收票据期末为 5.54 亿元，相比期初增长了 51.04%，银行承兑汇票占比较大，未来回笼的确定性较大；

投资策略

根据上半年情况我们对全年盈利预测略作调整，我们预计公司 2011、2012、2013 年每股收益为 0.95 元（原预测为 1.04 元、同比下调 8.65%）、1.17 元（原预测为 1.24 元、同比下调 5.65%）、1.45 元（原预测为 1.48 元、同比下调 2.03%），维持公司买入评级。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3394	5080	5543	6446	营业收入	8972	10641	12868	15457
现金	329	1465	1204	1209	营业成本	7289	8553	10425	12520
应收账款	1504	1809	2188	2628	营业税金及附加	23	35	43	50
其它应收款	19	38	40	47	营业费用	872	1032	1210	1468
预付账款	180	196	243	293	管理费用	251	298	322	386
存货	993	1147	1354	1648	财务费用	61	75	81	50
其他	370	426	515	621	资产减值损失	23	27	26	25
非流动资产	862	924	979	1010	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	31	30	30	30	投资净收益	8	9	9	9
固定资产	549	609	655	682	营业利润	462	629	772	966
无形资产	170	170	170	169	营业外收入	50	20	20	20
其他	112	115	124	129	营业外支出	16	10	10	10
资产总计	4256	6003	6522	7456	利润总额	495	639	782	976
流动负债	2901	4148	4043	4242	所得税	100	129	159	198
短期借款	760	1600	1000	650	净利润	396	510	623	778
应付账款	1383	1711	2085	2504	少数股东损益	79	98	117	149
其他	757	837	958	1088	归属于母公司净利润	317	411	506	629
非流动负债	9	0	0	0	EBITDA	595	775	938	1116
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.73	0.95	1.17	1.45
其他	9	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	2910	4148	4043	4242	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	187	286	403	552	成长能力				
股本	434	434	434	434	营业收入	14.7%	18.6%	20.9%	20.1%
资本公积	8	8	8	8	营业利润	-14.0%	36.3%	22.6%	25.2%
留存收益	717	1128	1634	2220	归属于母公司净利润	-16.4%	29.7%	23.0%	24.4%
归属母公司股东权益合计	1159	1570	2076	2662	获利能力				
负债和股东权益	4256	6003	6522	7456	毛利率	18.8%	19.6%	19.0%	19.0%
现金流量表	单位:百万元				净利率	3.5%	3.9%	3.9%	4.1%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	27.4%	26.2%	24.4%	23.6%
经营活动现金流	-28	512	552	571	ROIC	30.0%	36.0%	38.1%	38.8%
净利润	396	510	623	778	偿债能力				
折旧摊销	72	70	85	99	资产负债率	68.4%	69.1%	62.0%	56.9%
财务费用	61	75	81	50	净负债比率				
投资损失	-8	-9	-9	-9	流动比率	1.17	1.22	1.37	1.52
营运资金变动	-558	-168	-236	-361	速动比率	0.82	0.94	1.02	1.11
其它	9	34	9	12	营运能力				
投资活动现金流	-41	-125	-132	-122	总资产周转率	2.29	2.07	2.05	2.21
资本支出	171	150	140	130	应收账款周转率	6	6	6	6
长期投资	-4	-13	0	-0	应付账款周转率	6.09	5.53	5.49	5.46
其他	126	12	8	8	每股指标（元）				
筹资活动现金流	-183	749	-681	-444	每股收益	0.73	0.95	1.17	1.45
短期借款	258	840	-600	-350	每股经营现金流	-0.06	1.18	1.27	1.32
长期借款	-4	0	0	0	每股净资产	2.67	3.62	4.78	6.13
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-52	0	0	0	P/E	37.80	29.15	23.70	19.05
其他	-385	-91	-81	-94	P/B	10.35	7.64	5.78	4.51
现金净增加额	-252	1136	-261	5	EV/EBITDA	21	16	13	11

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn