

**审慎推荐-A (维持)**

**华东医药 000963.SZ**

目标估值: NA  
当前股价: 25.97 元  
2011年8月2日

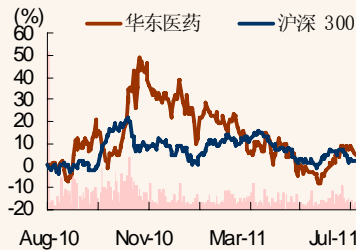
**收购九阳生物, 缓解产能瓶颈**

**基础数据**

上证综指	2704
总股本(万股)	43406
已上市流通股(万股)	27994
总市值(亿元)	113
流通市值(亿元)	73
每股净资产(MRQ)	2.9
ROE(TTM)	26.2
资产负债率	73.8%
主要股东	中国远大集团有限责
主要股东持股比例	35.5%

**股价表现**

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	-14	7
相对表现	9	-11	4



**相关报告**

- 1、华东医药(000963)——医药主业平稳发展 2011/4/25
- 2、华东医药(000963)——杭州投资策略会纪要&1季报点评 2010/4/27
- 3、华东医药(000963)——房地产业务确认, 09年业绩略超预期 2010/3/29

**李珊珊, CPA**

0755-83734347  
lishsh@cmschina.com.cn  
S1090511040046

**研究助理:**

**徐列海**

0755-83271609  
xuliehai@cmschina.com.cn

**廖星昊, CIIA**

0755-83271617  
liaoxh@cmschina.com.cn

公司发布对外投资公告: 拟出资 2907 万元收购九阳生物 51%股权, 现金增资 8000 万元, 合计持股 79.61%。九阳未来将定位为华东的生物生产基地, 总投资额 2.5~3 亿元, 缓解产能瓶颈。我们预计中报同比增长约 20%, 实现 EPS 约 0.44 元。维持预计全年净利润同比增长 32%, EPS 0.97 元。

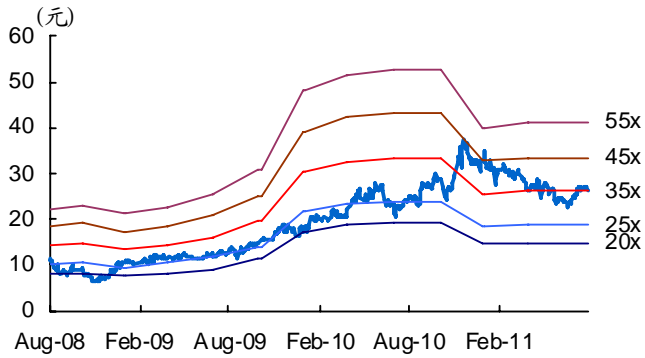
- **收购九阳生物, 缓解产能瓶颈:** 拟出资 2907 万元收购九阳生物 51%股权, 现金增资 8000 万元, 合计持股 79.61%。九阳生物主营替考拉宁、多粘菌素 B 等非抗生素类抗菌药物, 09 年 10 月份建成投产, 运营时间较短、尚未形成规模优势, 10 年收入 1137 万元, 亏损 377 万元。交易依据资产评估价定价, 评估增值 73.9%即 2430 万元, 其中生产技术增值 1863 万元, 主要是因为九阳历史上财务核算不规范, 对研发投入进行了费用化处理, 未形成无形资产。九阳具有生物发酵基础, 未来将定位为华东的生物生产基地, 缓解公司目前在杭州地区产能瓶颈。九阳未来总投资额将达到 2.5~3 亿元, 预计 13 年底前完成项目建设以及转移产品的注册认证工作。
- **预计中报同比增长约 20%, 主业增长约 30%:** 预计 11 年上半年净利润同比增长约 20%, 实现 EPS 约 0.44 元, 由于 10 年上半年房地产业务贡献净利润约 1150 万元, 剔除其影响, 预计主业同比增长接近 30%。
- **工业加速增长, 商业保持较快增长:** 我们预计上半年工业、商业收入增速分别约为 25%、25%。百令胶囊在肾功能不全领域学术推广顺利, 目前生产供应紧张, 预计上半年同比增速约 40%, 阿卡波糖预计增长约 30%, 免疫抑制剂整体增长预计略超 10%, 其中新产品 FK506 推广顺利, 同比大幅增长。
- **降糖药产品线逐渐丰富:** 伏格列波糖和吡格列酮二甲双胍片目前正在进行产品招标工作, 未来与包括阿卡波糖、吡格列酮将形成规模化优势。
- **维持业绩预测和“审慎推荐-A”评级:** 预计 2011~2013 年收入同比分别增长 18%、17%和 16%, 净利润同比分别增长 32%、26%和 22%, 实现 EPS 0.97 元、1.22 元和 1.49 元。公司在研产品包括免疫抑制剂、降糖药、抗肿瘤药等, 在建制剂大楼将用于新产品投产, 预计 2011 年投入使用; 医药商业受益于集中招标, 在建物流中心将加强其区域优势。当前股价对应 2011 年预测 PE 27 倍, 维持“审慎推荐-A”评级。
- **主要风险是公司资金压力较大, 而大股东股改承诺问题限制公司长远发展。**

**财务数据与估值**

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	7825	8972	10587	12387	14368
同比增长	30%	15%	18%	17%	16%
营业利润(百万元)	537	462	635	807	993
同比增长	97%	-14%	37%	27%	23%
净利润(百万元)	379	317	419	530	648
同比增长	125%	-16%	32%	26%	22%
每股收益(元)	0.87	0.73	0.97	1.22	1.49
PE	29.7	35.5	26.9	21.3	17.4
PB	10.0	9.7	7.8	6.2	5.0

