

治理拐点出现提供良好的买入机会

研究结论

● 公司治理即将得到显著改善，提升估值水平

公司的股改承诺有望得到彻底解决，大股东将更加支持公司的发展，治理结构即将得到显著改善，解决再融资需求的同时将提升公司估值水平。我们根据三方面的公开资料作出合理推断：首先，大股东远大集团将要和流通股股东沟通以寻求解决博华问题的方案，这个过程中股改承诺问题有望得到一并沟通；其次，杨岐房地产的纠纷已经得到解决，再次，公司在本身资金紧张的情况下连续 2009 年报和 2010 中报分红，我们认为这一方面为了回馈投资者，另一方面也可能为了满足未来申请再融资的需要。

● 免疫抑制剂行业发展即将迈上新台阶

我国免疫抑制剂行业一直受限于器官供给数量的不足，行业实际增速始终显著低于真实需求带来的增速，这直接限制了公司的发展步伐，在政府和社会的高度重视下，一场自上而下的运动正在我国掀起，免疫抑制剂市场有望迎来大发展时代。

目前全国正开展人体器官捐献试点，未来两年内我国人体器官捐献体系有望正式建立，这将从根本上解决移植器官短缺的问题。我们草根调研的结果显示，目前全国的器官捐献活动正在逐步升温，我们预计今年在试点地区登记器官捐献的志愿者将达到 4000 人以上，明年有望在全国大范围推广，这将大大提高器官的供体来源，更多的患者可以实施器官移植手术，从而带动免疫抑制剂药物需求。

● 新药集中上市为业绩增长注足动力

公司多年来一直保持每 2~3 年推出一个主打产品的稳步发展策略，但随着管理层态度的转变，这种新药上市节奏将得到提速。2~3 年后公司的产品品种将比现在翻一倍，产品线大幅度延伸，为业绩增长注足动力。

目前公司储备有多个新品种，其中晚期乳腺癌治疗用药来曲唑和阿那曲唑已经进入报批生产阶段，预计在年底明年初拿到批文，II 型糖尿病治疗用药二甲双胍吡格列酮复方制剂已经完成临床实验，即将以首仿药身份开始新药申请，伏格列波糖早在 2009 年已经拿到批文，将于明年初正式开始推广。

● 股价催化剂

新药上市、业绩大幅度提升、大股东承诺治理改善、公司启动再融资方案

● 盈利预测

2010 年受大幅度计提和房地产公司被剥离的影响，我们相应下调每股收益为 0.79 元（原预测为 0.85 元、下调 7.06%）。

同时我们预计公司业绩将迎来新拐点，医药工业业务发展的提速和医药商业业务的稳定成长将相得益彰，上调 2011 年每股收益为 1.14 元（原预测为 1.00 元，上调 14.00%）、2012 年每股收益为 1.56 元（原预测为 1.15 元，上调 35.65%）。公司治理改善将提升公司估值水平向一线医药股看齐，维持买入的投资评级，目标价 55 元。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

田加强

联系人

8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2010 年 11 月 09 日) 32.00 元

目标价格 55 元

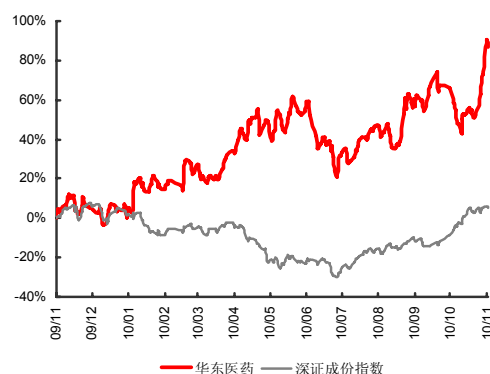
总股本/A 股(万股) 43406/24639

国家地区 中国

行业 医药

报告日期 2010 年 11 月 10 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7825	9226	11352	14116
同比(%)	30%	18%	23%	24%
归属母公司净利润	378	343	493	677
同比(%)	124%	-9%	44%	37%
毛利率(%)	20.0%	18.6%	19.4%	20.1%
ROE(%)	33.5%	23.3%	25.1%	25.6%
每股收益(元)	0.87	0.79	1.14	1.56
P/E (倍)	36.70	40.53	28.15	20.51
P/B (倍)	12.28	9.43	7.06	5.25

目 录

一、盈利预测与投资建议	4
二、投资亮点	6
2.1 免疫抑制剂行业发展即将迈上新台阶	6
2.2 新药集中上市为业绩增长充足动力	10
2.3 公司治理即将得到显著改善	16
三、公司概况	18
3.1 历史沿革	18
3.2 公司业务概况：要么第一、要么唯一	19
3.3 公司经营情况分析	19

图表目录

图 1：2009 年公司主要产品占工业收入比重	6
图 2：我国免疫抑制剂市场增长动态影响因素	7
图 3：我国人体器官捐献试点地区一览	7
图 4：我国器官捐献试点地区已报名志愿者统计	8
图 5：我国肝移植 1 年后存活率变化	9
图 6：1999-2009 年我国肝移植手术量变化趋势	9
图 7：2001-2009 年新药上市不断推动工业销售收入增长	10
图 8：公司医药工业未来发展规划	11
图 9：2002-2008 年普乐可复全球销售收入变化情况	12
图 10：2006-2009 年诺华来曲唑销售额及增速	13
图 11：2009 年医院市场来曲唑用药竞争格局	14
图 12：2005-2009 年阿斯利康阿那曲唑销售额及增速	14
图 13：2009 年医院市场阿那曲唑用药竞争格局	15
图 14：公司股权结构图	18
图 15：公司 2000-2009 年营业收入增长情况	20
图 16：公司 2000-2009 年营业收入增长情况	20
图 17：公司 2000-2009 年医药商业和工业收入增长情况	21
图 18：公司 2000-2009 年医药商业和工业利润增长情况	22
图 19：2000-2009 年公司净利润率波动情况	22
表 1：2010-2012 年公司分业务销售收入预测	4
表 2：2010-2012 年公司工业业务分产品盈利预测	5
表 3：公司密集上市新品一览	11
表 4：他克莫司原料药和制剂已获批生产企业一览	12
表 5：国内二甲双胍吡格列酮复方制剂目前新药申请状态	16
表 6：公司主要产品名称及所属领域	19
附表：公司财务预测表	23

一、盈利预测与投资建议

2010 年受大幅度计提和房地产公司被剥离的影响，我们相应下调每股收益为 0.79 元（原预测为 0.85 元、下调 7.06%），同时我们预计公司业绩将迎来新拐点，医药工业业务发展的提速和医药商业业务的稳定成长将相得益彰，上调 2011 年每股收益为 1.14 元（原预测为 1.00 元，上调 14.00%）、2012 年每股收益为 1.56 元（原预测为 1.15 元，上调 35.65%）。公司治理改善将提升公司估值水平向一线医药股看齐。我们主要的盈利预测假设和说明如下：

- 2010 年净利润增长为负，这主要是因为 2009 年净利润基数较大，09 年房地产开发和销售业务收入为 3.92 亿元，净利润为 1.07 亿元，全年每股收益 0.87 元；
- 2010 年 4 月 29 日，公司与远大集团、浙江远大房地产公司达成民事调解，约定将杭州杨歧房地产开发有限公司 100% 股权以人民币 1.8 亿元的价格转让给中国远大，此后不再并入报表，2010 年 1-4 月份已确认房地产利润贡献 1151 万元，而之前预测为 3500 万元。同时今年上半年商业计提较多坏账准备，资产减值准备达 2200 万元，为此我们相应下调盈利预测；
- 随着全国器官移植捐献体系的建立和推广，受压制多年的我国免疫抑制剂行业有望得到大发展，年均增速将从现在的 10% 提高到 15-18%，一批产品如新赛斯平、赛可平、百令胶囊、他克莫司、赛莫司等均将在需求得到释放的情况下获得新的发展动力，我们预计公司医药工业的销售收入 2011-2012 年同比增长 27.69%、30.47%；
- 未来三年公司工业业务发展速度将显著快于商业业务，从而带动公司整体毛利率水平逐步上升；
- 新品种如伏格列波糖、二甲双胍吡格列酮复方制剂、来曲唑、阿那曲唑将于 2011 年陆续上市，并于 2012 年开始陆续贡献收入；

