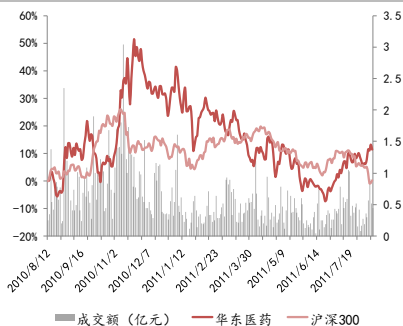


投资评级

谨慎推荐（首次评级）

上市以来股价走势图



公司基本情况

总股本(万股)	43,406
流通股本(万股)	27,994
每股净资产(元)	3.09
资产负债率(%)	71.21

研发部

宋凯
SAC 执业证书编号: S1340511070001
联系电话: 010-68858138
Email: songkai@cnpsec.com

归属于母公司净利润增长 22%

——华东医药（000963）半年报点评

事件：

公司公布了 2011 年中报，营业收入 52.21 亿元，同比增长 22.10%；营业利润 3.03 亿元，同比增长了 24.20%；利润总额 3.07 亿元，同比增长了 24.23%；归属于母公司净利润 1.94 亿元，同比增长了 22.09%；扣除非经常性损益后母公司净利润增幅为 21.34%。基本每股收益 0.45 元。

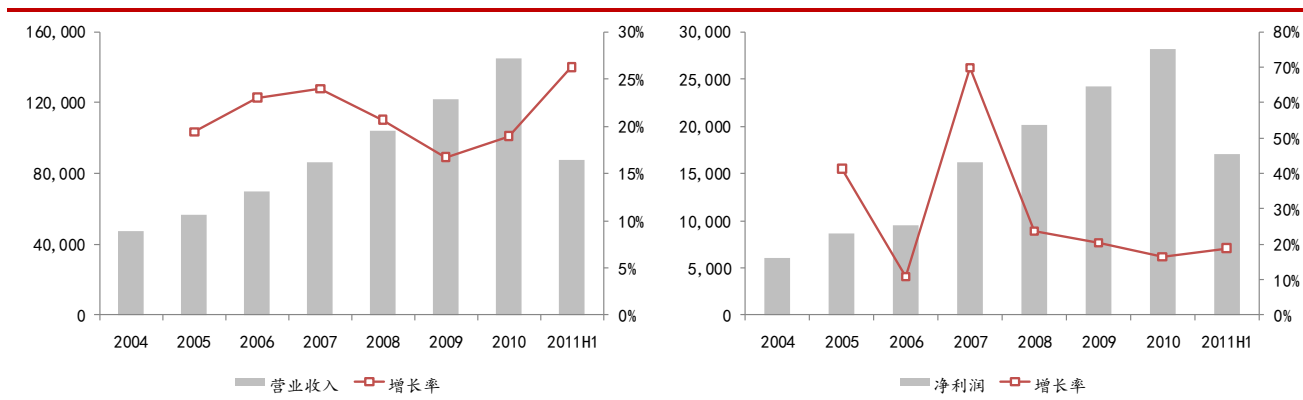
点评：

- **剔除杨歧房地产公司影响，净利润增幅 32%。**公司于 2010 年上半年将杨歧房地产公司股权作价 1.8 亿元转让，下半年开始不再合并报表，该公司 2010 年上半年为华东医药贡献收入 5826 万元，净利润 1150 万元，剔除该因素影响，公司报告期内营业收入和归属于母公司净利润增速分别为 23.78%和 31.63%。
- **中美华东增长稳定。**公司控股子公司中美华东是公司主要医药制造业资产，报告期内中美华东实现营业收入 8.74 亿元，同比增长 26.29%，占公司医药制造业收入比例为 94.28%；净利润 1.70 亿元，同比增长了 18.92%，占公司净利润比例为 68.27%。
- **百令胶囊、泮立苏或享较高增速；卡博平受到降价影响。**中美华东的主要产品包括百令胶囊、新赛斯平、泮立苏、卡博平和他克莫司等。百令胶囊是目前公司最大的单个药物品种，2010 年收入规模在 3.5 亿元左右，增速为 28%，我们预计 2011 年该药物收入规模能达到 4.4 亿元以上，增速约为 25%，新赛斯平增速相对缓慢，未来 3 年增速预计在 4-5%之间。消化系统用药泮立苏增速较高，预计 2011 年全年增速能到到 25%左右，收入规模接近 3 亿元。糖尿病用药卡博平（阿卡波糖）是目前公司第二大产品，2010 年收入规模约为 3 亿元，增速为 16%，发改委最近一次调价涉及到公司产品阿卡波糖（卡博平，50mg*30 粒），最高限价降低 11.56%，预计这会对下半年业绩产生一定不利影响。上半年该药物收入约为 1.8 亿元，我们预计全年收入在 3.5-3.6 亿元之间，增速约为 19%左右。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 0.91 元、1.25 元和 1.53 元，对应前一交易日股价 27.63 元的动态市盈率为 30 倍、22 倍和 18 倍，公司目前估值比较合理。公司医药工业产品具有较强的竞争力，在免疫抑制剂领域和内分泌领域占据一席之地；同时公司是区域性医药商业龙头企业，医药流通业务保持了高速增长势头，我们预计 2012 年

由于杨歧房地产公司的影响消除，公司业绩将出现较高的增速，我们给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示。** 产品毛利率下降风险。

图表 1：中美华东营业收入和净利润增速情况（万元）



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 2：公司主要产品分项目预测情况（万元）

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
医药商业							
营业收入	383,332	493,207	607,216	732,566	908,381	1,108,225	1,329,870
增长率		29%	23%	21%	24%	22%	20%
主要工业产品							
百令胶囊	20,000	23,400	27,671	35,418	44,273	54,456	65,347
增长率	8%	17%	18%	28%	25%	23%	20%
新赛斯平	20,000	22,000	21,600	22,248	23,360	24,295	25,267
增长率	8%	10%	-2%	3%	5%	4%	4%
泮立苏	15,000	16,600	19,500	23,790	29,738	36,875	44,987
增长率	50%	11%	17%	22%	25%	24%	22%
卡博平	15,000	19,500	25,943	30,042	35,750	41,827	48,101
增长率	50%	30%	33%	16%	19%	17%	15%

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 3：华东医药盈利预测（单位：万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	782,487	897,184	1,106,524	1,358,796	1,632,696
增长率	30.06%	14.66%	23.33%	22.80%	20.16%
营业成本	626,174	728,854	892,983	1,090,357	1,311,312
毛利率	19.98%	18.76%	19.30%	19.76%	19.68%
营业税金及附加	3,905	2,294	4,400	5,403	6,492
销售费用	66,670	87,191	120,279	148,380	181,556
管理费用	24,700	25,063	17,926	20,790	20,082
财务费用	5,108	6,142	8,852	8,832	9,470
期间费用率	12.33%	13.20%	13.29%	13.10%	12.93%
资产减值损失	2,784	2,260	1,800	1,640	1,590
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	533	791	550	600	642
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	467	513	500	569	608
营业利润	53,678	46,170	60,834	83,994	102,836
增长率	96.62%	-13.99%	31.76%	38.07%	22.43%
加：营业外收入	3,851	4,974	1,100	0	0
减：营业外支出	1,014	1,595	650	0	0
其中：非流动资产处置净损失	342	323	200	0	0
利润总额	56,516	49,549	61,284	83,994	102,836
减：所得税	11,791	9,962	11,626	15,976	19,467
所得税率	20.86%	20.11%	18.97%	19.02%	18.93%
净利润	44,725	39,586	49,658	68,018	83,369
减：少数股东损益	6,882	7,856	9,998	13,694	16,785
归属于母公司所有者的净利润	37,842	31,731	39,660	54,323	66,584
增长率	124.44%	-16.15%	24.99%	36.97%	22.57%
基本每股收益(元)	0.87	0.73	0.91	1.25	1.53

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。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。