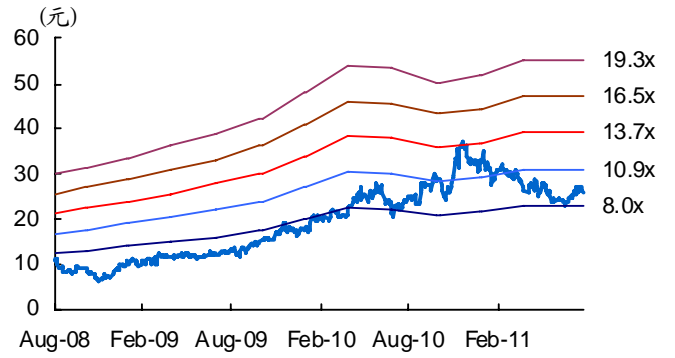
资料来源: 招商证券

图 1: 华东医药历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心, 港澳咨询

图 2: 华东医药历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心, 港澳资讯

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	2887	3394	3799	4643	5637
现金	567	329	356	1239	1684
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	166	367	328	384	445
应收款项	1268	1504	1800	1604	1860
其它应收款	24	19	64	74	86
存货	725	993	1080	1141	1326
其他	136	183	172	201	234
<b>非流动资产</b>	682	862	862	868	874
长期股权投资	30	31	31	31	31
固定资产	403	549	624	646	665
无形资产	118	170	153	138	124
其他	131	112	54	54	54
<b>资产总计</b>	<b>3569</b>	<b>4256</b>	<b>4661</b>	<b>5511</b>	<b>6510</b>
<b>流动负债</b>	2244	2901	2909	3256	3639
短期借款	503	760	600	600	600
应付账款	1010	1383	1544	1810	2105
预收账款	84	16	34	40	47
其他	647	741	731	805	887
<b>长期负债</b>	31	9	9	9	9
长期借款	4	0	0	0	0
其他	27	9	9	9	9
<b>负债合计</b>	<b>2275</b>	<b>2910</b>	<b>2917</b>	<b>3264</b>	<b>3647</b>
股本	434	434	434	434	434
资本公积金	60	8	8	8	8
留存收益	637	717	1010	1381	1835
少数股东权益	163	187	292	424	587
母公司所有者权益	1131	1159	1452	1823	2277
<b>负债及权益合计</b>	<b>3569</b>	<b>4256</b>	<b>4661</b>	<b>5511</b>	<b>6510</b>

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	568	(28)	508	1214	810
净利润			419	530	648
折旧摊销			88	93	94
财务费用			72	80	78
投资收益			(8)	(8)	(8)
营运资金变动			(180)	253	(187)
其它			117	266	184
<b>投资活动现金流</b>	(106)	(41)	(100)	(100)	(100)
资本支出			(100)	(100)	(100)
其他投资			(0)	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(349)	(183)	(381)	(231)	(265)
借款变动			(191)	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(126)	(159)	(195)
其他			(64)	(72)	(70)
<b>现金净增加额</b>	<b>113</b>	<b>(252)</b>	<b>27</b>	<b>883</b>	<b>445</b>

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	7825	8972	10587	12387	14368
营业成本	6262	7289	8575	10058	11696
营业税金及附加	39	23	32	37	43
营业费用	717	872	995	1115	1250
管理费用	196	251	286	297	316
财务费用	51	61	72	80	78
资产减值损失	28	23	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	8	8	8	8
<b>营业利润</b>	537	462	635	807	993
营业外收入	39	50	20	20	20
营业外支出	10	16	0	0	0
<b>利润总额</b>	565	496	655	827	1013
所得税	118	100	131	165	203
<b>净利润</b>	447	396	524	662	811
少数股东损益	68	79	105	132	162
<b>母公司所有者净利润</b>	379	317	419	530	648
<b>EPS (元)</b>	0.87	0.73	0.97	1.22	1.49

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>年成长率</b>					
营业收入	30%	15%	18%	17%	16%
营业利润	97%	-14%	37%	27%	23%
净利润	125%	-16%	32%	26%	22%
<b>获利能力</b>					
毛利率	20.0%	18.8%	19.0%	18.8%	18.6%
净利率	4.8%	3.5%	4.0%	4.3%	4.5%
ROE	33.6%	27.4%	28.9%	29.1%	28.5%
ROIC	25.5%	19.6%	24.1%	24.9%	24.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	63.7%	68.4%	62.6%	59.2%	56.0%
净负债比率	14.9%	18.6%	12.9%	10.9%	9.2%
流动比率	1.3	1.2	1.3	1.4	1.5
速动比率	1.0	0.8	0.9	1.1	1.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	2.2	2.1	2.3	2.2	2.2
存货周转率	7.7	8.5	8.3	9.1	9.5
应收帐款周转率	7.7	6.5	6.4	7.3	8.3
应付帐款周转率	7.0	6.1	5.9	6.0	6.0
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益	0.87	0.73	0.97	1.22	1.49
每股经营现金	1.31	-0.06	1.17	2.80	1.87
每股净资产	2.60	2.67	3.34	4.20	5.24
每股股利	0.00	0.00	0.29	0.37	0.45
<b>估值比率</b>					
PE	29.7	35.5	26.9	21.3	17.4
PB	10.0	9.7	7.8	6.2	5.0
EV/EBITDA	24.0	26.3	19.2	15.6	13.1

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**李珊珊 CPA**，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5年证券从业经验，注册会计师（CPA）。2010年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

**徐列海**，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009年加入招商证券，任医药行业分析师。

**廖星昊 CIIA**，上海财经大学金融数学与金融工程硕士，武汉大学生命科学与技术基地班学士，1年股权投资经验，注册国际投资分析师（CIIA）。2010年加入招商证券，任医药行业分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。