

化学制药III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

6-12个月目标价: 35.00元

当前股价: 24.11元

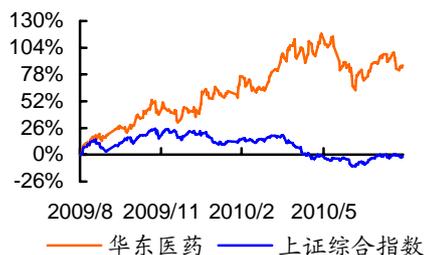
评级调整: 维持

基本资料

| | |
|-----------|---------|
| 上证综合指数 | 2610.74 |
| 总股本(百万) | 434 |
| 流通股本(百万) | 246 |
| 流通市值(亿) | 59 |
| EPS (TTM) | 0.95 |
| 每股净资产(元) | 2.98 |
| 资产负债率 | 63.7% |

股价表现

| | | | |
|--------|-------|--------|--------|
| (%) | 1M | 3M | 6M |
| 华东医药 | -1.35 | -12.17 | 7.35 |
| 上证综合指数 | 1.37 | -1.70 | -14.46 |



相关报告

《华东医药-期待融资瓶颈解决, 未来快速增长仍可期待》2010-8-18

《华东医药-大股东支持力度有加大迹象, 具备业绩和估值双重提升动力》2010-3-28

《华东医药-器官捐献系统试点将对公司构成利好》2010-3-6

华东医药

000963

强烈推荐

器官捐献试点加快, 需求瓶颈将逐步缓解

继广东、辽宁启动人体器官捐献试点之后, 浙江省8月26日宣布将开始人体器官捐献试点。

投资要点:

■ **红十字会主导的器官捐献试点有加速迹象。**受卫生部的委托, 中国红十字总会计划于年内, 在天津、辽宁、上海、浙江、山东、广东、江西、湖南、厦门、南京、武汉等11个省、市, 开展进行器官捐献的动员和分配试点, 其中广东、辽宁已经开始试点, 浙江也宣布开始试点, 预计未来几个月, 器官捐献试点将加速。

■ **国内器官捐献需求瓶颈有望逐步得到缓解。**国内每年有约100万患者需进行肾移植以挽救生命; 每年约有30万终末期肝脏疾病患者需要进行肝脏移植。由于供体数量严重不足, 其中只有大概1%的患者能够获得器官移植的机会。

国内因交通事故、脑血管病、脑肿瘤等死亡的很多, 随着器官捐献系统的建立, 只要其中有十分之一或者二十分之一的遗体进行了捐献, 就能满足器官移植的需求。

■ **脑死亡被纳入本次试点范畴。**国际上脑死亡患者的器官捐献是最重要的移植器官来源, 当前全球已有90多个国家把脑死亡划入死亡分类。而中国对死亡的判断, 采用心跳停止死亡、脑死亡两个判断标准共存。此次试点, 将国内存在争议的“脑死亡”也列入了器官捐赠者的范畴, 是为破冰之举。脑死亡者捐赠的器官, 将更容易满足器官移植的条件, 提高移植的成功率, 有利于行业增速的提升。

■ **华东医药将受益于器官移植用药市场恢复增长。**长期以来, 器官供给不足致使免疫抑制剂行业增速缓慢, 并在一定程度上制约了公司发展; 目前来看, 捐献试点和脑死亡纳入捐献范畴等政策的加速推进, 将有效提高供体数量, 促进移植用药市场的发展。

华东医药目前具有国内最全的器官移植用药梯队, 从环孢素到吗替麦考酚酯、西罗莫司和他克莫司, 在器官移植用药领域的地位无人能够替代, 未来将受益于市场恢复增长。

■ **风险提示。**公司业绩受多种因素影响, 不局限于器官移植。

主要财务指标

| 单位: 百万元 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 7825 | 9595 | 11824 | 14668 |
| 同比(%) | 30% | 23% | 23% | 24% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 378 | 348 | 441 | 555 |
| 同比(%) | 124% | -8% | 27% | 26% |
| 毛利率(%) | 20.0% | 18.5% | 17.9% | 17.4% |
| ROE(%) | 33.5% | 26.0% | 26.4% | 26.5% |
| 每股收益(元) | 0.87 | 0.80 | 1.02 | 1.28 |
| P/E | 27.65 | 30.09 | 23.73 | 18.87 |
| P/B | 9.26 | 7.84 | 6.26 | 5.00 |
| EV/EBITDA | 16 | 17 | 14 | 11 |

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 流动资产 | 2887 | 3906 | 4709 | 5737 | 营业收入 | 7825 | 9595 | 11824 | 14668 |
| 现金 | 567 | 1042 | 1170 | 1338 | 营业成本 | 6262 | 7821 | 9710 | 12112 |
| 应收账款 | 1268 | 1555 | 1916 | 2377 | 营业税金及附加 | 39 | 48 | 59 | 73 |
| 其它应收款 | 24 | 29 | 36 | 44 | 营业费用 | 667 | 820 | 981 | 1173 |
| 预付账款 | 136 | 170 | 211 | 263 | 管理费用 | 247 | 345 | 390 | 455 |
| 存货 | 725 | 906 | 1125 | 1403 | 财务费用 | 51 | 46 | 56 | 49 |
| 其他 | 166 | 204 | 251 | 311 | 资产减值损失 | 28 | 18 | 10 | 0 |
| 非流动资产 | 682 | 609 | 631 | 641 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 30 | 30 | 30 | 30 | 投资净收益 | 5 | 1 | 1 | 1 |
| 固定资产 | 403 | 461 | 501 | 526 | 营业利润 | 537 | 497 | 619 | 806 |
| 无形资产 | 118 | 106 | 94 | 83 | 营业外收入 | 39 | 20 | 20 | 20 |
| 其他 | 131 | 12 | 6 | 3 | 营业外支出 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 资产总计 | 3569 | 4516 | 5340 | 6378 | 利润总额 | 565 | 507 | 629 | 816 |
| 流动负债 | 2244 | 2956 | 3382 | 3924 | 所得税 | 118 | 101 | 126 | 188 |
| 短期借款 | 503 | 900 | 900 | 900 | 净利润 | 447 | 406 | 503 | 628 |
| 应付账款 | 1010 | 1261 | 1566 | 1954 | 少数股东损益 | 69 | 58 | 62 | 74 |
| 其他 | 731 | 794 | 916 | 1070 | 归属母公司净利润 | 378 | 348 | 441 | 555 |
| 非流动负债 | 31 | 4 | 4 | 4 | EBITDA | 649 | 609 | 753 | 946 |
| 长期借款 | 4 | 4 | 4 | 4 | EPS (元) | 0.87 | 0.80 | 1.02 | 1.28 |
| 其他 | 27 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 负债合计 | 2275 | 2959 | 3385 | 3928 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 163 | 221 | 283 | 357 | 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 股本 | 434 | 434 | 434 | 434 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 60 | 60 | 60 | 60 | 营业收入 | 30.1% | 22.6% | 23.2% | 24.1% |
| 留存收益 | 637 | 841 | 1178 | 1600 | 营业利润 | 96.6% | -7.3% | 24.4% | 30.2% |
| 归属母公司股东权益 | 1131 | 1335 | 1672 | 2094 | 归属于母公司净利润 | 124.4 | -8.1% | 26.8% | 25.7% |
| 负债和股东权益 | 3569 | 4516 | 5340 | 6378 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 20.0% | 18.5% | 17.9% | 17.4% |
| | | | | | 净利率 | 4.8% | 3.6% | 3.7% | 3.8% |
| | | | | | ROE | 33.5% | 26.0% | 26.4% | 26.5% |
| | | | | | ROIC | 49.1% | 39.2% | 40.6% | 43.0% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 63.7% | 65.5% | 63.4% | 61.6% |
| | | | | | 净负债比率 | | | | |
| | | | | | 流动比率 | 1.29 | 1.32 | 1.39 | 1.46 |
| | | | | | 速动比率 | 0.96 | 1.01 | 1.05 | 1.10 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 2.35 | 2.37 | 2.40 | 2.50 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 7 | 6 | 6 | 6 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 7.00 | 6.89 | 6.87 | 6.88 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.87 | 0.80 | 1.02 | 1.28 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.31 | 0.67 | 0.89 | 1.03 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 2.60 | 3.08 | 3.85 | 4.82 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 27.65 | 30.09 | 23.73 | 18.87 |
| | | | | | P/B | 9.26 | 7.84 | 6.26 | 5.00 |
| | | | | | EV/EBITDA | 16 | 17 | 14 | 11 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 2006 年、2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名;

余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药及医药政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药行业研究。

誉猛, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 2009 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434