

**动态报告**

医药保健

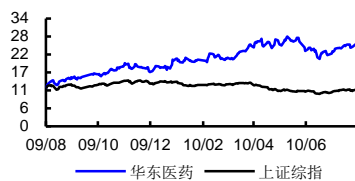
医疗器械与服务

**华东医药(000963)**
**推荐**

2010 年中报点评

(维持评级)

2010 年 8 月 20 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

昨收盘(元)	25.10
总股本/流通 A 股(百万股)	434.06/246.41
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	10,894.91/6,185.01
上证综指/深圳成指	2,666.30/11,282.33
12 个月最高/最低(元)	28.05/11.96

**财务数据**

净资产值(百万元)	1,198.97
每股净资产(元)	2.76
市净率	9.09
资产负债率	65.76%
息率	1.31%

**相关研究报告:**

《华东医药 10 年一季报点评: 经营向好, Q1 业绩超预期》——2010-4-23

《华东医药深度报告: 盈利能力突出的工商一体区域龙头》——2010-4-13

《华东医药: 稳定成长、估值安全》——2010-1-28

**分析师: 贺平鸽**

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980207050195

**联系人: 陈栋**

电话: 021-60933147

E-mail: chendong1@guosen.com.cn

**独立性声明:**

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。

**财报点评**

# 工业稳步增长, 商业盈利能力提高

**● 主业增速符合预期**

公司 10H1 实现收入 42.76 亿元, 同比增长 30.08%; 归属于上市公司股东净利润 1.59 亿元, 同比增长 29.06%。实现 EPS 0.37 元, 略低于我们之前 0.38 元的预测。扣非后 EPS 0.36 元, 同比增长 29.93%。中期分配预案为每 10 股派现 3.3 元。

业绩略低预期的原因是上半年商业规模扩大计提 1302 万元坏账损失, 同比增长 145%; 但同时地产业务贡献 1151 万元净利润, 两项抵消, 实际主业增速仍符合预期。考虑到上半年处置子公司收到的现金计入投资现金流科目, 公司的实际经营现金流正常。

**● 期间费用率下降明显, 拟发行 5 亿短融券**

10 年上半年公司整体毛利率 19.02%, 同比下降 0.44 个百分点, 销售费用率同比明显下降 0.66 个百分点, 管理费用率同比基本持平, 总体期间费用率下降 0.68 个百分点至 12.56%。公司拟发行 5 亿元短融券, 以补充营运资金。

**● 工业稳步增长, 商业盈利能力提高**

医药工业 10H1 实现收入 7.57 亿元, 同比增长 23.51%; 毛利率 75.32%, 同比持平。中美华东实现收入 6.92 亿元, 同比增长 17.95%, 实现净利润 1.43 亿元, 同比增 18.47%。主要产品中百令胶囊、塞可平增长 20% 左右, 赛斯平收入基本持平, 阿卡波糖增速 15-20% 略低于预期, 他克莫司招标进程顺利。

医药商业 10H1 实现收入 34.38 亿元, 同比增 30.87%; 毛利率为 6.21%, 同比提升 0.47 个百分点。母公司实现营业收入 33.79 亿, 同比增长 29.58%; 实现净利润 4870 万元, 同比增长 41.32%。显示商业业务盈利能力稳步提高。

**● 工商区域龙头公司, 维持“推荐”评级**

公司将受益于器官捐献体系的逐步建立, 下半年工业增速有望提升; 医药商业将继续受益于区域市场集中度的提高。预计 2 个抗肿瘤新药将于年底或明年年初获批。维持 10-12 年主业 EPS 0.78、0.95、1.09 预测, 一年目标价 30-33 元。

**盈利预测和财务指标**

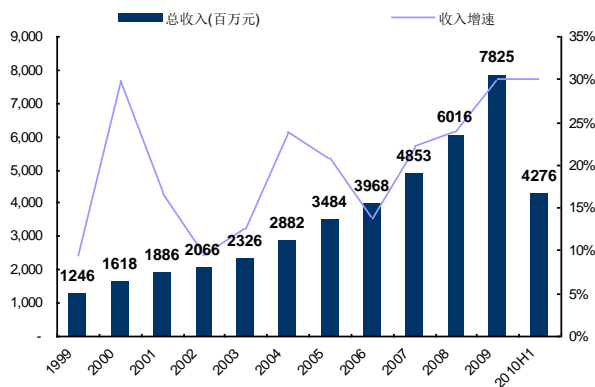
	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6,016.49	7,824.87	9,093	11,005	12,931
(+/-%)	23.96%	30.06%	16.2%	21.0%	17.5%
净利润(百万元)	168.61	378.42	338	414	475
(+/-%)	-2.63%	124.44%	-10.7%	22.5%	14.7%
每股收益(元)	0.39	0.87	0.78	0.95	1.09
EBIT Margin			5.8%	5.8%	5.6%
净资产收益率 (ROE)	22.42%	33.47%	24.1%	23.9%	22.5%
市盈率 (PE)	67.0	29.9	33.4	27.4	23.9
EV/EBITDA			23.0	19.5	17.7
市净率 (PB)	15.0	10.0	7.31	5.91	4.85

## 主业增速符合预期

公司 10H1 实现营业收入 42.76 亿元，同比增长 30.08%；归属于上市公司股东净利润 1.59 亿元，同比增长 29.06%。实现 EPS 0.37 元，略低于我们之前 0.38 元的预测。扣非后 EPS 0.36 元，同比增长 29.93%。中期分配预案为每 10 股派现 3.3 元。

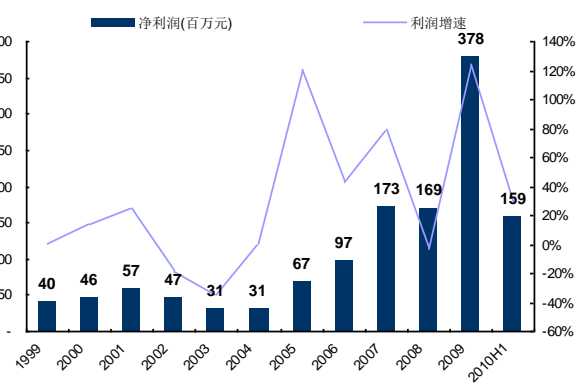
上半年商业规模扩大计提 1302 万元坏账损失，同比增长 145%，同时地产业务贡献 1151 万元净利润，与此基本抵消，实际主业增速仍符合预期。公司的商业信用政策为应对招标政策变化而略有放宽，上半年每股经营现金流为-0.21 元，但相比一季度改善明显，预计下半年将恢复正常；考虑到上半年处置子公司收到的现金计入投资现金流科目，公司的实际现金流已经转正。

图 1：华东医药历年收入及增速



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 2：华东医药历年净利润及增速



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

## 期间费用率下降明显，拟发行 5 亿短融券

10 年上半年公司整体毛利率 19.02%，同比下降 0.44 个百分点，主要因商业业务增长更快所致。销售费用率 8.44%，同比明显下降 0.66 个百分点；管理费用率同比微增 0.08 个百分点至 3.5%，主要因子公司中美华东研发投入较上年有较大增长。总体期间费用率下降 0.68 个百分点至 12.56%。

商业业务的持续扩大、新产品研发与营销推广对资金需求较大，在大股东股改承诺问题未解决导致二级市场再融资无法启动的情况下，公司拟发行 5 亿元期限不超过一年的短期融资券，以补充公司流动资金和置换商业银行借款。

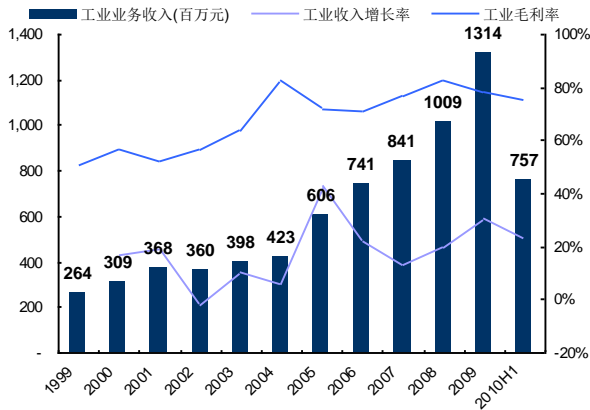
## 工业稳步增长，商业盈利能力提高

医药工业 10H1 实现收入 7.57 亿元，同比增长 23.51%；毛利率 75.32%，同比持平。控股子公司中美华东实现收入 6.92 亿元，同比增长 17.95%，实现净利润 1.43 亿元，同比增 18.47%，对公司的利润贡献为 1.07 亿元，占上市公司净利润的 67.30%。主要产品中百令胶囊、塞可平增长 20%左右，赛斯平收入基本持平，阿卡波糖增速约 15-20%略低于预期，但比拜耳的拜糖平增速快；他克莫司招标进

程较为顺利，预计全年能实现 4000 万元销售收入。

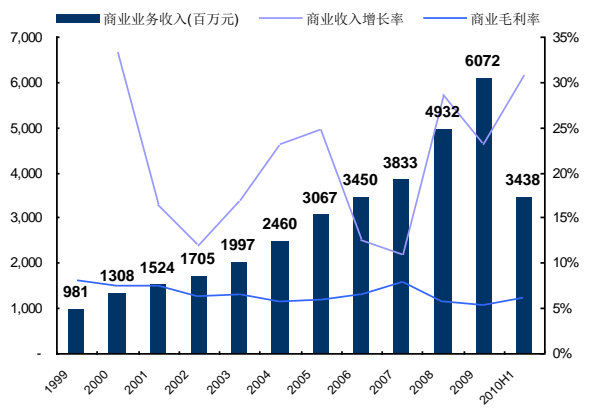
医药商业 10H1 实现收入 34.38 亿元，同比增 30.87%；毛利率为 6.21%，同比提升 0.47 个百分点。母公司（主要为商业业务，以及少量原料药制造）实现营业收入 33.79 亿，同比增长 29.58%；实现净利润 4870.万元（不含投资收益），同比增长 41.32%。显示商业业务盈利能力稳步提高。

图 3: 华东医药历年工业业务收入与毛利率



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 4: 华东医药商业业务收入与毛利率



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

## 未来不再有地产业务，维持“推荐”评级

公司将受益于器官捐献体系的逐步建立与完善，下半年工业增速有望提升；医药商业业务将继续受益于区域市场集中度的提高。预计 2 个抗肿瘤新药来曲唑、阿那曲唑将于年底或明年年初获批。

公司未来不再有房地产业务，我们仍看好其作为华东-杭州区域工商龙头的发展前景，维持“推荐”评级。

维持 10-12 年 EPS 0.78、0.95、1.09 预测，一年期目标价 30-33 元（相当于 11PE 32-35x）。

**表 1: 华东医药收入预测**

收入预测	2007	2008	2009	2010E	2011E
<b>医药工业收入 (百万元)</b>	<b>841</b>	<b>1057</b>	<b>1314</b>	<b>1625</b>	<b>1968</b>
<b>医药工业收入增长率 (YOY)</b>	<b>13.49%</b>	<b>25.69%</b>	<b>24.33%</b>	<b>23.68%</b>	<b>21.14%</b>
<b>医药工业毛利率</b>	<b>76.85%</b>	<b>78.97%</b>	<b>78.24%</b>	<b>78.25%</b>	<b>78.30%</b>
其中:					
<b>免疫抑制</b>					
销售收入 (百万元)	469	554	652	781	934
增长率 (YOY)	13.06%	18.03%	17.81%	19.67%	19.68%
其中: 赛斯平	206	221	230	242	254
百令胶囊	208	245	290	342	404
赛可平	50	82	110	143	179
赛莫司	5	6	10	14	18
他克莫司			12	40	80
<b>糖尿病+消化系统药</b>					
销售收入 (百万元)	321	380	484	607	741
增长率 (YOY)		18.26%	27.36%	25.38%	22.16%
其中: 卡博平	151	196	260	341	436
卡司平	15	25	36	50	68
泮立苏	155	160	188	216	238
<b>其他</b>					
其他制剂销售收入 (百万元)		65	116	170	220
原料药销售收入 (百万元)	54	58	61	67	73
<b>医药商业收入 (百万元)</b>	<b>3833</b>	<b>4884</b>	<b>6072</b>	<b>7469</b>	<b>9037</b>
<b>医药商业收入增长率 (YOY)</b>	<b>11.10%</b>	<b>27.41%</b>	<b>24.33%</b>	<b>23.0%</b>	<b>21.0%</b>
<b>医药商业毛利率</b>	<b>7.93%</b>	<b>5.96%</b>	<b>5.41%</b>	<b>5.50%</b>	<b>5.50%</b>
<b>销售总收入 (百万元)</b>	<b>4674</b>	<b>5941</b>	<b>7825</b>	<b>9094</b>	<b>11006</b>
<b>销售总收入增长率 (YOY)</b>	<b>11.52%</b>	<b>27.10%</b>	<b>31.72%</b>	<b>16.21%</b>	<b>21.03%</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>20.33%</b>	<b>18.95%</b>	<b>17.33%</b>	<b>18.50%</b>	<b>18.52%</b>

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

## 附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	567	345	465	650
应收款项	1458	1744	2111	2480
存货净额	725	1220	1477	1735
其他流动资产	136	158	192	225
<b>流动资产合计</b>	<b>2887</b>	<b>3467</b>	<b>4244</b>	<b>5091</b>
固定资产	426	542	603	657
无形资产及其他	118	114	110	106
投资性房地产	108	108	108	108
长期股权投资	30	30	30	30
<b>资产总计</b>	<b>3569</b>	<b>4261</b>	<b>5095</b>	<b>5991</b>
短期借款及交易性金融负债	530	530	530	530
应付款项	1333	1627	1969	2314
其他流动负债	381	455	550	648
<b>流动负债合计</b>	<b>2244</b>	<b>2612</b>	<b>3049</b>	<b>3491</b>
长期借款及应付债券	4	4	4	4
其他长期负债	27	32	37	42
<b>长期负债合计</b>	<b>31</b>	<b>36</b>	<b>41</b>	<b>46</b>
<b>负债合计</b>	<b>2275</b>	<b>2648</b>	<b>3090</b>	<b>3537</b>
少数股东权益	163	212	273	342
股东权益	1131	1401	1732	2112
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3569</b>	<b>4261</b>	<b>5095</b>	<b>5991</b>

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.87	0.78	0.95	1.09
每股红利	0.10	0.16	0.19	0.22
每股净资产	2.60	3.23	3.99	4.87
ROIC	28%	22%	24%	24%
ROE	33%	24%	24%	22%
毛利率	20%	19%	19%	19%
EBIT Margin	8%	6%	6%	6%
EBITDA Margin	9%	6%	6%	6%
收入增长	30%	16%	21%	18%
净利润增长率	124%	-11%	23%	15%
资产负债率	68%	67%	66%	65%
息率	0.9%	0.7%	0.8%	0.9%
P/E	29.9	33.4	27.4	23.9
P/B	9.1	7.3	5.9	4.8
EV/EBITDA	18.6	23.0	19.5	17.7

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>7825</b>	<b>9093</b>	<b>11005</b>	<b>12931</b>
营业成本	6262	7411	8969	10539
营业税金及附加	39	45	55	65
销售费用	667	782	946	1122
管理费用	247	331	395	476
财务费用	51	24	25	23
投资收益	5	3	2	2
资产减值及公允价值变动	(28)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	537	503	617	709
营业外净收支	28	3	2	2
<b>利润总额</b>	<b>565</b>	<b>506</b>	<b>619</b>	<b>711</b>
所得税费用	118	106	130	149
少数股东损益	69	62	75	87
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>378</b>	<b>338</b>	<b>414</b>	<b>475</b>

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	<b>378</b>	<b>338</b>	<b>414</b>	<b>475</b>
资产减值准备	(6)	(28)	0	0
折旧摊销	61	36	43	50
公允价值变动损失	28	0	0	0
财务费用	51	24	25	23
营运资本变动	18	(458)	(214)	(214)
其它	57	77	60	69
<b>经营活动现金流</b>	<b>536</b>	<b>(35)</b>	<b>303</b>	<b>380</b>
资本开支	(34)	(120)	(100)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(39)</b>	<b>(120)</b>	<b>(100)</b>	<b>(100)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(94)	(68)	(83)	(95)
其它融资现金流	(224)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(412)</b>	<b>(68)</b>	<b>(83)</b>	<b>(95)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>86</b>	<b>(222)</b>	<b>121</b>	<b>185</b>
货币资金的期初余额	482	567	345	465
货币资金的期末余额	567	345	465	650
企业自由现金流	527	(128)	235	312
权益自由现金流	303	(147)	215	294

### 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±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±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

### 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。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>交通运输</b>	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755-82130422
林松立	010-66026312	崔嵘	021-60933159	陈建生	0755-82133766
		廖喆	021-60933162	岳鑫	0755-82130432
				高健	0755-82130678
<b>银行</b>		<b>房地产</b>		<b>机械</b>	
邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397	陈玲	0755-82130646
				杨森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁</b>		<b>商业贸易</b>	
李君	021-60933156	郑东	010-66026308	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝彬	0755-82131528
<b>基础化工</b>		<b>医药</b>		<b>石油与石化</b>	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>通信</b>	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
<b>造纸</b>		<b>家电</b>		<b>计算机</b>	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706				
<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>		<b>农业</b>	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>		<b>建材</b>	
廖绪发	021-60875168	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
<b>煤炭</b>		<b>建筑</b>		<b>固定收益</b>	
李然	010-66026322	邱波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高宇	0755-82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张旭	010-66026340
				蔺晚熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
<b>指数与产品设计</b>		<b>投资基金</b>		<b>量化投资</b>	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周琦	0755-82133568	刘洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑云	021-60875163
				毛甜	021-60933154
<b>交易策略</b>					
戴军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
<b>王立法</b> 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	<b>盛建平</b> 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	<b>万成水</b> 0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
<b>王晓建</b> 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	<b>马小丹</b> 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>魏宁</b> 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
<b>焦戩</b> 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	<b>郑毅</b> 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b> 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
<b>李锐</b> 010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b> 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>林莉</b> 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
<b>徐文琪</b> 010-66026341 13811271758 xuwwq@guosen.com.cn	<b>刘塑</b> 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>王昊文</b> 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
	<b>叶琳菲</b> 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>甘墨</b> 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
	<b>孔华强</b> 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	<b>段莉娟</b> 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		<b>黎敏</b> 0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
		<b>徐冉</b> 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		<b>颜小燕</b> 13590436977 yanxy@guosen.com.cn