表 1：2010-2012 年公司分业务销售收入预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	7,824.87	9,225.81	11,351.98	14,116.38
毛利率	19.87%	18.62%	19.38%	20.05%
同比增长	30.06%	17.90%	23.05%	24.35%
医药商业	6072.16	7468.76	9186.57	11299.48
毛利率	5.41%	5.60%	5.80%	5.80%
同比增长	23.12%	23.00%	23.00%	23.00%
医药工业	1313.73	1648.80	2105.41	2746.90
毛利率	78.24%	78.80%	79.20%	79.20%
同比增长	24.33%	25.50%	27.69%	30.47%
房地产	400.00	58.26	0.00	0.00
其他	38.98	50.00	60.00	70.00

资料来源：东方证券研究所

表 2：2010-2012 年公司工业业务分产品盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
新赛斯平	228.66	228.66	228.66	240.09
同比增长	-3.85%	0.00%	0.00%	5.00%
赛可平	114.26	148.54	193.10	251.03
同比增长	34.90%	20.00%	20.00%	30.00%
他克莫司	10.00	40.00	100.00	180.00
同比增长		300.00%	150.00%	80.00%
百令胶囊	291.34	364.18	466.14	605.99
同比增长	18.12%	25.00%	28.00%	30.00%
赛莫司	20.00	36.00	57.60	103.68
同比增长	233.33%	80.00%	60.00%	80.00%
卡博平	257.52	334.78	418.47	502.16
同比增长	33.04%	20.00%	20.00%	20.00%
卡可平	36.48	54.72	71.14	88.92
同比增长	52.00%	50.00%	30.00%	25.00%
泮立苏	201.84	242.21	290.65	342.97
同比增长	17.51%	22.00%	20.00%	18.00%
伏格列波糖		0.00	15.00	40.00
二甲双胍吡格列酮复方制剂		0.00	5.00	20.00
来曲唑		0.00	5.00	30.00
阿那曲唑		0.00	5.00	30.00
其他	153.63	199.72	249.65	312.06
同比增长	66.69%	30.00%	25.00%	25.00%

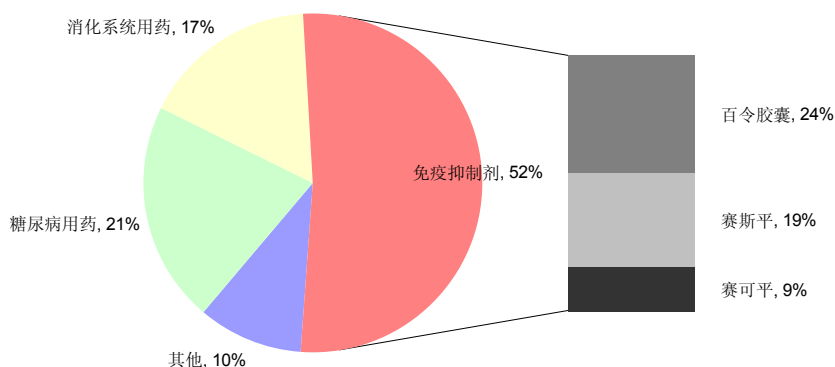
资料来源：东方证券研究所

二、投资亮点

2.1 免疫抑制剂行业发展即将迈上新台阶

公司的主营产品集中在免疫抑制剂领域，而我国免疫抑制剂行业一直受限于器官供给数量的不足，行业实际增速始终显著低于真实需求带来的增速，这直接限制了公司的发展步伐。

图 1：2009 年公司主要产品占工业收入比重

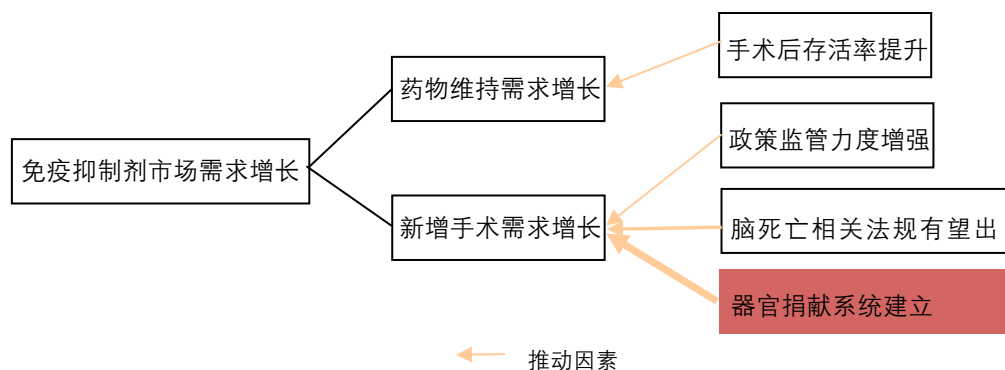


资料来源：2009 年公司股东大会资料

- 我国免疫抑制剂行业的市场规模在 50-60 亿左右，累计开展各类器官移植手术 11 万余例，同时每年新增手术案例 1 万例左右，每年免疫抑制治疗市场新增 3.6 亿~4.8 亿元的费用，年市场增长率在 10% 左右。
- 中国每年大约有 150 万人因末期器官功能衰竭需要器官移植，但每年能够使用的器官数量不到 1 万，供求比例达到 1：150，市场供求极度紧张。

但我们预计这种情况将显著改变，在政府和社会的高度重视下，一场自上而下的运动正在我国掀起，免疫抑制剂市场在多方面因素推动下有望迎来大发展时代。

图 2：我国免疫抑制剂市场增长动态影响因素



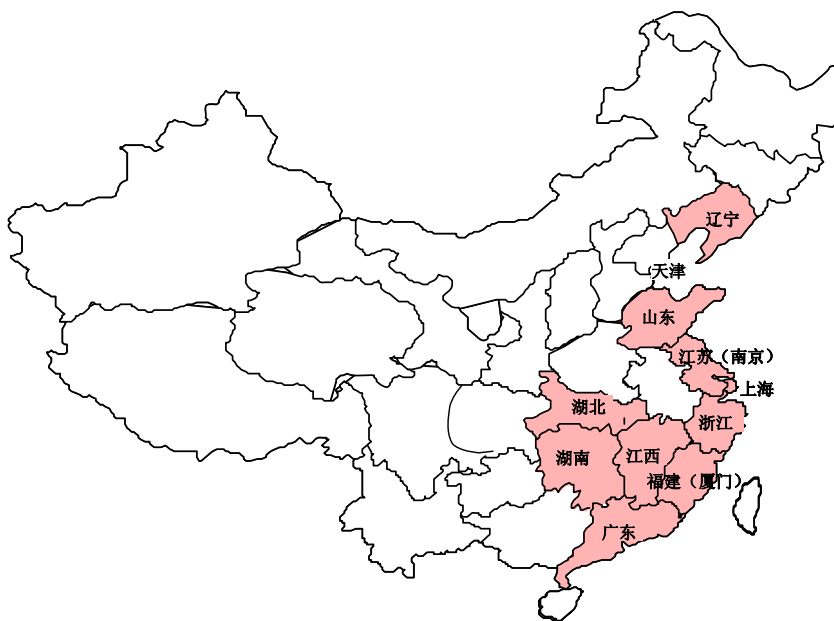
资料来源：东方证券研究所

● 器官捐献：解决移植器官短缺的关键

在美国，每百万人中有 26.5 人捐献器官，欧盟每百万人中有 17.8 人，而我国的捐献率每百万人中只有 0.03 人，远远落后于发达国家。在全国开展人体器官捐献试点，逐步建立我国人体器官捐献体系，是解决移植器官短缺的根本途径。

2009 年 8 月份我国开始启动人体器官捐献体系，并于 2010 年在天津、辽宁、上海、浙江、山东、广东、江西、湖南、厦门、南京、武汉等 11 个省市开展器官捐献试点。目前上述地区均已正式运营。

图 3：我国人体器官捐献试点地区一览



资料来源：东方证券研究所

我们电话调研了其中的 7 地红十字会了解最新的器官捐献情况，和目前新闻报道器官志愿捐献遭遇冷遇的情况不同，目前全国的器官捐献活动正在逐步升温，更多的媒体宣传有望加速这一进程。我们预计今年在试点地区登记器官捐献的志愿者将达到 4000 人以上，明年有望在全国大范围推广，这将大大提高器官的供体来源，免疫抑制剂市场的加快发展将真正到来。

图 4：我国器官捐献试点地区已报名志愿者统计

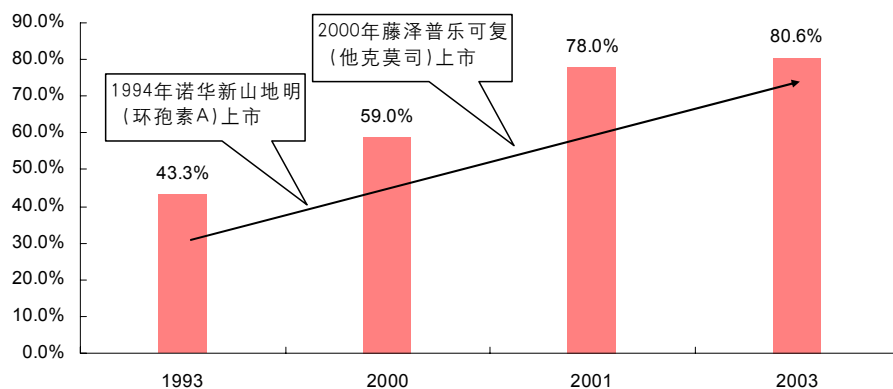
广东	2010年4月20日开始	截止10月8号，累计472位志愿者进行了捐赠登记
福建 (厦门)	2010年6月29日开始	截止11月5号，累计有200多位志愿者进行了捐赠登记
天津	2010年7月1日开始	截止11月5号，累计有222位志愿者进行了捐赠登记
浙江	2010年8月26日开始	截止10月19号，累计有37位志愿者进行了捐赠登记 截止11月5号，累计接近100位志愿者进行了捐赠登记
江西	2010年8月27日开始	截止11月5号，累计有600多位志愿者进行了捐赠登记
湖南	2010年9月17日开始	截止11月5号，累计有100多位志愿者进行了捐赠登记
山东	2010年10月25日开始	截止10月31号，济南已经有两位志愿者进行了捐赠登记

资料来源：电话调研

● 药物疗效：提高患者术后存活率

近年来随着免疫抑制剂的疗效提升，各种器官移植手术的术后存活率都得到了显著提升，由于患者需要终生使用免疫抑制剂，是稳定的药物需求来源，因而患者的术后存活率与药物需求成明显正相关。上世纪九十年代环孢素 A 的出现使器官移植的存活率普遍提高了 20-30%。

图 5：我国肝移植 1 年术后存活率变化



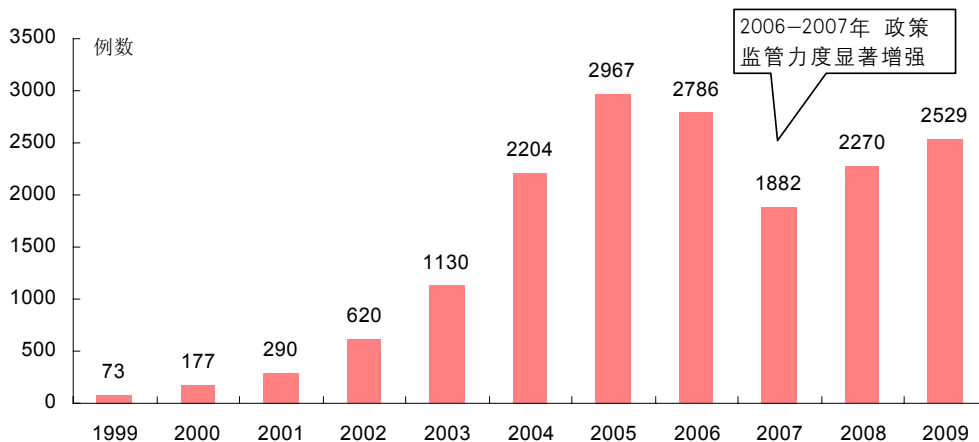
资料来源：中国肝移植注册（CLTR） 东方证券研究所

● 政策监管力度：市场规范了才能健康成长

- 2006 年 3 月，卫生部发布了《人体器官移植技术临床应用管理暂行规定》；
- 2006 年 4 月，卫生部成立了人体器官移植技术临床应用委员会；
- 2006 年 6 月，卫生部发布了肝、肾、心、肺等脏器的移植技术管理规范；
- 2007 年 3 月，国务院通过了《人体器官移植条例》，并于 2007 年 5 月 1 日起正式施行。

一系列政策措施的实行规范了整个器官移植市场，但也相应的降低了可移植器官的来源，对整个器官移植市场造成了一定的冲击。但是从长远角度来看，规范的器官移植市场有助于鼓励器官捐赠行为，供给端正在缓慢恢复。

图 6：1999-2009 年我国肝移植手术量变化趋势



资料来源：中国肝移植注册（CLTR） 东方证券研究所

● 脑死亡立法：期待破茧化蝶

目前全球器官移植开展良好的国家，无一不与器官移植法规和脑死亡法成功制定和不断完善有关。我国于 2009 年 4 月公布了脑死亡标准，此次全国范围内的器官捐献试点也将脑死亡列入器官捐赠者的范畴，另外脑死亡立法即将进入讨论日程，我们预计脑死亡立法有望在 2011 年的人代会上正式提出讨论。

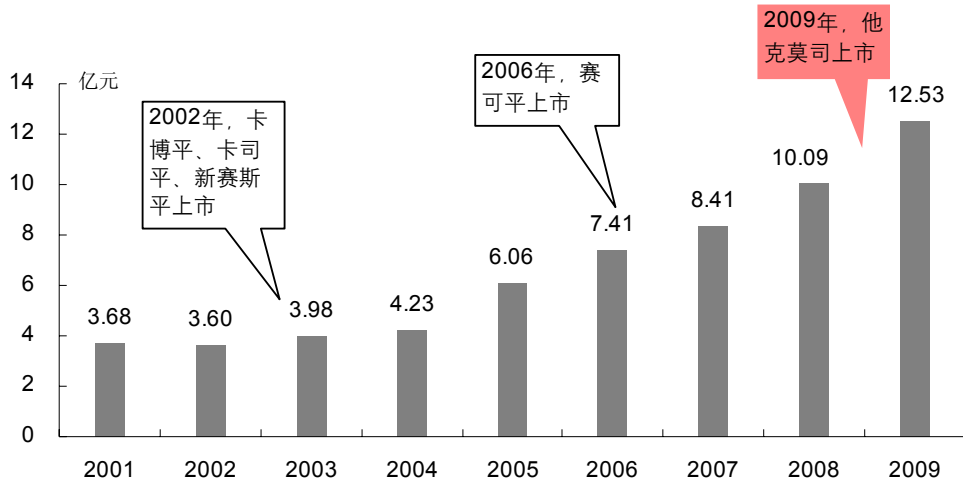
- 数据显示，国内医院脑死亡病例占住院死亡病例的 3.3%。目前，我国每年死亡人口接近 900 万人，按照脑死亡比例 3.3% 测算，我国每年脑死亡人数约为 30 万人。即使有十分之一的人选择捐赠器官，也将是 3 万例，是现在每年新增手术量的 3 倍。

2.2 新药集中上市为业绩增长充足动力

公司一直倡导“要么唯一、要么第一”、“专注专科、特殊用药”的经营宗旨，力求使公司保持每 2~3 年推出一个主打产品的良好趋势。从历史来看，公司虽然产品品种较少，但是几乎每一个产品都具有很强的竞争力，能形成上亿的销售规模，成为所属产品的领先者并带动公司整个医药工业成长。

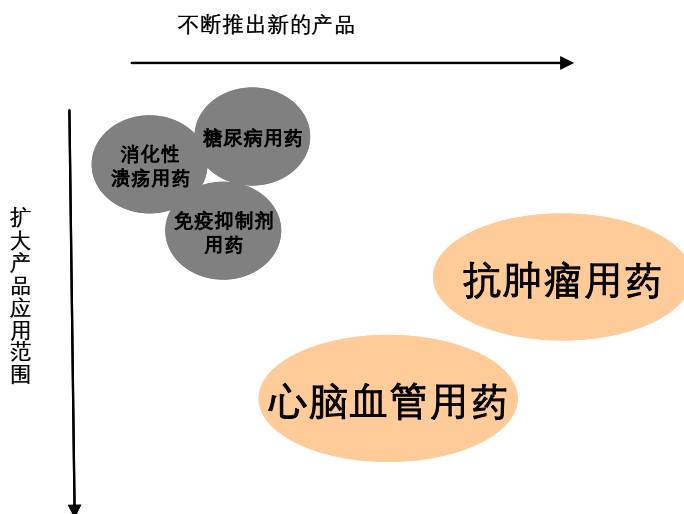
然而对照现在整个医药行业的发展现状，公司管理层已经意识到未来要加快成长速度，新药上市密集度将会增加。我们则认为，公司多年来已经积累了足够的新药上市经验、同时强大的学术营销团队已为其在终端医院树立起可靠的品牌形象和患者认知度，新药集中上市将为业绩增长充足动力。

图 7：2001-2009 年新药上市不断推动工业销售收入增长



资料来源：东方证券研究所

公司一方面在免疫抑制剂领域继续更新一些新产品，另一方面逐步在肿瘤、糖尿病、心脑血管等领域进行新的开拓，2-3 年后公司的产品品种将比现在翻一倍，产品线大幅度延伸。

图 8：公司医药工业未来发展规划


资料来源：东方证券

除已经上市的他克莫司外，目前公司储备有多个新药品种，其中晚期乳腺癌治疗用药来曲唑和阿那曲唑已经进入报批生产阶段，预计在今年底明年初拿到批文，II 型糖尿病治疗用药二甲双胍吡格列酮复方制剂已经完成临床实验，即将以首仿药身份开始新药申请，伏格列波糖早在 2009 年已经拿到批文，将于明年初正式开始推广。

表 3：公司密集上市新品一览

用药领域	品种名	适应症	预计（或已经）上市时间
糖尿病用药	伏格列波糖	II 型糖尿病	今年底明年初
	二甲双胍吡格列酮复方制剂	II 型糖尿病	明年中期
抗肿瘤用药	来曲唑	晚期乳腺癌	今年底明年初
	阿那曲唑	晚期乳腺癌	今年底明年初
免疫抑制剂	他克莫司	免疫抑制剂	2009 年底上市

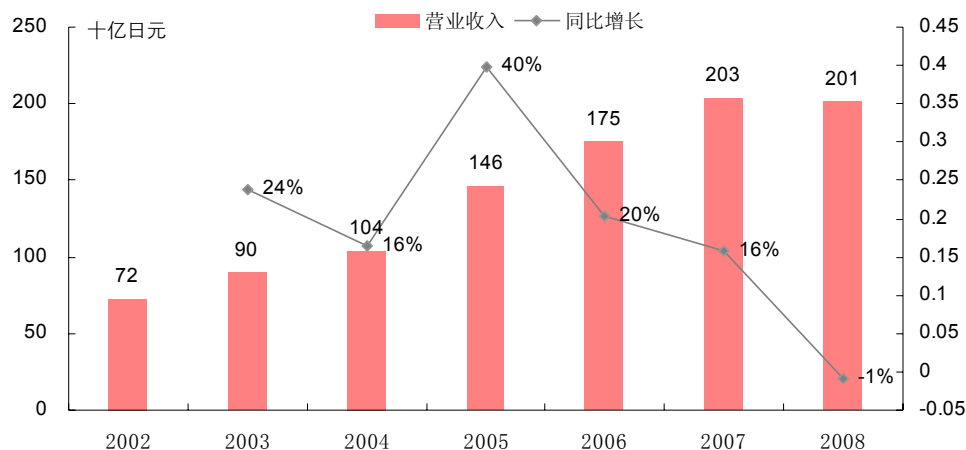
资料来源：东方证券研究所

他克莫司：业绩新的增长点

- 他克莫司又名 FK506，与环孢素 A 同属钙调素抑制剂，临床抑制效应相似，但他克莫司能够显著降低临床使用剂量，也降低了治疗费用，并具有低死亡率、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。
- 目前他克莫司制剂主要是日本安斯泰来制药公司生产，其产品普乐可复 1993 年首次在日本上市，1994 年获美国 FDA 批准，普乐可复 2008 年全球销量约合 20 亿美元，在全球免疫抑制剂市场排名第一。

- 2006 年普乐可复在国内大医院销售额为 4.3 亿元，2007 年又增长 21.30%，达到 5.2 亿元，在整个钙调素抑制剂市场中所占比重达到 47%，成为我国免疫抑制剂领域的一线药物。

图 9：2002-2008 年普乐可复全球销售收入变化情况



资料来源：东方证券研究所

- 他克莫司 2005 年专利保护到期，国内企业开始了仿制工作，至今先后有四家企业拿到生产批文。与日本产品相比，公司产品具有价格优势，与其他三家国内生产商相比，公司在免疫抑制剂领域具有丰富的学术营销经验，未来发展空间广阔。

表 4：他克莫司原料药和制剂已获批生产企业一览

批准文号	产品名称	批准日期	生产单位	竞争力分析
国药准字 H20094027	他克莫司胶囊	2009/9/30	杭州中美华东制药有限公司	公司已在免疫抑制剂领域具有丰富的学术营销经验和完备的产品梯队
国药准字 H20080762	他克莫司	2008/11/26	杭州中美华东制药有限公司	
国药准字 H20084514	他克莫司胶囊	2008/11/26	杭州中美华东制药有限公司	
国药准字 H20084522	他克莫司胶囊	2008/11/26	浙江弘盛药业有限公司	该药为弘盛在免疫抑制剂领域的唯一药品
国药准字 H20083943	他克莫司胶囊	2008/8/19	成都川抗万乐药业有限公司	川抗主营抗生素系列产品，现正在逐步向免疫抑制和抗肿瘤方向发展，已经拥有环孢素产品
国药准字 H20080457	他克莫司	2008/7/21	成都川抗万乐药业有限公司	
国药准字 H20084386	他克莫司胶囊	2008/10/13	浙江海正药业股份有限公司	海正的他克莫司获得欧盟上市批准，预计今后将以出口为主，同时该药为海正在免疫抑制剂领域的唯一药品
国药准字 H20080021	他克莫司	2008/2/4	浙江海正药业股份有限公司	
国药准字 H20083039	他克莫司胶囊	2008/2/4	浙江海正药业股份有限公司	

