

# 收购惠仁医药，加强区域龙头地位

—— 华东医药收购事件点评



爱建证券有限责任公司  
AJ SECURITIES CO.,LTD.

## 主要事件:

公司拟出资1622.88万元收购浙江惠仁医药有限公司36%股权，完成本次收购后，公司将持有其51%股权，成为其控股股东。

## 投资要点:

1. 惠仁医药以瑞安为立足点，不断向周边县市发展。目前经营规模在浙江温州地区医药商业企业中位列第三，也是瑞安地区最大的医药商业企业。惠仁医药营业收入逐年增长，2008年为4.38亿元，2010年为685亿元，2011年中期为456亿元。

2. 惠仁医药整体股权价值（净资产公允价值）为3185万元，收益法评估结果4508万元作为惠仁医药股东全部权益的评估值，对于惠仁医药这一优质的医药商业资产来说，收购价格是便宜的。

3. 通过控股惠仁医药，可实现公司在温州地区现有业务与惠仁医药的集中整合及优势互补，能够加强公司在温州地区的覆盖率，巩固公司在浙江省医药商业的龙头地位。

4. 公司医药工业和商业营业收入保持了较快增长，盈利能力有所提升。2011年中期营业收入为52.21亿元，较2010年中期的42.76亿元同比增长22%。

5. 预计2011年、2012年营业收入分别为109.64亿元、137.04亿元，归属母公司股东净利润分别为3.92亿元、5.03亿元，每股收益为0.90元、1.16元，给予推荐评级，目标价为31元。

## 风险提示:

产品价格受发改委调控。

华东医药 000963 2011-9-28

评级 推荐

目标价格 31.00

当前价格 26.02

## 基础数据

总市值(百万) 11294.24

总股本/流通股本(百万) 434.06/279.94

流通市值(百万) 7284.07

每股净资产 3.09

净资产收益率 27.34%

## 交易数据

52周内股价区间 22.33/38.08

10年市盈率 36.10

市净率 8.54

## 一年期走势图



行业研究员: 吴正武

联系人: 林兴秋

证书编号 S0820511030001

电话 021-32229888-3510

E-mail [linxingqiu@ajzq.com](mailto:linxingqiu@ajzq.com)

## 相关报告

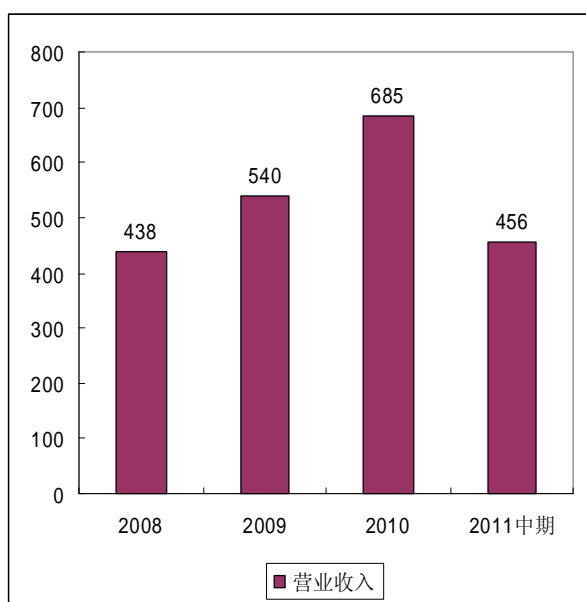
## 一、惠仁医药营业收入逐年增长，在温州的渠道价值明显

惠仁医药由瑞安市人民医院和本公司共同投资设立，现股东为瑞安市人民医院、华东医药股份有限公司和杭州华东医药集团投资有限公司，其中瑞安市人民医院出资占其注册资本的60%；华东医药股份有限公司占其注册资本的15%；杭州华东医药集团投资有限公司占其注册资本的25%。公司拟出资1622.88万元收购36%股权后，公司将持有其51%股权，成为其控股股东。收购之后，公司委派3名董事，惠仁医药董事会成员为5人，由瑞安市人民医院委派2名董事。

惠仁医药为一家以批发销售中西药及医疗器械为主的医药商品流通企业，是温州市四家经营麻醉药品的公司之一。目前公司经营的药品有9,000余种品规，公司与瑞安市以及温州市各家医院建立了密切的长期合作关系。惠仁医药以瑞安为立足点，不断向周边县市发展。目前经营规模在浙江温州地区医药商业企业中位列第三，也是瑞安地区最大的医药商业企业。2011年1月，公司投资设立全资子公司温州惠仁医药有限公司，该子公司预计今后将启动浙江惠仁医药的现代物流配送中心基地建设项目。

