

公司研究

调研简报

首次评级: 短期_推荐, 长期_A

业绩增长稳健, 融资瓶颈有待解决

——华东医药(000963)调研简报

核心观点

1. 上半年业绩保持稳健增长。公司上半年业绩增长平稳, 归属于母公司净利润同比增长 29.06%。具体产品情况, 老产品增长平稳, 新产品即将发力。

免疫抑制剂方面, 环孢菌素 A (赛斯平) 保持去年水平。由于他克莫司的替代作用, 环孢菌素 A 在医院市场已经下降。赛斯平能够保持当前规模, 一方面是公司产品价格优势, 市场份额在扩大, 另一方面是再生性贫血等其他疾病带来的市场需求。

吗替麦考酚酯 (赛可平) 上半年同比增长约 20%, 市场份额估计 20% 左右。随着三联用药增多, 赛可平持续增长可以期待。赛可平相对于罗氏的悉晓具有价格优势, 未来市场份额有望提升至 30%。目前吗替麦考酚酯的生产批文有 30 多个, 价格也较为混乱, 但免疫抑制剂的具有临床的特殊性, 营销较弱的企业对公司威胁很小。

他克莫司是公司的免疫制剂系列的新品种, 09 年开始投放市场, 目前正处于医院招标阶段。从上半年情况来看, 二季度好于一季度。我们预计在后年销售额将超过 1 亿元。

百令胶囊继续保持 20% 左右的增长。多科室推广起到重要作用, 目前百令胶囊已扩展至肝病、肿瘤等多个科室。由于百令胶囊属于滋补用药, 部分地区可能受到报销限制。09 年公司改用新剂量的包装, 并对销售考核做了新的调整。

糖尿病药物方面, 阿卡波糖 (卡博平) 增长有所放缓, 增速不足 20%。增速下降一方面是当前基数较大, 09 年销售的已经达到 2.58 亿元。公司在二三线城市医院市场覆盖已经较为充分。另一方面原因是阿卡波糖使用者对价格不够敏感, 在一线城市医院拜耳的拜糖平仍占据绝对的优势。从行业来看, 糖尿病发病率在逐年提高, 市场在持续扩容, 卡博平增速下滑只是短暂的。在 3-5 年内, 卡博平仍有望突破 5 亿的销售额。

消化系统药物方面, 泮托拉唑市场竞争较为激烈, 但公司产品依然保持快速增长。上半年粉针增速达到 30%-40%, 胶囊增速约 20%。不足的是, 消化系统用药只有一个品种。未来公司可能引入 1-2 个新品种补充产品线。

2. 商业持续增长, 基本药物刚起步。上半年, 公司医药商业实现收入 34.38 亿元, 同比增长 30.87%。公司医药商业网络已经覆盖全省县级以上医院, 但销售主要集中在杭嘉湖三地。省内其他地区是公司外延增长主要市场。一方面, 公司加快物流基地建设, 完善配送网络, 逐步抢

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	7825	9139	11033	13198
同比增速(%)	30.06	16.80	20.73	19.62
净利润(百万)	447	391	502	621
同比增速(%)	96.75	-12.48	28.16	23.69
EPS(元)	0.87	0.79	1.02	1.26
P/E	28	31	24	19

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	43406.00
流通A股(万股)	24641.47
52周内股价区间(元)	12.5-28.5
总市值(亿元)	102.70
总资产(亿元)	35.69
每股净资产(元)	2.60
目标价	6个月 12个月

相关报告

研究员: 徐昊

电话: 010-84183293

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号: S0940210060003

联系人: 潘蕾

电话: 010-84183157

Email: panlei@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 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。

占省内其他地区市场。另一方面，新的医药招标制度加快行业集中化进程。公司也在考虑通过股权合作的方式进行对外并购。

对于基本药物这一新增市场，公司也在积极筹备。业内预计浙江省基本药物市场有 80 亿元规模。到目前为为止，浙江省基本药物招标已经能够结束，但是大规模配送还没开始。当前基本药物的障碍仍是品种不足和补贴不到位的问题。虽然浙江省已经在 307 个品种的基础上，新增了 150 个品种，但仍未能满足社区医院需求。业内预计年内浙江省还可能继续补充新的品种，新增品种报销标准可能有所差别。另一个问题是财政补贴问题。零差率销售后，基层收入来源减少。目前省内仍有部分地区补贴仍未到位。从市场增速来看，基层市场增速仍落后于城市医院市场，但相关问题解决后，基本药物将正式迎来放量增长阶段。

公司在基层市场开拓方面，主要由原来新农合的队伍负责。2009 年公司在新农合方面的配送金额大约在 5000 万左右，今年上半年收入在 1 亿元左右。虽然公司基本药物占比仍非常小，但增长是显著的。

3. 新药储备丰富，抗肿瘤新药有望年内获批。公司依托华东医药集团生物工程研究所进行新药开发。目前在抗肿瘤、糖尿病和消化用药方面都有产品储备。预计今年有 1-2 个品种获批，阿那曲唑和来曲唑可能年内可能获批。明年可能有 3-4 个品种获批。抗肿瘤新药获批后，公司将从百令胶囊队伍中抽调负责肿瘤科室的人员组建抗肿瘤队伍。公司在免疫抑制积累的学术推广经验也可以迅速复制至抗肿瘤领域。

4. 《人体器官移植条例》有望年内修订。今年 3 月，卫生部副部长黄洁夫透露，卫生部正在争取年内修订国务院 2007 年颁布并实施的《人体器官移植条例》，推动政府付费，宣传动员更多人加入志愿器官捐献者行列。从立法层面允许临床上脑死亡的患者，实现生前自愿捐献器官，为其他重病患者实施移植的遗愿。条例的修订从两方面促进自愿捐献器官的来源。

5. 融资瓶颈有待解决。随着公司规模快速增长，公司产能及相关配套设施已经不足。公司急需进行项目建设，融资需求较为强烈，其中医药商业方面，物流中心建设需要投资 2 亿元，工业方面，需要选择新的厂区扩大发酵产能，预计需求 3-5 亿元。两方面合计就需要 5-7 亿元。虽然当前融资需求强烈，但由于之前大股东股改承诺没有兑现，因此增发一直无法实施。目前公司也在积极争取解决融资问题，大股东也有解决股改问题的诚意。如果资金问题得到解决，公司发展的瓶颈将解除。

6. 盈利预测与投资评级。公司是浙江省医药龙头企业，在免疫抑制剂市场占据领先地位。我们预计公司 2010-2012 年每股收益为 0.79 元、1.02 元和 1.26 元，对应的市盈率分别为 31 倍、24 倍和 19 倍。公司当前估值合理，一旦融资问题解决，公司发展的瓶颈将解除，因此我们首次给予公司“推荐-A”的投资评级。

表 1: 华东医药盈利预测表:

单位: 百万	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6,016	7,825	9,139	11,033	13,198
增长率 (%)	23.96	30.06	16.80	20.73	19.62
营业成本	4,851	6,262	7,455	9,011	10,801
毛利率 (%)	34.57	35.25	36.63	38.20	40.61
营业税金及附加	14	39	46	55	66

资产减值准备	37	28	33	40	48
销售费用	533	667	777	916	1,056
管理费用	242	247	292	331	396
财务费用	68	51	64	73	79
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	273	537	473	607	752
增长率(%)	-9.96	96.62	-11.95	28.52	23.87
期间费用率(%)	14.01	12.33	12.40	11.96	11.60
加：营业外收入	13	39	37	44	53
减：营业外支出	4	10	14	17	20
利润总额	282	565	495	635	785
增长率(%)	-7.13	100.19	-12.33	28.16	23.69
减：所得税	55	118	104	133	165
实际税负比率(%)	19.48	20.86	21.00	21.00	21.00
净利润	227	447	391	502	621
增长率(%)	0.49	96.75	-12.48	28.16	23.69
减：少数股东损益	59	69	47	60	74
属于母公司的净利润	169	378	344	441	546
同比增长	-2.63	124.44	-8.97	28.16	23.69
每股收益(元)	0.39	0.87	0.79	1.02	1.26
市盈率(倍)	63	28	31	24	19

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴焯	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			