资料来源：SFDA 东方证券研究所

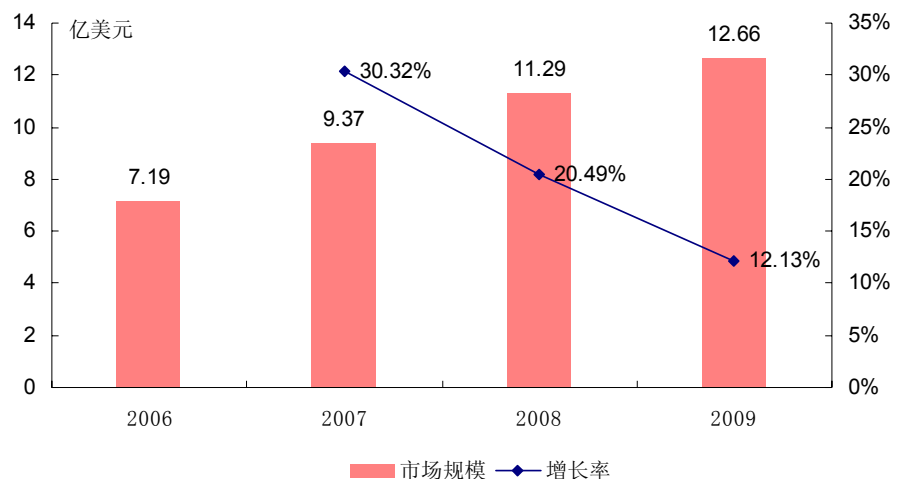
- 公司产品 2009 年已经进入市场，由于错过当年大部分省市的药品招标，销售收入只实现 1000 万元左右，随着 2010 年各省市药品招标的快速推进，他克莫司正在逐步放量，2010

年 1-9 月份已经实现销售收入 2600 万元，华东的产品将打破日本原研药厂一家独大的局面，2 年后可成为上亿元的大品种。

来曲唑：市场开始新一轮成长

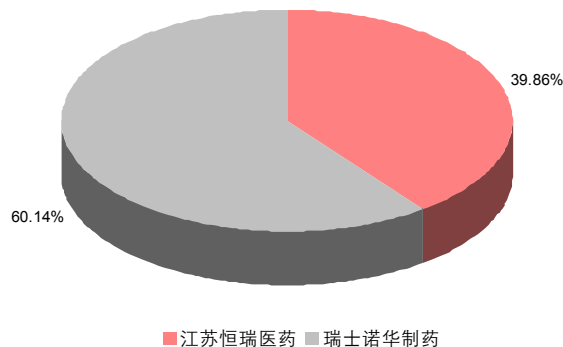
- 来曲唑是新一代芳香化酶抑制剂，通过抑制芳香化酶使雌激素水平下降，从而消除雌激素对肿瘤生长的刺激作用。体内外研究显示，来曲唑特别适用于绝经后的乳腺癌患者。
- 来曲唑由瑞士诺华公司研制，1996 年在英国首次上市，商品名为 Femara（弗隆）。2009 年诺华公司的来曲唑全球销售额为 12.66 亿美元，同比增长 12%，该药将于 2011 年 6 月 3 日专利到期。

图 10：2006-2009 年诺华来曲唑销售额及增速



资料来源：瑞士诺华年报

- 瑞士诺华的来曲唑于 1999 年进入我国，获得行政保护，2006 年 10 月 10 日行政保护期终止。恒瑞的来曲唑作为抢仿药早在 1999 年即获得生产批文，因此近 8 年内，国内市场上流通的来曲唑全部出自于瑞士诺华制药和恒瑞。
- 随着 06 年诺华弗隆行政保护期结束，陆续有新的企业进入来曲唑市场，但这一格局目前并没有改变。2009 年样本医院的统计结果中，诺华公司的“弗隆”占据了 60.14% 的市场份额，位居首位。江苏恒瑞医药股份有限公司的“芙瑞”占到了 39.86%，位居第二。

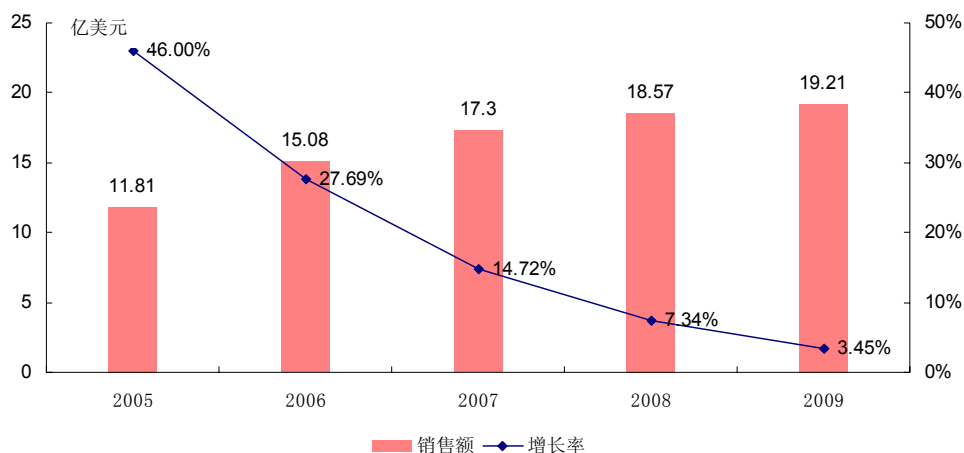
图 11：2009 年医院市场来曲唑用药竞争格局


资料来源：南方医药经济研究所

尽管来曲唑问世已经有十年左右，但这个用药市场的飞速发展却是近五年的事情。我们认为，随着乳腺癌发病率的增长以及人们乳腺癌预防知识水平的提高，国内的乳腺癌内分泌治疗药物市场正加速成长。来曲唑仍处于培育期，市场远未达到饱和。

阿那曲唑：原研药仍是主导

- 阿那曲唑为一种强效、选择性非甾体类芳香化酶抑制剂，与来曲唑类似，主要适用于绝经后的乳腺癌患者。阿那曲唑和来曲唑同作为新一代芳香化酶抑制剂，在临床疗效上并无明显差别。

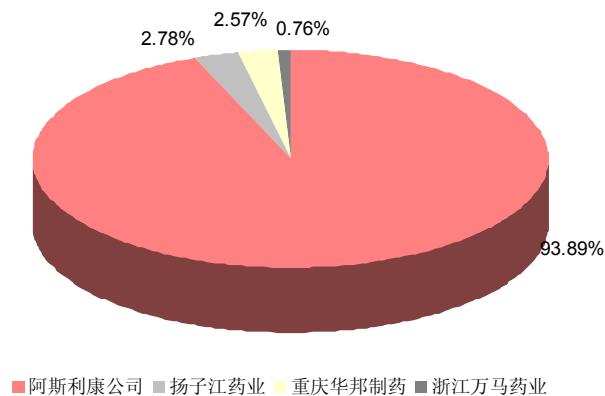
图 12：2005-2009 年阿斯利康阿那曲唑销售额及增速


资料来源：阿斯利康年报

- 阿那曲唑由阿斯利康公司开发和生产销售，1995 年 12 月首先在英国上市，商品名为“瑞宁得”，2009 年阿那曲唑的全球销售额为 19.21 亿美元，同比增长 3.45%。

- 国内阿那曲唑市场持续保持高速增长，2006 年同比增长为 236.3%，2007 年同比增长 49%，市场容量为 1.7 亿元左右，预计 2008 年突破 2 亿元大关。
- 目前国内有 4 家原料药生产企业，3 家制剂厂商。2009 年样本医院的统计数据显示，阿斯利康公司的“瑞宁得”占据了 93.89% 的市场份额，高居榜首，扬子江药业和重庆华邦制药各占据 2% 左右的市场份额。

图 13：2009 年医院市场阿那曲唑用药竞争格局



资料来源：南方医药经济研究所

阿那曲唑与来曲唑在临床用药选择上不可避免存在竞争，但受益于整个乳腺癌市场的迅速壮大，这种竞争并没有阻碍两类药物的快速成长。我们的观点是，此次华东医药一次性推出这两个品种，一方面有助于集中营销力量、攻克乳腺癌用药领域，实现最快的崛起；另一方面能够发挥产品间的协同效应，充分享受整个市场的成长。

伏格列波糖：市场仍未充分开发

- 伏格列波糖用于治疗糖尿病餐后血糖升高，其作用方式与阿卡波糖相似，是 α -葡萄糖苷酶抑制剂，抑制双糖的水解和延迟对糖的吸收。
- 该药自 1994 年由日本武田公司研制成功后，在日本上市，商品名为“Basen”（倍欣）。2007 年，倍欣的全球销售额为 5.28 亿美元，2008 年同比上一年下降了 10.8%，市场份额为 4.71 亿美元。
- 该药于 1999 年进入中国，国产伏格列波糖在 2006 年上市，共获批有 6 家原料药企业，9 家制剂厂商、占市场份额的 10% 不到，而其 90% 以上的市场份额均由武田的倍欣占据。

伏格列波糖的销售额在国际市场早已经超过阿卡波糖，而在国内却远远落后于阿卡波糖，难以进入主流糖尿病用药行列，我们认为主要是受限于日本原研药企业在国内相对薄弱的学术营销能力，而这正是华东医药的强项，华东的卡博平已经可以和拜耳的原研药阿卡波糖分庭抗礼。因此我们预计华东的伏格列波糖上市后，可充分借助现有的糖尿病营销团队，实现在该药市场质的飞跃。

二甲双胍吡格列酮复方制剂：有望以首仿药上市

- 二甲双胍吡格列酮复方制剂即是由糖尿病治疗药物吡格列酮和二甲双胍制成复方制剂，吡格列酮作用于胰岛素耐受性，二甲双胍主要减少肝脏产生的葡萄糖量，两种药物结合有助于控制 2 型糖尿病患者的血糖浓度，起到相辅相成的作用，服用更加方便，同时可以降低药物副作用。
- 2005 年日本武田公司的二甲双胍吡格列酮复方制剂获 FDA 批准上市，2009 年其二甲双胍吡格列酮复方缓释药获 FDA 批准上市，评价该药的市场潜力可参照同类竞争对手葛兰素史克公司的罗格列酮二甲双胍复方制剂，该药 2009 年实现 4.29 亿美元销售收入。
- 武田的二甲双胍吡格列酮复方制剂在国内并未取得专利和行政保护，目前国内共有 6 企业已经获得临床实验批文，其中华东医药的临床试验已经结束、快于同期取得临床批文的江苏德源药业，有望以首仿药上市。

表 5：国内二甲双胍吡格列酮复方制剂目前新药申请状态

受理号	申请类型	企业名称	办理状态	临床实验状态开始时间
CXHL0800574	新药	河北爱尔海泰制药有限公司	制证完毕	2010/6/24
CXHR0800037	复审	神威药业有限公司	制证完毕	2009/8/20
CXHL0800230	新药	广东清平制药有限公司	制证完毕	2009/4/21
CXHL0800232	新药	广东清平制药有限公司	制证完毕	2009/4/21
CXHL0700426	新药	神威药业有限公司	制证完毕	2008/7/15
CXHL0700100	新药	上海兴康医药研究开发有限公司	制证完毕	2008/8/14
CXHL0601038	新药	杭州中美华东制药有限公司	制证完毕	2007/9/24
CXHL0600723	新药	江苏德源药业有限公司	制证完毕	2007/6/30

资料来源：丁香园

2.3 公司治理即将得到显著改善

控股 35.5% 的远大集团在 2005 年股改期间曾承诺把下属的三家医药企业分别是蜀阳制药、武汉远大制药和雷允上药业注入上市公司，但是由于价格、付款方式以及企业之间很难整合等因素，被华东医药否决，目前这一股改承诺还没有完成，公司再融资等活动受到限制，对上市公司的发展造成了一定的负面因素。

目前这一状况有望得到根本性解决，我们判断的依据基于以下三点：

- 公司曾于 2008 年 8 月 31 日从北京泰亚收购西安博华 78.87% 股权，由于北京泰亚曾经的控股股东亦是华东医药的大股东远大集团，相关媒体披露在这个过程中存在明显的关联交易，如果证监会介入此事，远大集团将要和流通股股东沟通以寻求解决方案，这个过程中股改承诺问题有望得到一并沟通。

(相关媒体链接: <http://stock.hexun.com/2010-08-24/124687603.html>)

- 2010 年 4 月 29 日, 公司与远大集团、浙江远大房地产公司达成民事调解, 约定将杭州杨岐房地产开发有限公司 100% 股权以人民币 1.8 亿元的价格转让给中国远大。关于杨岐房地产的纠纷至此得到解决。
- 公司 2009 年利润分配每 10 股派发现金股利 3.3 元, 2010 年中报再次利润分配每 10 股派发现金股利 3.3 元, 在本身资金紧张的情况下作出此等决定, 我们认为这一方面为了回馈投资者, 另一方面也为了满足未来再融资的需要。

公司 2009 年报显示资产负债率高达 63.75%, 今年以来为了解决资金需求, 公司发行短期融资券来弥补日常运营资金的缺口, 但这明显无法长期支持公司未来医药商业的业务扩张以及医药工业的产品研发和新产品的推广, 解决股改遗留问题将为公司再融资打开窗口, 增添业务发展的动力。

三、公司概况

3.1 历史沿革

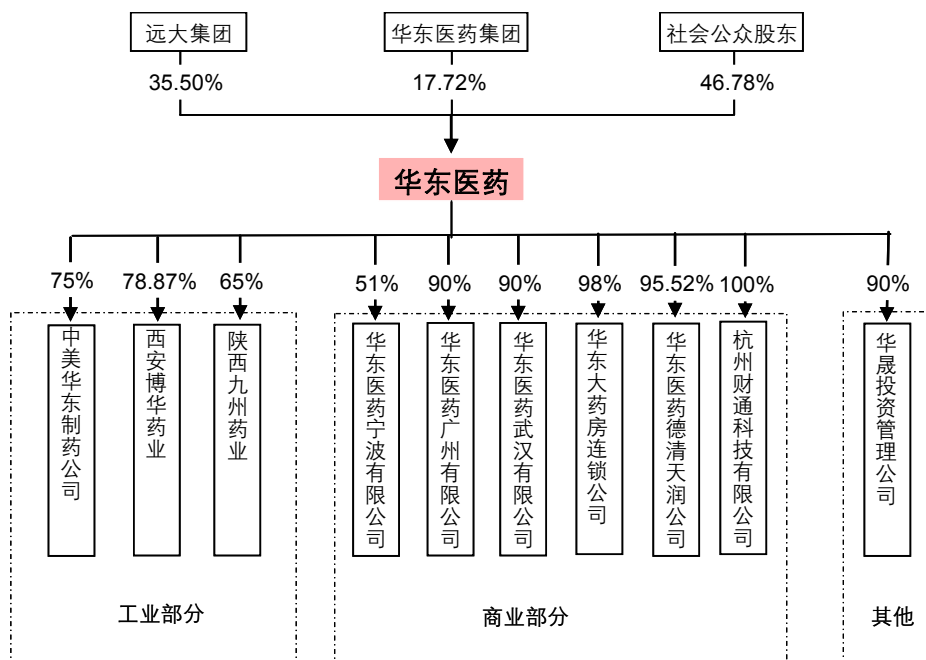
公司的前身杭州医药站股份有限公司是由杭州医药采购供应站作为主发起人，联合杭州民生药厂、浙江新昌制药股份有限公司共同发起，于 1993 年 3 月以定向募集方式设立的。

1995 年，杭州华东医药（集团）公司与杭州医药站股份有限公司实行联合重组。1996 年 10 月，杭州市国资局将杭州医药站股份有限公司的国家股全部授权杭州华东医药（集团）公司持有。

1998 年 7 月，杭州华东医药（集团）公司将其持有的公司 10987 万股国家股中的 7140 万股（占公司总股本的 51%）协议转让给中国远大集团公司及其子公司珠海海湾大酒店、浙江远大房地产开发有限责任公司。

1999 年 12 月 30 日公司更名为华东医药股份有限公司，股票于 2000 年 1 月 27 日在深圳证券交易所挂牌交易。

图 14：公司股权结构图



资料来源：东方证券研究所

2005 年 1 月 11 日，公司同意与杭州工商信托投资股份有限公司联合组建“杭州华晟投资管理有限公司”，新公司注册资本为 2600 万元人民币，公司持股 90%，现金出资 2340 万元人民币。

2006 年 11 月 2 日，公司召开五届八次董事会审议决定出资 1.8 亿元收购浙江远大房地产开发有限公司持有的杭州杨歧房地产开发有限公司 100% 股权。

2008 年 4 月 3 日，公司出资收购北京市泰亚投资有限责任公司持有的西安博华制药有限责任公司 78.87% 股权和西安博华持有的陕西九州制药有限责任公司 65% 股权。

2009 年 12 月 11 日, 公司发布公告并出资收购香港财通国际有限公司持有 80% 和杭州财通控股集团有限公司持有 20% 的杭州财通科技有限公司 100% 股权。

2010 年 4 月 29 日, 公司与远大集团、浙江远大房地产公司达成民事调解, 约定将杭州杨歧房地产开发有限公司 100% 股权以人民币 1.8 亿元的价格转让给中国远大。

3.2 公司业务概况：要么第一、要么唯一

华东医药是一家工商业并重的混合所有制医药企业, 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。

- 工业部分主要集中在子公司中美华东医药有限公司, 与其他普药生产企业不同, 公司专注于高端的首仿药的生产和销售, 虽然产品品种较少, 但是几乎每一个产品都能形成上亿的销售规模, 成为各自所属领域的领先者。在专注于专科用药销售的同时, 公司也培养出一个专业化的学术推广团队, 对公司未来新产品的快速上量打下良好的基础。
- 商业部分主要集中在母公司华东医药股份有限公司, 是浙江省最大的医药商业企业, 具有明显的区域竞争优势。

表 6：公司主要产品名称及所属领域

所属领域	主要产品
免疫抑制剂用药	新赛斯平(环孢素 A)、百令胶囊、赛可平 (吗替麦考酚酯)、他克莫司 (FK506)
糖尿病用药	卡博平 (阿卡波糖)、卡司平 (盐酸吡格列酮)
消化性溃疡用药	泮立苏 (泮托拉唑)
麻醉用药	复方氨酚双氢可待因片、复方盐酸曲马多片 (收购自九州制药)
原料药	奥硝唑原料药 (收购自西安博华)、阿卡波糖原料药、环孢素原料药

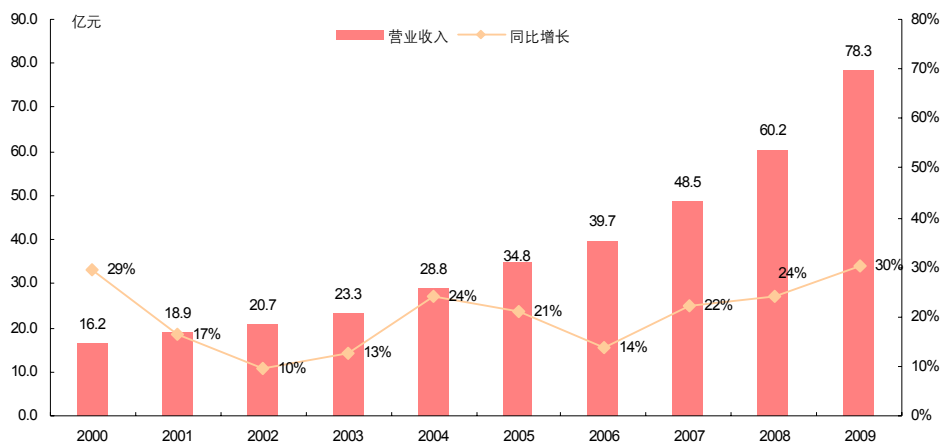
资料来源：东方证券研究所

3.3 公司经营情况分析

● 收入增长稳定

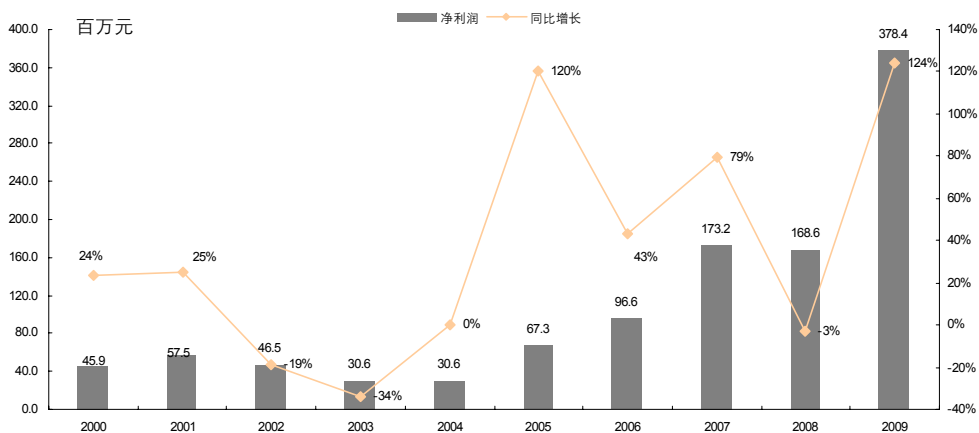
从公司营业收入方面来看, 2000 年到 2009 年的 CAGR 约为 19.15%, 同期归属母公司的净利润的 CAGR 约为 26.41%, 整体保持快速增长。

图 15：公司 2000-2009 年营业收入增长情况



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 16：公司 2000-2009 年营业收入增长情况



资料来源：Wind，东方证券研究所

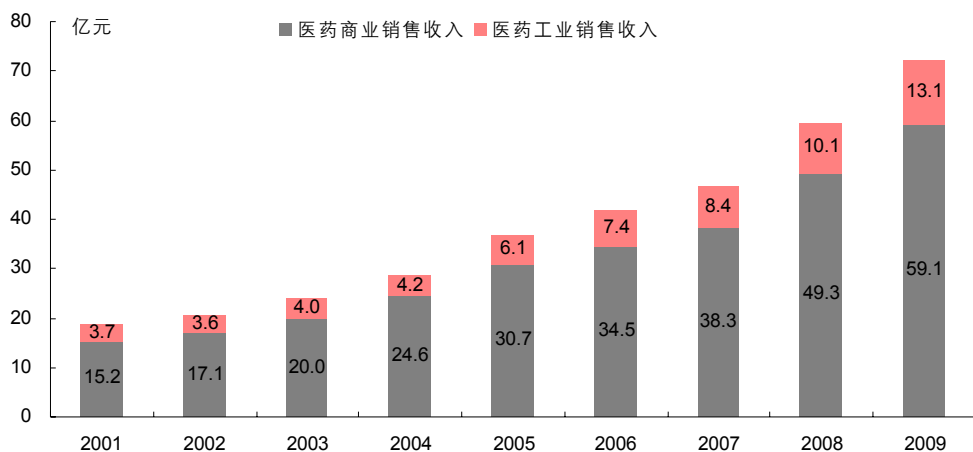
- 2000-2001 年公司工业和商业都实现了较快增长，主打两大产品百令胶囊和环孢素均达到亿元销售规模，成为工业增长的主力军；
- 2002-2003 年营业收入增长放缓的同时，净利润出现一定程度下滑。这主要是因为公司主打的产品已经进入增长疲惫期，在销售没有创新、新产品尚未形成气候。2002 年公司为解决坏账问题，将三年以上应收账款的坏帐准备计提比例由原来的 7% 提高到 2002 年计提 25%，导致管理费用大幅上升。

