证券研究报告—动态报告

医药保健

医疗器械与服务

华东医药(000963)

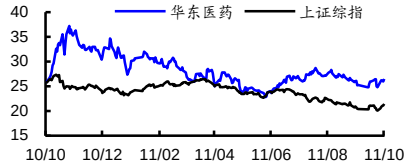
推荐

（维持评级）

2011 年 3 季报点评

2011 年 10 月 31 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本（百万股）	434.1/279.9
总市值（百万元）	11,498.2/7,415.6
沪深 300/深圳成指	2,473.41/10,561.99
12 个月最高/最低（元）	37.20/22.79

相关研究报告:

《华东医药-000963-医药工商业经营均优异》——2011-8-14

《华东医药-000963-看好优秀主业的未来成长性》——2011-5-22

《华东医药-000963-主业平稳增长，工业毛利率大幅提升》——2011-4-25

《华东医药-000963-2010 三季报点评：业绩略低于预期，期待后续发展》——2010-11-2

证券分析师：贺平鸽
电话： 0755-82133396
E-mail: hepg@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120026

证券分析师：丁丹
电话： 0755-82139908
E-mail: dingdan@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120006

联系人：杜佐远
电话： 0755-82130473
E-mail: duzyuan@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

季报点评

医药工商业延续优异表现

- **医药主业快速增长 31%符合预期**

公司前三季度收入 81.95 亿元（+25.51%），归属于母公司股东净利润 2.93 亿元（+24.43%），EPS0.68 元完全符合我们预期的 0.68 元；扣非后净利润 2.90 亿元（+24.51%），EPS 0.67 元。ROE 为 22.47%，经营性现金流-1.25 元/股。扣除房地产影响（10 年 5 月已转让），前三季度医药主业收入、净利润分别增长 27%、31%，其中 Q3 收入、净利润分别增长 32%、29%。

- **单季度医药工商业均有所提速，主导品种延续上半年良好增势**

预计前三季度工业增长 24%、商业增长 27%，毛利率均有较大幅度提升。其中 Q3 工业增长约 26%、商业增长约 33%分别较上半年的增长 23%、24%均有所提速。预计前三季度百令胶囊增长 51%，全年有望达到 5.6 亿，成为公司最大品种和增长引擎，是过 10 亿元的大品种。**糖尿病：**阿卡波糖增长 31%；吡格列酮虽受罗格列酮 FDA 不良反应影响但仍保持较快增长；新品种吡格列酮-二甲双胍、伏格列波糖处在招标阶段。**免疫抑制剂：**整体增长 14-15%快于行业，环孢素增长 3-4%，吗替麦考酚酯增长 15%；他克莫司增长 100%。泮托拉唑因招标价格下降增长 10%。宁波公司主营生物制品商业流通，经营优异大幅增长。

- **风险因素 vs 股价催化剂**

1）股改承诺事项解决、启动再融资；2）器官移植政策的影响 vs 逐步放开；3）阿卡波糖片和吡格列酮片在近期降价之列，但预计影响有限。

- **看好优秀主业的长期成长性，维持“推荐”，一年期目标价 32-37 元**

公司是优秀的高端专科用药+区域商业龙头，工商业均保持较快增长，盈利能力优异且近两年不断提升。公司工业基地建设和商业规模扩大需要资金，目前不能启动再融资，只能通过借款和发行票据进行融资，财务费用压力较大，远大集团力争在年底前出台各方都认可的股改方案，预计明年上半年出台可能性较大。维持 11-13EPS 0.92/1.14/1.40 的预测，目前估值相对合理，未来市值存在较大提升空间，维持“推荐”评价，一年期目标价 32-37 元（12PE28~32x）。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	7,824.87	8,972	11,223	13,533	16,145
(+/-%)	*30.06%*	14.7%	25.1%	20.6%	19.3%
净利润(百万元)	379.46	317	398	494	607
(+/-%)	*125.05%*	-16.1%	25.3%	24.1%	23.1%
每股收益（元）	0.87	0.73	0.92	1.14	1.40
EBIT Margin	7.22%	6.0%	6.4%	6.6%	6.6%
净资产收益率（ROE）	35.22%	27.4%	26.9%	26.4%	25.8%
市盈率（PE）	30.30	36.2	28.9	23.3	18.9
EV/EBITDA	19.18	23.6	21.4	17.7	15.3
市净率（PB）	10.67	9.92	7.79	6.14	4.88

