

2011年8月15日

华东医药

中报业绩符合预期

买入
A 000963.SZ - 人民币 27.63
 目标价格: 人民币 31.90

胡文洲, CFA*

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(16)	5	1	11
相对新华富时A50指数(%)	(8)	12	10	16

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	434
流通股(%)	47
流通股市值(人民币 百万)	5,636
3个月日均交易额(人民币 百万)	39
净负债比率(%) (2011E)	22
主要股东(%)	
中国远大集团有限责任公司	35.5

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*焦阳是本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

2011年上半年, 公司实现销售收入52.2亿元, 同比增长22.1%, 净利润1.9亿元, 同比增长22.1%, 每股收益0.45元, 符合我们的预期。公司医药商业和医药制造业毛利率分别提升0.65和3.50个百分点, 盈利能力继续提升。我们维持公司2011-2013年每股收益分别为0.91元、1.19元、1.54元的盈利预测不变, 继续给予公司31.90元的目标价和买入评级。

支撑评级的要点

- 作为医药制造业的主要载体, 控股子公司中美华东实现营业收入8.7亿元, 同比增长26.3%; 实现净利润1.7亿元, 同比增长18.9%。
- 作为医药商业的核心载体, 母公司实现营业收入40.2亿元, 同比增长19.0%; 实现扣除投资收益后的净利润0.61亿元, 同比增长25.0%。
- 扣除去年同期公司房地产业务等因素的影响, 公司上半年销售收入和净利润同比增长分别为23.8%和31.6%。

影响评级的主要风险

- 药品最高限价下调风险。
- 吡格列酮的使用可能将受到限制。

估值

- 公司2011年上半年0.45元的每股收益符合我们的预期, 我们维持公司2011-2013年0.912元、1.192元、1.539元的盈利预测, 继续给予公司31.90元的目标价, 相当于35倍2011年市盈率, 维持买入评级不变。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	7,825	8,972	10,871	13,258	16,159
变动(%)	30	15	21	22	22
净利润(人民币 百万)	378	317	396	517	668
全面摊薄每股收益(人民币)	0.872	0.731	0.912	1.192	1.539
变动(%)	124	(16)	25	31	29
全面摊薄市盈率(倍)	31.7	37.8	30.3	23.2	18.0
每股现金流量(人民币)	1.308	(0.064)	1.118	1.395	1.733
价格/每股现金流量(倍)	21.1	(428.5)	24.7	19.8	15.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.0	20.7	16.5	13.1	10.4
每股股息(人民币)	0.330	0.330	0.365	0.477	0.616
股息率(%)	1.2	1.2	1.3	1.7	2.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

公司 2011 年上半年营业收入、净利润同比各增长 22.1%

2011 年上半年，公司实现销售收入 52.2 亿元，同比增长 22.1%，净利润 1.9 亿元，同比增长 22.1%，每股收益 0.45 元，符合我们的预期。扣除去年同期公司房地产业务等因素的影响，公司上半年销售收入和净利润同比增长分别为 23.8% 和 31.6%。

公司经营现金流为-0.21 亿元，较去年同期和今年一季度均有所好转。

公司的销售费用率为 9.62%，较去年同期提高 1.18 个百分点，管理费用率为 2.68%，较去年同期下降 0.82 个百分点。

医药制造业收入 9.3 亿元，毛利率较同期提升 3.50 个百分点

上半年公司医药制造业营业收入到达 9.3 亿元，同比增长 22.5%，毛利率达到 78.8%，比去年同期提升 3.50 个百分点。作为公司核心处方药产品的载体，公司控股子公司中美华东上半年营业收入 8.7 亿元，同比增长 26.3%，实现净利润 1.7 亿元，同比增长 18.9%。

公司的主要产品中，我们估计百令胶囊、他克莫司、阿卡波糖增长较快，其他品种增长较为平稳。

我们预计下半年他克莫司、阿卡波糖将继续保持快速增长；由于去年下半年已经推广新规格产品的原因，百令胶囊的销售增速可能有所下滑，全年增长将保持在 30% 以上；环孢素 A 将与去年同期持平；其他品种将保持平稳增长。

受到年初药品降价的影响，上半年公司全资子公司西安博华的原料药业务可能增长较慢，我们预计下半年将有所恢复。

医药商业销售收入达到 42.7 亿元，同比增长 24.3%

上半年公司的医药商业收入为 42.7 亿元，同比增 24.3%，毛利率达到 6.86%，比去年同期提升 0.65 个百分点。其中母公司作为医药商业的核心载体，实现营业收入 40.2 亿元，同比增长 19.0%；实现扣除投资收益后的净利润 0.61 亿元，同比增长 25.0%。

母公司报表显示，公司的经营现金流为-0.43亿元，与去年同期的-2.99亿元相比有很大好转，可能预示着公司医药商业业务对资金的需求有一定程度的缓解。

收购九阳生物扩充产能

近日，公司公告拟以 2,907 万元收购江苏九阳生物制药有限公司 51% 股权，并在完成股权转让后对九阳生物以现金方式增资 8,000 万元，共计获得九阳生物 79.61% 的股权。