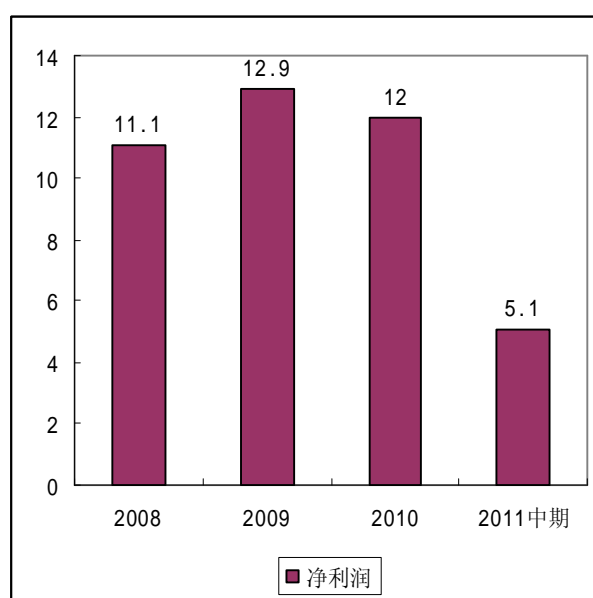
惠仁医药营业收入逐年增长，2008年为4.38亿元，2010年为685亿元，2011年中期为456亿元，已经超过2008年全年的收入，营业收入的增长了其医药商业渠道的优势。净利润保持平稳，虽然没有增长，但经过和公司原有渠道以及工商业一体化整合之后，相信盈利能力会得到提升。惠仁医药整体股权价值（净资产公允价值）为3185万元，收益法评估结果4508万元作为惠仁医药股东全部权益的评估值，我们按照净资产公允价值计算，本次收购的市净率约为1.42，对于惠仁医药这一优质的医药商业资产来说，收购价格是便宜的。

图1：惠仁医药营业收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告，爱建证券

图2：惠仁医药净利润（单位：百万元）



资料来源：公司公告，爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

## 公司研究

温州是经济发达地区，医药商业的总体规模较大，通过控股惠仁医药，可实现公司在温州地区现有业务与惠仁医药的集中整合及优势互补，能够加强公司在温州地区的覆盖率，巩固公司在浙江省医药商业的龙头地位。

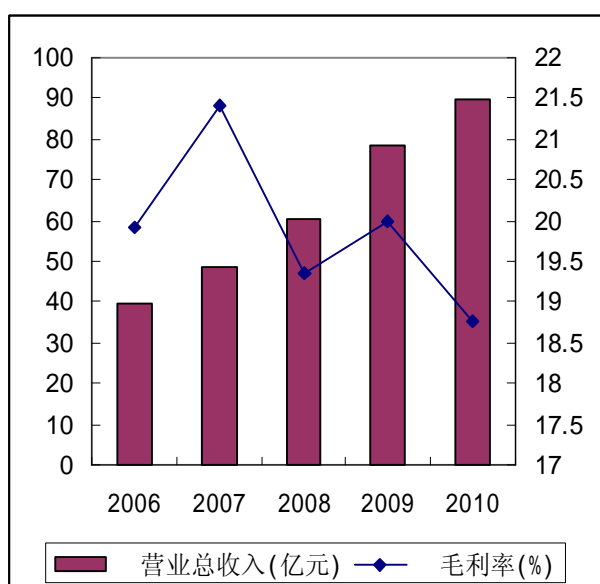
## 二、政策指明方向，区域龙头迎来发展良机

今年5月商务部正式对外发布了《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015）》。《规划纲要》鼓励药品流通企业通过收购、合并、托管、参股和控股等多种方式做强做大，实现规模化、集约化和国际化经营。形成1—3家年销售额过千亿的全国性大型医药商业集团，20家年销售额过百亿的区域性药品流通企业。公司作为浙江省医药商业的区域龙头，将受益于药品流通行业发展规划纲要，将迎来发展良机。

## 三、工商业齐发力，业绩增长态势良好

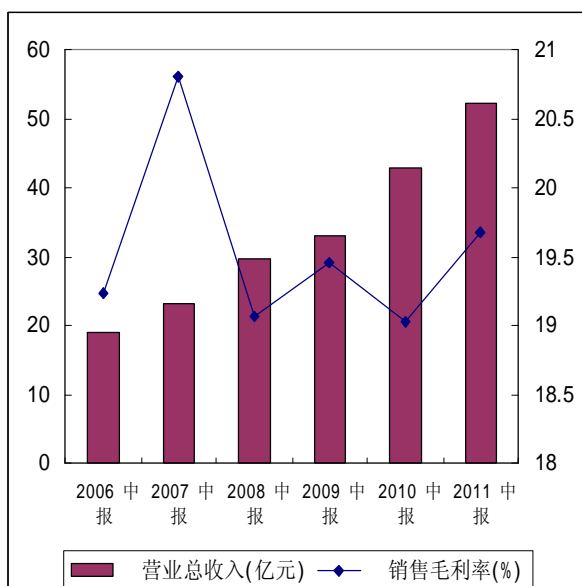
公司业务包括医药工业和商业，近几年公司业绩增长态势良好，2010年营业收入为89.72亿元，2006年营业收入为39.68亿元，2011年中期为52.21亿元，较2010年中期的42.76亿元同比增长22%。毛利率保持稳定，2010年为19.02%，2011年中期为19.67%。利润总额为3.07亿元，同比增长24.23%，归属母公司股东净利润为1.94亿元，同比增长22.09%。

图3：公司2006—2010年营业收入、毛利率



资料来源：公司公告，爱建证券

图4：公司2006—2011年中报营业收入、毛利率



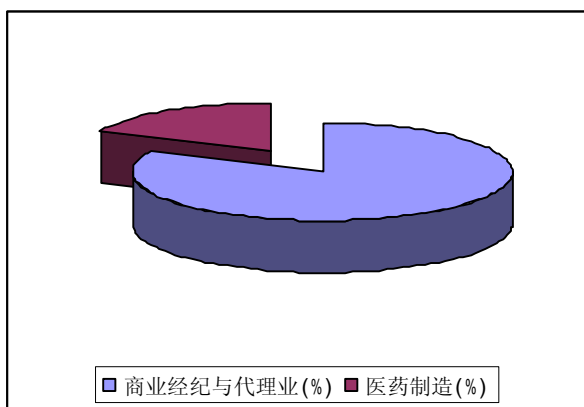
资料来源：公司公告，爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

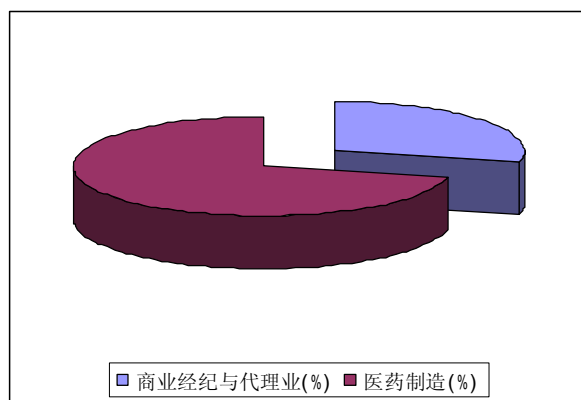
公司医药工业和商业协同发展，2011年中报医药商业和医药制造业收入占比分别为81.85%、17.76%，医药商业的毛利率较低，医药工业的毛利率较高，在公司的毛利额中，医药商业和医药制造业占比分别为28.61%、71.39%，医药工业对公司毛利额的贡献大。

图5： 2011年中报商业、医药制造营业收入占比



资料来源：公司公告，爱建证券

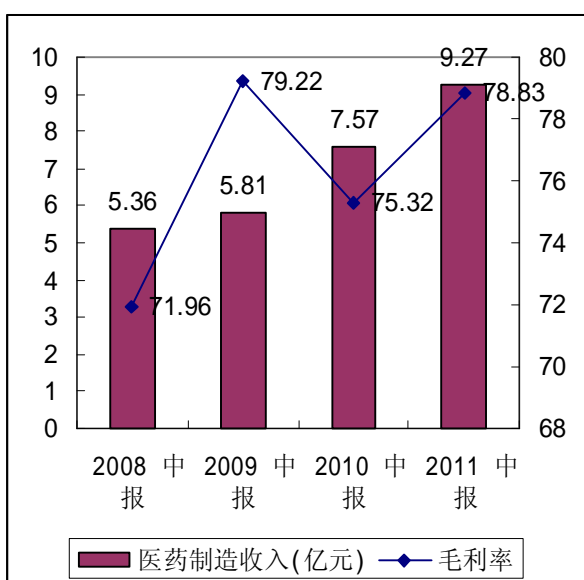
图6： 2011年中报商业、医药制造毛利额占比



资料来源：公司公告，爱建证券

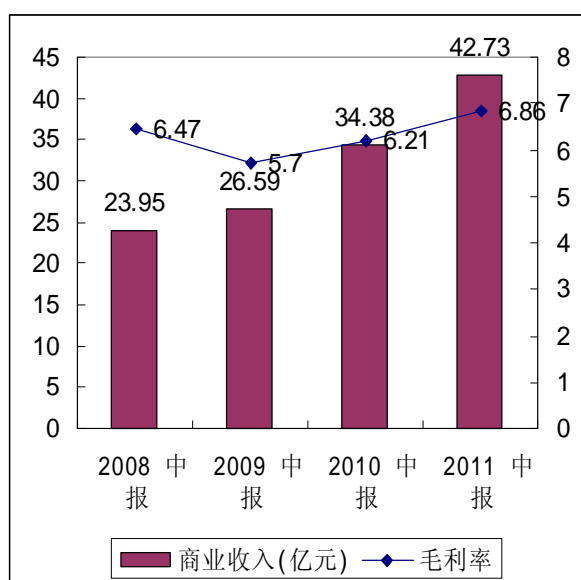
医药工业主要品种是免疫抑制剂、糖尿病用药、消化系统用药，2011年中期医药工业营业收入为9.27亿元，较2010年中期的7.57亿元增长22.5%，毛利率在较高水平上出现增长，从去年中期的75.32%增长到78.83%。2011年中期医药商业的营业收入为42.73亿元，较2010年中期的34.38亿元增长24.3%，毛利率为6.86%，较去年同期有所增长。总体来看，公司医药工业和商业营业收入保持了较快增长，盈利能力有所提升。

图7： 公司医药制造营业收入、毛利率 (%)



资料来源：公司公告，爱建证券

图8： 公司医药商业营业收入、毛利率 (%)



资料来源：公司公告，爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

#### 四、盈利预测

公司收购惠仁医药36%股权后，公司将持有其51%股权，成为其控股股东，对利润和每股受益的增加不大，但其意义是实现公司在温州地区现有业务与惠仁医药的集中整合及优势互补，能够加强公司在温州地区的覆盖率，巩固公司在浙江省医药商业的龙头地位。公司经营稳健，预计2011年、2012年营业收入分别为109.64亿元、137.04亿元，归属母公司股东净利润分别为3.92亿元、5.03亿元，每股收益为0.90元、1.16元，给予推荐评级，目标价为31元。

表1：公司盈利预测（单位：百万元）

利润表	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	7824.87	8971.84	10963.58	13704.48
减: 营业成本	6261.74	7288.54	8885.99	11100.63
营业税金及附加	39.05	22.94	28.04	35.05
营业费用	666.70	871.91	1065.48	1331.85
管理费用	247.00	250.63	306.27	382.83
财务费用	51.08	61.42	25.84	16.70
资产减值损失	27.84	22.60	0.00	0.00
加: 投资收益	5.33	7.91	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>536.78</b>	<b>461.70</b>	<b>651.98</b>	<b>837.42</b>
加: 其他非经营损益	28.37	33.78	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>565.16</b>	<b>495.49</b>	<b>651.98</b>	<b>837.42</b>
减: 所得税	117.91	99.62	162.99	209.36
<b>净利润</b>	<b>447.25</b>	<b>395.86</b>	<b>488.98</b>	<b>628.07</b>
减: 少数股东损益	68.82	78.56	97.04	124.64
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>378.42</b>	<b>317.31</b>	<b>391.95</b>	<b>503.43</b>
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.872</b>	<b>0.731</b>	<b>0.903</b>	<b>1.160</b>

资料来源：公司公告，爱建证券

## 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映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。

## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

### I 公司评级

**强烈推荐:** 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅15%以上

**推荐:** 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅5%~15%

**中性:** 预期未来6个月内,个股相对大盘变动在±5%以内

**回避:** 预期未来6个月内,个股相对大盘跌幅5%以上

### I 行业评级

**强于大势:** 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅5%以上

**中性:** 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

**弱于大势:** 预期未来6个月内,行业指数相对大盘跌幅5%以上

请务必阅读正文之后的重要声明

## 重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

请务必阅读正文之后的重要声明