表 1：华东医药收入-成本预测（单位：百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、医药工业收入	**1057**	**1314**	**1537**	**1941**	**2405**	**2912**
增长率	25.69%	24.33%	16.96%	26.31%	23.93%	21.08%
毛利率	78.97%	78.24%	80.15%	81.47%	82.06%	82.43%
其中：1、制剂收入	998	1253	1468	**1865**	**2324**	**2824**
增长率	*13.51%*	*25.46%*	*17.17%*	*27.08%*	*24.57%*	*21.54%*
毛利率	82.67%	80.90%	82.70%	**83.70%**	**84.00%**	**84.15%**
其中：免疫抑制+百令胶囊						
收入	559	666	813	1070	1367	1683
增长率（YOY）	*19.03%*	*19.26%*	*22.01%*	*31.61%*	*27.84%*	*23.11%*
其中：环孢素（新赛斯平、软胶囊、口服液）	221	229	237	242	242	237
增长率	*7.18%*	*3.47%*	*3.63%*	*2%*	*0%*	*-2%*
百令胶囊	247	292	373	560	784	1019
增长率	*18.75%*	*18.07%*	*27.96%*	*50%*	*40%*	*30%*
吗替麦考酚酯（赛可平）	85	114	134	153	173	193
增长率	*69.00%*	*35.22%*	*17.37%*	*14%*	*13%*	*12%*
西罗莫司（赛莫司）	6	20	36	50	66	84
增长率	*20.00%*	*233.3%*	*80.00%*	*40%*	*30%*	*28%*
他克莫司胶囊		11	32	65	104	150
增长率			*182%*	*100%*	*60%*	*45%*
糖尿病+消化系统药						
收入	390	495	593	727	881	1058
增长率（YOY）	*17.71%*	*27.01%*	*19.74%*	*22.65%*	*21.13%*	*20.09%*
其中：阿卡波糖（卡博平）	196	258	298	388	484	581
增长率	*29.19%*	*31.72%*	*15.77%*	*30%*	*25%*	*20%*
吡格列酮（卡司平）	25	36	49	59	71	84
增长率	*63.47%*	*46.82%*	*35.00%*	*22%*	*20%*	*18%*
泮托拉唑（泮立苏）	170	202	246	271	296	323
增长率	*3.03%*	*18.73%*	*22.07%*	*9.82%*	*9.23%*	*9.24%*
其中：粉针		117	150	166	183	201
增长率			*27.48%*	*11%*	*10%*	*10%*
胶囊		84	97	105	113	122
增长率			*14.56%*	*8%*	*8%*	*8%*
吡格列酮-二甲双胍				5	15	35
伏格列波糖				5	15	35
其他制剂收入	50	91	62	68	75	82
增长率	*-36.88%*	*82.69%*	*-32.11%*	*10%*	*10%*	*10%*
其中：来曲唑					5	15
阿那曲唑					5	15
2、原料药收入	58	61	69	76	82	88
增长率	*8.02%*	*5.02%*	*12.63%*	*10%*	*8%*	*8%*
毛利率	15.45%	23.79%	25.70%	26.50%	27.00%	27.50%
二、医药商业收入	**4884**	**6072**	**7326**	**9230**	**11261**	**13513**
增长率	*27.41%*	*24.33%*	*20.64%*	*26%*	*22%*	*20%*
毛利率	5.96%	5.41%	5.54%	6.00%	5.95%	5.90%
三、房地产收入	**22**	**393**	**58**	**0**	**0**	**0**
毛利率	-30.04%	48.23%	41.21%			
四、其他	**54**	**47**	**51**	**51**	**51**	**51**
毛利率	86.22%	37.58%	42.63%	42.63%	42.63%	42.63%
合计	**6016**	**7825**	**8972**	**11223**	**13718**	**16477**
增长率	***23.96%***	***30.06%***	***14.66%***	***25.09%***	***22.23%***	***20.11%***
毛利率	**19.36%**	**19.98%**	**18.76%**	**19.22%**	**19.43%**	**19.54%**

