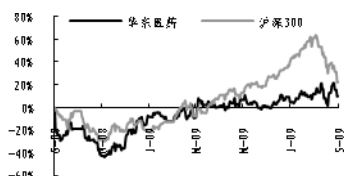


医药-化学制剂药
评级: 增持
相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
华东医药	-1.7	9.1	40.8
沪深 300	-23.9	-3.3	23.1

市场数据 2009. 9. 1

当前价格 (元)	12.95
52 周价格区间 (元)	6.56/14.31
总市值 (百万)	5621
流通市值 (百万)	3191
总股本 (万股)	43405.9991
流通股 (万股)	24639.242
日均成交额 (百万)	7169
近一月换手 (%)	49.3

相关报告

《2009 年 9 月医药行业投资策略》
2009.8

分析师

张伟

电话: 0755-83707451

邮件: zhangw@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 区域性医药流通龙头地位与以合资企业为基础的医药制造核心竞争优势赋予华东医药较为稳固的市场地位与可持续发展的基础。
- 公司营业总收入增幅前期出现下滑, 利润增速有所减缓, 主要归结于医药流通业务的增长减缓。
- 作为公司盈利增长主要支撑的主导产品保持稳定增长趋势依然较为确定, 并将随着他克莫司以及麻醉镇痛药物等新产品的加入实现加快增长。
- 公司在医药流通业务规模保持平稳的同时, 经营效益正在得到有效提升。基本药物制度的推出为公司提供了改善效益和盈利提升的新机遇。同时生物制品产品的需求扩大, 可望推动相关子公司盈利加快增长。
- 在预测公司 2009 年、2010 年每股收益分别为 0.56 元和 0.70 元基础上, 公司目前相应的动态市盈率分别为 23 和 19 倍, 明显低于同行业平均值和中间值, 公司目前市盈率估值优势相对较为突出。公司业绩长期可持续发展的确定性预期使得公司既可以作为核心资产从而具有长期投资价值, 又因为产品与业务创新以及政策制度革新带来的短期加快增长机遇, 凭借具较强吸引力的相对估值优势而构成中短期投资机会, 给予公司“增持”的投资评级。

预测指标	2007	2008	2009E	2010E
主营收入 (百万元)	4853.41	6016.49	7643.24	9736.92
营业利润 (百万元)	303.20	273.00	387.40	489.70
净利润 (百万元)	173.16	168.61	242.23	305.64
摊薄每股收益 (元)	0.40	0.39	0.56	0.70
摊薄每股净资产 (元)	1.34	1.73	2.29	3.08
加权平均 ROE (%)	33.94	25.81	27.86	26.07

公司基本情况

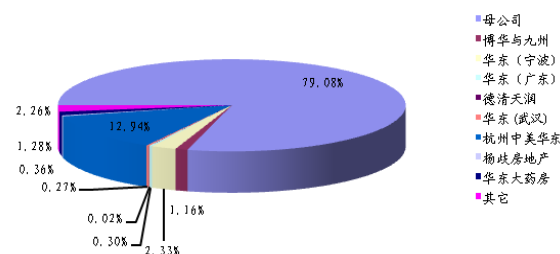
华东医药最早由主营医药流通的浙江省最大国有医药批发企业－杭州医药采购供应站与主营医药制造、在杭州华东制药厂的基础上组建起来的国有企业－杭州华东医药（集团）公司联合重组形成。目前第一大股东为中国远大集团有限责任公司，持有 35.5% 的股份；第二大股东杭州华东医药集团有限公司持有 17.72% 的股份。母公司与下属子公司及联营企业包括华东宁波、华东广东、华东武汉、华东德清、华东大药房等主营医药流通业务；而主营医药制造业务则由所持 75% 股权的合资企业－杭州华东医药（集团）公司与美国富春有限公司（纽约）合资组建企业－杭州中美华东制药、2008 年收购股权的西安博华制药与陕西九州制药承担；公司的其它业务还包括杭州杨岐房地产主营的房地产、杭州九源基因主营的生物医药以及杭州华晟投资管理公司主营的投资业务等。

华东医药主要从事免疫抑制剂、抗生素药品、中成药、化学合成药品的生产及中西药材、医疗器械等医药商品的销售，医药商业方面主要从事药品、中成药、中药材、医疗器械等六大类医药商品的批发零售。是一家集医药工业、商业和科研于一体的大型和综合性医药企业。

合资企业构建制药核心，医药流通成就区域龙头

作为一家大型综合性企业集团，华东医药母公司以其区域性医药流通龙头地位成为公司的主要收入来源；同时，公司控股的中美合资企业－杭州中美华东以突出的制药技术与市场优势承担了主要的盈利支撑。

Figure 1 华东医药营业收入来源构成 I

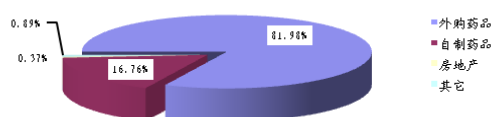


*资料来源：公司公告；国海证券研究所

同时，其它分布于华东、华南等沿海经济较发达地区与华中物流中心地区的以医药流通为主的子公司也成为公司重要的盈利来源。

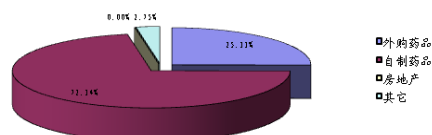
由于历史的原因，医药制造与医药流通业务在华东医药收入盈利来源中具有同等并重的重要地位，长期以来互为补充交集，保持了较为均衡的发展态势。其中，医药流通业务构成了公司营业收入的主要来源；医药制造业务则成为公司的主要利润来源。

Figure 2 华东医药营业收入来源构成 II



*资料来源：公司公告；国海证券研究所

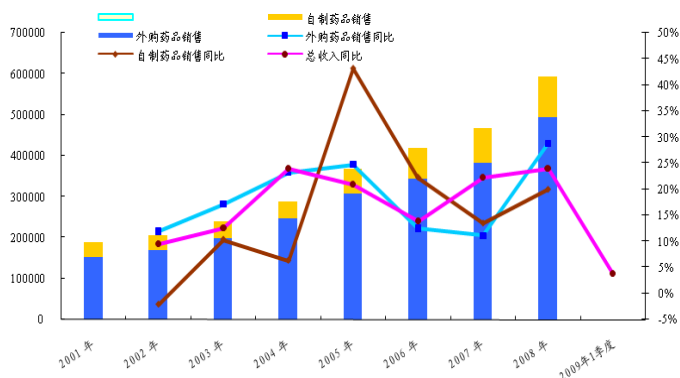
Figure 3 华东医药营业利润来源构成



*资料来源：公司公告；国海证券研究所

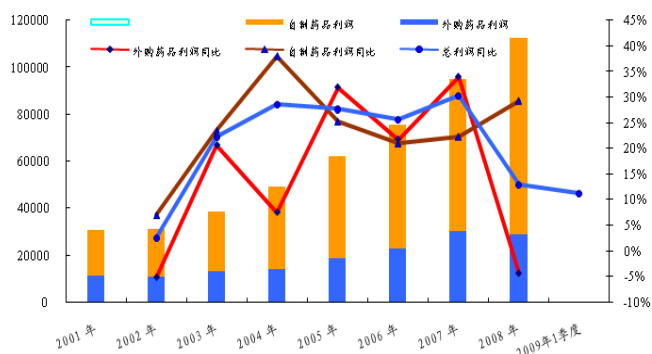
目前，华东医药以母公司为主的医药流通业务规模在华东地区总量据第二位，加上分布沿海及中部的各子公司，拥有较为突出的区域性龙头地位，是公司的营业收入主要来源。2008年，公司营业总收入超过80%来源于公司的外购产品销售即医药流通业务；而以控股子公司－杭州中美华东为主的医药制造业务以合资企业为核心，具有相对明显的产品与市场竞争优势，是公司的主要利润支撑。2008年，虽然自制产品销售收入只占16.76%，然而，其带来的利润则占公司总营业利润的72.56%，外购产品销售利润占25.25%。

Figure 4 华东医药近年产品销售收入变化



*资料来源：公司公告；国海证券研究所

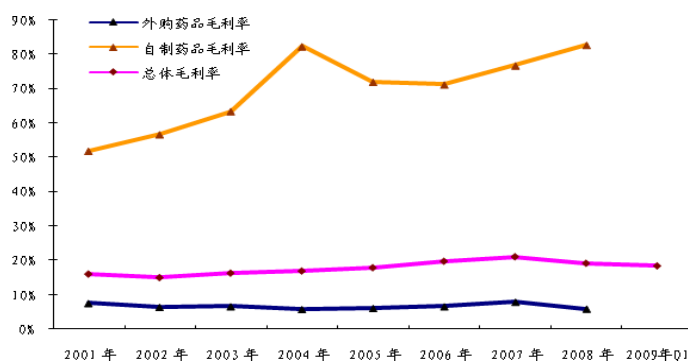
Figure 5 华东医药近年产品销售利润变化



*资料来源：公司公告；国海证券研究所

近年来，公司的外购产品与自制产品销售均保持了较为均衡同步的稳定较快增长，共同推动公司营业总收入总体上保持持续稳定向上的增长态势。但也应该注意到：进入 2009 年，公司营业总收入 1 季度同比增幅出现较大幅度下滑。与此同时，公司自制产品的销售利润呈现加快增长的同时，外购产品的营业利润则在经历 2005 年、2007 年的快速提升后，2008 年出现同比下降，导致公司总体营业利润增速 2008 年出现一定幅度的减缓。

Figure 6 华东医药各类业务盈利能力比较



*资料来源：公司公告；国海证券研究所

根据对公司业务构成可以了解到：公司涉及医药流通业务的外购产品销售在公司营业总收入中占有较大比重，因此，2009 年 1 季度公司营业总收入增幅的大幅下滑应该主要归结于外购产品销售增速的减缓。虽然外购产品销售增速下滑与公司主要经营生物制品等代理销售的华东医药宁波子公司因代理商单方面提价和供货不及时的双重影响，利润同比下降 15.65% 具体有关，但同时也与目前的医药流通行业现实问题密不可分。毕竟，在目前医疗机构主导医药终端市场，医药流通企业面临未完全开放的市场环境下，销售的快速增长并不一定带来利润的同步增长，相反容易导致应收账款的增加与企业经营效益下降。

虽然公司医药流通业务增长过去一年出现一定幅度的减缓，但公司医药制造业务则通过产品与业务创新正在呈现新的增长，从而一定程度上弥补了公司总体销售下滑的缺失，维持了公司盈利的平稳增长。

自制一线产品垄断优势突出，快速增长可期

目前，华东医药以合资企业－杭州中美华东为核心的医药制造业务生产销售的自制产品主要包括免疫抑制剂、免疫调节中成药、消化系统药物质子泵抑制剂、糖尿病治疗药物等四大系列，以及部分抗肿瘤与抗

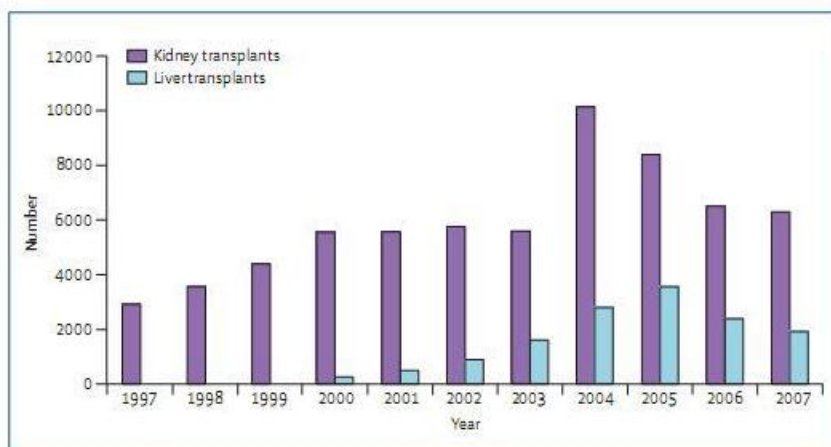
血栓的生物医药；2008 年公司收购西安博华与陕西九州制药公司后，为公司医药制造增添了麻醉镇痛药物等新的产品系列。

长期需求加相对垄断构成“赛斯平”产品稳定增长持久动力

公司以“赛斯平”环孢素产品系列为主的免疫抑制剂主导产品主要用于器官移植抗排异反应。近年来国内器官移植市场快速发展与华东医药产品在免疫抑制剂市场的相对垄断地位构成了推动公司免疫抑制剂产品持续快速增长的持久动力。

20 世纪以来，器官移植已成为临床治疗器官功能衰竭的有效治疗手段。截至 2000 年底，全球统计共施行近 80 万例次各种器官移植；而至 2003 年，全球器官移植的总数已累计达到 936 万例；与此同时，全世界目前等待合适供体器官做移植手术的病人就有 30 万人之众。在中国大陆，自吴阶平教授 1960 年施行首例临床肾移植以来，器官移植也取得快速发展。来自中华器官移植学会的数据显示，自 2000 年开始，国内每年肾移植的例数都在 5000 例以上。据卫生部统计数据，1993 年至 2005 年 11 月底，中国共实施了 59540 例肾移植，6125 例肝移植和 248 例心脏移植。其中，2004 年，全国登记的肾移植例数为 10220 例，2005 年为 9699 例。目前，国际上能够开展的人体器官移植手术在我国几乎都能够开展，我国人体器官移植总量已居世界第二位。根据中国卫生部副部长黄洁夫 2008 年发表的论文披露（下图），虽然自 2004 年后，基于对器官供给的相关治理，以死刑犯来源为主的器官供给难度加大，中国的器官移植手术数量在经历持续增长后明显下降，但仍然维持较高的水平。2006 年仍进行了约 11000 例次器官移植。虽然以往占比约 65% 的尸体器官移植数量下降了 200%-300%，但以捐献为主的活体器官移植数量却增加了 100% 以上，仍保持一定水平的增长。

Figure 7 我国近年肾、肝移植例数统计：



*资料来源：卫生部

2007 年 3 月 31 日，我国推出《人体器官移植条例》，对器官移植进行了进一步规范，传统器官来源因而面临进一步的限制，但是，巨大的需求仍将推动我国的器官移植市场通过开拓捐献等新的器官来源实现较快增长。新华网来源的信息显示：我国每年约有 150 万人因终末期器官功能衰竭需进行器官移植，但每年仅 1 万人左右能够得到移植治疗。

器官移植治疗取得成功的最大障碍是异体器官的排异反应。因此，有效控制排异反应的免疫抑制剂的成功发明与应用就成为推动器官移植治疗进步最重要的里程碑。近年来抗排异的免疫抑制剂药物一直是药物领域开发最快的类别之一。伴随器官移植治疗日益扩大，免疫抑制剂的相应需求也呈现同步增长。并且由于免疫抑制剂需要终生服用，随着移植患者生存率的日渐提高，对免疫抑制剂的需求因而拥有较为稳固的基础。同时，免疫抑制剂的高价格与高盈利也成为其市场维持高位的重要原因。

据一项对某三级教学综合医院移植中心肝肾移植患者的住院费用调查统计，其肝移植患者的人均费用为 33.86 万元，肾移植患者的人均费用为 7.56 万元。肝、肾移植患者所有的医疗费用中，西药费用占比重分别是 35.29%，36.57%。其中器官移植患者应用的免疫抑制剂总金额保持逐年上升，在总药品消费金额中的比重也上升至 20%以上。

据南方医药经济研究所数据显示，目前我国免疫调节剂市场购药总金额约为 100 亿元，其中免疫抑制剂市场约达 65 亿元，占比 65% 左右。

目前应用的免疫抑制剂基本上包括真菌代谢产物、中药、化学制剂、激素和其它等 5 大类。其中，真菌代谢产物的市场份额最高，达 40.2%，其次分别为中药类（占 34.6%）、化学制剂类（占 21.9%）、激素类（占 0.2%）和其他类（占 3.2%）。真菌代谢产物主要有环孢素 A、FK-506（他克莫司）和雷帕霉素（西罗莫司）；中药主要是雷公藤多甙等、其它化学制剂包括酶酚酸酯、麦考酚钠等；激素类主要有强的松与甲基强的松龙；其他类包括环磷酰胺和百令胶囊等。

目前我国免疫抑制剂市场上有近 30 个品种相互竞争，市场份额前 10 位品种的市场份额总和达 95.49%，而其中前 5 位的总和就达到了 82.23%，市场集中度相对较高。

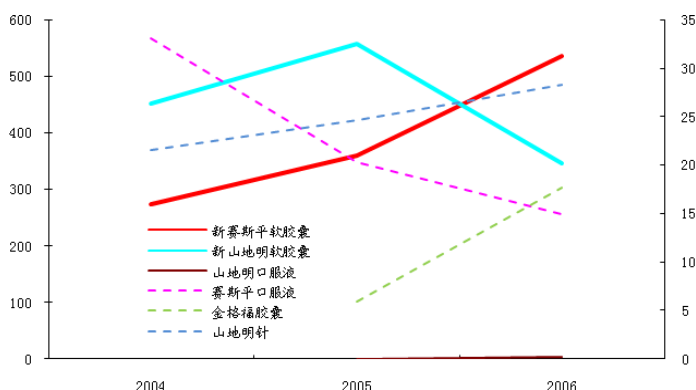
自 1984 年由瑞士诺华公司推出上市以来，环孢素 A 被陆续推广应用到临床各种器官和组织的移植治疗用药中，并获得了广泛的成功。直至今日，环孢素 A 仍位居各种临床移植免疫抑制用药之首。有消息称，目前我国生产的环孢素 A 年产量已达 2 吨左右。

有关统计数据显示，诺华公司的环孢素 A 产品“新山地明”2004 年在中国的销售额约为 1.5 亿元，年度增长达到 20%左右，约占整个环

孢素 A 产品市场的 54%；而华东医药的环孢素 A 产品“新赛斯平”约占 20%的市场份额；其它包括华北制药的“田可”、浙江瑞邦制药的“强盛”、丽珠集团的“丽珠环明”等同类产品，所占份额则相对较小。

在对国内数家重点医院的器官移植治疗统计分析中可以发现，华东医药的“新赛斯平”环孢素产品的市场销售增长正在赶超国外同类产品。以浙江杭州地区地区为例，其肝肾联合移植总例数、存活时间、生存质量均居全国前茅，胰肾联合移植居亚洲第一。根据一项对该地区 20 家重点医院器官移植中免疫抑制剂药物应用情况的调查，2004 - 2006 年重点医院抗排异药的消耗金额与用药频度增长率分别为 71%和 10.1%。其中以环孢素、酶酚酸酯和他克莫司的消耗较大，并且主要集中于华东医药的“新赛斯平”与瑞士诺华的“新山地明”产品。期间，“新赛斯平”的用药金额呈现持续增长势头，而进口药物“新山地明”则出现回落。

Figure 8 杭州地区重点医院免疫抑制剂用药情况



*资料来源：中国新药杂志；国海证券研究所

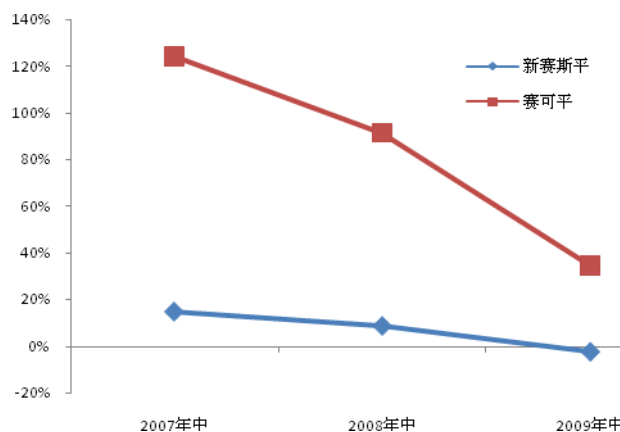
美国研发的新型真菌代谢类免疫抑制剂 - 雷帕霉素目前在美国的市场销售额已经达到每年 5 亿 ~ 20 亿美元。另据数据统计，至 2007 年，国际市场上雷帕霉素制剂销售额已达 15 亿美元左右。自 2001 年至今，我国已先后批准了浙江新昌制药、福建科瑞药业、杭州华东制药、华北制药等企业生产雷帕霉素即西罗莫司产品。近年来，国产西罗莫司产量开始超过环孢素，估计国内雷帕霉素的总产能已达 5 吨，市场总规模估计在 5 亿 - 6 亿元左右，但总体销量仍低于环孢素 A。

罗氏制药的化学制剂类免疫抑制剂 - 酶酚酸酯产品“骁悉”自 1995 年开始被广泛地应用后，占了同类产品 90%以上的市场份额，在中国的移植免疫抑制药物市场已经占据了同类产品约 40%的市场份额。

目前，华东医药拥有几乎全部免疫抑制剂主流产品：环孢素 A 类的“赛斯平”及“新赛斯平”、西克莫司、他克莫司；酶酚酸酯类的吗麦

考酸酯片剂 - “赛可平” 产品以及中药类来源的双向免疫调节的辅助产品 - 百令胶囊。作为华东医药的一线产品，公司控股合资企业杭州中美华东的“新赛斯平” 产品具有相对突出的竞争优势和品牌影响力，在国内免疫抑制剂市场上拥有较为突出和稳定的相对垄断和领先地位，2007 年单产品销售即突破 2 亿元。尽管近期由于器官移植市场因器官来源受限出现缓慢萎缩，导致公司传统免疫抑制剂产品销售增幅出现持续下滑。但基于器官移植的强劲需求，下降只可能是暂时现象，且幅度有限。而且公司免疫抑制剂新产品的不断加入亦将维持公司免疫抑制剂主导产品的优势地位。2006 年公司引进研发类似罗氏制药酶酚酸酯产品“骁悉” 的又一种新型免疫抑制剂 - 吗麦考酸酯片剂产品“赛可平” 成功上市，在经历短时间内高速增长后，目前仍保持相对稳定增长，成为公司免疫抑制剂产品保持稳定增长的新的支撑。公司凭借其在器官移植免疫抑制剂市场的相对垄断地位，未来随着新医改的全面展开带来医药消费支持力度增大和市场扩容等效应持续扩大，公司的免疫抑制剂主导产品有望较快速度过目前相对短暂的减缓期，从而重新实现稳定增长，继续成为公司主要盈利来源，支撑公司盈利保持持续增长。2007 年开始，上海市在 7 家重点医院将肾移植手术纳入医保范围就是一个良好的预兆。

Figure 9 公司主要免疫抑制剂产品近年上半年收入增幅



*资料来源：公司公告；国海证券研究所

市场周期性回暖推动百令胶囊产品销售加快增长

作为公司另一个一线产品的百令胶囊是华东医药采用生物工程方法分离的冬虫夏草菌种经低温发酵精制而成。

冬虫夏草是一种主要产于我国青藏与云贵高原的高寒草甸，由麦角菌科真菌 - 中华虫草菌寄生在鳞翅目蝙蝠蛾科昆虫幼虫上的子座及幼虫尸体的复合体。冬虫夏草具有补虚损，益精气，补肺益肾，止咳，化痰，止血，滋阴壮阳，阴阳并补等功效，是我国传统名贵的补益类强壮

滋补品，与人参、鹿茸并列为 3 大补药。现代药物研究表明，天然虫草及虫草菌丝体中所含有的虫草多糖、多种氨基酸与核苷类成分及微量元素具有广泛药理作用，尤其是具有显著的双向免疫调节功能，通过增强机体免疫，产生抗肿瘤、抗排异、抗氧化及对器官的保护等功效，对抗肿瘤、抑菌消炎、抗衰老以及肝炎、肾衰竭治疗与神经系统和肝脏保护具有一定的作用。临床上广泛应用于免疫双向调节、抗肿瘤、急、慢性支气管炎、支气管哮喘、肺气肿等治疗及辅助治疗，市场空间十分广阔。

近年来，由于国内外市场强劲需求的快速增长，天然冬虫夏草价格出现急速飙涨。据相关统计：自上世纪 80 年代开始，随着日本、德国等对虫草需求增大，虫草价格出现上涨，从 80 年代初 240 元/公斤急速上涨到 2006 年底的 48000 元/公斤，2007 年更是突破 5 万元/公斤，并一度升至 14 万元/公斤，当年 1 公斤顶级冬虫夏草的市价高达 40 多万元，远远超出了同期黄金的市场价格。

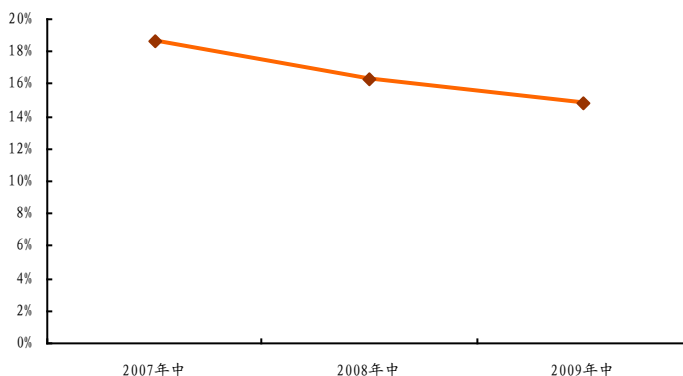
然而，进入 2008 年，受过度炒作导致泡沫破裂与金融危机影响，天然冬虫夏草价格出现大幅下滑，不同级别虫草的价格较同比跌幅高达 20%—40% 左右，部分甚至跌破了 50%。以中国冬虫夏草的重要产区之一青海为例，2008 年中秋节后，冬虫夏草每公斤价格下降 2 至 4 万元，跌至 8 万元/公斤；当地交易市场销售仅 30 多吨，较 2007 年销售 70 吨的水平大幅回落。虽然虫草价格大跌，但业内对后市仍较为乐观，未来市场可望逐渐回暖。

由于天然冬虫夏草对生长环境有特殊的要求，自然资源极其匮乏。近年来随着资源日益衰竭，人们尝试培养冬虫夏草菌丝体作天然虫草的替代，并取得可喜的进展。近年来研究人员从天然冬虫夏草中分离出虫草真菌的特定菌种，经液体深层发酵得到的菌丝体制成的胶囊制剂，为药源紧缺的天然冬虫夏草开辟出新的有效的药源，并已开发出百令胶囊、金水宝胶囊、宁心宝胶囊、心肝宝胶囊以及至灵胶囊等多种虫草制剂。其中，百令胶囊与金水宝胶囊已为中国药典所收载。目前百令胶囊的年销售已突破 2 亿元，而生产金水宝胶囊的江西金水宝公司年销售也已突破亿元，新增 4.5 亿粒产能达产后预计产值可望达到 3.5 亿元。作为一种天然冬虫夏草的替代品，随着天然虫草市场的回暖，发酵虫草制剂亦将迎来新一轮市场景气。

华东医药从青海新鲜冬虫夏草中分离得到的麦角菌科真菌冬虫夏草的无性世代—中华束丝孢菌种经液体发酵精制而成的发酵虫草菌粉制成的百令胶囊，经国内多位知名专家学者的确认，唯有其来源菌种—中华束丝孢被确定为冬虫夏草菌的无性型，是真正意义上的发酵虫草制剂。长期以来，华东医药的百令胶囊销售一直保持持续快速增长势头。

2007 年，百令胶囊突破了 2 亿元，近年保持了稳定增长，未来随着天然冬虫夏草市场的逐步复苏亦将实现加快增长。

Figure 10 公司“百令胶囊”近年上半年收入增幅



*资料来源：公司公告；国海证券研究所

自制二线产品维持持续稳定增长

公司自制二线产品主要有糖尿病治疗药物阿卡波糖的“卡博平”与消化系统药物泮托拉唑的“泮立苏”产品。在 2006 年含税收入突破亿元后，2007 年分别突破 1.5 亿元，2008 年则继续保持稳定增长。

糖尿病药物当家花旦—公司“卡博平”产品持续稳定增长可期

来自《中国医药技术经济与管理》的信息来源显示，2005 年全球糖尿病患者已达到 1.9 亿人，据 WHO 预测，到 2025 年全世界糖尿病患者将达到 3 亿人，2030 年将达到 3.5 亿人。在我国，随着生活方式和饮食结构的改变，高热量、高脂肪饮食增加，体力活动减少，我国糖尿病发病率逐年上升，平均发病率达到 4.6%。据估计，2007 年我国糖尿病患者人数约为 3980 万，2025 年将达到 5930 万。

糖尿病临床治疗中，医院用药占总市场的 80% 左右，但由于糖尿病需长期用药，故零售市场份额也迅速上升。2006 年糖尿病药物的销售仅次于降血脂药，年销售额以 16% ~ 20% 的速度增长。据估计，2009 年，糖尿病药物可能超过降血脂药物跃升为处方药第 1 位。从全国 16 个重点城市医院用药统计数统计分析来看，1998 年—2007 年内分泌及代谢用药的用药趋势在不断上升，2007 年用药金额为 20.02 亿元，排名第 7 位，占到全部用药的 5.71%；2008 年前 3 季度，内分泌及代谢调节用药金额为 24.44 亿元，排名第 8 位，占到总用药金额的 5.53%。据推测 2017 年将超过 35 亿元的市场。

目前治疗糖尿病常用的降血糖药物主要有阿卡波糖、二甲双胍、格

列齐特与格列美脲等以及单组分胰岛素等 20 多个品种。据不完全统计，至 2006 年 3 月，SFDA 已颁发的进口、国产糖尿病药注册文号共 1139 个。2008 年前 3 季度糖尿病治疗药医院用药数据显示，排名前 6 位的产品是：阿卡波糖、单组分胰岛素、二甲双胍、瑞格列奈、胰岛素、罗格列酮。其中，拜耳公司的阿卡波糖以单品种 2.87 亿元的销售额，24.28% 的市场份额独占鳌头；而诺和诺德以单组份胰岛素等四个产品 3.92 亿元的总销售额，共 33.1% 的市场份额名列前茅。拜耳、诺和诺德、施贵宝、葛兰素史克四家大型医药企业占据糖尿病用药 66.46% 的市场份额。

目前，胰岛素类药物占糖尿病用药市场的 30% 左右，市场集中度较高，主要由诺和诺德约占其中的 75%；另外，化学制剂药物占糖尿病用药市场的 83.51%。口服降糖药在整个内分泌及代谢用药市场上增势迅猛，具有较大的发展潜力。

Figure 11 阿卡波糖近年全球销售额变化

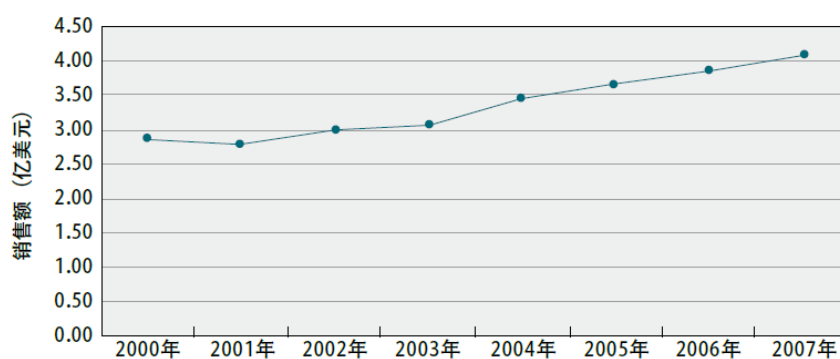


图3 阿卡波糖2000年-2007年全球销售额走势分析图

*资料来源：中国医药技术经济与管理

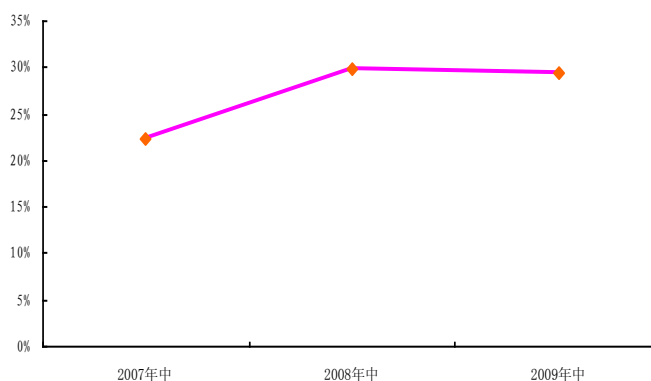
口服降糖药中，德国拜耳公司生产，1996 年在美国上市的阿卡波糖（即拜糖平）最为突出。2007 年阿卡波糖的全球销售额为 4.09 亿美元，尤其是在中国，拜糖平获得了极大的成功，连续 4 年在口服降糖药市场销售排名第一，医院市场份额高达 30%，零售市场份额达 12.8%。国内已有北京拜耳、杭州中美华东、浙江海正药业、浙江浙北制药等几家企业生产阿卡波糖。北京拜耳医药有限公司的“阿卡波糖”国内销售额达到 2.36 亿元；2008 年将超过 3 亿元。根据《中国药业》来源的对宁波市一家医院 2005 - 2007 年的糖尿病用药调查中发现，口服降血糖药占主导地位，尤其是阿卡波糖、二甲双胍、格列齐特等均为一线用药。其中又以拜耳的“拜唐苹”使用频率最高，而日均费用较“拜唐苹”略低的华东医药的阿卡波糖“卡博平”相对排序靠后。

尽管如此，2002 年至 2007 年，阿卡波糖的总体市场份额仍然逐年

增大，呈良好上升趋势，也因而拉动华东医药的阿卡波糖“卡博平”保持快速增长。华东医药另一个糖尿病治疗重要药物的吡格列酮产品——“卡司平”开发上市后也呈现快速增长势头，2009 年上半年销售同比增长了 51.1%。

随着以阿卡波糖为主的糖尿病药物市场总体呈现快速增长，华东医药跻身其中的“卡博平”产品等亦将呈现持续稳定增长态势。

Figure 12 公司“卡博平”销售收入近年半年度增幅



*资料来源：公司公告；国海证券研究所

跻身新生主力药物—公司“泮立苏”产品市场地位稳固

公司的自制二线产品之一——“泮立苏”系目前消化系统新生主力药物——质子泵抑制剂的泮托拉唑钠。

作为一种常见病，随着生活节奏加快和生活环境与生活方式的不断变化，消化系统疾病的发生率一直名列前茅。虽然随着生活水平的提高以及人们对生活质量水平的重视，我国消化性溃疡发病率呈下降趋势，但据相关资料显示，国内目前消化性溃疡慢性病患率仍有 3.96‰，消化性溃疡在人群中的检出率仍高达 16%-33%，一年内复发率为 60%-80%。近 3 年 16 城市样本医院的用药情况显示，消化性溃疡用药在医院的使用仍在大幅增加，从而维持了消化系统用药一定规模的市场保有量。2008 年前 3 季度，消化系统用药占样本医院用药第 5 位，达到 35.1 亿元，占比 7.94%；同时，也推动了抗消化性溃疡类药物品种结构的升级换代。截至 2005 年上半年，消化系统及代谢药的新药批准数量占 14.00%，仅次于抗感染药；其中有 20.20%比重的新药为抗酸药及治疗消化性溃疡和胃肠胀气用药。

据统计，在消化系统用药市场上，目前仍以化学药物占主导地位，化学药与中成药的比例大致为 7：3。并且已形成了由质子泵抑制剂、H₂-受体拮抗剂、胃粘膜保护剂三足鼎立的格局。数据显示，2005～2007

年，质子泵抑制剂约占医院用药市场 75.5% 的份额，另有两成的市场被胃粘膜保护药及 H₂ 受体拮抗剂所占据，其他子类药品的使用则相对较低。

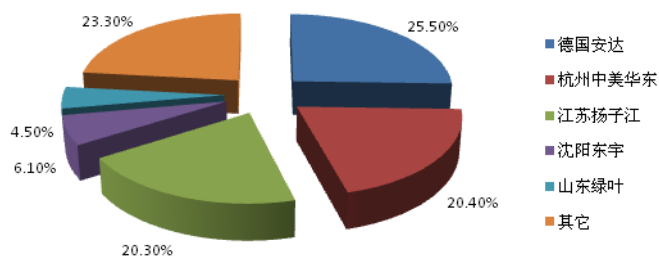
从品牌药物数量来看，国产胃药品牌数已占总量的 85.2%，而进口品牌仅占 6.1%，合资品牌占据了 8.7%。

质子泵抑制剂作为 20 世纪消化系统药物中的里程碑式品种，自从第一个品种 - 奥美拉唑的“洛赛克”于 1988 年被瑞典阿斯特拉制药有限公司开发成功上市后，在全球被广泛用于治疗消化道溃疡和幽门螺杆菌感染等消化道疾病治疗。奥美拉唑在 2000 年曾经创下 62.6 亿美元的最高峰值，至今已经成为全球最大的处方药之一。据统计数据，2005 年全国奥美拉唑市场占了胃药销售总额的 43.29%，预计全国市场约在 22 亿 ~ 25 亿元左右。2007 年进入 16 城市样本医院市场的奥美拉唑生产企业达到 103 家。

继奥美拉唑后，泮托拉唑、兰索拉唑、雷贝拉唑等新的质子泵抑制剂先后开发成功。进入 2006 年后，在同类产品的挤压下，奥美拉唑市场份额增长趋缓，在五大质子泵抑制剂中的比重已从上一年度的 67.24% 下降到 57.94%。与此形成对照的是，继奥美拉唑、兰索拉唑之后在全球第 3 个上市的质子泵抑制剂泮托拉唑以其较高的选择性和安全性受到市场认可，呈现快速增长。在 2006 年在样本医院抗消化性溃疡用药中居于第 2 位，占据了质子泵抑制剂市场 23.62% 的份额，用药金额同比上一年增长了 31.71%。

泮托拉唑是 1994 年 10 月由德国安达研发并在南非首次上市，国内自 1998 年开始仿制，2007 年 16 城市样本医院数据统计显示，目前生产泮托拉唑的企业有 34 家，其中，杭州中美华东及江苏扬子江的市场份额直逼德国安达。

Figure 13 公司泮托拉唑产品市场份额

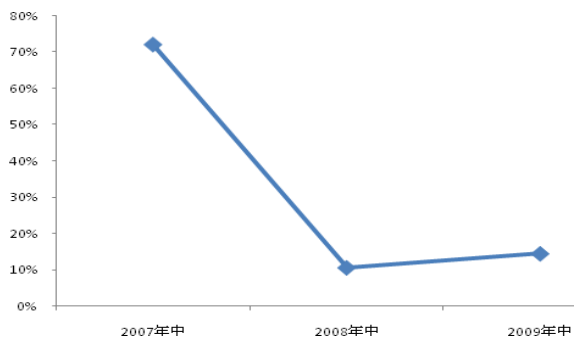


*资料来源：医药经济报；国海证券研究所

凭借稳固的市场地位，华东医药的“泮立苏”产品近年来增幅虽较

推出早期有所下滑，但仍保持了持续平稳增长。

Figure 14 公司“泮立苏”近年上半年收入增幅



*资料来源：公司公告；国海证券研究所

产品业务创新，内生外延并举引导公司盈利新增长

公司自制主导产品拥有较为突出的市场竞争优势，但面对市场竞争日益加剧的局面，公司依托突出的产品研发能力，依然致力持续的产品创新，积极开发新一代产品，在进一步提升公司创新能力的同时，通过新产品升级，也为公司盈利打开新的增长空间，从而进一步深化内生式发展。与此同时，公司近年来开始更多地进行业务创新。一方面，继续稳固自制产品平台，通过增加原料药产品生产能力，进一步延伸主导产品产业链。通过改进生产工艺，原料药产能正在逐步放大，2008 年实现收入 6601 万元，净利润 1604 万元，成为新的利润增长点。另一方面，稳步推进对外扩张，加快业务创新。通过收购拥有特色产品的中小企业，丰富公司的产品与业务构成，拓展新的市场空间，从而实现稳步渐进的外延式增长。公司 2008 年至 2009 年，先后收购生产麻醉镇痛药物的西安博华及陕西九州制药与生产中药饮片的杭州华东中药饮片公司部分股权，为公司带来了新的增长平台。

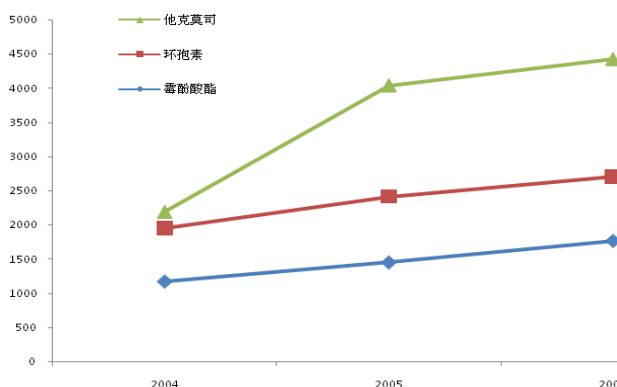
他克莫司新产品带来免疫抑制剂类产品升级

公司新开发并投放市场的免疫抑制剂新一代产品 - 他克莫司可望为公司的自制一线免疫抑制剂系列产品带来新的增长动力。

他克莫司于 1984 年首次由日本藤泽制药公司开发应用。作为新一代免疫抑制剂，一方面，其作用机制和环孢菌素相似；另一方面，与环孢菌素相比，其免疫抑制作用可以达到环孢菌素的数十倍到数百倍，并且可同时减少急、慢性排斥反应，其导致的细菌和病毒感染率以及不良反应也明显降低，此外它还具有低死亡率、高移植存活率、移植植物具有良好成功率及对类甾醇的相对非依赖性等优点，环孢素 A 治疗无效者中

的 65%—80% 可使用他克莫司治疗。正因为有如此多的优点, 他克莫司在中国上市的短时间内, 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。他克莫司制剂于 1998 年在中国获准进口, 2003 年下半年, 其在医院使用领先的前 40 位进口药中名列第 4, 2004 上半年名列第 8, 销售额达 2832.2 万元。对杭州地区部分重点医院免疫抑制剂用药调查可以发现, 他克莫司正在成为赶超传统环孢素的新生药品, 呈现快速增长势头。

Figure 15 杭州地区重点医院免疫抑制剂用药情况



*资料来源: 中国新药杂志; 国海证券研究所

自上世纪九十年代开始, 国内的华东医药、浙江大学、华北制药、天津大学、上海农药研究所、南京工业大学等机构开始他克莫司的研发工作。作为西药二类新药, 2008 年, 公司控股子公司杭州中美华东制药一次性支付给杭州华东医药集团生物工程研究所 2500 万元新药技术转让出资, 受让他克莫司 (FK606) 新药技术, 该产品的成功获得有望成为公司新的盈利增长点。

麻醉镇痛药物拓展新空间

2008 年, 公司变更部分募集资金投向, 出资收购西安博华制药有限责任公司 78.87% 的股权及其持有的陕西九州制药 65% 股权。西安博华制药主要生产销售奥硝唑等抗感染原料药与制剂药, 其 2007 年以 65% 的股权持有控股了主要生产销售新型麻醉药品氨酚双氢可待因片、复方盐酸曲马多片等产品, 并被国家食品药品监督管理局 (SFDA) 确定为我国中西部地区新型麻醉药品研发生产基地的陕西九州制药。华东医药对两家公司的股权收购并成功控股将以麻醉镇痛药物等特殊药品为主的产品纳入公司产品构成, 从而拓展了新的产品空间。

麻醉镇痛药主要应用于手术病人和肿瘤疾病的镇痛治疗, 相对而言

手术病人的用量和疗程均要少得多，而肿瘤疼痛的镇痛用药占了绝大部分。

根据世界卫生组织 WHO 估计，肿瘤患者中至少有三分之一存在着不同程度的疼痛，其中晚期患者则占 60% ~ 90%，25% 的肿瘤患者在疼痛中死亡，每天世界上有 400 万人遭受癌症疼痛的折磨。有效的镇痛治疗，有助于缓解和解除多数晚期癌症患者的疼痛，提高生存质量。因此，尽管麻醉镇痛药物容易带来成瘾等副作用，但世界卫生组织仍将麻醉镇痛药物治疗作为癌症综合规划的重点之一，并为此提出癌症三阶梯止痛治疗原则。即依据疼痛情况进行定时、定量、个体化治疗，并不断予以调整，对轻度疼痛的病人选用以阿司匹林为代表的非阿片类止痛药（非甾体抗炎镇痛药），中度疼痛可用可待因为代表的弱阿片类药物，而以吗啡为代表的强阿片类药物用于重度疼痛，镇痛剂的使用应由弱到强逐渐增加。应用 WHO 癌症疼痛缓解方法的报告指出 80% ~ 90% 的病人可以完全缓解。目前国内癌症的发生率在 60% ~ 70% 左右，高于全球癌痛的发生水平，估计近 300 万癌症患者具有不同程度的疼痛症状，其中重度疼痛的比例最高。

随着世界卫生组织提出的癌症三阶梯止痛治疗原则在我国不断深入宣传，国家对麻醉药品管理政策也进行了不断调整和完善，特别是 2007 年颁布《麻醉药品临床应用指导原则》，对癌症患者使用麻醉药品，在严格管理的同时，在用药剂量和次数上予以放宽。

阿片类止痛药吗啡是癌症中、重度疼痛的首选药物。因此世界卫生组织 WHO 已把医疗用吗啡的消耗量作为衡量一个国家治疗癌痛水平的标准。目前人均消耗量最大的是丹麦、加拿大等 10 个发达国家，占镇痛用吗啡的 80%，而多数是发展中国家的 120 个国家却只有小量或没有供应。按国际麻醉药品管理局（INCB）提供的数据显示，2000 年我国吗啡消耗量为 162 千克，仅占全球总量的 0.7%，平均每人 0.13mg，只有发达国家人均用量的 0.6%；2003 年我国吗啡人均年消耗约 22.28mg，仍有较大差距。因此，中、重度疼痛的患者并未得到充分止痛治疗，改善癌症患者的疼痛状况的镇痛药市场仍有很大上升空间，随着政策放宽，未来可望实现快速增长，相关预测显示，我国癌症镇痛药总体市场平均增长速度可望达到 20% 以上。

全国医药经济信息网（CPN）的数据显示，2002 ~ 2005 年第二季度期间，全国入网样本医院麻醉镇痛药市场呈现上升态势，2004 年入网样本医院购药总金额达到 1.86 亿元，增长 49.26%，高于医院购药市场的平均增长率。排列前 5 位的药品是纳络酮（27.01%）、芬太尼（21.67%）、曲马多（18.11%）、吗啡（15.07%）、复方可待因（3.78%），5 种药品占麻

醉镇痛药样本医院用药总金额的 85.64%，具有较高的集中度。其中纳络酮曾一度处于市场优势地位，但有被取而代之的可能；芬太尼和曲马多市场逐年稳步增长；复方可待因和吗啡制剂的销售变化趋势略显平缓。

陕西九州制药的主导产品复方盐酸曲马多片属曲马多类产品，是胺苯环醇类人工合成弱阿片类药物，其镇痛强度在同等剂量时，相当于吗啡的 1/5，但明显强于其他非类固醇抗炎药，适用于中、重度癌性疼痛。与公司另一种氨酚双氢可待因片麻醉镇痛产品一样，被 WHO 列为癌痛三阶梯止痛治疗的第二阶梯推荐药物。该药基本不存在成瘾性，可以长期使用，且不良反应相对较少，管制也相对较松，未来市场空间更为稳定，有望实现稳定较快增长。SFDA 南方医药经济研究所医院数据库显示，2004 年超过 20 多家的厂家竞争曲马多市场。厂家虽多，但市场份额相对集中。

2008 年，公司收购西安博华制药及陕西九州制药后，下半年开始将当年 9-12 月两公司营业收入共 3349 万元计入公司合并报表。2009 年上半年，西安博华产品销售扭转了上年下半年以来的不利形势，扭亏为盈，自身共盈利 122 万元，但因其控股的陕西九州制药销售未能全面开展，导致合并后西安博华亏损 549 万元。然而，根据 2008 年的销售情况，两公司的纳入有望在 2009 年全年为上市公司带来重要的盈利回报。

我们认为，华东医药以合资企业为核心的医药制造业务凭借突出的产品创新、技术质量保障、长期品牌影响等能力，在部分专用药物领域已形成较为领先的优势，构建了难以撼动的稳固市场地位，可望继续享有可持续的超额利润，并将随着新医改带来的市场扩容与需求释放效应扩大而获得新的增长机遇。尽管公司主导产品之一的免疫抑制剂产品市场受总体市场短期政策性影响而出现增速放缓甚至略降，但巨大的刚性需求仍将推动其市场快速恢复并加快增长。作为公司盈利增长主要支撑的主导产品保持稳定增长趋势依然较为确定，并将随着他克莫司以及麻醉镇痛药物等新产品的加入实现加快增长。

市场重构推动公司医药流通业务效益提升

从华东医药营业收入来源构成可以发现，公司的营业收入主要来源于以母公司为主的医药流通业务，另外华东宁波子公司医药流通业务也构成了重要收入来源。

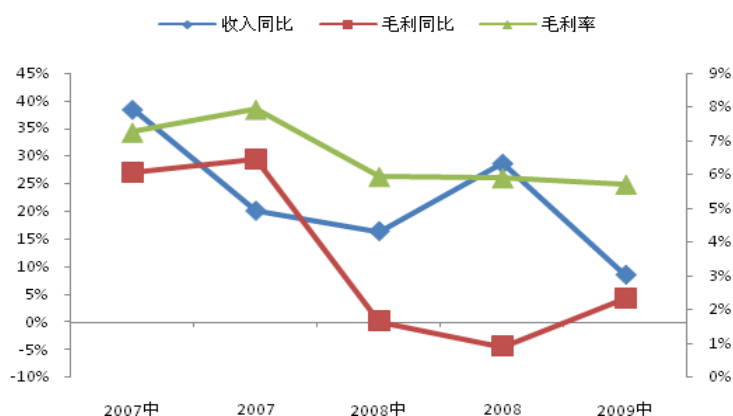
公司医药流通业务具有较为突出的区域优势，总量居经济较为发达的华东地区第二位。近年来，公司的医药流通业务总体呈现较快发展态势，但在销售规模不断扩大的同时，利润却呈现持续下滑态势，盈利能

力受到削弱。

目前中国的主体医药市场即医院终端市场仍由医疗机构主导，在“以药养医”的固有体制下，生存与利益驱动导致医疗机构一定程度上成为开放与商业化的医药流通市场上的重大障碍，严重影响医药流通企业的营运与成长。因此，面临一个暂未完全开放的医药主体市场，销售规模的扩大并不一定能给流通企业带来利润的同比增长，相反容易因应收账款等拖累带来费用高企，导致效益下降。因此，适当控制销售规模扩大可以成为提高经营效益的有效手段。

进入 2009 年，公司医药流通业务收入增速出现较大幅度减缓，但上半年销售利润则扭转了前期持续下滑，重现增长，毛利率水平逐步回稳。公司在控制销售规模的同时，医药流通业务的经营效益正在得到有效提升，可望成为支撑公司总体盈利保持稳定增长的重要基础。

Figure 16 公司医药流通业务近期运行情况



*资料来源：公司公告；国海证券研究所

2009 年 8 月，卫生部正式推出酝酿已久的基本药物制度，未来有望在重建的农村与社区基层医疗机构构建一个政府主导的更为开放的新的医药终端市场。不仅可以在以往门槛较高、需求被长期压抑以及未完全开放的医药市场基础上带来新增的市场空间，而且随着医院在药品流通供应利益链上主导角色的退出，为优势医药流通企业提供了新的发展空间。作为区域性医药流通龙头的华东医药可望伴随着医药市场的重构而获得新的发展机遇，带动医药流通业务效益改善，盈利提升。

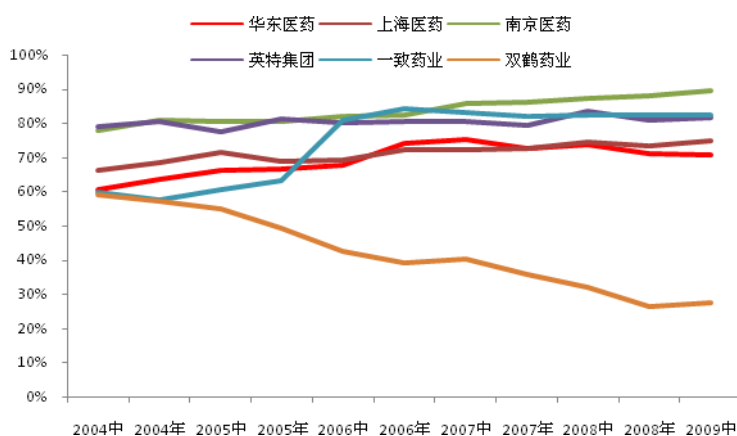
公司控股的华东医药宁波公司主要经营生物制品流通业务，未来随着甲型 H1N1 流感威胁的可能增大，生物制品产品有望迎来新一轮需求高峰，无疑将推动其盈利加快增长，成为推动公司总体利润增长的重要力量。2009 年上半年，华东宁波国外客户的供货较上年稳定，在销售情况保持正常的同时，对销售费用等控制明显，实现净利润为 755 万元，

同比增长 102%。

公司财务分析

基于中国医药市场的特点，医药流通企业通常所需流动资金规模偏大，负债压力较重，良好的偿债能力对于公司的长期稳定经营具有重要意义。与多数医药流通企业比较，华东医药资产负债率长期维持在 70% 左右的相对较低水平，有利于公司的稳定经营，同时也体现了自制产品对于公司财务的重要稳定作用。

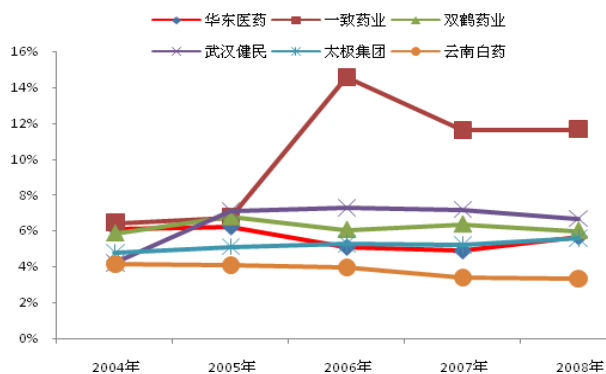
Figure 17 医药流通企业资产负债率比较



*资料来源: WIND; 国海证券研究所

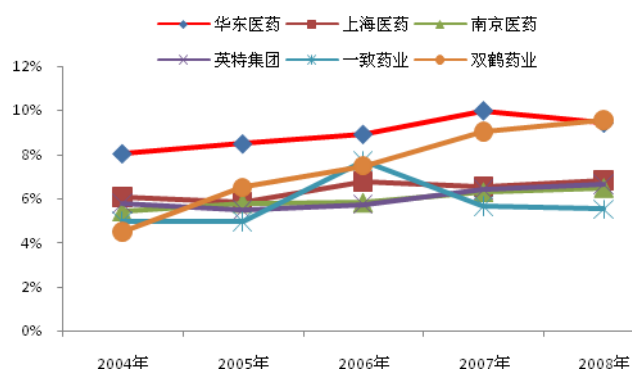
相对于其它医药制造与医药流通兼有的相近上市公司，华东医药的存货周转率处于中等水平，与公司自制产品的相对高端定位有关。而公司应收账款周转率在医药流通业务占较大比重的公司中相对较为突出，反映出公司较强的营运管理能力。