- 2004 年到 2007 年，随着销售模式的创新、卡博平和赛可平等新产品逐渐形成规模，公司营业收入和净利润增长都开始了快速增长，这一时期营业收入的 CAGR 为 18.97%，同时在产品毛利率、纯销品种及比重进一步提高，所得税实际税率从 52% 下降为 38.5% 的情况下，净利润的 CAGR 为 78.24%。
- 2008 年到 2009 年，公司营业收入保持较快增长，但净利润波动较大，这主要是因为子公司杨岐房地产取得的 1.8 亿元预售房款，因交房周期的缘故选择在 09 年确认。

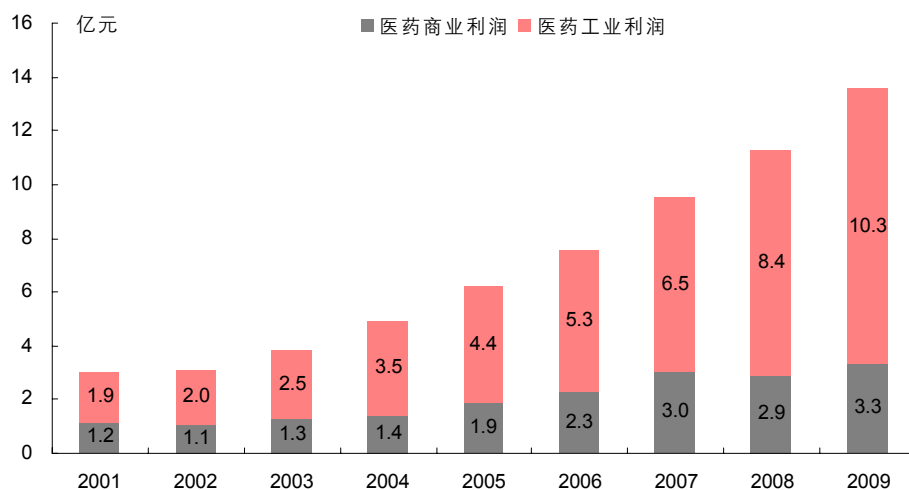
● 工业商业双重驱动增长、各有千秋

公司主营业务为医药商业和医药工业。从销售收入拆分来看，医药商业一直保持主力军地位，而从利润拆分来看，医药工业因其高额毛利而当任不让的成为中坚力量，随着公司工业产品线的丰富完善，医药工业产生的利润占公司营业利润的比重从 2000 年的 62.44% 提高到 2008 年的 75.74%，成为公司的主要支撑。

图 17：公司 2000-2009 年医药商业和工业收入增长情况



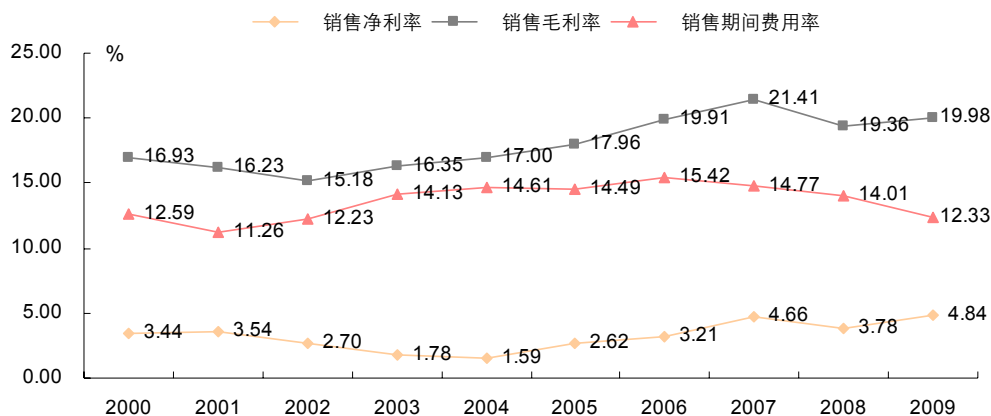
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 18：公司 2000-2009 年医药商业和工业利润增长情况


资料来源：Wind，东方证券研究所

● 较强的成本控制能力

2000 到 2009 年，公司净利率、毛利率和期间费用率基本保持稳定。随着公司将医药工业的重点放在发展专科用药、独家用药，将医药商业的重点放在走总代理总经销道路，公司毛利率开始逐步提升。同时随着公司业务的发展，期间费用率也缓慢上升。在这种情况下，净利率基本保持稳定，体现出公司较强的成本控制能力。

图 19：2000-2009 公司净利率波动情况


资料来源：东方证券研究所

附表：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2887	3626	4712	6201	营业收入	7825	9226	11352	14116
现金	567	1052	1535	2130	营业成本	6262	7508	9152	11285
应收账款	1268	1220	1525	1924	营业税金及附加	39	32	41	52
其它应收款	24	41	49	60	营业费用	667	789	965	1200
预付账款	0	118	133	154	管理费用	247	314	375	466
存货	725	961	1172	1562	财务费用	51	24	23	16
其他	302	233	298	371	资产减值损失	28	19	21	22
非流动资产	682	705	725	734	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	30	28	28	28	投资净收益	5	0	0	0
固定资产	403	463	512	546	营业利润	537	540	776	1075
无形资产	118	110	102	92	营业外收入	39	0	0	0
其他	131	104	83	67	营业外支出	10	0	0	0
资产总计	3569	4331	5437	6935	利润总额	565	540	776	1075
流动负债	2244	2702	3180	3814	所得税	118	108	155	215
短期借款	503	750	850	1000	净利润	447	432	621	860
应付账款	1010	1205	1471	1814	少数股东损益	69	90	127	183
其他	731	747	859	1000	归属于母公司净利润	378	343	493	677
非流动负债	31	39	46	50	EBITDA	649	626	875	1181
长期借款	4	9	14	19	EPS (元)	0.87	0.79	1.14	1.56
其他	27	30	33	32	主要财务比率				
负债合计	2275	2741	3227	3865	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	163	253	380	563	成长能力				
股本	434	434	434	434	营业收入	30.1%	17.9%	23.0%	24.4%
资本公积	60	60	60	60	营业利润	96.6%	0.7%	43.6%	38.5%
留存收益	637	979	1473	2150	归属于母公司净利润	124.4%	-9.4%	44.0%	37.2%
归属母公司股东权益合计	1131	1473	1967	2644	获利能力				
负债和股东权益	3569	4467	5573	7071	毛利率	20.0%	18.6%	19.4%	20.1%
现金流量表					净利率	4.8%	3.7%	4.3%	4.8%
单位:百万元					ROE	33.5%	23.3%	25.1%	25.6%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	54.3%	44.5%	52.7%	56.1%
经营活动现金流	568	361	493	547	偿债能力				
净利润	447	432	621	860	资产负债率	63.7%	61.4%	57.9%	54.7%
折旧摊销	61	62	76	90	净负债比率				
财务费用	51	24	23	16	流动比率	1.29	1.34	1.48	1.63
投资损失	-5	0	0	0	速动比率	0.96	0.98	1.11	1.21
营运资金变动	10	-240	-237	-429	营运能力				
其它	3	83	11	10	总资产周转率	2.35	2.34	2.32	2.28
投资活动现金流	-106	-101	-93	-92	应收账款周转率	7	7	8	8
资本支出	129	104	112	111	应付账款周转率	7.00	6.78	6.84	6.87
长期投资	-7	-3	1	0	每股指标 (元)				
其他	16	-0	20	20	每股收益	0.87	0.79	1.14	1.56
筹资活动现金流	-349	225	83	140	每股经营现金流	1.31	0.83	1.14	1.26
短期借款	-262	248	100	150	每股净资产	2.60	3.39	4.53	6.09
长期借款	0	5	5	5	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	36.70	40.53	28.15	20.51
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	12.28	9.43	7.06	5.25
其他	-87	-28	-22	-15	EV/EBITDA	22	22	16	12
现金净增加额	113	485	483	595					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn