

是金子总会发光

研究结论

- 公司 08 年实现营业收入 60.2 亿元，利润总额 2.8 亿元、净利润 1.7 亿元，同比分别增长了 24.0%、-7.1%和-2.6%，全年每股收益为 0.39 元，符合于我们的预期。08 年商业发展良好，收入达到 49.3 亿元，同比增长 28.7%。但我们注意到商业的毛利率下降了 2 个百分点到 5.9%，看来实际的盈利估计难有增长。工业生产方面，控股子公司中美华东在 2008 年实现销售收入 10.42 亿元，同比增长 17.89%；实现净利润 2.01 亿元，同比增长 23.91%。中美华东依然是公司核心利润来源，其利润的增长保证了公司整体利润的稳定。毛利率从 07 年的 76.9%提高到 08 年的 82.8%，显示公司的产品良好的盈利能力。08 年公司利润总额增速低于营业收入的主要原因：是除中美华东以外主要子公司的经营状况不佳。杭州杨岐房地产、西安博华制药等经营亏损和资产计提导致税前近 6000 万的损失。
- 和年报一起公告收购母公司 FK506 的事件，子公司中美华东出资 2500 万元受让他克莫司（FK506）新药技术。新药技术转让费用将采用直线折旧法按照 10 年进行摊销，即每年摊销 250 万元，对中美华东经营和财务方面的影响不大。该项新药技术转让后，经过 2-3 年的市场推广，将逐渐为中美华东以及公司带来经济效益。所以我们认为新药的转让价格不贵，最终会给公司带来巨额的回馈。未来该产品的成长之路完全可以参照赛可平的成长轨迹，通过 3 年左右的发展，成为过亿的品种。
- 我们预计 09 年整个制剂收入增长将达到 20%。在创新和发展方面，公司坚持 1-2 年能够推出一个新产品，使公司产品形成梯队，3-5 年能培养成为一个大产品，奠定了公司持续发展坚实基础。09 年公司将推动他克莫司进入临床，预计实现销售收入将超过 3000 万元。医药商业主要靠提高盈利能力来实现增长。医药商业经营战略明确，根据自身的特点积极倡导总代理和总经销模式，通俗的说就是按工业销售药品的模式经营医药商业。我们认为 09 年的商业收入增长在 20%。
- 我们预测华东医药 09 年和 10 年每股收益分别为 0.5 元和 0.65 元。09 年和 10 年动态市盈率分别为 24.8 和 19.1 倍。相对于其他的医药的企业而言，存在一定的低估，12 个月的目标价为 15 元，维持“增持”评级。
- 风险：1) 受国家政策影响，主要产品的增长速度低于我们的预测；2) 受其他公司产品的影响，公司产品的价格出现下降。在盈利预测中，我们假设公司的主要产品的盈利能力保持不变，如果产品的价格出现较大幅度的下降，公司的盈利水平将低于我们的预测。

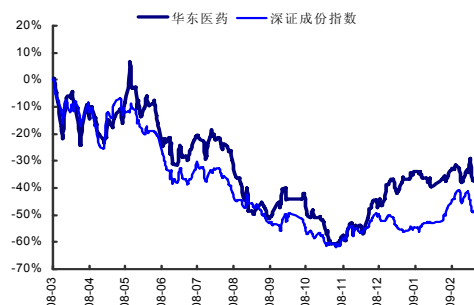


东方证券
ORIENT SECURITIES

徐军 (CFA) 医药行业资深分析师
8621-63325888 × 6087
xjun@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (09 年 03 月 6 日)	12.5 元
目标价格 (6 个月)	15 元
总股本/A 股 (万股)	43406/43406
A 股市值 (百万元)	54.3 亿元
国家/地区	中国
行业	医药
报告日期	2009 年 03 月 9 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	9.71	18.06	-26.47
相对表现 (%)	6.49	13.2	18.02

资料来源: WIND

财务预测

	2005A	2006A	2007E	2008E
营业收入 (百万元)	6016	7250	8772	10597
同比 (%)	24	21	21	21
净利润 (百万元)	169	219	283	360
同比 (%)	-3	30	29	27
毛利率 (%)	19.4	18.9	19.0	19.0
ROE (%)	22.4	22.6	23.4	23.8
每股收益 (元)	0.39	0.50	0.65	0.83
P/E	32.18	24.77	19.14	15.06
P/B	7.21	5.59	4.48	3.58

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

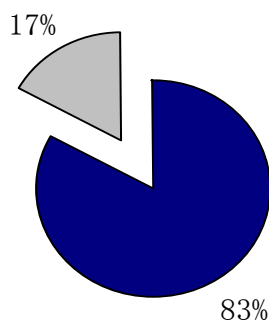
敬请参阅最后一页之重要声明。

08 年经营情况分析

公司 08 年实现营业收入 60.2 亿元, 利润总额 2.8 亿元、净利润 1.7 亿元, 同比分别增长了 24.0%、-7.1%和-2.6%, 全年每股收益为 0.39 元, 符合于我们的预期。

图 1: 公司 08 年主营收入的产品构成

■ 外购药品销售 □ 自制药剂销售



资料来源: 公司数据, 东方证券研究所整理

08年商业发展良好, 收入达到49.3亿元, 同比增长28.7%。商业经营方面, 继续大力推动产品的结构调整, 形成了华东商业产品集群。另外, 总代理、总经销产品毛利额的提升使得市场效益初步显现。2008年, 西药事业部销售1000万元以上的品种62个, 规模品种数实现同步翻番。中药事业部总经销品种扩大到15个系列33个品种, 近年来, 商业片继续狠抓产品引进, 西药事业部直接进口5个单品完成1.67亿的收入, 实现历史突破, 并将继续洽谈产品的进口代理; 中药事业部实现对朝鲜别直参的直接进口, 成为浙江省总经销; 医疗器械事业部代理的贝克曼产品经过两年市场开发, 步入正轨。商业片继续完善事业部体制建设, 高效、扁平的事业部体制在药品招标等各项经济活动中发挥集中优势, 掌握了招标主动权, 进一步拓展了在浙江省的业务范围。公司医药商业经营在浙江省区域仍保持优势和领先地位, 并享有良好的商誉和特色优势。但我们注意到商业的毛利率下降了2个百分点到5.9%, 看来实际的盈利估计难有增长。

