

医药商业III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

6-12个月目标价: 35.00元

当前股价: 27.63元

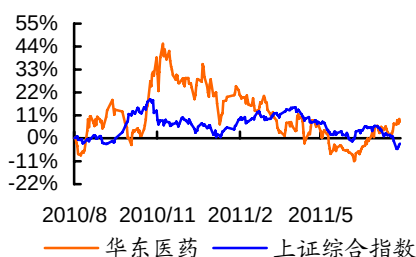
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2593.17
总股本(百万)	434
流通股本(百万)	280
流通市值(亿)	77
EPS (TTM)	0.75
每股净资产(元)	3.10
资产负债率	68.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
华东医药	5.02	0.99	-13.63
上证综合指数	-5.86	-8.82	-8.28



相关报告

《华东医药-年报略低于预期,预计一季度增长良好,持续增长值得期待》2011-4-24

《华东医药-工商业增长趋势长期向好,未来发展值得期待》2010-10-25

《华东医药-器官捐献试点加快,需求瓶颈将逐步缓解》2010-8-29

华东医药

000963

强烈推荐

中报符合预期,百令胶囊和他克莫司增长是11年亮点

华东医药11年上半年收入52.2亿,同比增22.1%,归属于上市公司股东净利润1.94亿,同比增22.09%,实现EPS0.446元,符合预期。

投资要点:

- **扣除地产因素,11年上半年收入、利润同比增长23.78%和31.63%。增长迅速。**公司2010年剥离杨歧房产,自5月起不再合并报表。但2010年中期仍包含地产销售收入5826万元及净利润1150万。扣除该部分因素影响,11年上半年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%。
- **二季度EPS0.24元,同比增长36%,环比增长14%。主要由于成本、费用控制尚好。**毛利率同比上升2个百分点,营业费用率上升2.39个百分点,管理费用率下降1.42个百分点。
- **医药制造业务增长符合预期,百令胶囊和他克莫司是亮点。**制造业收入9.27亿,增长22.51%,毛利率78.83%。随着规格改变、价格提升以及零售渠道的推广,百令上半年增长50%,目前供不应求仍较为严重,我们预计全年可达到5.5亿左右;其他免疫抑制剂中新品他克莫司是亮点,去年销售3000多万,由于对环孢素的取代和进口替代双重影响,今年有望达到6000万。新赛斯平、赛可平等销售稳定,阿卡波糖降价影响不大,全年增长预计接近30%。
- **医药商业毛利率提升。**商业11年上半年达到42.7亿,同比增长24.29%,符合我们25%的预期。毛利率为6.86%,上升0.65个百分点。
- **长期来看,若免疫抑制剂行业增速恢复,公司将有大发展。**上半年政府公布了对捐献者的补偿救助机制、驾照捐赠政策的思路,我们认为,华东医药是国内最为优秀的免疫抑制剂企业,产品线相较外企而言也更为全面,销售实力强大,若行业增速恢复,将会有较大发展空间。
- **期待解决融资瓶颈,未来持续增长可以期待。**我们预测华东医药2011-2013年EPS为0.93、1.20和1.62元,维持强烈推荐的投资评级。
- **风险提示:**大股东股改承诺未解决,制约公司发展。

主要财务指标

单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	8972	11180	13906	17342
同比(%)	15%	25%	24%	25%
归属母公司净利润(百万元)	317	403	519	670
同比(%)	-16%	27%	29%	29%
毛利率(%)	18.8%	19.4%	19.2%	19.3%
ROE(%)	27.4%	25.8%	26.5%	27.1%
每股收益(元)	0.73	0.93	1.20	1.54
P/E	37.80	29.77	23.12	17.89
P/B	10.35	7.68	6.12	4.85
EV/EBITDA	21	17	14	11

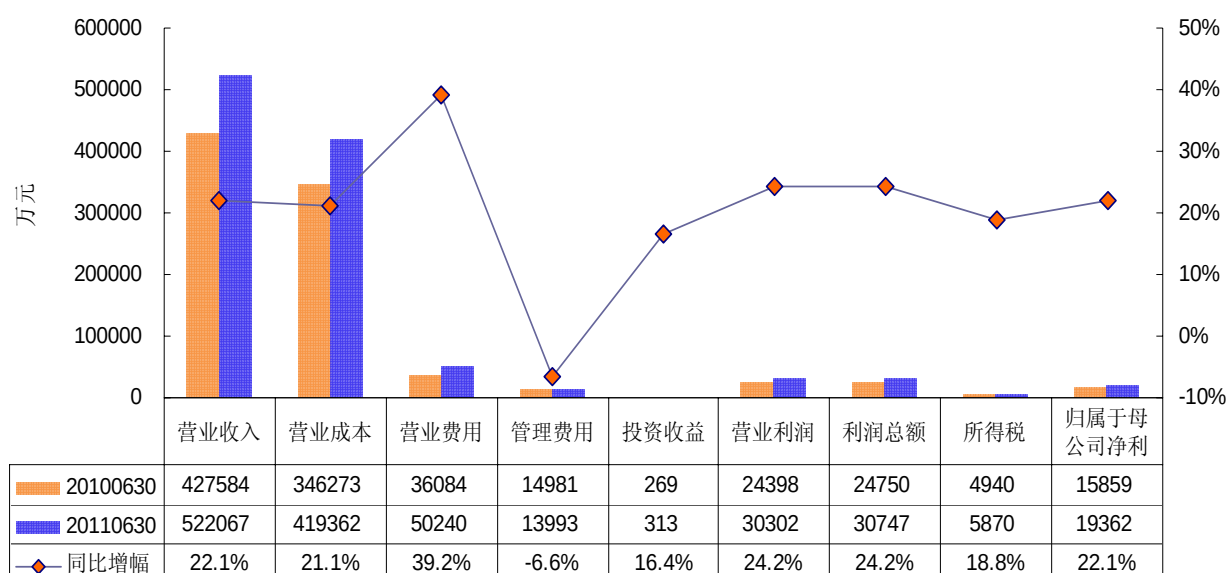
资料来源:中投证券研究所

一、剔除地产影响，利润同比增幅为 31.63%

华东医药 11 年上半年收入 52.2 亿，同比增 22.1%，归属于上市公司股东净利润 1.94 亿，同比增 22.09%，实现 EPS0.446 元，符合我们预期。

公司 2010 年剥离杨歧房产，自 5 月起不再合并报表。但 2010 年中期财务报表中仍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，11 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%。

图 1 华东医药主要盈利性指标变化情况



数据来源：公司半年报，中投证券研究所

分季度来看，1 季度公司实现 EPS0.21 元，2 季度实现 EPS0.24 元，2 季度净利润同比增长 36%，环比增长 14%。主要由于成本、费用控制良好，毛利率上升 2 个点，营业费用率上升 2.39 个百分点，管理费用率下降 1.42 个百分点，财务费用率上升 0.27 个百分点。

表 1：华东医药的季度盈利性数据

财务指标	10 年 1Q	10 年 2Q	10 年 3Q	10 年 4Q	11 年 1Q	11 年 2Q	2Q 同比	2Q 环比
营业总收入	200887	226697	225335	244265	255930	266138	17.40%	3.99%
营业成本	161484	184789	182971	199610	207770	211592	14.50%	1.84%
营业费用	17803	18281	20860	30248	22419	27821	52.19%	24.10%
管理费用	6631	8350	7654	2428	7977	6016	-27.95%	-24.58%
财务费用	1159	1492	1669	1822	2078	2487	66.66%	19.70%
营业利润	13240	11159	11917	9856	14607	15695	40.65%	7.45%
利润总额	13241	11509	12108	12691	14770	15977	38.82%	8.17%
所得税	2815	2125	2153	2869	2920	2950	38.81%	1.02%
归属于母公司净利	8307	7552	7713	8159	9066	10296	36.33%	13.56%
EPS	0.19	0.17	0.18	0.19	0.21	0.24	0.06	0.03
毛利率(%)	19.6	18.5	18.8	18.3	18.8	20.5	2.01	0.09
营业费用率(%)	8.9	8.1	9.3	12.4	8.8	10.5	2.39	0.19
管理费用率(%)	3.3	3.7	3.4	1.0	3.1	2.3	-1.42	-0.28
财务费用率(%)	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9	0.27	0.15
销售净利润率(%)	4.1	3.3	3.4	3.3	3.5	3.9	0.54	0.09

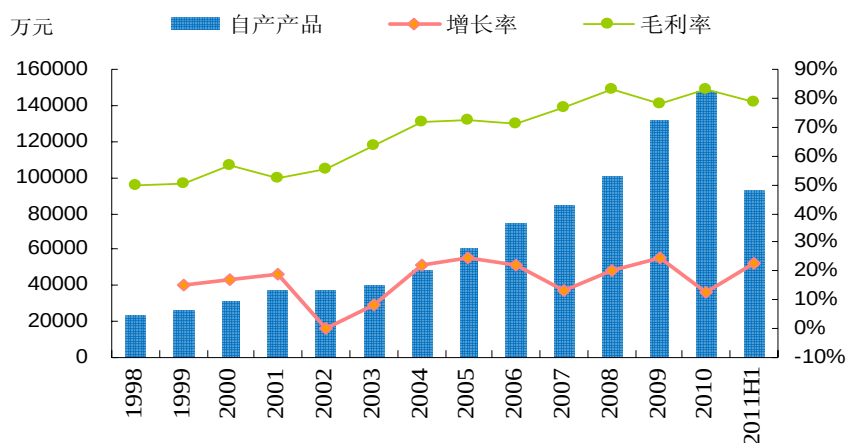
资料来源：华东医药历年报表、中投证券研究所，单位为万元，EPS 和比率同比环比值为直接相减 * EPS 按最新股本摊薄

二、工商业业务齐头并进

2.1.医药制造业务符合预期，百令胶囊表现突出

公司医药制造业务 11 年上半年收入 9.27 亿，同比增长 22.51%，毛利率 78.83%，同比有上升。主要由于去年上半年毛利率较低仅为 75.32%，而去年全年毛利率有 83.37%。

图 2：华东医药历年医药制造业务的增长情况



资料来源：公司历年报表、09 年跟 08 年之前分产品数据口径有所差异，中投证券研究所

医药工业的主力是控股 75%的杭州中美华东制药有限公司，上半年收入 8.74 亿元，同比增长 26.29%；净利润 1.72 亿元，同比增长 18.92%。对公司的利润贡献为 1.28 亿元，占上市公司净利润 1.94 亿元的 65.98%。

百令胶囊（发酵虫草菌制剂）——11 年增长超预期：10 年为 3.72 亿，主要针对的是慢性病患者，免疫力差的中老年人。随着规格改变、价格提升以及零售渠道的推广，百令上半年增长 50%，目前供不应求仍较为严重，我们预计待产能释放，全年可达到 5.5 亿左右，增速十分喜人。

免疫抑制剂方面——他克莫司有望翻番：受行业增速制约，新赛斯平、赛可平等预计维持去年的水平。政府也在尝试建立相应的体系对器官移植市场进行改变，如 4 月公布了对捐献者的补偿救助机制、驾照捐赠政策的思路，我们认为，华东医药是国内最为优秀的免疫抑制剂企业，产品线相较外企而言也更为全面，一旦行业增速恢复，将会有较大发展空间。

他克莫司 09 年受招标影响，销售额不大，2010 年有 182%的增速，销售收入突破 3000 万，该产品比环孢素要贵 10%，一方面取代环孢素，另一方面也在逐步实现进口替代的过程。我们预计，11 年他克莫司将有 6000 万左右收入。

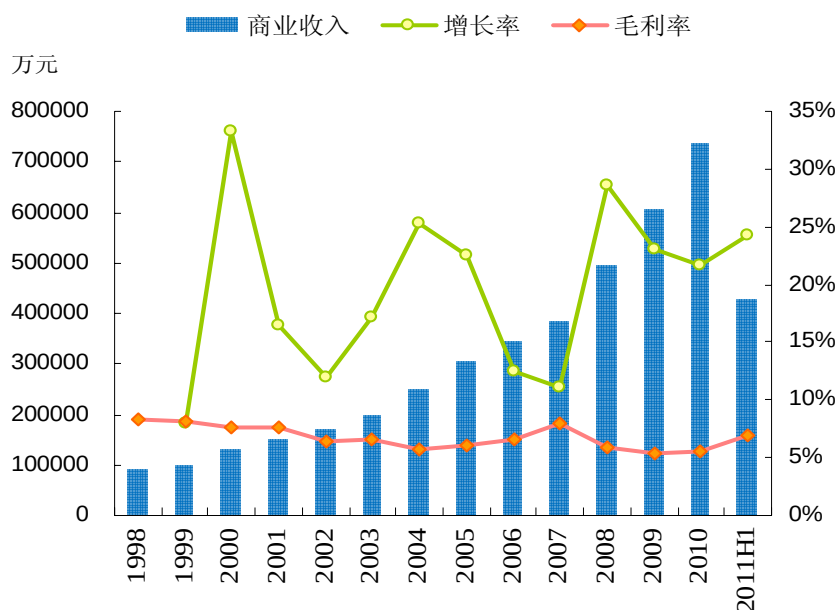
糖尿病药物：卡博平（阿卡波糖）部分地区受到药品降价的影响，我们预计影响不会大，估计全年增速 28%左右。公司 2010 年底独家受让了华东医药集团生物工程研究所的两个品种吡格列酮二甲胍片和伏格列波糖，对于前者，5 月份开始生产，预计全年 500-600 万，对于后者公司暂不力推，主要是辅助阿卡波糖的推广。

消化系统用药：泮立苏（泮托拉唑）该领域竞争激烈，我们预计全年 20%左右增长。

2.2. 商业平稳增长，毛利率保持稳定

华东医药的商业业务主要集中在母公司，11 年上半年达到 42.7 亿，同比增长 24.29%，符合我们 25% 的预期。毛利率为 6.86%，上升 0.65 个百分点。

图 3：华东医药历年医药商业业务的增长情况



资料来源：华东医药历年报表、中投证券研究所

三、静待制约公司业绩释放和估值提升的因素逐步消除

华东医药是国内领先的仿制药生产型企业，其在器官移植领域的产品梯队可以与恒瑞媲美。近年来受制于以下原因导致市场估值不高：1、器官移植量萎缩；2、大股东股改承诺未实施导致无法融资，公司资产负债率高，医药商业扩张存在资金困难。对于第 1 个问题，器官移植手术量在器官捐献系统逐步建立后将逐步恢复增长；对于第 2 个问题，我们期待今年下半年能有进展。若可解决，制约公司业绩释放和估值提升的因素将逐步消除，公司的盈利水平也将逐步提升。

我们预测华东医药 2011-2013 年 EPS 为 0.93、1.20 和 1.54 元，维持强烈推荐的投资评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3394	4421	5445	6752	营业收入	8972	11180	13906	17342
现金	329	616	710	849	营业成本	7289	9015	11233	13996
应收账款	1504	1874	2331	2907	营业税金及附加	23	29	36	44
其它应收款	19	23	29	36	营业费用	872	1056	1313	1638
预付账款	180	223	277	346	管理费用	251	402	501	607
存货	993	1228	1530	1906	财务费用	61	74	74	69
其他	370	457	568	709	资产减值损失	23	18	10	0
非流动资产	862	824	826	816	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	31	31	31	31	投资净收益	8	1	1	1
固定资产	549	609	641	653	营业利润	462	587	740	988
无形资产	170	155	140	124	营业外收入	50	20	20	20
其他	112	30	15	7	营业外支出	16	16	16	16
资产总计	4256	5245	6271	7567	利润总额	495	591	744	992
流动负债	2901	3426	3978	4665	所得税	100	118	149	228
短期借款	760	900	900	900	净利润	396	473	595	764
应付账款	1383	1711	2132	2656	少数股东损益	79	70	76	94
其他	757	815	946	1109	归属母公司净利润	317	403	519	670
非流动负债	9	1	1	1	EBITDA	595	746	912	1168
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.73	0.93	1.20	1.54
其他	9	1	1	1					
负债合计	2910	3427	3978	4666	主要财务比率				
少数股东权益	187	257	334	428	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	434	434	434	434	成长能力				
资本公积	8	8	8	8	营业收入	14.7%	24.6%	24.4%	24.7%
留存收益	717	1119	1517	2032	营业利润	-14.0%	27.2%	26.0%	33.6%
归属母公司股东权益	1159	1561	1959	2474	归属于母公司净利润	-16.4%	27.0%	28.8%	29.2%
负债和股东权益	4256	5245	6271	7567	获利能力				
					毛利率	18.8%	19.4%	19.2%	19.3%
					净利率	3.5%	3.6%	3.7%	3.9%
					ROE	27.4%	25.8%	26.5%	27.1%
					ROIC	30.0%	31.9%	33.2%	36.2%
					偿债能力				
					资产负债率	68.4%	65.3%	63.4%	61.7%
					净负债比率				
					流动比率	1.17	1.29	1.37	1.45
					速动比率	0.82	0.93	0.98	1.03
					营运能力				
					总资产周转率	2.29	2.35	2.41	2.51
					应收账款周转率	6	7	7	7
					应付账款周转率	6.09	5.83	5.85	5.85
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.73	0.93	1.20	1.54
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.06	0.76	0.89	1.07
					每股净资产(最新摊薄)	2.67	3.60	4.51	5.70
					估值比率				
					P/E	37.80	29.77	23.12	17.89
					P/B	10.35	7.68	6.12	4.85
					EV/EBITDA	21	17	14	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉: 2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第 2 名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名; 2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。

中投医药团队成员:

周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;

余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药及医药流通研究;

王威, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究;

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434