

2009 年 02 月 24 日

 市价(人民币)：11.39元
 目标(人民币)：13.15元

长期竞争力评级：高于行业均值
市场数据(人民币)

 已上市流通A股(百万股) 246.43
 总市值(百万元) 4,943.94
 年内股价最高最低(元) 18.12/6.56
 沪深 300 指数 2410.48
 深证成指 8727.70

相关报告

- 1 《工商业仍然保持较快增速》，2008.8.22
- 2 《一季度经营正常》，2008.4.25
- 3 《购并创造价值》，2008.4.9
- 4 《公司加大了营销力度》，2008.3.25

医药行业研究小组
黄挺

 (8621)61038218
 huangting@gjzq.com.cn

李龙俊

 (8621)61038315
 lilongjun@gjzq.com.cn

联系人：赵莉

 (8621)61038257
 zhaoli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

华东医药 (000963.SZ)

——工商兼备，各有千秋

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
摊薄每股收益(元)	0.155	0.192	0.399	0.411	0.526	0.618
净利润增长率	120.11%	23.82%	107.75%	2.96%	27.97%	17.49%
先前预期每股收益(元)				0.506	0.647	0.774
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.438	0.575	0.710
市盈率(倍)	24.50	25.78	41.36	27.73	21.67	18.44
行业优化市盈率(倍)	27.46	40.21	65.64	41.78	41.78	N/A
市场优化市盈率(倍)	14.65	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A
股息率	3.11%	3.23%	N/A	N/A	N/A	N/A
PE/G(倍)	0.20	1.08	0.38	9.38	0.77	1.05
净资产收益率	11.11%	17.52%	29.76%	23.45%	23.08%	21.34%
每股净资产(元)	1.59	1.10	1.34	1.75	2.28	2.89
市净率(倍)	2.72	4.52	12.31	6.50	5.00	3.94
每股经营性现金流(元)	0.54	0.16	0.61	0.33	0.72	0.83
已上市流通A股(百万股)	126.35	180.41	224.72	224.72	224.72	224.72
总股本(百万股)	380.00	434.06	434.06	434.06	434.06	434.06

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 华东医药是一家工商兼备的特色医药企业，公司在免疫制剂领域具备国内领先的竞争优势，同时其商业业务在浙江省处于龙头地位：
 - ◆ 医药工业稳健发展：公司在研发和销售方面具有较强的竞争力，并在器官移植免疫抑制领域树立了较高的市场地位；公司将继续坚持“抢仿大品种”的经营战略，一方面加强营销力度继续推动现有品种的增长，另一方面扩充糖尿病和消化系统领域的产品线。
 - ◆ 医药商业逐步提升盈利能力：公司是浙江省的区域龙头，规模优势明显。公司作为区域龙头，将会明显受益于政府对医药流通领域的改革举措。
- 我们预计公司未来三年收入增长率分别为：26.86%、20.32%和 17.93%；预计公司未来三年每股收益分别为：0.411 元、0.526 元、0.619 元。考虑到房地产业务结算的巨大不确定性，本文的盈利预测和估值均不考虑房地产业务的盈利贡献。
- 综合考虑公司主营业务的发展情况和公司在行业内的竞争地位，我们认为公司合理目标价为 2009 年 25 倍 PE，即 13.15 元，给予公司买入的投资建议。
- 风险提示：公司治理结构、股改承诺遗留问题。

内容目录

工商兼备，各有千秋	4
公司战略分析	4
医药工业抢仿大品种，构建特色专科用药产品系列	4
医药商业精耕细作提高盈利能力	6
公司竞争优势分析	6
公司医药主业稳定增长	7
免疫制剂：他克莫司获批，产品梯队进一步完善	7
糖尿病用药：“卡博平”掘金大品种——阿卡波糖	10
消化系统用药：“泮立苏”（泮托拉唑）增长较快，但竞争激烈	12
区域商业龙头，盈利能力日渐提升	14
其他主要子公司，波澜不惊	15
盈利预测与估值	16
公司 2008—2010 年保持稳定增长	16
公司目前估值合理，给予买入评级	17
风险提示	17
公司治理结构尚存瑕疵，股改遗留问题可能影响公司发展	17
附录：三张报表预测摘要	19

图表目录

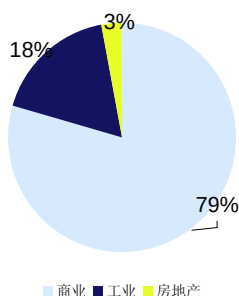
图表 1：2007 年收入结构图	4
图表 2：2007 年公司净利润结构图	4
图表 3：部分专科药企的大品种	5
图表 4：公司抢仿品种的基本情况	5
图表 5：主要类别药品的市场份额	6
图表 6：公司的产品梯队（括号中为 07 年销售额）	6
图表 7：器官移植免疫抑制用药方案	7
图表 8：公司免疫抑制系列产品的竞争对手	7
图表 9：公司免疫抑制领域的产品梯度	8
图表 10：全国典型样本医院吗替麦考酚酯销售情况	9
图表 11：罗氏在吗替麦考酚酯市场独占鳌头	9
图表 12：赛可平保持快速增长	9
图表 13：国内典型样本医院环孢素 A 销售平稳增长	10
图表 14：环孢素 A 国内市场诺华领先，华东第二	10
图表 15：新赛斯平进入成熟期	10
图表 16：百令胶囊保持平稳增长	10

图表 17：我国糖尿病发病率逐年提升	11
图表 18：我国糖尿病用药金额持续增长.....	11
图表 19：我国口服降糖药市场平稳增长.....	11
图表 20：口服降糖药中化学药种类分析.....	11
图表 21：胰岛素和阿卡波糖为国内最大的两类糖尿病西药品种.....	12
图表 22：拜唐苹是国内销量最大的阿卡波糖药品	12
图表 23：卡博平保持较快速度增长	12
图表 24：我国消化性溃疡市场增长较慢.....	13
图表 25：质子泵抑制剂市场份额逐年提升	13
图表 26：2006 年抗消化性溃疡用药市场前 10 位用药品种	14
图表 27：多家厂商竞争泮托拉唑市场	14
图表 28：泮立苏销售具有一定波动性	14
图表 29：公司为 2007 年我国第十大医药商业企业	15
图表 30：公司为浙江最大医药商业企业	15
图表 31：规模以上产品逐年递增	15
图表 32：医药商业毛利率水平	15
图表 33：公司分大类产品销售预测	16
图表 34：公司的股权结构	18

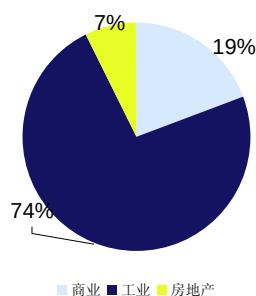
工商兼备，各有千秋

- 华东医药是一家工商兼备的特色医药企业，公司在免疫制剂领域具备国内领先的竞争优势，同时其商业业务在浙江省处于龙头地位：
 - ◆ 公司的医药工业主要集中在中美华东制药有限公司。中美华东为华东医药与美国纽约富春公司合资组建，华东医药持有 75% 的股份。公司在医药工业领域坚持“要么第一，要么唯一”的经营理念，推出了“新赛斯平”、“赛可平”、“百令胶囊”、“卡博平”以及“泮立苏”等一系列重磅炸弹产品，在免疫抑制、糖尿病以消化性溃疡等领域树立了较高的市场地位。
 - ◆ 商业主要集中在母公司华东医药股份有限公司。华东医药是浙江省最大的医药商业企业，具有明显的区域竞争优势。
- 公司盈利构成中工业占主导；房地产业务不具有可持续性：
 - ◆ 2007 年公司商业板块收入合计 41 亿元，工业板块收入合计 9 亿多。但在净利润方面，工业板块贡献了公司净利润的 74%，商业板块贡献了公司净利润的 19%。
 - ◆ 2006 年底大股东远大集团注入房地产业务，目前主要开发“三生一水”项目，暂无其他项目的开发计划，因此我们认为公司的房地产业务不具有可持续性。