资料来源：wind、国信证券经济研究所预测

表 2：华东医药期间费用分析及预测（百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
合并-销售费用	533	667	872	**1122**	**1380**	**1673**
合并-管理费用	242	247	251	**301**	**371**	**452**
工业-销售费用	484	606	799	1030	1268	1538
工业-管理费用	193	186	177	209	258	317
商业-销售费用	49	61	73	92	113	135
商业-管理费用	49	61	73	92	113	135
合并-销售费用率	8.86%	8.52%	9.72%	**10.00%**	**10.06%**	**10.16%**
合并-管理费用率	4.02%	3.16%	2.79%	**2.69%**	**2.70%**	**2.74%**
工业-销售费用率	42.74%	34.57%	48.52%	51.70%	51.60%	51.90%
工业-管理费用率	17.07%	10.63%	10.77%	10.50%	10.50%	10.70%
商业-销售费用率	1%	1%	1%	1.00%	1.00%	1.00%
商业-管理费用率	1%	1%	1%	1.00%	1.00%	1.00%

资料来源：wind、国信证券经济研究所预测

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	329	2036	2219	2512
应收款项	1889	2152	2595	3096
存货净额	993	1240	1487	1770
其他流动资产	183	229	276	329
流动资产合计	**3394**	**5657**	**6577**	**7708**
固定资产	608	721	772	796
无形资产及其他	170	164	159	153
投资性房地产	53	53	53	53
长期股权投资	31	31	31	31
资产总计	**4256**	**6627**	**7592**	**8740**
短期借款及交易性金融负债	791	1800	1800	1800
应付款项	1797	1984	2379	2832
其他流动负债	313	391	471	562
流动负债合计	**2901**	**4175**	**4650**	**5194**
长期借款及应付债券	0	700	700	700
其他长期负债	9	14	19	24
长期负债合计	**9**	**714**	**719**	**724**
负债合计	**2910**	**4889**	**5368**	**5917**
少数股东权益	187	261	353	465
股东权益	1159	1477	1871	2357
负债和股东权益总计	**4256**	**6627**	**7592**	**8740**

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.73	0.92	1.14	1.40
每股红利	0.10	0.18	0.23	0.28
每股净资产	2.67	3.40	4.31	5.43
ROIC	23%	25%	26%	28%
ROE	27%	27%	26%	26%
毛利率	19%	19%	20%	20%
EBIT Margin	6%	6%	7%	7%
EBITDA Margin	7%	7%	7%	7%
收入增长	15%	25%	21%	19%
净利润增长率	-16%	25%	24%	23%
资产负债率	73%	78%	75%	73%
息率	3.3%	0.7%	0.9%	1.1%
P/E	36.2	28.9	23.3	18.9
P/B	9.9	7.8	6.1	4.9
EV/EBITDA	23.6	21.4	17.7	15.3

利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	**8972**	**11223**	**13533**	**16145**
营业成本	7289	9066	10872	12940
营业税金及附加	23	29	35	41
销售费用	872	1122	1378	1664
管理费用	251	288	351	427
财务费用	61	102	131	129
投资收益	8	6	6	6
资产减值及公允价值变动	(23)	(16)	(16)	(16)
其他收入	(0)	0	0	0
营业利润	462	606	756	933
营业外净收支	34	15	15	15
利润总额	**495**	**621**	**771**	**948**
所得税费用	100	125	155	191
少数股东损益	79	98	122	150
归属于母公司净利润	**317**	**398**	**494**	**607**

现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	317	398	494	607
资产减值准备	(5)	(23)	0	0
折旧摊销	72	49	58	67
公允价值变动损失	23	16	16	16
财务费用	61	102	131	129
营运资本变动	(319)	(309)	(258)	(288)
其它	(10)	96	92	113
经营活动现金流	**77**	**227**	**402**	**514**
资本开支	(210)	(150)	(120)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(211)**	**(150)**	**(120)**	**(100)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(4)	700	0	0
支付股利、利息	(380)	(80)	(99)	(121)
其它融资现金流	**662**	**1009**	**0**	**0**
融资活动现金流	(105)	1630	(99)	(121)
现金净变动	(238)	1707	183	293
货币资金的期初余额	567	329	2036	2219
货币资金的期末余额	329	2036	2219	2512
企业自由现金流	(28)	164	398	535
权益自由现金流	630	1791	292	432

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10％之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		**固定收益**		**策略**	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔　嵘	021-60933159	张　旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫　莉	010-88005316
交通运输		**银行**		**房地产**	
郑　武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方　焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄　飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳　鑫	0755- 82130432			黄道立	0755- 82133397
周　俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		**汽车及零配件**		**钢铁及新材料**	
孙菲菲	0755-82130722	左　涛	021-60933164	郑　东	010- 66025270
祝　彬	021-60933156			秦　波	010-66026317
常　伟					
机械		**基础化工**		**医药**	
郑　武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈　玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁　丹	0755- 82139908
杨　森	0755-82133343	罗　洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁　丹	0755- 82134323	刘　勍	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		**传媒**		**有色金属**	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭　波	0755-82133909
张　弢	010-88005311	刘　明	010-88005319	龙　飞	
电力与公用事业		**非银行金融**		**通信**	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755- 82130468	严　平	021-60875165
		田　良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
轻工		**家电**		**建筑**	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	邱　波	0755-82133390
邵　达	0755-82130706	朱少凌	0755-82130646	刘　萍	0755-82130678
计算机及电子元器件		**纺织服装**		**农业**	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张　如	021-60933151
高耀华	010-88005321				
欧阳仕华	0755-82151833				
熊　丹	0755-82133528				
建材		**旅游**		**食品饮料**	
郑　东	010- 66025270	曾　光	0755-82150809		0755-82138922
马　彦	010-88005304	钟　潇	0755-82132098	黄　茂	
新兴产业		**研究支持**		**数量化投资产品**	
陈　健	010-66022025	沈　瑞	0755-82132998	焦　健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	余　辉	0755-82130741	周　琦	0755-82133568
孙　伟	010- 66026320	王越明	0755-82130478	邓　岳	0755- 82150533
		吴美玉	010-66026319		
基金评价与研究		**量化投资策略**		**量化交易策略与技术**	
杨　涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴　军	0755-82133129
康　亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	郑　云	021-60875163	秦国文	0755-82133528
李　腾	0755-82130833-6223	毛　甜	021-60933154	韦　敏	0755-82130833-3772
刘　洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165	张璐楠	0755-82130833- 1379
潘小果	0755-82130843	郑亚斌			
蔡乐祥	0755-82130833-1368				
钱　晶	0755-82130833-1367				

数据与系统支持

赵斯尘	021-60875174
徐左乾	0755-82133090
李扬之	0755-82136165
陈爱华	0755-82133397
袁　剑	0755-82139918

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏　宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	林　莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
焦　戬	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑　毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘　塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘　墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@ guosen.com.cn
原　祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
杨　柳	010-66026341 18601241651 yangliulll@hotmail.com	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐　冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑　灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn