

**医药生物**

**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: 26.82元

评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	3051.42
总股本(百万)	434
流通股本(百万)	280
流通市值(亿)	75
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	0.00	11.99	3.36
上证综合指数	0.00	18.64	2.28



**相关报告**

《华东医药-器官捐献试点加快, 需求瓶颈将逐步缓解》2010-8-29

《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**

**000963**

**强烈推荐**

**工商业增长趋势长期向好, 未来发展值得期待**

10月25日晚, 华东医药公布三季报, 2010年1-9月实现归属于上市公司股东净利润2.36亿元, 同比增长约18.5%, 对应EPS为0.543元, 基本符合预期。

**投资要点:**

- **增长符合预期, 费用率上升对利润影响较大。**公司2010年7-9月营业收入与二季度基本持平, 归属于母公司的净利润环比增长6%。增长符合预期, 但费用率上升对利润影响较大。我们预计4季度将会好转。
- **医药制造业务增长符合预期。**3季度医药制造收入稳定增长, 百令胶囊表现突出, 他克莫司推广较为顺利。我们预计, 全年来看, 赛斯平与去年基本持平, 主要产品中泮力苏、赛可平增长有望20%以上增长, 阿卡波糖增速约为15-20%, 百令胶囊增速加快, 全年应能达到25%, 他克莫司全年有望实现3500万以上销售额。
- **医药商业业务稳定增长。**商业毛利率保持稳定, 我们预计全年增速应达到25%。
- **地产业务不再贡献利润。**地产子公司杨岐地产已经转让给远大集团, 不再合并报表, 本期公司利润完全来自医药主业。
- **长期来看, 公司将受益于器官移植用药市场恢复增长。**各地捐献试点和脑死亡纳入捐献范畴等政策现加速推进迹象, 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。
- **期待解决融资瓶颈, 未来持续增长可以期待。**公司发展受资金瓶颈制约, 急需解决融资问题, 公司也在积极推进。如果未来融资瓶颈能够解决, 预计公司增长速度将会加快。我们预测华东医药2010-2012年EPS为0.78、0.98和1.23元, 维持强烈推荐的投资评级。
- **风险提示:** 大股东股改承诺未解决, 可能制约公司发展。

**主要财务指标**

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	7825	9292	11444	14191
同比(%)	30%	19%	23%	24%
归属母公司净利润(百万元)	378	338	425	533
同比(%)	124%	-11%	26%	25%
毛利率(%)	20.0%	18.6%	17.9%	17.5%
ROE(%)	33.5%	28.6%	28.2%	27.9%
每股收益(元)	0.87	0.78	0.98	1.23
P/E	30.76	34.42	27.38	21.82
P/B	10.30	9.84	7.73	6.09
EV/EBITDA	18	20	16	13

资料来源: 中投证券研究所

**表 1：华东医药的季度盈利性数据**

财务指标	09年1Q	09年2Q	09年3Q	09年4Q	10年1Q	10年2Q	10年3Q	3Q 同比	3Q 环比
营业总收入	166694	162018	206276	247500	200887	226697	<b>225335</b>	9.2%	-0.6%
营业成本	135685	129061	170530	190897	161484	184789	<b>182971</b>	7.3%	-1.0%
营业费用	14490	15429	17525	19227	17803	18281	<b>20860</b>	19.0%	14.1%
管理费用	5900	5332	5868	7601	6631	8350	<b>7654</b>	30.4%	-8.3%
财务费用	1219	1140	1091	1659	1159	1492	<b>1669</b>	52.9%	11.8%
资产减值损失		898	500	1386		2200		-100.0%	-100.0%
营业利润	9165	9987	10462	24065	13240	11159	<b>11917</b>	13.9%	6.8%
利润总额	9045	10349	12413	24707	13241	11509	<b>12108</b>	-2.5%	5.2%
所得税	1799	2103	2457	5431	2815	2125	<b>2153</b>	-12.4%	1.3%
归属于母公司净利润	5777	6510	7612	17943	8307	7552	<b>9955</b>	30.8%	31.8%
EPS	<b>0.13</b>	<b>0.15</b>	<b>0.18</b>	<b>0.41</b>	<b>0.19</b>	0.17	<b>0.18</b>	-1.7%	4.1%
毛利率	18.6%	20.3%	17.3%	22.9%	19.6%	18.5%	<b>18.8%</b>	1.5%	0.3%
营业费用率	8.7%	9.5%	8.5%	7.8%	8.9%	8.1%	<b>9.3%</b>	0.8%	1.2%
管理费用率	3.5%	3.3%	2.8%	3.1%	3.3%	3.7%	<b>3.4%</b>	0.6%	-0.3%
财务费用率	0.7%	0.7%	0.5%	0.7%	0.6%	0.7%	<b>0.7%</b>	0.2%	0.0%
利润率	<b>5.4%</b>	<b>6.4%</b>	<b>6.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>6.6%</b>	5.1%	<b>4.4%</b>	-1.6%	-0.7%
实际所得税率	19.9%	20.3%	19.8%	22.0%	21.3%	18.5%	<b>21.6%</b>	1.8%	3.1%

资料来源：华东医药历年报表、中投证券研究所 除了比例以外都是万元 每股收益按最新股本摊薄

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
<b>流动资产</b>	2887	3696	4471	5465	<b>营业收入</b>	7825	9292	11444	14191
现金	567	924	1047	1209	营业成本	6262	7565	9390	11712
应收账款	1268	1506	1855	2300	营业税金及附加	39	46	57	71
其它应收款	24	28	35	43	营业费用	667	795	950	1135
预付账款	136	165	204	255	管理费用	247	335	378	440
存货	725	876	1088	1357	财务费用	51	49	61	55
其他	166	197	243	301	资产减值损失	28	18	10	0
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	537	486	599	778
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
<b>资产总计</b>	3569	4305	5103	6106	<b>利润总额</b>	565	495	609	788
<b>流动负债</b>	2244	2898	3310	3834	所得税	118	99	122	181
短期借款	503	900	900	900	<b>净利润</b>	447	396	487	607
应付账款	1010	1220	1515	1889	少数股东损益	69	58	62	74
其他	731	778	895	1045	<b>归属母公司净利润</b>	378	338	425	533
<b>非流动负债</b>	31	4	4	4	EBITDA	649	599	738	923
长期借款	4	4	4	4	<b>EPS (元)</b>	0.87	0.78	0.98	1.23
其他	27	0	0	0					
<b>负债合计</b>	2275	2902	3313	3837	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	163	221	283	357	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	434	434	434	434	<b>成长能力</b>				
资本公积	60	60	60	60	营业收入	30.1%	18.8%	23.2%	24.0%
留存收益	637	688	1012	1418	营业利润	96.6%	-9.5%	23.4%	29.9%
归属母公司股东权益	1131	1182	1506	1912	归属于母公司净利润	124.4	-10.6%	25.7%	25.5%
<b>负债和股东权益</b>	3569	4305	5103	6106	<b>获利能力</b>				
					毛利率	20.0%	18.6%	17.9%	17.5%
					净利率	4.8%	3.6%	3.7%	3.8%
					ROE	33.5%	28.6%	28.2%	27.9%
					ROIC	49.1%	39.4%	40.8%	43.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	63.7%	67.4%	64.9%	62.8%
					净负债比率				
					流动比率	1.29	1.28	1.35	1.43
					速动比率	0.96	0.97	1.02	1.07
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	2.35	2.36	2.43	2.53
					应收账款周转率	7	6	6	6
					应付账款周转率	7.00	6.78	6.87	6.88
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.87	0.78	0.98	1.23
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.31	0.73	0.89	1.02
					每股净资产(最新摊薄)	2.60	2.72	3.47	4.41
					<b>估值比率</b>				
					P/E	30.76	34.42	27.38	21.82
					P/B	10.30	9.84	7.73	6.09
					EV/EBITDA	18	20	16	13

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;

**王威**, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械行业研究。

**管猛**, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 2008 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