

动态报告/公司快评

医药保健

华东医药 (000963)
推荐

制药与生物

业绩预增及调研简评

首次

2010年1月28日

稳定成长、估值安全

分析师： 陈栋 chendong1@guosen.com.cn 021-60933147

分析师： 贺平鸽 hepg@guosen.com.cn 0755-82133396

事项：

- 1、近期我们调研了华东医药，首次覆盖并给予“推荐”评级。我们认为公司基本面优异、估值偏低，具20%以上绝对收益空间。
- 2、华东医药今日公布了业绩预告向上修正公告：原预计主业增幅40-70%，又因地产业务结算贡献，现预计增幅86-131%。

评论：

■ 公司的行业地位突出——“浙江省医药商业龙头企业+医药工业细分专科领域龙头企业”

华东医药80%以上的收入来源于医药商业，作为浙江省的医药商业龙头，公司立足省内精耕细作，省内市场占有率达到13%，同时以总代理总经销的模式积极开拓国内市场，盈利能力不断提升；公司的医药工业独具特色，秉持“要么第一、要么唯一”的理念，在免疫抑制剂、糖尿病用药等专科药物领域独领风骚，凭借完整的产品线与出色的营销能力与外资原研药厂相抗衡，是公司主要的利润来源。

■ 盈利能力突出、业绩稳定成长

医药工业（子公司中美华东，持股75%）：09年收入超过12亿元，增长20%以上，毛利率维持在83%，净利润2.5亿元，为上市公司贡献1.9亿元净利润。预计10-11年塞可平、百令胶囊、卡博平等大品种继续保持稳定增长，他克莫司将在11年开始发力，使医药工业收入增速维持在20%，净利率达到23%的水平。由于医药工业定位于高端专科领域，竞争壁垒较高，因此盈利能力强、稳定成长。

医药商业（母公司）：09年收入超过55亿元，增长20%以上，管理费用和财务费用的下降使得净利率提升0.7个百分点，预计净利润将超过7000万；公司持股51%的宁波公司（专营生物制品商业流通）09年收入5亿元，为上市公司带来1000万利润贡献。公司作为区域流通业龙头，将受益于医改后商业集中度的提升，预计10-11年收入分别增长21%和20%，随着总代理总经销收入的快速增长，毛利率在现有水平上还可得到提高。

综合来看，我们预计公司09年主业的净利润在2.7亿元左右，折合每股收益0.62元，增长超过60%；预计10-11年医药主业增长率25%和23%，EPS分别为0.78元和0.95元；此外，公司地产业务09年下半年交房顺利，将为公司带来9000万元净利，增厚每股收益0.2元，预计10年将能再贡献每股0.10元的收益。两者合计，公司09-11年的EPS分别为0.82、0.88和0.95元。

■ 免疫抑制剂类药物：依靠存量市场和产品结构优化，保持良好成长，赛可平和百令胶囊增速仍可观

受国家规范行业的影响，移植手术量近年来处于低谷，09年器官移植9000例左右。由于器官移植后患者需要终身用药，故市场规模仍在稳定增长。我们根据历年移植手术和术后生存率的计算表明，在维持每年相对较低的8300例移植数的情况下，10-12年移植后用药人数的年复合增长率是5%左右；若悲观假设每年移植量下降到7000例，则10-12年移植后用药人数的复合增长率也将达到3.6%。

目前免疫抑制一线用药市场50-60亿，辅助用药市场40-50亿元，华东医药09年免疫抑制剂收入6亿元左右，其中百令胶囊受下半年甲流疫情刺激，以及加强市场推广的促进，09年收入增长20%至2.6亿元，后续增加适应症后，高增长有望持续；赛斯平收入2.3亿元，与08年持平；赛可平09年增速超过30%，收入超过1.1亿元，预计10年仍将维持30%的增速；09年他克莫司上市后，促使公司在器官移植方面的产品线趋于完备，该品由于09年各省市药品招标较少，收入1000万左右，预计随着10年各省市药品招标的快速推进，华东的产品将打破日本原研药厂一家独大的局面，2年后可成为上亿元的大品种。

总体而言，虽然器官移植暂时受制于供体不足导致的增量平缓，但公司仍可以通过存量市场的稳定增长、以及充实免疫抑制剂产品线、优化销售结构，推动该核心业务良好成长。

■ 糖尿病药物收入快速增长，泮立苏重回增长轨道

我国20岁以上人群的糖尿病患病率1993年的1.9%上升到2008年的10.7%，近五年更是以平均每年一个百分点的速率上升。其中城市居民糖尿病患病率是农村居民的5-6倍，经济越发达的地区，糖尿病患病率越高。随着糖尿病发病率的快速上升，我国糖尿病药物市场规模逐年扩容，04-08年的复合增长率12.81%，根据SFDA南方所预测，降糖药市场09年增长12.1%，10年将增长12.7%至108亿元。

阿卡波糖是目前口服降糖药中的最大品种，并且持续以30%以上速度增长，华东医药卡博平的市场占有率为15%，09年的销售收入2.7亿元，增长40%，预计10年卡博平的销售收入将超过3亿元。华东的另一个降糖药吡格列酮（卡司平）09年收入增长50%至3500万，处于快速上升期，预计10年将增长30-40%。

泮立苏08年受招标降价影响而增幅不大，09年增速回升，全年销售收入达到1.8亿元。

■ 08年收购的子公司：博华制药与九州制药成功扭亏

博华制药主营原料药，08年受金融危机中产品价格下跌影响，亏损了300万，并且公司还对其计提了2000余万的商誉减值损失。09年原料药市场的回暖给公司带来500万左右的盈利，博华制药持有65%股份的九州制药虽仍未开展销售，但亏损额减小，并能被博华的盈利所覆盖。我们预计公司09年不会再次计提大额商誉减值。

■ 医药商业业务：区域商业龙头地位稳固，药品总代理提升盈利能力

浙江是国内第三大区域医药市场，最近三年医药销售规模的复合增长率为16.1%，09年省内销售规模达到430亿。公司的医药流通业务主要面向省内，是浙江省医药商业的龙头企业，08年市场份额为12.8%。09年母公司商业销售收入55亿元，比08年增长20%以上，增速超过浙江省医药商业总销售收入增幅5个百分点。母公司的商业业务09年贡献7000万净利润，预计10年仍将维持20%的增速。

公司医药商业坚定走总代理总经销之路，总代理的毛利率比商业平均毛利率高出1倍左右，08年该业务的毛利占商业部分毛利的50%以上，09年总代理业务增速较快，提升了商业的盈利水平。华东医药宁波公司09年收入5亿元，贡献2000-3000万净利，按照51%的权益计算带给上市公司1000余万净利润。

收购扩张方面，新的以省为单位的招标体制对投标流通企业的现代物流能力提出了较高要求，此项改革利好大

型龙头企业，公司将与各市的地方性医药公司在省内招标上进行充分合作，也会考虑采用股权合作的方式。公司将加快实施现代物流项目，在 09 年 12 月收购杭州财通科技 100% 股权之后，计划再投入 6000-7000 万用于改造，项目 1 期将形成 80 亿元销售规模的物流能力。

■ 地产业务：09 年大幅增厚业绩，10 年仍将贡献一次性收益

杨歧房产商品房在 2009 年销售情况良好。自 2009 年 11 月开始的交房工作进展顺利，与之相关的预售收入也相应得到确认。公司预计其全年房地产开发和销售业务产生的净利润约为 8300 万元~9800 万元，增厚每股收益约 0.2 元。公司据此将 09 年净利由预增 40%-70% 调整为预增 86%-131%，调整后预计 09 年每股收益为 0.72-0.90 元。

10 年还有 1.4 亿元房地产销售收入等待确认，预计贡献 5000 万元净利，增厚每股收益 0.10 元。

■ 首次给予“推荐”评级，目标价 25 元

08 年非经常性损益造成公司业绩基数下降，09 年工业和商业部分的收入增速都将达到 20%，同时财务费用和管理费用大幅下降促使业绩大幅增长，预计 09-11 年制药主业 EPS 约 0.62、0.78、0.95 元。公司作为浙江省医药商业区域龙头和器官移植领域国产药领军者，就行业地位而言，当前估值和市值水平相对偏低，绝对收益可期，给予 11 年 PE25-28X，目标价 25 元，尚有 21% 的空间，给予“推荐”评级。

■ 其它因素

- 1、股改承诺事宜尚未最终解决，但我们认为并不影响公司的业务价值，因此而使股价受抑反而带来介入机会；
- 2、公司位于杭州市区，产能扩张面临瓶颈，未来存在通过收购在杭州周边扩张、以及再融资动力。

表：华东医药收入预测

收入预测	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
医药工业收入（百万元）	841	1009	1218	1459	1753
医药工业收入增长率（YOY）	13.49%	19.98%	20.80%	19.75%	20.15%
医药工业毛利率	76.85%	82.81%	83.10%	83.20%	83.30%
其中：					
免疫抑制					
销售收入（百万元）	465	529	617	729	863
增长率（YOY）	12.05%	13.76%	16.71%	18.08%	18.38%
其中：赛斯平	206	221	225	230	235
百令胶囊	204	218	260	305	355
赛可平	50	84	110	140	175
赛莫司	5	6	10	14	18
他克莫司			12	40	80
糖尿病+消化系统药					
销售收入（百万元）	321	370	481	590	720
增长率（YOY）		15.19%	29.95%	16.01%	15.05%
其中：卡博平	151	186	265	340	435
卡司平	15	24	36	50	65
泮立苏	155	160	180	200	220

其他					
销售收入 (百万元)	54	109	120	140	170
医药商业收入 (百万元)	3833	4932	6150	7470	8975
医药商业收入增长率 (YOY)	11.10%	28.66%	24.69%	21.46%	20.15%
医药商业毛利率	7.93%	5.89%	6.10%	6.10%	6.10%
销售总收入 (百万元)	4674	5941	7368	8929	10728
销售总收入增长率 (YOY)	11.52%	27.10%	24.03%	21.18%	20.15%
综合毛利率	20.33%	18.95%	18.83%	18.70%	18.71%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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

分析师承诺:

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。

免责声明:

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。