Figure 18 部分医药企业存货周转率比较



*资料来源: WIND; 国海证券研究所

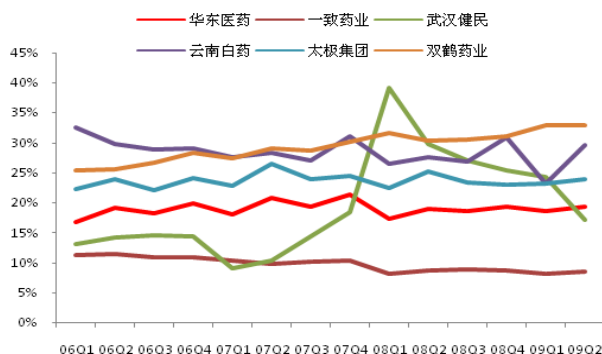
Figure 19 部分医药企业应收账款周转率比较



*资料来源: WIND; 国海证券研究所

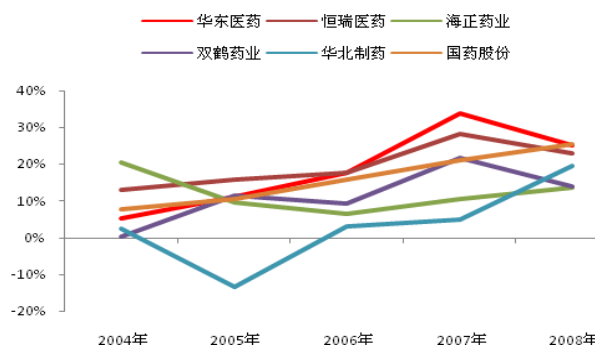
公司的自制产品收入只占在公司总收入的百分之十几，因此，与其它自制产品占比相对较高的企业比较，公司的销售毛利率水平相对偏低可以理解。尽管如此，与部分优势企业比较，公司 25% 左右相对较高的年化加权净资产收益率则令人印象深刻。

Figure 20 部分医药企业销售毛利率比较



*资料来源：WIND；国海证券研究所

Figure 21 部分医药企业净资产收益率比较



*资料来源：WIND；国海证券研究所

盈利预测

进入 2009 年，虽然公司的“新赛斯平”主导产品因总体市场影响出现销售微降，但基于市场受刚性需求推动可望快速恢复的预期，未来随着他克莫司等新产品销售放量，恢复平稳增长依然可期；而另一个主导产品“百令胶囊”随着天然冬虫夏草市场可望复苏，有望在继续保持稳定发展基础上实现加快增长与盈利显著提升；公司其它二线产品市场地位相对稳定，未来可望保持持续稳定增长；另外随着麻醉镇痛类新产品全年收入并入合并报表，亦将成为公司利润新的增长点。尽管新的子公司财务融入亦将带来上市公司减值准备的一定增加。

公司的全资子公司杨歧房产今年前 4 个月受国内宏观经济影响，销售同比出现大幅下降。5-6 月以来随着行业及市场转暖，销售逐渐稳步增长。上年已售商品房的预收款约 1.8 亿元随着 8 月下旬开始交付，部分收入预计逐步确认。

公司的医药流通业务随着销售规模的趋稳，效益有所提升。未来随着基本业务制度带来的新的发展机遇以及子公司华东宁波获得新的快速增长机遇有望推动盈利进一步提升。

预估 2009 年、2009 年公司总体销售收入在目前 24% 左右的增长幅度基础上显著扩大；公司整体盈利能力有所回升。对公司未来盈利作出以下预测：

Figure 22 华东医药盈利预测 (百万元):

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	3968.25	4853.41	6016.49	7643.24	9736.92
减: 营业成本	3178.14	3814.25	4851.42	6154.34	7881.31
营业税金及附加	7.73	20.05	14.13	17.58	22.39
营业费用	368.46	448.82	532.87	657.32	827.64
管理费用	202.81	212.79	242.16	290.44	340.79
财务费用	40.55	55.34	68.00	76.43	97.37
资产减值损失	-2.49	-0.43	36.91	65.73	84.71
加: 投资收益	4.05	0.60	2.01	6.00	7.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	177.10	303.20	273.00	387.40	489.70
加: 其他非经营损益	-0.66	0.77	9.31	11.00	13.00
利润总额	176.44	303.97	282.31	398.40	502.70
减: 所得税	48.96	77.76	54.99	79.68	100.54
净利润	127.48	226.21	227.32	318.72	402.16
减: 少数股东损益	30.90	53.05	58.71	76.49	96.52
归属母公司股东净利润	96.58	173.16	168.61	242.23	305.64
基本每股收益	0.25	0.4	0.39	0.56	0.70

*资料来源: 国海证券研究所

估值及投资评级

在预测公司 2009 年、2010 年每股收益分别为 0.56 元和 0.70 元基础上, 公司目前相应的动态市盈率分别为 23 和 19 倍, 明显低于同行业平均值和中间值, 公司目前市盈率估值优势相对较为明显。华东医药的医药制造与医药流通业务均衡并重, 相辅相成; 公司以合资企业为核心的医药制造业务优势突出, 市场地位稳固, 可保长期可持续增长。公司前期的产品创新与业务拓展可望成为公司近期新的增长点, 从而推动公司实现加快增长; 作为一家区域性医药流通龙头企业集团, 新医改带来的市场扩容与制度革新以及新的市场机遇将推动公司医药流通业务的效益改善与相关盈利显著提升。因此, 公司业绩长期可持续发展的确定性预期使得公司既可以作为核心资产从而具有长期投资价值, 又因为产品与业务创新以及政策制度革新带来的短期加快增长机遇, 凭借具较强吸引力的相对估值优势构成中短期投资机会, 给予公司“增持”的投资评级。

Figure 23 同行业上市公司估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总股本 (亿股)	流通 A 股 (亿股)	市盈率 (PE)	市净率 (PB)
000513	丽珠集团	27.05	3.06	1.58	16.70	4.10
000989	九 芝 堂	9.62	2.98	2.98	19.35	2.42
600833	第一医药	8.23	1.59	1.59	24.33	3.44
600062	双鹤药业	21.11	5.72	3.16	25.13	3.71
000999	三九医药	17.33	9.79	3.38	26.14	5.12
000522	白云山 A	7.08	4.69	4.69	29.86	3.88
600976	武汉健民	8.75	1.53	1.53	29.97	1.79
600276	恒瑞医药	39.31	6.21	6.21	32.69	10.54
000028	一致药业	23.25	2.88	2.33	33.91	9.10
600713	南京医药	7.19	3.01	2.38	34.88	4.22
600511	国药股份	19.03	4.79	2.78	36.14	9.76
600129	太极集团	8.23	3.28	3.28	39.36	2.23
000538	云南白药	41.90	5.34	4.84	42.02	6.90
000411	英特集团	5.82	2.07	1.77	43.50	8.07
000591	桐 君 阁	6.59	1.96	1.08	45.86	3.63
600849	上海医药	12.18	5.69	4.00	49.42	4.01
600297	美罗药业	7.68	3.50	1.56	78.82	3.44
中间值					29.97	4.22
平均值		15.90	4.01	2.89	35.77	5.08
000963	华东医药	13.37	4.34	2.46	23.61	6.63

*资料来源：天相投顾；国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。