图表1：2007 年收入结构图



图表2：2007 年公司净利润结构图



来源：国金证券研究所

公司战略分析

医药工业抢仿大品种，构建特色专科用药产品系列

- 公司已经拥有 4 个过亿的产品，构建了完善免疫抑制类产品线，凸显公司良好的市场前景性和出众的产品选择能力：
 - ◆ 公司拥有 4 个过亿产品：新赛斯平、百令胶囊、卡博平和泮立苏。其中，新赛斯平应用于器官移植免疫抑制领域；百令胶囊应用于器官移植免疫抑制、抗肿瘤、肾病等领域；卡博平是糖尿病用药；泮立苏是抗消化性溃疡用药。

图表3：部分专科药企的大品种

华东医药	免疫抑制剂	糖尿病	抗消化性溃疡
	新赛斯平、百令胶囊 赛可平	卡博平	泮立苏
恒瑞医药	抗肿瘤	手术用药	抗感染
	多西他赛、奥沙利铂、 亚叶酸钙、伊利替康	七氟烷	克拉霉素
康缘药业	抗病毒	骨科	妇科
	热毒宁注射液	腰痛通胶囊	桂枝茯苓胶囊、 散结镇痛胶囊
恩华药业	手术用药		精神类
	力月西、福尔利		利培酮
双鹭药业	肝病、抗肿瘤等辅助用药		
	贝科能		

来源：国金证券研究所

■ 抢仿战略对研发要求高，利润丰厚：

- ◆ 所谓“抢仿”，即在原研厂专利到期之后，抢先于其他仿制药竞争对手研发出该产品并投放市场。由于原研厂家已经对该产品进行了很好图表 1 的市场培育，抢仿厂家进行市场推广会比较容易；同时，由于竞争对手很少，市场竞争并不激烈，产品的盈利空间也比较大。
- ◆ 吗替麦考酚酯、阿卡波糖和泮托拉唑这三个大品种，公司是国内第一家拿到制剂生产批文的企业；环孢素 A 和他克莫司这两个大品种，公司也是较早拿到生产批文的；百令胶囊则是公司自主研发的新药。

图表4：公司抢仿品种的基本情况

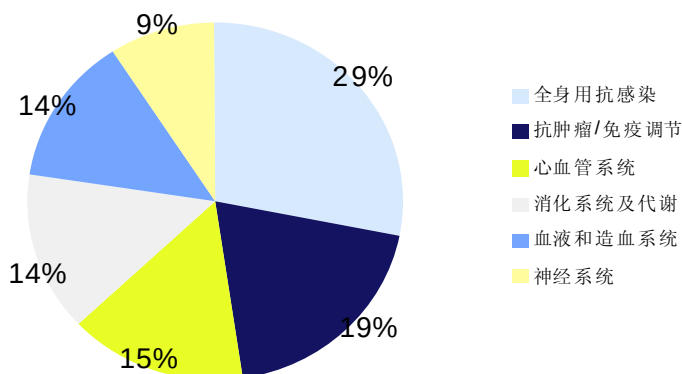
商品名	通用名	主要竞争产品	拿到生产批文时间	生产批文数量 (截至公司拿批文时间)	生产批文数量 (截至目前)
新赛斯平	环孢素A	新山地明(诺华) 田可(华北制药)	2002-9-13	5个	11个
赛可平	吗替麦考酚酯	骁悉(罗氏)	2005-10-24	1个	2个
他克莫司 (暂无商品名)	他克莫司	普乐可复(藤泽)	2008-11-26	3个	3个
卡博平	阿卡波糖	拜糖平(拜耳)	2002-06-17	1个	2个
泮立苏	泮托拉唑	潘妥洛克(德国百克顿) 韦迪(扬子江) 泰美尼克(沈阳东宇)	2002-09-13	1个	近100个

来源：国金证券研究所

■ 巩固免疫制剂领域的市场地位、延伸糖尿病和消化系统领域的产品线：

- ◆ 公司的产品主要集中于免疫抑制剂、糖尿病用药和消化系统用药等 3 个领域，这 3 类药品都属于市场容量非常大的大病种用药。
- ◆ 公司在免疫抑制领域已经构建了非常完备的产品线，基本可以满足患者组合用药的需求，未来公司在该领域的重点工作是市场拓展；而在糖尿病和消化系统领域，公司仅仅各有一个重磅炸弹级产品，产品线略显单薄，未来公司不仅会加强两个药品的销售，还会丰富糖尿病和消化系统领域的产品线。

图表5：主要类别药品的市场份额



来源：国金证券研究所

图表6：公司的产品梯队（括号中为07年销售额）

用药领域	成熟期	成长期	培育期	预备品种
免疫抑制	新赛斯平 (2.3亿) 百令胶囊 (2亿)	赛可平 (5000万)	赛莫司	他克莫司
糖尿病		卡博平 (1.5亿)	卡司平	
消化系统		泮立苏 (1.5亿)		

来源：国金证券研究所

医药商业精耕细作提高盈利能力

- 占据有利区位，以“效益”为导向，逐步提高盈利能力：
 - ◆ 对于商业板块，公司的经营理念是“不求规模最大，但求效益最好，不求品种最多，但求品种最大”。公司的覆盖区域主要为杭嘉湖地区，目前并没有延伸业务范围至全省的扩张计划，战略规划以提高盈利能力为核心。
 - ◆ 公司运用以下方法提高商业板块盈利水平：提升纯销业务占比；增加总经销总代理品种；走特色商业道路，如宁波公司的生物制品业务。

公司竞争优势分析

- 免疫抑制领域完备的产品线：
 - ◆ 器官移植患者在抗术后排斥时，需要联合用药方案。他克莫司获批后，公司构建了完备的免疫抑制剂产品线，充分迎合患者组合用药的需求。

图表7：器官移植免疫抑制用药方案

二联用药：	环孢素 或 他克莫司 或 硫唑嘌呤 + 强的松
	环孢素 或 他克莫司 + 强的松
三联用药：	环孢素 或 他克莫司 + 硫唑嘌呤 或 吗替麦考酚酯 + 强的松
四联用药：	环孢素 或 他克莫司 + 硫唑嘌呤 或 吗替麦考酚酯 + 强的松 + 短期使用生物制剂

来源：国金证券研究所

- ◆ 在免疫抑制领域，公司不同的产品面对的主要竞争对手均不同。公司免疫抑制剂系列产品在营销过程中可以充分发挥协同效应，而竞争对手的产品在营销中并不具备这种优势。

图表8：公司免疫抑制系列产品的主要竞争对手

产品	新赛斯平 (环孢素 A)	赛可平 (吗替麦考酚酯)	他克莫司	百令胶囊
主要竞争产品	新山地明 (诺华) 田可 (华北制药)	骁悉 (罗氏)	普乐可复 (藤泽)	无明确竞争产品

来源：国金证券研究所

■ 具备相当优势的研发能力：

- ◆ 上市公司自身不具备研发实力，主要依托集团研发机构的成果转让。集团拥有杭州生物工程研究所、华东基因技术研究所、夏洋发酵工程研究中心、浙大中药研究中心等多个科研中心，并与国内高水平的科研院所建立了良好的合作开发关系。
- ◆ 集团研发机构成果卓著：环孢菌素，公司属国内第一家、世界上第二家能生产该产品的厂家；百令胶囊（发酵虫草菌粉）是浙江省迄今为止唯一的国家一类中药新药，也是全国唯一一只获国家专利的国家一类中药新药，已被收入《国家基本药物目录》；G-CSF（粒细胞集落细胞刺激因子）是世界上最重大的两个基因工程药品之一，公司属国内第一家、世界第三家能生产该药的厂家；吗替麦考酚酯、阿卡波糖和泮托拉唑，公司都是国内第一家拿到制剂生产批文的厂家。

■ 专业化的营销队伍和渠道：

- ◆ 近年来，公司的营销队伍在持续扩充，以应对不断丰富产品线 and 不断延伸的市场区域。截至 2007 年底，公司已拥有 681 名销售人员，较 2006 年增长了 157%。显然在免疫制剂领域，这样一支专业化的营销队伍和渠道将为公司未来的发展打下坚实的基础，确立了公司在这一领域的竞争优势。
- ◆ 在专科用药的营销实践中，销售队伍人均销售额超过 100 万是非常不错的成绩。虽然公司 2007 年大幅扩充了销售队伍，但人均销售额指标仍然超过 120 万。这虽与器官移植以及糖尿病患者的用药习惯等因素有关系，但也可以说明公司的营销队伍具备较强的战斗力。

公司医药主业稳定增长

免疫制剂：他克莫司获批，产品梯队进一步完善

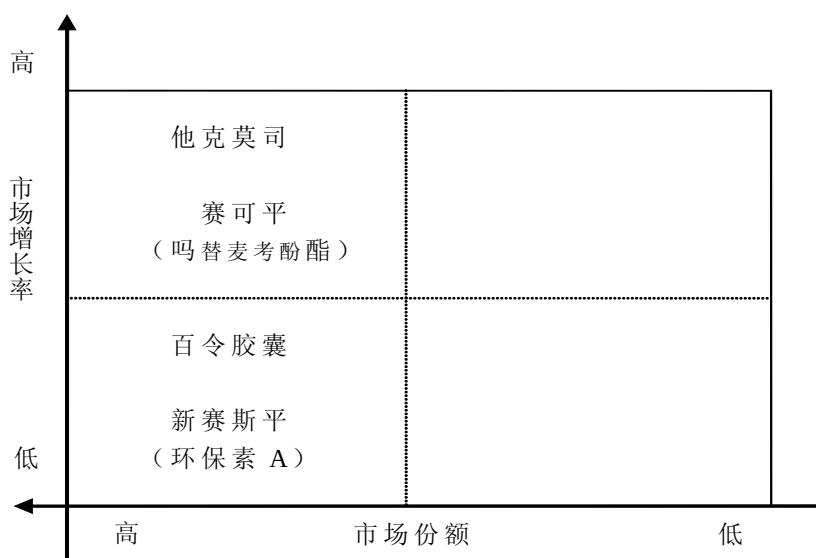
■ 器官移植免疫制剂市场增长缓慢：

- ◆ 我国累计开展各类器官移植手术 11 万余例。其中肾移植超过 70%，肝移植接近 20%。而肾移植 3 年存活率超过 80%，5 年存活率约为

70%；肝移植 1 年存活率为 80%，3 年存活率约为 75%。据此推算，我国器官移植患者数目接近 9 万。

- ◆ 器官移植患者为了抗术后排斥，需要终身使用免疫抑制剂。服用国产药平均每年药品费用支出 4-5 万元，服用进口药平均每年药品费用支出 7-8 万元。因此，我们估计免疫抑制剂市场年规模 50-60 亿。
- ◆ 受限于器官供给不足，免疫制剂市场增长缓慢。目前，我国年实施器官移植手术约 1.5 万例。考虑到器官移植手术存活率的影响，我们估计免疫制剂市场的增长率为 10% 左右。
- ◆ 短期内难以解决器官不足的问题。一是社会伦理问题，目前我国居民还无法接受捐献亲人遗体的器官；二是脑死亡法短期内还不能出台。
- 免疫制剂产品梯队进一步完善，产品结构合理：
 - ◆ 公司构建了较为完善的免疫制剂产品梯队，产品结构合理，如下图 9 所示：

图表9：公司免疫抑制领域的产品梯度

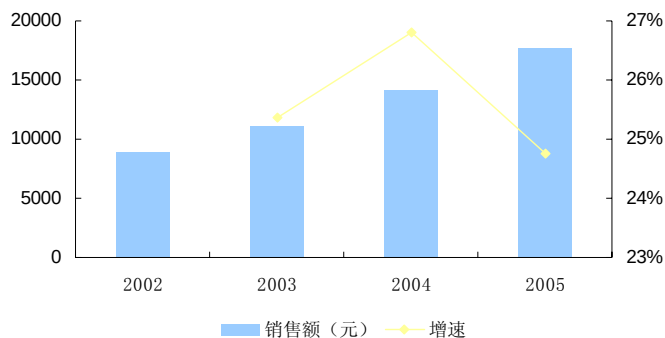


来源：国金证券研究所

- 他克莫司（FK506）将成为公司新的增长点：
 - ◆ 他克莫司是从土壤真菌中提取的一种大环内酯类抗生素，具有较强的免疫抑制特性，其药物强度是环孢霉素 A 的 10-100 倍，预防各种器官移植所出现的排斥反应的效果优于环孢菌素。
 - ◆ 1993 年，他克莫司在日本以普乐可复（Prograf）上市。1995 年经 FDA 获准后在多个国家正式使用。目前，普乐可复已广泛应用于肝脏、胰腺、肾脏、心脏、肺等实体器官的移植中。根据美国匹兹堡大学报告，在使用环孢素无效的援救疗法中，肝移植患者应用 FK506 有 87% 的成功率，而肾移植患者有 74% 成功率。
 - ◆ 他克莫司面市后立即受到市场的热烈欢迎，97 年 3 月全球使用普乐可复的移植患者数目约 2.2 万，2001 年底该数字便激增到超过 12 万。到 2002 年底，在美国和欧洲等许多国家中，90% 以上的肝脏移植患者服用普乐可复，60% 以上的肾脏移植患者服用普乐可复治疗，90% 以上的胰肾联合移植患者服用普乐可复。
 - ◆ 普乐可复 1999 年在国内上市，临床应用增长很快。普乐可复 2002 年的全国医院用药金额为 3.4 亿元，占整个免疫抑制剂的 5.44%；2003 年为 5.4 亿元，占整个免疫抑制剂的 8.17%。

- ◆ 目前国内共有 3 个企业拿到生产批文：海正（08 年 2 月）；成都川抗万乐（08 年 8 月）；中美华东（08 年 11 月）。目前 3 家企业都还没有开始销售。华东的他克莫司生产批文属于集团所有，预计今年上半年会转让至上市公司。09 年全年他克莫司将贡献收入 2000 多万。
- 赛可平（吗替麦考酚酯）维持高速增长：
 - ◆ 吗替麦考酚酯在国内医院市场增长非常快，已成为免疫抑制领域的第二大用药。05 年全国典型样本医院数据显示，吗替麦考酚酯在免疫抑制制剂的市场份额已上升至 38%

图表10：全国典型样本医院吗替麦考酚酯销售情况



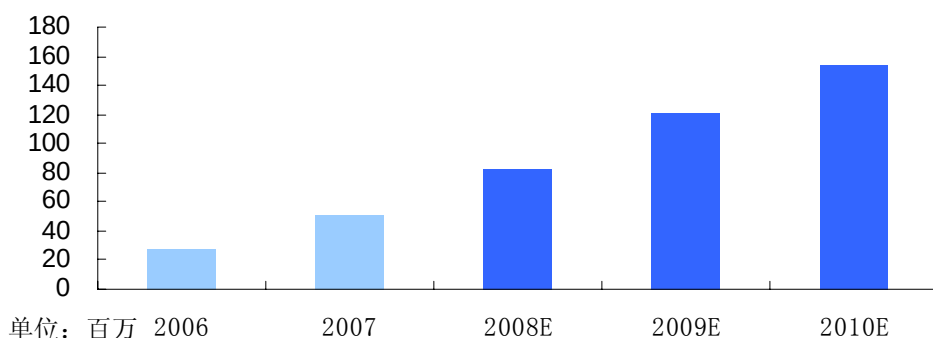
来源：国金证券研究所

图表11：罗氏在吗替麦考酚酯市场独占鳌头



- ◆ 赛可平的市场份额还有增长空间。虽然国内吗替麦考酚酯的批文有 30 多个，但市场基本被罗氏和华东医药所占据，其中罗氏占据了约 90% 的市场份额。赛可平的价格只有罗氏价格的 60%，并且与新赛斯平等产品在销售上形成协同效应。在新患者的争夺上，赛可平具备较大的优势。

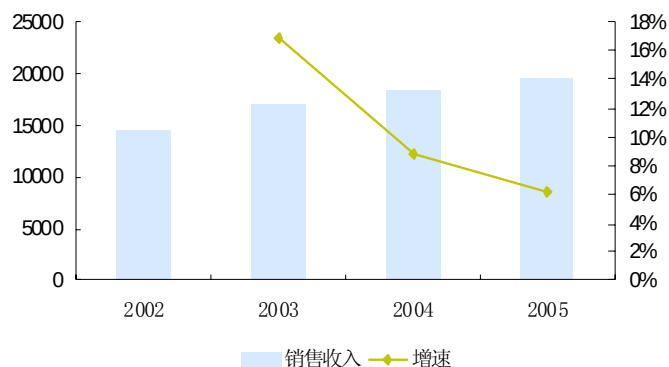
图表12：赛可平保持快速增长



来源：国金证券研究所

- 新赛斯平（环孢素 A）处于平稳增长期：
 - ◆ 环孢素 A 已经处于成熟期。自 1978 年英国首次将其用于临床肾移植以来，环孢素 A 已经上市 30 年。由于其在各种器官移植方面取得了广泛的成功，直至今日，环孢素 A 依然位居移植抑制用药之首。05 年全国典型样本医院数据显示，环孢素 A 的市场份额占比为 42%

图表13：国内典型样本医院环孢素A 销售平稳增长



来源：国金证券研究所

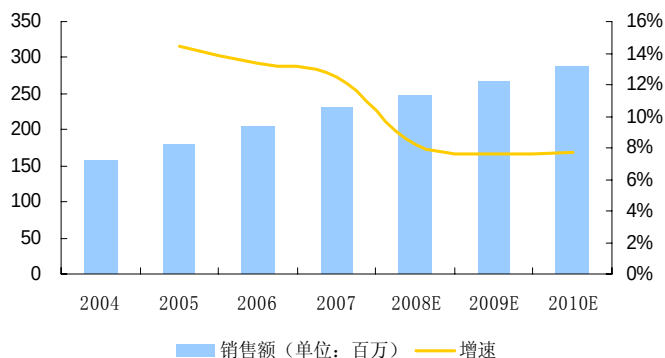
图表14：环孢素A 国内市场诺华领先，华东第二



■ 百令胶囊应用领域广泛，适应症还有拓展空间：

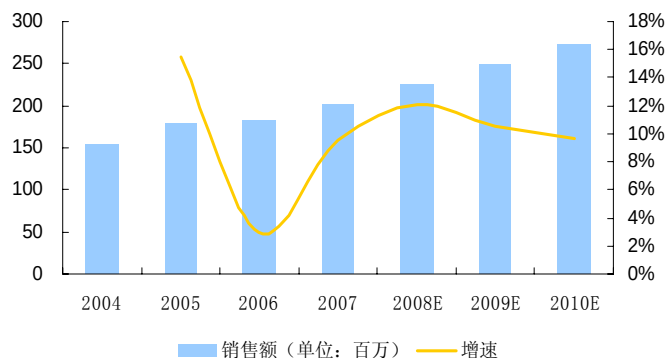
- ◆ 百令胶囊是以中华束丝孢（又称冬虫夏草头孢或蝙蝠蛾多毛孢）的生产菌种进行人工培养的虫草产品，含有 19 种氨基酸、20 多种微量元素以及丰富的维生素、蛋白质、核苷类和醇类等营养物质
- ◆ 百令胶囊的应用领域非常广泛：器官移植免疫抑制、抗肿瘤、慢性肾功能衰竭、急性肾衰、病毒性肝炎、肝硬化以及增强免疫功能等。目前，公司主要在免疫抑制领域进行百令胶囊的营销，其他科室的推广力度较弱。百令胶囊未来还有很大的适应症拓展空间。

图表15：新赛斯平进入成熟期



来源：国金证券研究所

图表16：百令胶囊保持平稳增长

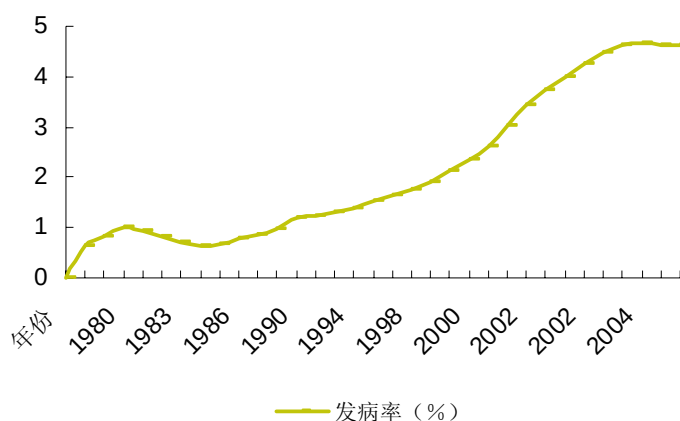


糖尿病用药：“卡博平”掘金大品种——阿卡波糖

■ 糖尿病用药是持续增长的大品种：

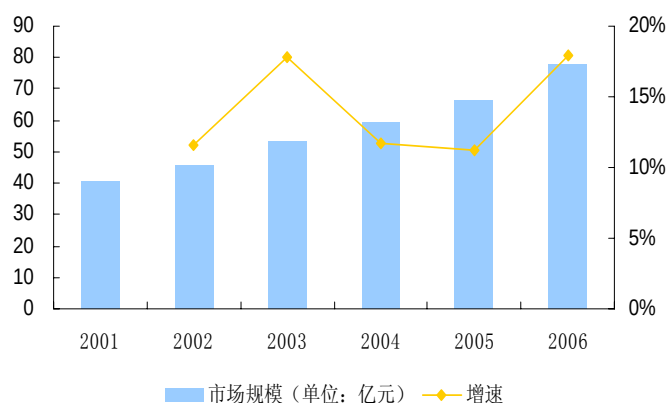
- ◆ 我国已成为全球糖尿病患病率增长最快的国家之一。据国际糖尿病联盟估计，我国 2007 年糖尿病患病人数约为 3980 万，2025 年将达到 5930 万。

图表17：我国糖尿病发病率逐年提升



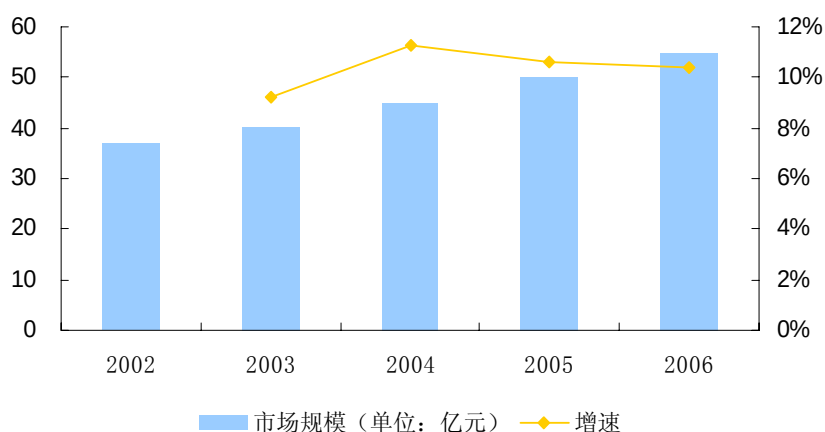
来源：国金证券研究所

图表18：我国糖尿病用药金额持续增长



- ◆ 目前，我国糖尿病用药市场规模在 100 亿左右。2007 年数据显示，注射用药（胰岛素及其类似药）占 25.6% 的份额，口服用药占 74.4%，居于主导地位。全球糖尿病用药市场中注射用药与口服用药的市场规模约为 1：2。近年随着胰岛素在国内的不断应用，口服药的比重呈下降趋势，但市场增速仍维持在 10% 以上。口服降糖药以化学药为主，口服降糖药的化学药品种占到 79.5% 的市场份额。

图表19：我国口服降糖药市场平稳增长



来源：国金证券研究所

图表20：口服降糖药中化学药种类分析

种类	药理	具体品种
磺酰脲类	刺激胰岛β细胞分泌胰岛素	格列本脲、格列齐特、格列吡嗪、格列喹酮、格列美脲
双胍类	加强组织对糖的利用，抑制肝糖异生和肠道糖吸收	苯乙双胍、二甲双胍
α-葡萄糖苷酶抑制剂	抑制食物多糖的分解，使糖吸收减缓	阿卡波糖、伏格列波糖
噻唑烷二酮类	改善胰岛素抵抗，增强组织对胰岛素的敏感性	曲格列酮、罗格列酮、吡格列酮、恩格列酮
非磺酰脲类促胰岛素分泌剂	刺激胰岛β细胞分泌胰岛素	瑞格列奈、那格列奈、米格列奈

来源：国金证券研究所

■ 掘金大品种——阿卡波糖

- ◆ 阿卡波糖是我国口服降糖药的第一大品种。阿卡波糖属于 α -葡萄糖苷酶抑制剂类药物，其降糖作用机制符合我国患者的特点，如饮食结构和肥胖程度等。同时，其还具备可单独给药和联合用药的优点，深受医生和患者的欢迎。

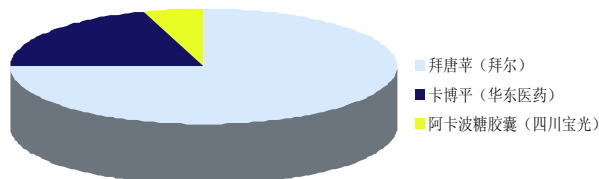
图表21：胰岛素和阿卡波糖为国内最大的两类糖尿病西药品种

产品	2004 年	2005 年	2006 年
胰岛素制剂	33.23%	30.90%	31.73%
阿卡波糖	26.82%	28.88%	26.12%
二甲双胍	10.79%	10.37%	9.36%
罗格列酮	3.25%	3.58%	6.06%
瑞格列奈	2.88%	3.70%	5.43%
格列吡嗪	7.02%	6.06%	4.76%
格列喹酮	5.51%	5.70%	4.6%
格列齐特	6.07%	5.38%	4.33%
格列美脲	1.40%	2.14%	3.51%
吡格列酮	0.80%	0.90%	1.84%

来源：国金证券研究所

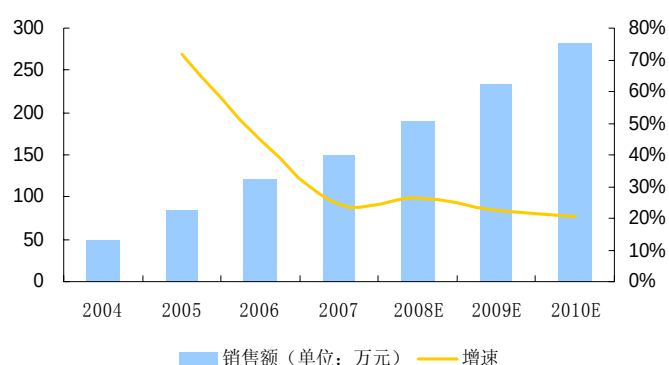
- ◆ 阿卡波糖市场主要为拜耳的“拜唐苹”所占据。拜耳于 1975 年研制出阿卡波糖，并于 1994 年引入国内市场。2002 年四川抗生素工业研究所成功开发出阿卡波糖，打破了“拜唐苹”在国内的垄断地位。目前国内具有生产批文的企业只有华东医药和四川宝光两家企业。
- ◆ “卡博平”有望继续提升市场份额。同“拜唐苹”相比，“卡博平”具有明显的价格优势。随着公立医院改革的逐步展开和深入，低价格的“卡博平”将在医院市场越来越具有竞争力；同四川宝光相比，公司则在销售网络和学术推广能力方面具有明显的竞争优势。

图表22：拜唐苹是国内销量最大的阿卡波糖药品



来源：国金证券研究所

图表23：卡博平保持较快速度增长



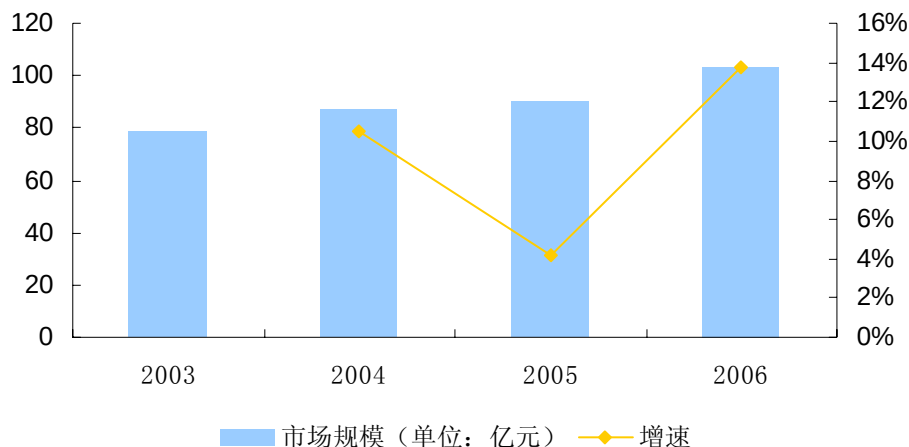
消化系统用药：“泮立苏”（泮托拉唑）增长较快，但竞争激烈

■ 抗消化性溃疡用药市场容量大，但增长缓慢：

- ◆ 南方医药经济研究所数据显示，消化性溃疡药 2005 年的市场规模达到 90.56 亿元。2006 年市场规模则突破 100 亿。估计目前的市场规模接近 120 亿。

- ◆ 据《国家卫生服务研究》统计，国内消化性溃疡慢性病患率为 3.96‰。近年来，随着治疗手段的不断提高和居民生活质量的不断提升，消化性溃疡患病率得到有效控制。这直接导致消化性溃疡用药市场增长放缓，2003-2006 年市场规模的复合增长率约为 9.4%。

图表24：我国消化性溃疡市场增长较慢

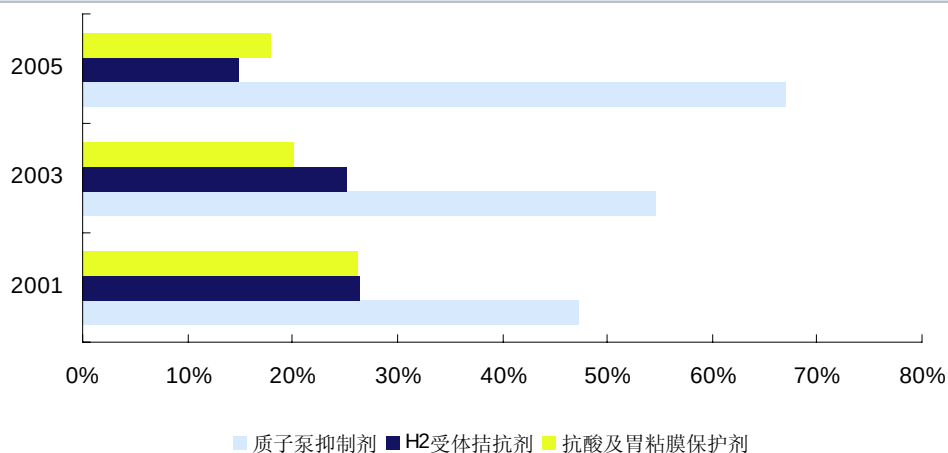


来源：国金证券研究所

■ 泮托拉唑市场增长较快，竞争激烈：

- ◆ 抗消化性溃疡药物主要有质子泵抑制剂、H₂ 受体拮抗剂、胃粘膜保护剂和抗酸药等类别。目前消化性溃疡用药市场的发展趋势是，质子泵抑制剂越来越受到医生和患者的欢迎，H₂ 受体拮抗剂和胃粘膜保护剂的市场逐渐被质子泵抑制剂所瓜分。2001 年质子泵抑制剂的市场份额为 47.36%，2005 年质子泵抑制剂市场份额已经扩大到 67%。

图表25：质子泵抑制剂市场份额逐年提升



来源：国金证券研究所

- ◆ 泮托拉唑增长迅速。奥美拉唑是质子泵抑制剂代表性药物，于 1998 年、1999 年、2000 年连续三年排在全球畅销药之首，并一直是我国消化性溃疡市场的主导用药品种。但由于受到新品泮托拉唑、雷贝拉唑和兰索拉唑的市场冲击，奥美拉唑的市场份额一路下滑。泮托拉唑在弱酸的条件下比奥美拉唑和兰索拉唑稳定，对细胞色素 P450 的抑制作用明显，不影响其它药物在肝内的代谢。自国内市场上市以来，泮托拉唑一直保持着高速增长的态势。

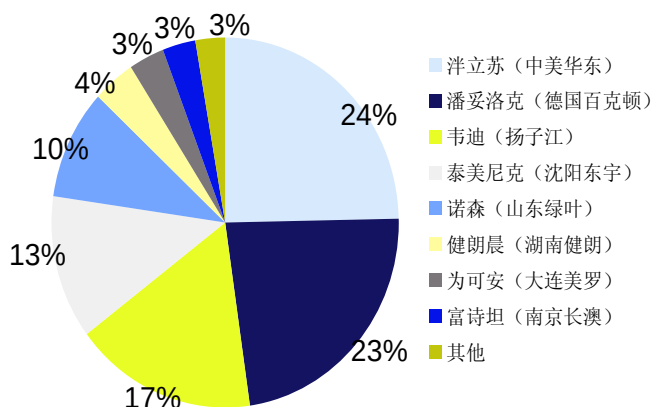
图表26：2006 年抗消化性溃疡用药市场前 10 位用药品种

产品	类别	2004 年	2005 年	2006 年
奥美拉唑	质子泵抑制剂	41.0%	43.3%	42.4%
泮托拉唑	质子泵抑制剂	10.1%	13.5%	15.4%
法莫替丁	H2 受体拮抗剂	10.1%	9.1%	7.7%
埃索美拉唑	质子泵抑制剂	1.3%	2.5%	5.7%
雷贝拉唑	质子泵抑制剂	1.5%	2.8%	3.9%
铝碳酸镁	胃粘膜保护剂	2.3%	2.4%	3.1%
莫沙比利	5-羟色胺 4 受体激动剂	2.1%	2.3%	2.5%
兰索拉唑	质子泵抑制剂	2.1%	2.3%	2.4%
多潘立酮	多巴胺受体拮抗剂	3.7%	2.9%	2.3%
西咪替丁	H2 受体拮抗剂	5.7%	3.4%	1.8%

来源：国金证券研究所

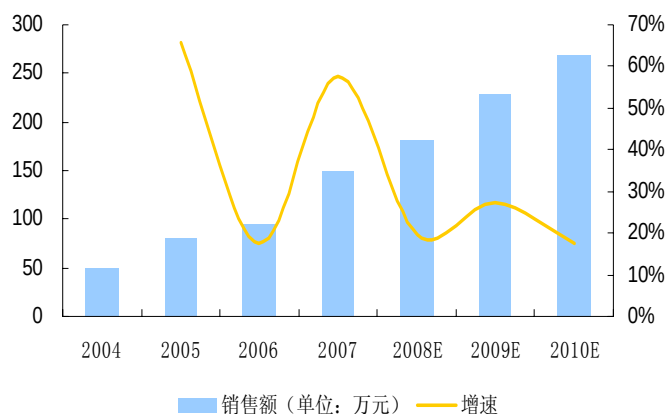
- ◆ 泮托拉唑市场竞争非常激烈，08 年“泮立苏”产品竞标价下降幅度较大。国内于 1998 年成功仿制出泮托拉唑，目前批文数量大约有 100 个，竞争非常激烈。其中销售规模比较大的有中美华东、德国百克顿、扬子江、沈阳东宇、山东绿叶等厂商。

图表27：多家厂商竞争泮托拉唑市场



来源：国金证券研究所

图表28：泮立苏销售具有一定波动性



区域商业龙头，盈利能力日渐提升

■ 占据有利区位，浙江省医药市场庞大：

- ◆ 2009 年浙江省食品药品监管工作会议数据显示，2008 年 1-11 月浙江医药商业总销售完成 336.9 亿元，同比增长 19.1%；实现利润 5 亿元，同比增长 88.7%。

■ 华东医药是浙江区域的最大医药商业企业：

- ◆ 中国医药商业协会统计数据显示，2007 年华东医药销售收入达到 48 亿元，跻身全国医药商业前 10 强，并成为浙江省内最大的医药商业企业。2007 年华东医药的销售额是省内规模排名第二的英特药业的 1.5 倍，是省内规模排名第三的宁波医药的 2 倍。公司在浙江省医药流通市场的主导地位显而易见。

图表29：公司为2007年我国十大医药商业企业

企业名称	2007年销售额	排名	2006年销售额	排名
中国医药集团	4,365,813	1	3,548,850	1
上海市医药股份公司	1,774,710	2	1,529,011	2
九州通集团	1,593,220	3	1,288,153	3
南京医药股份公司	1,302,978	4	901,261	5
广州医药公司	1,093,680	5	936,249	4
安徽华源医药股份公司	1,014,463	6	841,681	6
重庆医药股份公司	686,655	7	573,705	8
北京医药股份公司	661,996	8	519,484	9
重庆桐君阁股份公司	631,118	9	580,133	7
浙江华东医药股份公司	481,261	10	348,902	13

来源：国金证券研究所

图表30：公司为浙江最大医药商业企业

排名	企业名称	2007年销售额
1	浙江华东医药股份公司	481,261
2	浙江英特药业公司	329,263
3	宁波医药股份公司	246,043
4	浙江省医药工业公司	200,892
5	浙江省台州医药公司	120,088
6	浙江温岭医药药材公司	110,330
7	浙江震元股份公司	94,202
8	浙江嘉信医药股份公司	86,496
9	浙江杭州回音必集团	81,656
10	浙江省杭州凯伦医药	73,636

■ 盈利能力逐步提升：

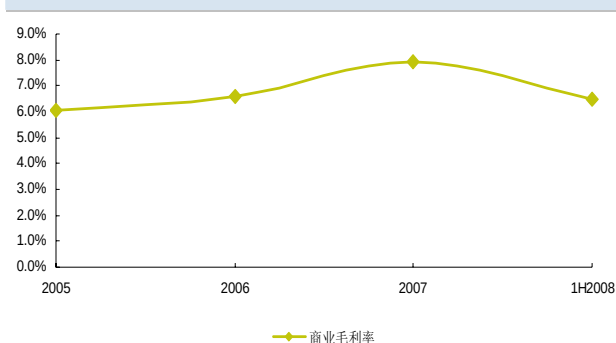
- ◆ 对于商业板块，公司的经营理念是“不求规模最大，但求效益最好，不求品种最多，但求品种最大”。一方面，公司逐渐提升纯销业务占比，目前的纯销比重已经达到 85%；另一方面，公司积极增加销售规模较大、毛利率较高的总经销总代理品种。在这两项措施下，公司商业板块的毛利率节节升高。
- ◆ 2008 年公司商业毛利率的下降主要原因是宁波公司的毛利率大幅下降，宁波公司毛利率的大幅下降跟血液制品行业严重的供不应求有直接关系。

图表31：规模以上产品逐年递增

部门	销售规模	07年产品个数	06年产品个数	05年产品个数
西药事业部	>1000万	37	30	7
中药事业部	>1000万	11	10	5
医疗器械事业部	>300万	4	2	5

来源：国金证券研究所

图表32：医药商业毛利率水平



■ 公司未来医药商业以内生性增长为主：

- ◆ 公司的覆盖区域主要为杭嘉湖地区，浙南等省内其他地区的业务量很小。目前公司并没有扩充网点实现规模扩张的计划，而是着眼在运用各种办法提高现有业务的盈利水平：提升纯销业务占比；增加总经销总代理品种；走特色商业道路，如宁波公司的生物制品业务。

其他主要子公司，波澜不惊

■ 宁波分公司：受血液制品行业的不利影响较大

- ◆ 宁波公司专业推广和销售生物制品，在全国建立了 17 个办事处，销售网络遍及全国 20 多个省份。公司不仅与华兰生物等国内血液制品龙头建立了战略合作关系，还取得了 Octapharma 的“人血白蛋白”产品在国内销售的总代理权。2007 年宁波公司实现销售额 2.8 亿元，净利润 2081 万元。

- ◆ 2008 年国外供应商提高了供货价格，并减少了发货量，而下游价格由于已接近最高零售价而无法获得提高，公司的盈利出现了下滑。08 年上半年公司利润贡献较 07 年同期下降 55%
- 西安博华：平稳发展
 - ◆ 2007 财年，西安博华总资产 9625.42 万元，净资产 4042.11 万元，净利润 538.59 万
 - ◆ 公司主要产品为奥销唑，目前只有 3 家拿到原料药生产批文，仅西安博华和湖南九典实际生产。07 年公司销售奥销唑原料药 34 吨，同比增长 183%；销售奥销唑制剂 259 万盒，同比增长 11%
 - ◆ 公司未来潜力品种：吡啶布芬（新一代强效抗血小板聚集药物）、乌苯美司原料中间体（乌苯美司是兼具抗肿瘤活性的免疫增强剂，本品国内由浙江康裕制药公司独家生产，公司已进入工艺放大和小批量生产阶段）、托吡酯（新型抗癫痫药、用于减肥、治疗偏头痛，治疗酒精依赖等功能，国内仅西安杨森独家生产）、
- 陕西九州制药：有待观察
 - ◆ 2007 财年，陕西九州总资产 8232.67 万元，净资产 1095.02 万元，净利润-1234.71 万
 - ◆ 公司生产的产品为国家严格控制的麻醉药品，全国仅有 13 家企业从事麻醉药品的生产销售，生产上市的麻醉药品批准文号共 89 个。可以说产品具有一定的垄断性质。
 - ◆ 如果在研的原料药蒂巴因项目获得立项批准，将大大提升公司在麻醉药品生产领域的地位，通过此项目的延续，可进一步开发可待因、氢可酮、氢吗啡酮、氧可酮、二氢羟吗啡酮、纳布啡、纳络酮、纳曲酮、丁丙诺啡和埃托啡等系列麻醉品原料药及制剂，进而将公司建成一个重要的麻醉药品生产基地。

盈利预测与估值

公司 2008—2010 年保持稳定增长

- 如下图 33 所示，公司 2008-2010 年各项业务稳步增长：

图表33：公司分大类产品销售预测

项 目	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
免疫抑制剂药							
销售收入（百万元）	311.7	358.4	415.0	480.8	556.1	662.2	758.8
增长率（YOY）	0.00%	14.97%	15.78%	15.87%	15.66%	19.07%	14.60%
毛利率	86.50%	86.50%	86.56%	84.58%	84.30%	83.12%	83.28%
糖尿病及消化药							
销售收入（百万元）	97.73	164.78	216.68	301.80	376.73	469.98	559.09
增长率（YOY）	0.00%	68.60%	31.50%	39.28%	24.83%	24.75%	18.96%
毛利率	87.00%	87.00%	87.00%	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%
商业							
销售收入（百万元）	2,459.51	3,078.86	3,440.18	3,859.81	4,804.15	5,731.47	6,732.65
增长率（YOY）	0.00%	25.18%	11.74%	12.20%	24.47%	19.30%	17.47%
毛利率	4.50%	6.01%	6.51%	7.87%	6.58%	6.47%	6.38%

来源：国金证券研究所

- 其他假设：
 - ◆ 宁波分公司 2008 年盈利贡献 500 万；
 - ◆ 中美华东的税率调整为 15%；
 - ◆ 考虑到房地产业务结算的巨大不确定性，本文的盈利预测暂不考虑房地产业务的盈利贡献。
- 我们预计公司未来三年收入增长率分别为：26.86%、20.32%和 17.93%；预计公司未来三年每股收益分别为：0.411 元、0.526 元、0.618 元。

公司目前估值合理，给予买入评级

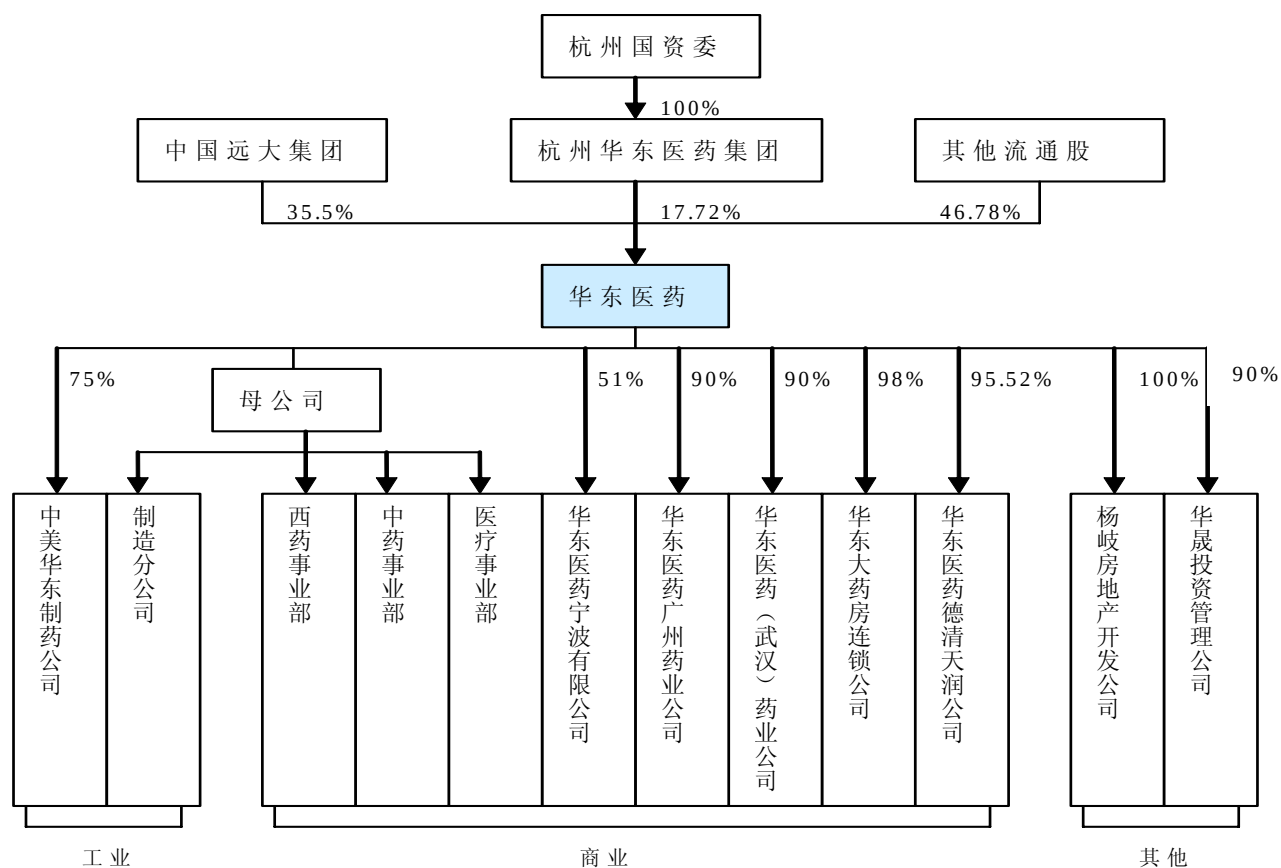
- 综合考虑公司的业务发展和竞争地位，我们认为公司合理目标价位为 09 年 25 倍 PE，即 13.15 元，给予买入建议。
 - ◆ 医药工业方面，公司在研发和销售方面具有较强的竞争力，并在器官移植免疫抑制领域树立了较高的市场地位；公司将继续坚持“抢仿大品种”的经营战略，一方面加强营销力度继续推动现有品种的增长，另一方面扩充糖尿病和消化系统领域的产品线。
 - ◆ 医药商业方面，公司是浙江省的区域龙头，规模优势明显，将会明显受益于政府对医药流通领域的改革举措。
 - ◆ 公司治理方面有些瑕疵。由于国有企业管理体制的缺陷，同民营企业相比，公司在经营效率等方面存在一些差距；特殊的股权结构使公司在某些经营决策上存在不确定性。

风险提示

公司治理结构尚存瑕疵，股改遗留问题可能影响公司发展

- 历史遗留下来的股权结构问题
 - ◆ 1998 年，公司为解决上市的额度问题，引入了中国远大集团。虽然远大集团是公司的实际控制人，但并不参与公司日常经营管理。公司董事长、总经理一直由华东医药集团董事长李邦良先生担任，经营团队也由来自华东医药集团及中美华东的高管组成

图表34：公司的股权结构



来源：国金证券研究所

- 近期公司将会从集团收购他克莫司的生产批文，价格问题将会反映股东对上市公司的态度
- 股权分置改革尚未兑现的承诺可能将影响公司未来发展的速度。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	3,484	3,942	4,853	5,890	7,044	8,262
增长率		13.2%	23.1%	21.4%	19.6%	17.3%
主营业务成本	-2,858	-3,175	-3,814	-4,711	-5,629	-6,611
% 销售收入	82.0%	80.5%	78.6%	80.0%	79.9%	80.0%
毛利	626	767	1,039	1,179	1,415	1,651
% 销售收入	18.0%	19.5%	21.4%	20.0%	20.1%	20.0%
营业税金及附加	-3	-6	-20	-29	-35	-41
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-299	-368	-449	-536	-652	-756
% 销售收入	8.6%	9.3%	9.2%	9.1%	9.3%	9.2%
管理费用	-172	-200	-213	-259	-317	-364
% 销售收入	4.9%	5.1%	4.4%	4.4%	4.5%	4.4%
息税前利润 (EBIT)	152	193	358	354	412	490
% 销售收入	4.4%	4.9%	7.4%	6.0%	5.8%	5.9%
财务费用	-34	-40	-55	-67	-64	-77
% 销售收入	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	0.9%	0.9%
资产减值损失	0	0	0	-6	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-3	1	-1	3	4
% 税前利润	0.2%	n.a	0.2%	n.a	0.7%	1.0%
营业利润	118	150	303	280	349	416
营业利润率	3.4%	3.8%	6.2%	4.8%	5.0%	5.0%
营业外收支	21	19	1	0	0	0
税前利润	139	169	304	280	349	416
利润率	4.0%	4.3%	6.3%	4.8%	5.0%	5.0%
所得税	-54	-48	-78	-52	-63	-75
所得税率	38.5%	28.4%	25.6%	18.5%	18.0%	18.0%
净利润	86	121	226	228	286	341
少数股东损益	29	25	53	50	58	73
归属于母公司的净利	56	96	173	178	228	268
净利率	1.9%	2.6%	2.3%	4.8%	5.4%	6.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	67	83	226	228	286	341
少数股东损益	24	31	0	0	0	0
非现金支出	45	43	45	56	53	56
非经营收益	35	43	56	77	62	73
营运资金变动	33	-143	-61	-216	-90	-109
经营活动现金净流	203	57	266	145	311	361
资本开支	-48	-83	-31	-81	-74	-50
投资	0	-82	-15	-1	0	0
其他	63	5	11	-1	3	4
投资活动现金净流	15	-160	-35	-83	-72	-46
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	45	-4	56	-4	-75	-68
其他	-79	-130	-159	-67	-64	-77
筹资活动现金净流	-33	-135	-104	-71	-139	-145
现金净流量	185	-237	127	-9	100	170

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	564	349	489	480	580	750
应收款项	462	561	691	851	976	1,095
存货	489	758	798	968	1,157	1,359
其他流动资产	94	69	114	143	143	167
流动资产	1,609	1,737	2,091	2,443	2,855	3,371
% 总资产	78.3%	74.7%	83.6%	85.0%	86.3%	88.2%
长期投资	81	218	50	51	50	50
固定资产	307	321	287	261	271	269
% 总资产	14.9%	13.8%	11.5%	9.1%	8.2%	7.0%
无形资产	57	49	63	118	132	129
非流动资产	445	589	411	433	455	450
% 总资产	21.7%	25.3%	16.4%	15.0%	13.7%	11.8%
资产总计	2,054	2,325	2,502	2,875	3,310	3,821
短期借款	645	757	812	819	744	675
应付款项	658	785	901	1,062	1,269	1,490
其他流动负债	59	47	94	82	99	116
流动负债	1,362	1,589	1,808	1,963	2,111	2,280
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	5	8	10	0	0	0
负债	1,367	1,597	1,818	1,963	2,111	2,281
普通股股东权益	606	642	582	760	988	1,256
少数股东权益	81	86	102	152	210	283
负债股东权益合计	2,054	2,325	2,502	2,875	3,310	3,821

比率分析

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
每股指标						
每股收益	0.177	0.192	0.399	0.411	0.526	0.618
每股净资产	1.595	1.479	1.341	1.751	2.277	2.894
每股经营现金净流	0.535	0.132	0.612	0.334	0.716	0.831
每股股利	0.100	0.135	0.160	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	11.11%	12.98%	29.76%	23.45%	23.08%	21.34%
总资产收益率	3.28%	3.58%	6.92%	6.20%	6.89%	7.01%
投入资本收益率	8.03%	10.29%	17.78%	16.68%	17.38%	18.14%
增长率						
主营业务收入增长率	20.88%	13.15%	23.11%	21.36%	19.59%	17.30%
EBIT增长率	52.68%	22.84%	67.37%	-0.91%	16.22%	19.01%
净利润增长率	120.11%	23.82%	107.75%	2.96%	27.97%	17.49%
总资产增长率	16.14%	13.22%	7.60%	14.92%	15.11%	15.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	43.0	41.1	36.5	38.0	38.0	38.0
存货周转天数	58.5	71.7	74.5	75.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	49.4	50.5	50.9	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	29.5	29.2	21.0	15.5	11.9	9.2
偿债能力						
净负债/股东权益	9.27%	55.96%	47.33%	37.11%	13.65%	-4.82%
EBIT利息保障倍数	5.1	5.4	6.5	5.3	6.4	6.4
资产负债率	66.55%	68.68%	72.65%	68.26%	63.78%	59.71%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	3	3	5	16
买入	0	0	1	4	11
持有	0	1	3	3	7
减持	0	0	0	1	2
卖出	0	1	1	1	1
评分	0	2.20	2.31	2.26	2.08

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出

投资评级的说明：

强买：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在10%—20%；
持有：预期未来6—12个月内变动幅度在-10%—10%；
减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在10%—20%；
卖出：预期未来6—12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。