九阳生物注册于江苏盐城，厂区占地面积约 120 亩，建有抗生素工程中心、发酵车间、提取车间、精制车间、仓库、质检办公综合楼、动力中心、蒸汽减压站、污水处理站、冷冻机房等，已建成建筑面积约 17,000 平方米，在建项目规划建设面积约为 28,000 平方米。

我们认为，收购九阳生物短期内有助于公司开展产品布局规划的调整，缓解公司百令胶囊等品种产能不足的情况；长期来看，九阳生物将作为公司化学制剂的原料生产基地，保障公司未来的发展。

药品降价短期影响有限

近期发改委通知将从 9 月 1 日起降低部分激素、调节内分泌类和神经系统类等药品的最高零售价格。公司阿卡波糖和吡格列酮位列于降价名单中，降价后的最高零售限价分别为 54.7 元 (50mg×30) 和 21.3 元 (15mg×7)。

图表 2. 阿卡波糖和吡格列酮国家限价情况

通用名	规格	原国产限价(元)	现国产限价(元)	原外资限价(元)	现外资限价(元)
阿卡波糖	50mg×30	61.4	54.7	82.5	74.2
吡格列酮	15mg×7	29.1	21.3	60.1	54.1

资料来源：公司资料及中银国际研究

阿卡波糖和吡格列酮 2011 年上半年的销售额分别为 1.8 亿元和 0.3 亿元，占公司制药工业销售额的 19.4% 和 3.1%。

据不完全统计，公司的阿卡波糖在各省的中标价区间为 44-49 元，对应的终端价格约为 50-56 元，其中内蒙、贵州等少数地区的中标价格较高，未来将会有所下调；吡格列酮在各省的中标价区间为 15-21 元，对应的终端价格约为 17-24 元，其中北京、江苏、天津、贵州、甘肃等地区的价格未来可能有所下调。

我们认为长期来看公司的药品价格有一定的下调空间，但本次药品降价对公司的负面影响较小。从其他产品的中标价格来看，未来如遇到国家药品降价，公司的吗替麦考酚酯和泮托拉唑受到影响的可能较大。

吡格列酮使用受到严厉限制的可能性较小

2011年8月初，由于可能增加罹患膀胱癌的风险，美国FDA发布了吡格列酮最新一期的风险提示，要求药品标签注明：

1. 对发病期的膀胱癌患者禁止用药；
2. 对有膀胱癌病史的患者谨慎用药；
3. 使用者应密切关注与膀胱癌相关的发病迹象。

自2010年9月开始，世界各国监管机构就开始关注吡格列酮可能增加罹患膀胱癌的风险的问题。与不久之前法国和德国禁用吡格列酮相比较，FDA对吡格列酮使用的态度较为宽松。2010年吡格列酮在美国的销售额超过26亿美元，拥有大量的使用患者。参考同类药品罗格列酮严格限制使用前近三年的学术争论，我们认为除非方法学研究和实验数据完全支持吡格列酮增加罹患膀胱癌的风险的论断，否则FDA近期将不会对吡格列酮做的使用做出更严厉的限制。

对于可能增加罹患膀胱癌的风险的问题，我国监管部门尚未发出相关通知。我们认为，如果我国监管部门对吡格列酮使用的态度与美国FDA接近，则短期内不会对公司吡格列酮的销售产生严重影响。

风险因素

百令胶囊未来可能面临产能不足，这将对公司的业绩造成不利影响。

国家未来继续下调药品最高零售限价可能会对公司造成不利影响。

如果未来吡格列酮的使用受到严厉限制，公司将受到不利影响。

维持目标价和买入评级

我们维持公司 2011-2013 年 0.912 元、1.192 元、1.539 元的盈利预测，继续给予公司 31.90 元的目标价，相当于 35 倍 2011 年市盈率，维持买入评级不变。

图表 3. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年上半年	2011 年上半年	同比变动%
营业收入	4,275.8	5,220.7	22.1
营业成本	(3,462.7)	(4,193.6)	21.1
营业税	(12.7)	(23.7)	86.8
毛利润	800.5	1,003.4	25.4
销售费用	(360.8)	(502.4)	39.2
管理费用	(149.8)	(139.9)	(6.6)
营业利润	289.8	361.1	24.6
投资收益	2.7	3.1	16.4
财务费用	(26.5)	(45.7)	72.1
营业外收入	6.7	10.5	57.0
营业外支出	(3.2)	(6.1)	90.9
税前利润	247.5	307.5	24.2
所得税	(49.4)	(58.7)	18.8
少数股东权益	(39.5)	(55.2)	39.6
归属上市公司股东净利润	158.6	193.6	22.1
主要比率(%)			
毛利率	19.0	19.7	
经营利润率	6.8	6.9	
净利率	4.6	4.8	

资料来源: 公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	7,825	8,972	10,871	13,258	16,159
销售成本	(6,262)	(7,289)	(8,838)	(10,774)	(13,133)
运营费用	1,293	1,163	1,462	1,823	2,264
息税折旧前利润	671	610	763	948	1,170
折旧与摊销	(61)	(72)	(80)	(87)	(92)
营业利润(息税前利润)	610	538	683	860	1,078
净利息收入(费用)	(51)	(61)	(93)	(102)	(111)
其它盈利/(亏损)	(23)	(15)	8	8	8
税前利润	565	495	609	777	986
所得税	(118)	(100)	(122)	(156)	(198)
少数股东损益	(69)	(79)	(90)	(104)	(119)
净利润	378	317	396	517	668
核心净利润	378	308	387	508	659
每股收益(人民币)	0.87	0.73	0.91	1.19	1.54
核心每股收益(人民币)	0.87	0.71	0.89	1.17	1.52
每股股息(人民币)	0.33	0.33	0.36	0.48	0.62
收入增长(%)	30	15	21	22	22
息税前利润增长(%)	62	(12)	27	26	25
息税折旧前利润增长(%)	59	(9)	25	24	23
每股收益增长(%)	124	(16)	25	31	29
核心每股收益增长(%)	45	(18)	26	31	30

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及等价物	554	302	642	1,035	1,547
应收帐款	1,458	1,889	2,115	2,374	2,672
库存	725	993	1,092	1,201	1,321
其它流动资产	149	209	236	268	303
流动资产合计	2,887	3,394	4,085	4,877	5,844
固定资产	426	608	653	671	654
无形资产	177	173	184	189	194
其它长期资产	79	81	81	81	81
长期资产合计	682	862	918	941	929
总资产	3,569	4,256	5,003	5,819	6,773
应付账款	1,461	1,960	2,139	2,337	2,554
短期债	503	760	1,010	1,160	1,310
其它流动负债	280	181	155	160	166
流动负债合计	2,244	2,901	3,305	3,657	4,031
长期债	4	0	0	0	0
其它长期负债	27	9	10	10	10
股本	434	434	434	434	434
资本公积	697	724	977	1,336	1,797
股东权益	1,131	1,159	1,411	1,770	2,231
少数股东权益	163	187	278	382	501
负债权益总计	3,569	4,256	5,003	5,819	6,773
每股账面价值(人民币)	2.6	2.7	3.3	4.1	5.1
每股有形资产(人民币)	2.2	2.3	2.8	3.6	4.7
净负债/(现金)(人民币)	(0.1)	1.1	0.8	0.3	(0.5)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	565	495	609	777	986
折旧与摊销	61	72	80	87	92
净利息费用	51	61	93	102	111
营运资本变动	6	(561)	(167)	(197)	(231)
支付所得税	(118)	(100)	(122)	(156)	(198)
其它经营现金流	3	4	(8)	(8)	(8)
经营活动产生的现金流	568	(28)	485	605	752
购建固定资产净额	(129)	(171)	(130)	(110)	(80)
投资减少/(增加)	16	1	0	0	0
其它投资现金流	7	129	1	8	8
投资活动产生的现金流	(106)	(41)	(129)	(102)	(72)
净股本增加	0	0	0	0	0
净负债增加	(265)	194	220	150	150
支付股息	0	(143)	(143)	(158)	(207)
其它筹资现金流	(84)	(234)	(93)	(102)	(111)
筹资活动产生的现金流	(349)	(183)	(17)	(110)	(168)
现金余额变动	113	(252)	339	393	512
年初现金	442	554	302	642	1,035
公司自由现金流	471	(64)	348	495	672
股权自由现金流	155	77	482	552	719

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	8.6	6.8	7.0	7.1	7.2
息税前利润率	7.8	6.0	6.3	6.5	6.7
税前利润率	7.2	5.5	5.6	5.9	6.1
净利率	4.8	3.5	3.6	3.9	4.1
流动性(倍)					
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.3	1.4
利息覆盖倍数	11.9	8.0	6.9	8.0	9.2
净权益负债率(%)	净现金	36.3	21.8	5.8	净现金
速动比率	1.0	0.8	0.9	1.0	1.1
估值(倍)					
市盈率	31.7	37.8	30.3	23.2	18.0
核心业务市盈率	31.7	38.9	31.0	23.6	18.2
目标价对应核心业务市盈率					
盈率	36.7	45.0	35.8	27.3	21.0
市净率	10.6	10.4	8.5	6.8	5.4
价格/现金流	21.1	(428.5)	24.7	19.8	15.9
企业价值/息税折旧前利润	18.0	20.7	16.5	13.1	10.4
周转率					
存货周转天数	47.6	43.0	43.0	38.8	35.0
应收帐款周转天数	57.4	68.1	67.2	61.8	57.0
应付帐款周转天数	60.2	65.7	63.9	57.7	52.0
回报率(%)					
股息支付率	37.9	45.1	40.0	40.0	40.0
净资产收益率	40.2	27.7	30.8	32.5	33.4
资产收益率	13.4	10.1	10.5	11.5	12.5
已运用资本收益率	34.7	27.4	28.5	28.8	29.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371