

医药商业 II

华东医药 (000963. SZ) / 28.43 元

工业商业齐头并进

事 项

近日与公司管理层沟通，了解公司经营情况。

主要观点

1. 扣除房地产影响业绩快速增长，全年有望达到 30%。

公司前三季度收入及归母净利润分别为81.95亿元及2.93亿元，同比分别增长25.51%及24.4%。公司2010年剥离杨歧房产，但2010年仍包含地产销售收入5826万元及净利润1150万。扣除该项影响，前三季度销售收入和归母净利润分别增长26.64%和30.81%。前三季度毛利率19.51%，同比提升0.49个百分点。前三季度财务费用达到7262万元，同比大幅增长68%。主要是由于公司商业占款增加及外延式收购需要大量资金。

单季度看，第三季度收入及净利润同比分别增长32%及29%。三季度业绩下降有百令胶囊由于产能不足导致断货的原因，目前百令胶囊的供应已恢复，且产能提升20%至年产300吨。我们分析认为扣除房地产影响，全年业绩增长有望达到30%。

2. 工业商业齐头并进。

工业方面，百令胶囊、阿卡波糖及他克莫司同比增长分别达到50%、30%及100%左右，是驱动今年业绩高速增长的主要动力。百令胶囊由于疗效确切、推广科室增加、竞争厂家少等原因今年高速增长，全年有望达到5.5亿元左右收入。阿卡波糖及他克莫司全年有望达到3.8亿及6000-7000万元收入。全年工业增长有望达到29%左右。

商业方面，公司是浙江省的商业龙头公司。母公司前三季度及第三季度收入分别增长20.7%及24.1%。今年由于浙江省规范医药市场、抗生素管理条例及医保支付总额限制等原因导致商业增速减慢，三季度增长有所恢复，全年增长有望达到22%左右。公司今年收购惠仁商业公司，布局浙江东南部地区。我们分析认为，由于未来医药招标限制商业公司数量的因素，地方企业具有地缘优势而增加中标的可能，因此公司未来还将继续外延式发展收购省内其他空白地区的当地商业公司，以不断巩固公司在浙江省商业龙头地位。

3. 未来产品储备丰富。

公司未来发展思路明确，集中在内分泌、肿瘤、免疫抑制及心脑血管等专科领域。公司主要是依托集团研究所研发出品种后估算其市场价格再受让品种（如2010年中美华东以2500万元受让杭州华东集团生物工程研究所的吡格列酮二甲双胍片新药技术及伏格列波糖原料药和制剂的生产技术）。目前集团研发的抗肿瘤药物来曲唑及阿那曲唑有望明年上半年获批。另外，集团研发的已申

证券分析师： 廖万国

执业编号： S0360210100002

联系人： 兰兰

Tel： 010-66500818

Email： lanlan@hczq.com

投资评级

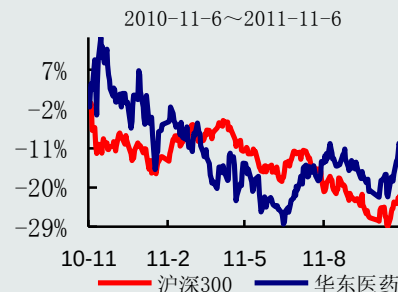
投资评级： 推荐

评级变动： 首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	43406
流通 A 股/B 股(万股)	27994/0
资产负债率(%)	69.97
每股净资产(元)	3.32
市盈率(倍)	42.07
市净率(倍)	8.57
12 个月内最高/最低价	38.08/22.33

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

请专利的阿卡波糖咀嚼片（申报号/专利号 200710156138）已经进入注册受理阶段（受理号 CXHS1100009，受理日 2011 年 4 月 6 日），由于其独家剂型未来可获得更高价格。今年底至明年上半年再申报 3-4 个药物，包括器官移植及抗肿瘤药物。我们认为公司发展方向明确，未来聚焦百令胶囊、内分泌领域、免疫抑制剂领域及肿瘤领域，形成专科品牌优势，有利于资源投入产出比的最大化。

4. 投资建议：推荐（首次）。

我们给予公司 2011-2013 年 eps 分别为 0.92、1.15 及 1.38 元，增长率分别为 26%、26%及 20%，对应 PE 分别为 31X/25X/21X。我们看好公司工业专注于百令胶囊及内分泌、免疫抑制剂和未来的抗肿瘤领域的高端专科药物、商业为浙江省商业龙头并存在外延发展可能，以及大股东解决股改承诺的遗留问题将启动再融资议程解决资金瓶颈的可能，给予公司推荐评级。

风险提示

1. 大股东股改承诺未解决；
2. 百令胶囊产能及销售未达预期；
3. 新药上市及推广未达预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3394	3216	3809	4471
现金	329	752	1193	1756
应收账款	1504	1182	1318	1335
其它应收款	19	27	23	23
预付账款	180	137	151	156
存货	993	876	865	911
其他	370	241	259	290
非流动资产	862	852	836	840
长期投资	31	29	30	30
固定资产	549	490	431	372
无形资产	170	195	229	261
其他	112	138	146	177
资产总计	4256	4067	4644	5311
流动负债	2901	2347	2361	2373
短期借款	760	676	646	694
应付账款	1383	1057	1150	1197
其他	757	614	565	482
非流动负债	9	18	17	12
长期借款	0	0	-1	-3
其他	9	18	18	15
负债合计	2910	2365	2378	2385
少数股东权益	187	289	402	547
股本	434	434	434	434
资本公积金	8	8	8	8
留存收益	717	972	1422	1937
归属母公司股东权益	1159	1414	1864	2379
负债和股东权益	4256	4067	4644	5311

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-28	816	678	797
净利润	396	500	614	744
折旧摊销	72	71	72	73
财务费用	61	98	130	160
投资损失	-8	-5	-6	-6
营运资金变动	-558	127	-108	-134
其它	9	25	-25	-39
投资活动现金流	-41	-61	-27	-38
资本支出	171	0	0	0
长期投资	-4	-2	1	-0
其他	126	-63	-26	-38
筹资活动现金流	-183	-332	-210	-197
短期借款	258	-84	-30	48
长期借款	-4	0	-1	-2
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-437	-247	-179	-243
现金净增加额	-252	423	441	563

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8972	10920	13792	16463
营业成本	7289	8789	11141	13284
营业税金及附加	23	47	54	59
营业费用	872	983	1269	1532
管理费用	251	363	426	505
财务费用	61	98	130	160
资产减值损失	23	29	27	26
公允价值变动收益	0	10	20	30
投资净收益	8	5	6	6
营业利润	462	626	771	932
营业外收入	50	0	0	0
营业外支出	16	0	0	0
利润总额	495	626	771	932
所得税	100	126	157	188
净利润	396	500	614	744
少数股东损益	79	102	113	145
归属母公司净利润	317	398	501	599
EBITDA	595	795	973	1165
EPS（元）	0.73	0.92	1.15	1.38

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	14.7%	21.7%	26.3%	19.4%
营业利润	-14.0%	35.6%	23.1%	21.0%
归属母公司净利润	-16.4%	25.6%	25.6%	19.6%
获利能力				
毛利率	18.8%	19.5%	19.2%	19.3%
净利率	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%
ROE	27.4%	28.2%	26.9%	25.2%
ROIC	23.9%	36.6%	43.3%	49.3%
偿债能力				
资产负债率	68.4%	58.1%	51.2%	44.9%
净负债比率	27.18%	29.82%	28.34%	30.23%
流动比率	1.17	1.37	1.61	1.88
速动比率	0.83	0.99	1.24	1.50
营运能力				
总资产周转率	2.31	2.62	3.17	3.31
应收帐款周转率	6	8	11	12
应付帐款周转率	6.09	7.20	10.10	11.32
每股指标(元)				
每股收益	0.73	0.92	1.15	1.38
每股经营现金	-0.06	1.88	1.56	1.84
每股净资产	2.67	3.26	4.29	5.48
估值比率				
P/E	38.89	30.97	24.65	20.61
P/B	10.65	8.73	6.62	5.19
EV/EBITDA	22	16	13	11

医药组分析师介绍

廖万国：解放军军事医学科学院医学硕士和上海中欧国际工商管理学院工商管理硕士/从业 4 年。1990 年起先后从事基础医学研究和药品营销管理，任产品经理、销售经理和营销总监。2008 年进入平安证券综合研究所任医药行业研究员，2009 年底进入华创证券研究所任高级医药行业研究员和首席医药行业研究员、医药组组长。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinying@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

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：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中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；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558