

核心品种成长性良好

研究结论

- **三季度业绩增长较历史同期加快。**今年三季度业绩较去年同期保持了较快的增长，对比历史数据也有所加快，其中估算医药工业收入增速达到27%，医药商业比较稳定，受医改费用结算、病种结算、基药推行等影响，今年增速低于去年，但华东商业20%以上的增速仍然快于行业平均水平，其中商业的利润情况较好，中药和医疗器械增长较快。华东的商业不盲目追求规模增长，更为重视质量，另外商业的结构调整取得一定效果，部分产品包括中西药材、中成药等的毛利率有提升。华东医药宁波分公司上升趋势明显，对公司利润贡献明显。
- **核心品种继续保持较快增长。**估算1-9月份百令胶囊同比增长51%、阿卡波糖同比增长31%、吡格列酮同比增长30%、环孢素同比增长3%-4%、泮托拉唑同比增长10%、吗替麦考酚酯同比增长15%、他克莫司同比增长100%，绝对数接近5000万。
- **百令胶囊2012年有望支持8个亿销售规模。**百令胶囊目前产能紧张，库存水平较低，需求旺盛，预计公司将开始考虑扩产的方案，预期明年产能有望能够达到8个亿。
- **阿卡波糖明年有望延续今年的增长趋势。**阿卡波糖是口服糖尿病用药领域的第一大品种，市场前景看好，跟随拜尔的战略方针能够让公司享受到市场扩容和跨国公司强力推销带来的用药需求增加。尽管明年会有国内厂家报出来同类品种，但公司一方面是剂型开发，预计咀嚼片剂型上市，另一方面公司一直在经营学术营销，在医生认可度方面积累了一定基础。另外在上海阿卡波糖纳入基药社区目录，会贡献一定的增量，因此我们认为明年有望延续今年的增长趋势。
- **投资建议：**我们预计公司2011-2013年每股收益为0.95元、1.17元、1.45元，在目前2011年动态市盈率不到30倍的情况下，业绩增长成为主旋律，股改承诺有望贡献催化剂，维持公司买入评级，在目前价位建议投资者积极关注。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

李淑花

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11月7日)	28.16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11月8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)	38.52	29.71	24.16	19.42	
P/B(倍)	10.55	7.79	5.89	4.59	

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申明。

三季度业绩增长较历史同期加快

因公司 2010 年 1-9 月份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 1-9 月份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 27%和 31%左右，较去年同期保持了较快的增长，对比历史数据有所加快，其中估算医药工业收入增速达到 27%，医药商业比较稳定，受医改费用结算、病种结算、基药推行等影响，今年增速低于去年，但华东商业 20%以上的增速仍然快于行业平均水平，其中商业的利润情况较好，中药和医疗器械增长比较快。华东的商业部分不盲目追求规模增长，更为重视质量，另外商业的结构调整取得一定效果，部分产品包括中西药材、中成药等的毛利率有提升。华东医药宁波分公司上升趋势明显，对公司利润贡献明显。

对业绩有负面影响的主要是应收账款增加较多，其中财务费用全年预计达到 1 个亿，另外中美华东今年开始征收教育附加税和城建税，对中美华东的利润有影响，导致利润增速低于收入增速。

核心品种继续保持较快增长

估算 1-9 月份百令胶囊同比增长 51%、阿卡波糖同比增长 31%、吡格列酮同比增长 30%、环孢素同比增长 3%-4%、泮托拉唑同比增长 10%、吗替麦考酚酯同比增长 15%、他克莫司同比增长 100%，绝对数接近 5000 万。

百令胶囊 2012 年有望支持 8 个亿销售规模

百令胶囊目前产能紧张，库存水平较低，需求比较旺盛，预计公司将开始考虑扩产的方案，预期明年产能有望能够达到 8 个亿。

阿卡波糖明年有望延续今年的增长趋势

阿卡波糖是口服糖尿病用药领域的第一大品种，市场前景看好，跟随拜尔的战略方针能够让公司享受到市场扩容和跨国公司强力推销带来的用药需求增加。尽管明年会有国内厂家报出来同类品种，但公司一方面是剂型开发，预计咀嚼片剂型上市，另一方面公司一直在经营学术营销，在医生认可度方面积累了一定基础。另外在上海阿卡波糖纳入基药社区目录，会贡献一定的增量，因此我们认为明年有望延续今年的增长趋势。

泮托拉唑：量升价跌的现状有望扭转为量升价稳

泮托拉唑市场空间较大，但竞争对手很多，针剂和胶囊一共有 150 多家，因此很多用量大的省市竞争较为激烈，招标价格下降较多，为了保证利润空间公司放弃中标价过低的地区，而在上海、广州等沿海地区，公司在技术和质量上的优势得到显现，价格得到较好维护，目前量升价跌的现状有望扭转为量升价稳，预计未来该品种的增长仍将得到保障。

主要品种未来受降价影响较小

目前公司几个核心品种中，预计百令胶囊是单独定价品种，未来价格下降可能性较小，阿卡波糖已经作过调整，泮托拉唑近期价格降幅较大，未来继续下降的可能性较小。

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					
负债合计	2910	4148	4043	4242	主要财务比率				
少数股东权益	187	286	403	552	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%	18.6%	20.9%	20.1%
留存收益	717	1128	1634	2220	营业利润	-14.0%	36.3%	22.6%	25.2%
归属母公司股东权益合计	1159	1570	2076	2662	归属于母公司净利润	-16.4%	29.7%	23.0%	24.4%
负债和股东权益	4256	6003	6522	7456	获利能力				
					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	38.52	29.71	24.16	19.42
其他	-385	-91	-81	-94	P/B	10.55	7.79	5.89	4.59
现金净增加额	-252	1136	-261	5	EV/EBITDA	22	17	14	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

分析师申明

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