表: 总代理总经销产品毛利额, 单位 (万元)

部门	08 年毛利额	07 年毛利额	08/07 增减比例	06 年毛利额
西药事业部	13665	2331	486.2%	1500
中药事业部	1470	1300	13.1%	1200
医疗器械事业部	861	793	8.6%	286

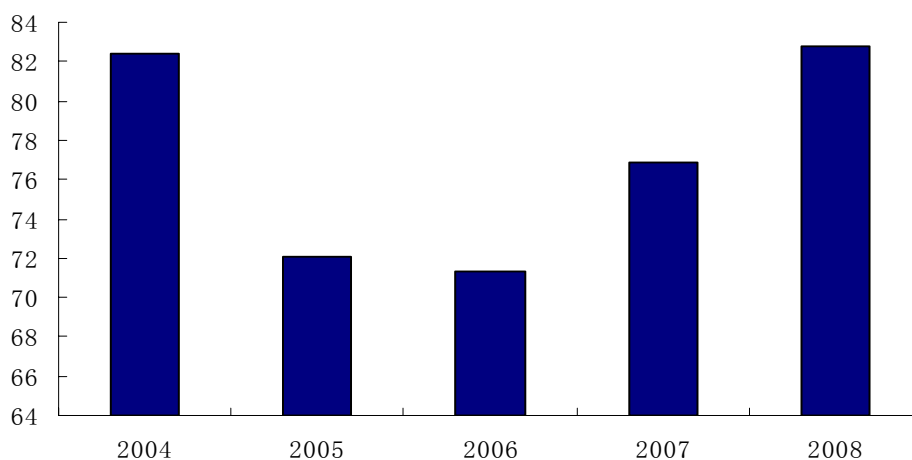
资料来源: 公司资料, 东方证券研究所整理

表：规模以上产品销售情况

部门	销售规模	08 年产品个数	07 年产品个数	06 年产品个数
西药事业部	>1000 万	62	37	30
中药事业部	>1000 万	12	11	10
医疗器械事业部	> 300 万	5	4	2

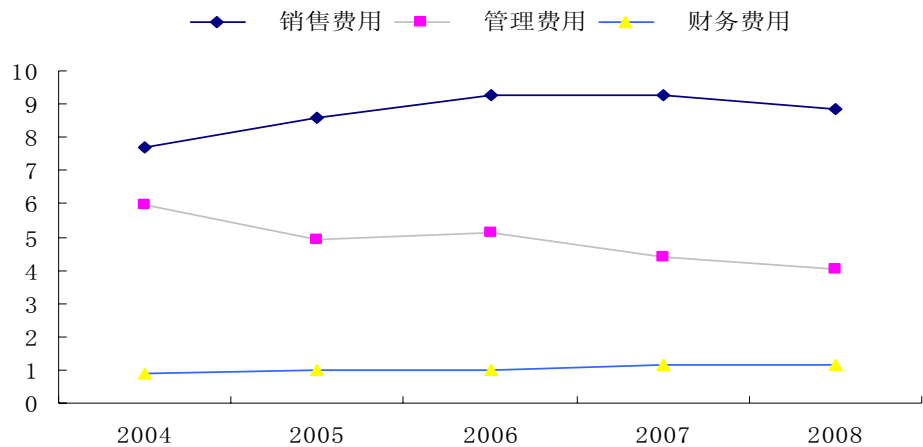
资料来源：公司资料，东方证券研究所整理

工业生产方面，控股子公司中美华东在 2008 年实现销售收入 10.42 亿元，同比增长 17.89%；实现净利润 2.01 亿元，同比增长 23.91%。中美华东依然是公司核心利润来源，其利润的增长保证了公司整体利润的稳定。另外，公司注重拓展原料药市场，通过改进生产工艺，产能逐步放大。报告期内实现主营业务收入 6601 万元，净利润 1604 万元，成了公司新的利润增长点。毛利率从 07 年的 76.9%提高到 08 年的 82.8%，显示公司的产品良好的盈利能力。

图 2：公司近年来医药工业毛利率的变动情况，（%）


资料来源：公司数据，东方证券研究所整理

08 年公司利润总额增速低于营业收入的主要原因：不是期间费用的变化（08 年的期间费用率总体表现平稳），而是除中美华东以外主要子公司的经营状况不佳：1) 杭州杨歧房地产，受房地产行业调整的影响较大，该公司报告期内主营业务收入 2175.9 万元，同比下降 84.8%，营业利润-2468.5 万元，净利润-2473.3 万元。08 年期间取得的 18073.5 万元预收房款，估计于 09 年或 10 年方可确认收入，这也是公司的经营性现金流非常良好的原因（08 年 3.4 亿元 VS 07 年 2.7 亿元）；2) 西安博华制药，主要产品有奥硝唑原料和制剂、氨酚双氢可待因和氨酚双氢曲马多。08 年 8 月 31 日并入公司报表，合并其 9-12 月份收益，其中主营业务收入 3349.4 万元，净利润-311.8 万元；3) 宁波公司，其代理的生物制品包括白蛋白受代理商单方面提价和供货不及时的双重影响，给公司形成了较大的经营压力。08 年实现主营业务收入 27534.6 万元，和 07 年基本持平，净利润 1839.6 万元，同比下降 15.7%。另外，08 年计提了资产减值准备 3600 余万元，也大大超过了 07 年的水平。

图 3：公司近年来期间费用率变动情况（%）


资料来源：公司数据，东方证券研究所整理

表：主要控股子公司经营情况

	企业名称	所占比例	净利润（万元）	
			08 年	07 年
1	杭州中美华东制药有限公司	75%	20100	16242
2	杭州杨歧房地产开发有限公司	100%	-2473.3	1606.3
3	西安博华制药有限责任公司	79%	-311.8	N/A
4	华东医药宁波有限公司	51%	1839.6	2081.7

资料来源：公司资料，东方证券研究所整理

行业分析

公司主要从事专科药品的生产和销售，特别是在中国器官移植药品领域建立了良好的市场地位。公司注重国际级大品牌产品的研发和引进，目前公司已拥有了三家跨国公司的拳头产品，分别是瑞士诺华公司的环孢菌素（赛斯平）、德国拜耳公司的阿卡波糖（卡博平）以及瑞士罗氏公司的吗替麦考酚酯（赛可平）。利用产品的价格优势（一般产品的价格为进口产品价格的三分之二）以及学术营销，在和世界巨头的竞争中逐步提高自身产品的市场占有率。公司的主要产品分别属于免疫抑制剂、抗消化道溃疡药物以及糖尿病口服药物。

免疫抑制剂市场分析

整个器官移植免疫抑制剂的发展历程，基本上可以划分为两个大的阶段。在环孢素 A 诞生以前，硫唑嘌呤是临床上最重要的器官移植免疫抑制剂，因而该时期被称为“硫唑嘌呤时代”。硫唑嘌呤的开发利用使器官移植事业取得了第一次突破性进展。环孢素 A 是 20 世纪 70 年代从挪威高原土壤中分离出的生物活性物质，由瑞士山德士药厂（诺华公司前身之一）的科研人员研究发现。诺华公司于 1984 年成功上市了环孢素 A 产品山地明，并于 1995 年对山地明进行剂型改造，形成了现在临床中广泛应用的新山地明。环孢素 A 的问世是现代器官移植的一座新的里程碑，它的临床应用是 20 多年来器官移植的最重大进展。

根据作用机制和主要功能，目前临床正在应用的免疫抑制剂基本上可以划分为 5 个大类：

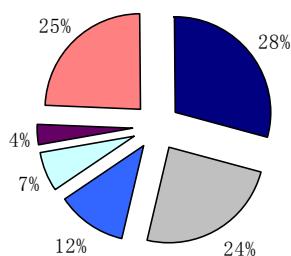
- 1) 细胞因子抑制剂：目前此类型的免疫抑制剂正在临床应用的有 3 种——环孢素 A、FK506（他克莫司）和雷帕霉素（西罗莫司）。
- 2) DNA 合成抑制剂：该类药物主要有硫唑嘌呤（Aza）、麦考酚酸酯（骁悉）和咪唑拉宾（MZR）。
- 3) 皮质类固醇：目前最常用的皮质类固醇药物有强的松、甲基强的松龙。
- 4) 抗淋巴细胞抗体：可以分为多克隆抗体和单克隆抗体。目前临床应用较多的克隆抗体有抗胸腺细胞球蛋白（ATG）、抗淋巴细胞球蛋白（ALG），单克隆抗体有 OKT3 和 CD25 抗体（赛尼哌、舒莱）。
- 5) 其他免疫抑制剂：如环磷酰胺、百令胶囊和雷公藤多甙等。

此外，一系列新型免疫抑制剂层出不穷，如生物免疫抑制剂抗淋巴细胞球蛋白以及抗 T 细胞球蛋白是借助于多克隆抗体消除或抑制 T 细胞，已广泛用于肾、肝、心、胰腺和骨髓移植。

中国免疫抑制剂市场约达 40-50 亿元。由于器官移植手术后患者绝大多数必需终身服用免疫抑制剂进行抗排斥反应治疗，而每年又不断有新的器官移植患者加入进来，且随着移植植物和人存活率不断上升，因此，需进行免疫抑制治疗人群有加速上升的趋势。以每人每年用于免疫抑制治疗费用约 3 万~5 万元计（各种抗排斥治疗方案的费用不尽相同，以国内最常用的环孢素 A/他克莫司+骁悉+强的松两种抗排斥治疗方案为例，每月基本费用在 3000~4000 元人民币左右，年费用为 3.6 万~4.8 万元）。就以 2006 年中国肾、肝移植共 12000 人计算，则免疫抑制治疗市场新增了 3.6 亿~6 亿元的费用（市场增长率在 10-15%）。

图：国内 2008 年移植药物的占比

■ 骁悉 □ 他克莫司 ■ 新三地明 □ 赛斯平 ■ 赛可平 ■ 其他



资料来源：公司数据，东方证券研究所整理

他克莫司 (Tacrolimus) 又名 FK506, 是由日本藤泽制药公司 (现已更名为安斯泰来制药) 于 1984 年提取的一种真菌代谢产物。FK506 是大环内酯类抗生素, 通过抑制 T 淋巴细胞而起作用, 其分子结构与环孢素 A 完全不同, 但抑制效应相似。FK506 有较强的亲肝性, 对肝移植的功效高 100 倍, 因而大大降低了临床使用剂量, 也降低了治疗费用, 同时不良反应也明显降低。它具有低死亡率、高移植存活率、良好移植成功率及对类固醇的相对非依赖性等优点, 正因为有如此多的优点, 该品在中国上市的短短时间内, 市场份额迅速上升, 已经成为肝脏及肾脏移植后排斥反应的临床一线药物。FK506 的应用不仅使肾脏、肝脏、心脏和肺的移植效果得到较大的改善, 它还使小肠及其他所有的腹腔脏器移植成为可能。他克莫司的主要副作用为肾毒性、神经毒性以及对循环系统功能的影响 (可诱发糖尿病, 但一般是可逆的)。他克莫司的主要用途有两种: 用作免疫抑制剂和治疗特应性皮炎。不过从产品销售情况看, 后者带来的销售额较小 (只有前者的约 8%), 增长也较慢 (12%), 前者明显市场更广。

藤泽制药 FK506 的制剂产品普乐可复 (Prograf) 1993 年首次在日本上市, 1994 年获美国 FDA 批准, 到目前为止, 在全球已有 80 个国家和地区上市, 20 多万各种器官移植患者在服用普乐可复。自上市以来, 取得了良好的评价。目前, 国际市场上主要是日本藤泽公司在生产普乐可复, 全部以制剂投放市场。安斯泰来公司年报显示, 普乐可复 2006 年全球销量为 1754 亿日元 (约合 14.78 亿美元), 同比增长率 20.2%; 2007 年全球销量更是达到了 2,030 亿日元 (约合 21 亿美元), 同比增长 15.7%。

1999 年在中国上市以来, 普乐可复相比其他免疫抑制剂的优越性使它成为越来越多医生和患者的首选, 已成为预防、治疗排斥反应以及自身免疫性肝炎的一线药物。据统计 2006 年普乐可复在国内大医院销售额为 4.3 亿元, 2007 年较 2006 年又增长 21.30%, 达到 5.2 亿元。但国内 FK506 制剂基本依赖于从日本进口, 由于其价格昂贵, 很多器官移植患者在经济上无法接受, 使其推广应用也受到了一定的限制。如果有国内厂家生产, 这将大幅降低产品价格, 其销量将进一步扩大。

随着他克莫司的批准上市, 中美华东已经拥有完整的免疫抑制剂产品线, 还包括环孢素 A 和麦考酚酸酯。公司通过和世界级的制药企业的直接竞争, 获得了显著提高, 这些产品多能成为过亿的品种, 在移植领域确立重要的地位。

抗消化性溃疡用药市场分析

消化道溃疡主要指发生在胃和十二指肠的慢性溃疡, 即胃溃疡和十二指肠溃疡, 因溃疡的发生和形成与胃酸-胃蛋白酶的消化作用有关而得名。发病初期的症状与功能性消化不良的相似, 之后严重者则出现腹痛、黑便、呕血等。现在医学界具体的发病机理还在研究讨论中, 目前认为其与导致溃疡的攻击因子和粘膜的防御因子失去平衡有关。攻击因子包括胃酸、胃蛋白酶、反流的胆汁等; 防御因子包括粘液屏障、粘膜修复功能等。造成消化道溃疡的因素主要有工作紧张疲劳、饮食没有规律、刺激肠胃道的药物服用过多、生活习惯和心理状态不佳等。目前治疗消化道溃疡的药物主要有质子泵抑制剂、H2 受体拮抗剂、胃粘膜保护剂、抗酸剂等。

表：抗消化性溃疡的药物的作用机理和种类

种类	作用机理	代表药物
质子泵抑制剂	主要作用机理是阻奥美拉唑是第一个上市的质子泵抑制剂,于 1988 年在瑞典投 断胃壁细胞内质子放市场,随着奥美拉唑取得空前的成功,相继又有兰索拉唑、 泵驱动细胞内 H ⁺ 与泮托拉唑、雷贝拉唑、埃索美拉唑等质子泵抑制剂陆续上市, 小管内 K ⁺ 交换,从后续药物在治疗选择性、不良反应等方面均有改善。2007 年 而阻止胃酸分泌的国内批准了新质子泵抑制剂类药物——艾普拉唑。 通道。其特点为作用 快,持续时间长,抑 酸效果好。	
H ₂ 受体拮抗剂	H ₂ 受体拮抗剂作在质子泵抑制剂上市前,本类药物是抗消化道溃疡的主要药 用于胃壁细胞膜上物,目前,在临床广泛应用的有:第一代的西咪替丁(1972 的 H ₂ 受体,使胃酸年上市);第二代的雷尼替丁;第三代的法莫替丁、尼扎替丁 分泌减少。等;第四代的罗沙替丁、乙溴替丁在用药时程、粘膜保护作用及抑制 HP 等方面有显著改善,但在国内尚未得到临床应 用,目前只有原料药批文。近年两年,国内市场上还出现了 新的产品,拉呋替丁。H ₂ 受体拮抗剂在临床上更多地用于维 持治疗阶段。	
胃粘膜保护剂	可增加消化道粘膜目前在临床上常见的胃粘膜保护剂有铝碳酸镁、枸橼酸铋钾、 的防御机能,抵抗损伤法酯、硫糖铝、复方谷氨酰胺、复方铝酸铋等。胃粘膜保 害粘膜的诸多因素,护剂在临床消化性溃疡抗复发治疗方案中为重要组成部分, 既可治疗胃炎和消因而占有抗消化性溃疡药物市场的一席之地。 化性溃疡,也可治疗 功能性消化不良等 疾病。	

资料来源：南方医药经济研究所，东方证券研究所整理

在全球市场,质子泵抑制剂是全球最畅销的十大药物类别之一,从 2006 年与 2007 年的销售额来看,抗溃疡药的市场规模呈上升之势,但增长速度较为缓慢,这与全球药品市场增长速度放缓有关,市场份额也略有下降,这与消化性溃疡的治愈率的提升有关。阿斯利康公司自 2002 年推出了奥美拉唑的换代产品埃索美拉唑(耐信),成为抗溃疡药物的佼佼者,2006 年前的增长速度呈两位数增长,但 2007 年,其销售速度有所放缓。该品 2003 年初在中国上市,商品名为耐信,受专利保护至 2014 年。

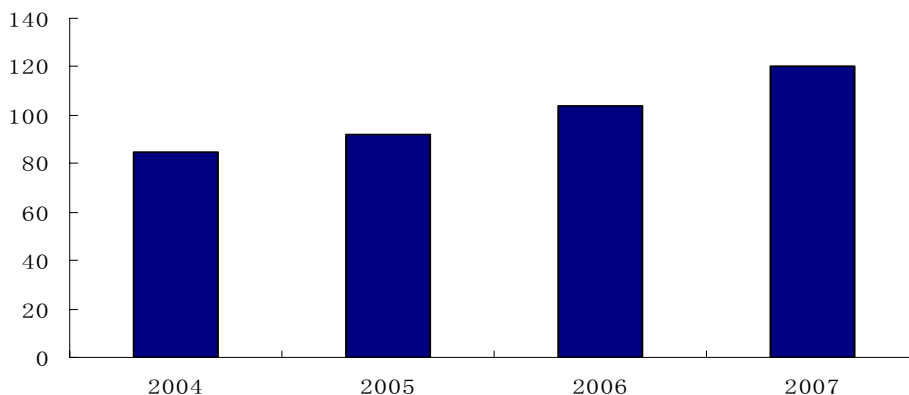
表：2005~2007 年全球十大畅销品牌药物之耐信的情况

年份	销售额(亿美元)	市场份额	增长率	排序
2007	72	1.1%	5.3%	3
2006	67	1.1%	16.9%	2
2005	57	1.0%	16.7%	3

资料来源：南方医药经济研究所，东方证券研究所整理

2007 年全国抗消化性溃疡药物市场销售额为 120 亿元，比 2006 年增长了 15.6%，三年的复合增长率为 12.2%，在这种增长率的带动及更新换代品种的影响下，预计 2008 年本类药物的市场规模将会超过 126 亿元的销售额。随着我国社会发展，环境变迁，人口结构以及人们生活方式的变化、社会压力、工作原因而产生的食无定时、食无规律等引起的消化性溃疡问题也在不断的增多当中。估计未来经济的发展、物价的攀升和抗消化性溃疡药物的需求仍将不断加大，市场总体销售额仍会持续上涨。在抗消化性溃疡药物市场中，占主要地位的有质子泵抑制剂、H₂ 受体拮抗剂、胃粘膜保护剂等。

图：2004~2007 年国内抗消化性溃疡药市场规模，亿元



资料来源：南方医药经济研究所，东方证券研究所整理

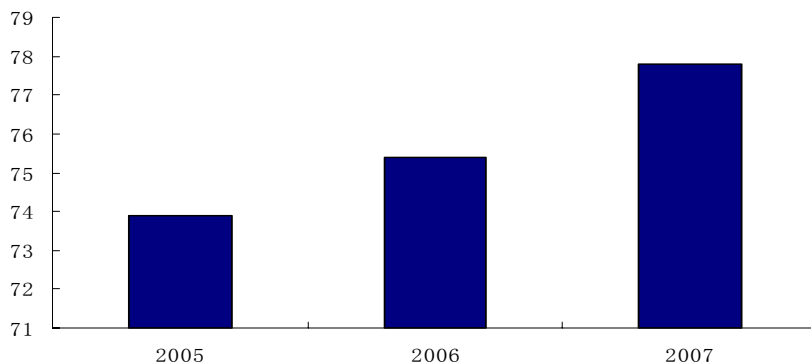
目前来说，医院仍是抗消化性溃疡药物的主流市场。在全国医院抗消化溃疡药物市场中，从近几年的走势来看，质子泵抑制剂越来越受医生和患者的欢迎，H₂ 受体拮抗剂与胃黏膜保护剂的市场逐渐被质子泵抑制剂所瓜分，特别是 H₂ 受体拮抗剂，到 2007 年的市场份额只有 6.6%。未来预测质子泵抑制剂仍是市场的主流产品，随着大量厂家的产品涌入市场，质子泵抑制剂的市场份额将会继续上升。H₂ 受体拮抗剂的市场份额有可能回稳，一方面，主要是厂家开始发展新的 H₂ 受体拮抗剂药物，如尼扎替丁和拉呋替丁等；另一方面，厂家开始把原有的 H₂ 受体拮抗剂开发成复方制剂，如复方丙谷胺西咪替丁、复方雷尼替丁等。

表：2005~2007 年国内医院抗消化性溃疡各类药物的市场份额（按销售额）

	2005 年	2006 年	2007 年
H ₂ 受体拮抗剂	13.90%	10.80%	6.60%
胃黏膜保护剂	8.60%	7.30%	6.80%
质子泵抑制剂	68.70%	74.00%	80.40%
其它	8.90%	7.90%	6.20%

资料来源：南方医药经济研究所，东方证券研究所整理

从市场集中度来看，目前国内抗消化性溃疡用药市场属于高度集中的市场，从 2005 年前四个品种份额合计为 73.9% 上升到 2007 年的 77.8%，可见随着质子泵抑制剂市场的不断扩张，市场集中度也越来越高。

图：2005~2007 年国内医院抗消化性溃疡用药市场集中度分析


资料来源：南方医药经济研究所，东方证券研究所整理

注：前四品种的市场集中度

在抗消化性溃疡药市场中，占市场主导地位的前两个品种分别是奥美拉唑和泮托拉唑，其中泮托拉唑市场份额超过 20%。其它药物的市场份额均不到 7%，可见市场被质子泵抑制剂所主导。埃索美拉唑是增长最快的抗消化性溃疡药，近三年的年均增长率将近 119%，其次是雷贝拉唑和泮托拉唑。奥美拉唑是一个市场较为成熟的产品，它的市场份额很高，有较稳固的市场地位，但近三年的增长率较为平稳且增长速度不如后来者，其市场份额有可能被新的替代产品所侵蚀。该药最早由阿斯利康于 1987 年在瑞典上市销售，随着其专利保护期满，1994 年开始，国内不断有企业仿制该药，导致阿斯利康的奥美拉唑市场份额逐渐萎缩。国内企业表现较好的企业有江苏常州四药、江苏扬州奥赛康。

泮托拉唑是增长速度较快的产品，近三年的复合增长率均超过了 60%，且市场地位较高，是未来几年较有竞争力的产品。泮托拉唑同被称为第 3 代质子泵抑制剂，本品与质子泵的结合选择性高，在中性或弱酸性环境下比较稳定，在强酸性环境下可以很快的被激活。有研究显示，泮托拉唑在弱酸条件下比奥美拉唑和埃索美拉唑稳定，与细胞色素 P450 的抑制作用相比，不影响其他药物在肝内的代谢。本品由德国安达制药研制，1994 年于南非首次上市。

从 2005~2007 年国内医院市场消化性抗溃疡用药销售额排名前五位品牌来看，阿斯利康的洛赛克位置都较为稳固，在这三年里，一直位居榜首，同样是阿斯利康生产的耐信表现较为优秀，在三年之内，从榜外跃居第二名，在未来极有可能取代洛赛克的位置；常州四药的奥克 2007 年与 2005 年的表现一致，排在第三位；德国安达的潘妥洛克表现较为反复，2006 年退出前五名，但在 2007 年又重上第四的位置；扬州奥赛康的奥西康则从第四位退到了第五位；而山在内的胃舒达则退出了前五名的排行榜。

表：2005~2007 年医院市场消化性抗溃疡用药前五位品牌排位

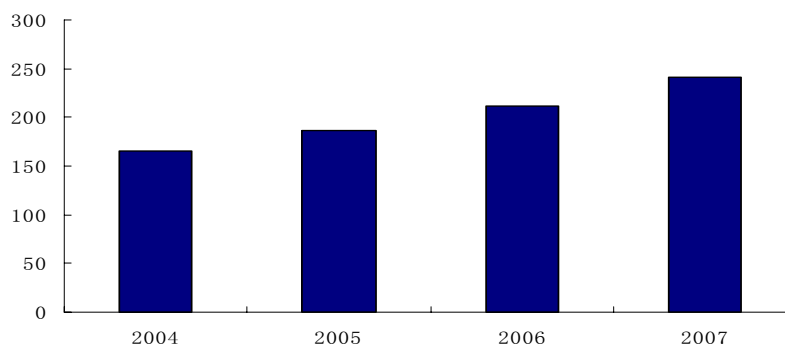
	2005 年	2006 年	2007 年
1	奥美拉唑（阿斯利康）	奥美拉唑（阿斯利康）	奥美拉唑（阿斯利康）
2	法莫替丁（山之内）	奥美拉唑（常州四药）	埃索美拉唑（阿斯利康）
3	奥美拉唑（常州四药）	埃索美拉唑（阿斯利康）	奥美拉唑（常州四药）
4	奥美拉唑(扬州奥赛康)	奥美拉唑(扬州奥赛康)	泮托拉唑(德国安达)
5	泮托拉唑(德国安达)	法莫替丁（山之内）	奥美拉唑(扬州奥赛康)

资料来源：南方医药经济研究所，东方证券研究所整理

糖尿病口服用药市场分析

糖尿病是一种常见的代谢内分泌疾病，是由于人体内胰岛素绝对或相对缺乏所致，以高血糖为主要特征；是一种终生疾病。随着世界人口的老龄化，糖尿病已成为一种常见病、多发病，是一种严重危害人类健康的疾病。目前全世界已有 2.46 亿糖尿病患者，预计至 2025 年将达到 3.80 亿，而其中新增加的患者将大部分出自发展中国家。2004 年以来，全球糖尿病用药市场处于稳定增长态势，年增长率超过 10%，其中 2007 年的市场规模 241 亿美元，较 2006 年增长 13.70%，在全球药品市场中排第 5 位。目前全球糖尿病药物中，口服药所占的比例略高于胰岛素类似药的比例，2007 年约占 60%。

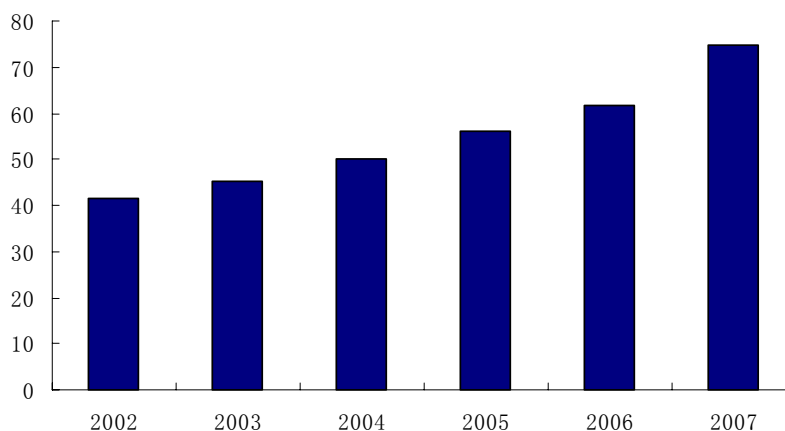
图：2004~2007 年全球糖尿病药物市场规模，亿美元



资料来源：南方医药经济研究所，东方证券研究所整理

随着糖尿病患病率的增加、人们生活水平的提高以及医疗水平的提高，我国糖尿病用药市场规模逐年扩容，从 2004 年到 2007 年，糖尿病用药市场规模一直处于稳定增长态势。2007 年，医药行业复苏，糖尿病用药市场规模突破了 70 亿元大关，增幅达到 21.0%，是近几年来增长最快的一年。

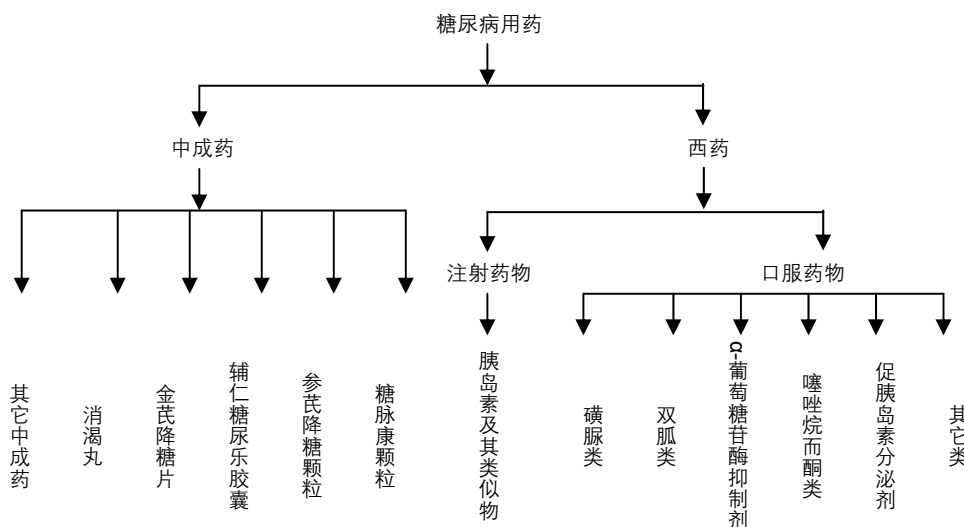
图：2002~2007 年国内糖尿病用药市场规模，亿元



资料来源：南方医药经济研究所，东方证券研究所整理

药物治疗是糖尿病治疗的重点。除小部分经饮食治疗和运动治疗就能控制病情的 II 型糖尿病病人以外，都需要进行药物治疗。糖尿病治疗药物有中成药和西药，其中西药在糖尿病的治疗中占主导地位，中成药在糖尿病的治疗处于辅助治疗的地位。2007 年我国糖尿病用药市场中，注射用药（胰岛素及其类似药）占 25.6% 的市场份额，口服用药占 74.4% 的市场份额，居于主导地位。目前口服降糖药物仍以化学药为主，口服降糖药的化学药品种占到市场 79.5% 的份额，中成药品种占据剩余 20.5% 的份额。

图：糖尿病用药分类



资料来源：南方医药经济研究所，东方证券研究所整理

治疗糖尿病的西药品种主要有胰岛素及其类似物降糖药、 α -葡萄糖苷酶抑制剂降糖药、磺脲类降糖药、双胍类降糖药、噻唑烷二酮类降糖药以及促胰岛素分泌剂降糖药。其中胰岛素及其类似物的市场份额最高； α -糖苷酶抑制剂的销售维持稳定增长，磺脲类药物和双胍类药物开始出现衰退迹象，噻唑烷二酮类药物及格列奈类药物的市场份额逐年扩大。这种趋势和国外基本类似。

我国糖尿病口服用药市场排名前十位的品牌中，磺脲类(SUs)占 4 席， α 葡萄糖苷酶抑制剂(AGI)占 2 席，双胍类、噻唑烷二酮类(TZD)、非磺脲类促进胰岛素分泌剂和中成药各占 1 席，消渴丸作为中成药的代表品牌跻身三甲之列。

表：糖尿病口服用药前十位品牌

排序	药名	生产厂家	分类
1	拜糖苹	拜耳	α 葡萄糖苷酶抑制剂 (AGI)
2	达美康	施维雅	磺酰脲类 (SUs)
3	消渴丸	广州中一	中成药
4	诺和龙	诺和诺德	非磺酰脲类促进胰岛素分泌剂
5	糖适平	万辉双鹤	磺酰脲类 (SUs)
6	格华止	施贵宝	双胍类
7	卡博平	中美华东	α 葡萄糖苷酶抑制剂 (AGI)
8	文迪雅	葛兰素史克	噻唑烷二酮类 (TZD)
9	瑞易宁	辉瑞	磺酰脲类 (SUs)
10	亚莫利	赛诺菲-安万特	磺酰脲类 (SUs)

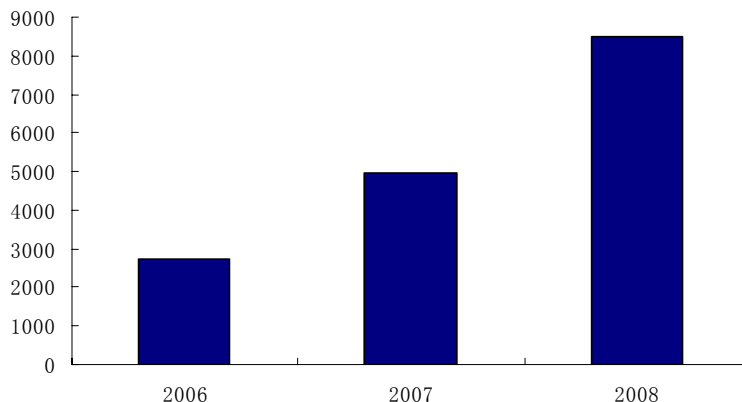
资料来源：南方医药经济研究所，东方证券研究所整理

α 葡萄糖苷酶抑制剂 (AGI)，代表药物：阿卡波糖、伏格列波糖。阿卡波糖于 1975 年由德国拜耳公司研制成功，并于 1986 年在瑞士首次上市。该药是经美国 FDA 批准的世界上第一个 α 葡萄糖苷酶抑制剂，被推荐为治疗 T2DM 的一线药。由于中国人以粮食为主，使阿卡波糖有用武之地。2007 年阿卡波糖在中国的销售超过 10 亿元，其中含重磅炸弹级的药物拜糖苹。2007 年拜糖苹的销售超过 9 亿元，稳居糖尿病口服用药第一把交椅，另一 α 葡萄糖苷酶抑制剂卡博平排在糖尿病口服用药市场第七位。

伏格列波糖是继阿卡波糖之后又一种新的 α 葡萄糖苷酶抑制剂，口服后可以在碳水化合物消化的最后一步抑制双糖降解为单糖，使 D-葡萄糖的形成减少，从而起到餐后抑制血糖升高的作用，目前国内市场上的产品主要是天津武田药品有限公司的倍欣。由于没有进入医保，增长势头受限。

FK506 转让终告成功

和年报一起公告收购母公司的 FK506 的事件，子公司中美华东出资 2500 万元受让他克莫司 (FK506) 新药技术。新药技术转让的费用将采用直线折旧法按照 10 年进行摊销，即每年摊销 250 万元，对中美华东经营和财务方面的影响不大。该项新药技术转让后，经过 2-3 年的市场推广，将逐渐为中美华东以及公司带来经济效益。所以我们认为新药的转让价格不贵，最终会给公司带来巨额的回馈。未来该产品的成长之路完全可以参照赛可平的成长轨迹，通过 3 年左右的发展，成为过亿的品种。

图 3：赛可平的成长历史，万元


资料来源：公司数据，东方证券研究所整理

可能有投资者看到，除公司之外还有几家获批生产，但我们要知道移植药物行业是一个壁垒很高的行业，中美华东通过学术推广在医生中树立的美誉将使其他企业的产品很难在其中立足，所以看似竞争激烈，实际公司在这场竞争中仍然有很大的胜算。

09 年的业绩展望

我们预计 09 年整个制剂收入增长将达到 20%。在创新和发展方面，公司坚持 1-2 年能够推出一个新产品，使公司产品形成梯队，3-5 年能培养成为一个大产品，奠定了公司持续发展坚实基础。09 年在销售方面工作重点是精耕细作，梳理现有销售网络找到盲点，建设更多的医院终端。09 年公司将推动他克莫司进入临床，预计实现销售收入将超过 3000 万元。

医药商业主要靠提高盈利能力来实现增长。医药商业经营战略明确，根据自身的特点积极倡导总代理和总经销模式，通俗的说就是按工业销售药品的模式经营医药商业。我们认为 09 年的商业收入增长在 20%。

估值和投资建议

我们预测华东医药 09 年和 10 年每股收益分别为 0.5 元和 0.65 元。09 年和 10 年动态市盈率分别为 24.8 和 19.1 倍。相对于其他的医药的企业而言，存在一定的低估，12 个月的目标价为 15 元，维持“增持”评级。

风险

- 1) 受国家政策影响，主要产品的增长速度低于我们的预测；2) 受其他公司产品的影响，公司产品价格出现下降。在盈利预测中，我们假设公司的主要产品的盈利能力保持不变，如果产品的价格出现较大幅度的下降，公司的盈利水平将低于我们的预测。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2489	2948	3521	4281	营业收入	6016	7250	8772	10597
现金	482	541	610	765	营业成本	4851	5880	7106	8584
应收账款	775	918	1111	1342	营业税金及附加	14	14	18	21
其它应收款	39	38	46	55	营业费用	533	652	782	933
预付账款	96	118	142	172	管理费用	242	297	360	434
存货	909	1101	1331	1608	财务费用	68	40	39	34
其他	189	232	281	339	资产减值损失	37	10	5	0
非流动资产	604	641	649	639	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	25	26	26	26	投资净收益	2	3	3	3
固定资产	379	403	423	424	营业利润	273	359	466	594
无形资产	68	70	62	54	营业外收入	13	10	10	10
其他	131	143	138	136	营业外支出	4	4	4	4
资产总计	3092	3589	4170	4920	利润总额	282	365	472	600
流动负债	2180	2385	2631	2958	所得税	55	73	94	120
短期借款	765	800	800	800	净利润	227	292	378	480
应付账款	778	941	1137	1373	少数股东损益	59	73	94	120
其他	637	644	694	784	归属母公司净利润	169	219	283	360
非流动负债	20	20	20	20	EBITDA	387	453	567	698
长期借款	4	4	4	4	EPS (元)	0.39	0.50	0.65	0.83
其他	16	16	16	16					
负债合计	2200	2404	2651	2977	主要财务比率				
少数股东权益	141	214	308	428	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	434	434	434	434	成长能力				
资本公积	60	60	60	60	营业收入	24.0%	20.5%	21.0%	20.8%
留存收益	258	477	717	1020	营业利润	-10.0%	31.5%	29.9%	27.4%
归属母公司股东权益	752	971	1211	1514	归属于母公司净利润	-2.6%	29.9%	29.4%	27.1%
负债和股东权益	3092	3589	4170	4920	获利能力				
					毛利率	19.4%	18.9%	19.0%	19.0%
现金流量表					净利率	2.8%	3.0%	3.2%	3.4%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	22.4%	22.6%	23.4%	23.8%
经营活动现金流	345	121	219	302	偿债能力				
净利润	227	292	378	480	资产负债率	71.1%	67.0%	63.6%	60.5%
折旧摊销	46	54	62	70	净负债比率	36.30%	35.08%	31.82%	28.33%
财务费用	68	40	39	34	流动比率	1.14	1.24	1.34	1.45
投资损失	-2	-3	-3	-3	速动比率	0.72	0.77	0.83	0.90
营运资金变动	-20	-252	-274	-299	营运能力				
其它	25	-10	17	21	总资产周转率	2.15	2.17	2.26	2.33
投资活动现金流	-154	-67	-67	-57	应收账款周转率	9	8	8	8
资本支出	88	60	70	60	应付账款周转率	7.02	6.84	6.84	6.84
长期投资	-0	-0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-66	-7	3	3	每股收益(最新摊薄)	0.39	0.50	0.65	0.83
筹资活动现金流	-176	5	-82	-91	每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	0.28	0.50	0.70
短期借款	-48	35	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.73	2.24	2.79	3.49
长期借款	4	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	45.49	35.01	27.05	21.29
资本公积增加	2	0	0	0	P/B	10.20	7.90	6.33	5.06
其他	-134	-30	-82	-91	EV/EBITDA	21	18	14	12
现金净增加额	14	60	69	154					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

徐军（CFA）：医药行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn