

买入 维持

上海医药 (601607)

2011 年 02 月 24 日

借力提升研发实力，丰富研发产品线

消费小组首席分析师：丁频
SAC 执业证书编号：S0850203100085
dingpin@htsec.com
021-23219405
联系人：刘宇
liuy4986@htsec.com
021-23219608
联系人：刘杰
liuj5068@htsec.com
021-23219269

事件：公告称公司于 2011 年 2 月 23 日与上海复旦张江生物医药股份有限公司签订了创新药物研发战略合作协议，决定在未来 6 年内合计出资 1.8 亿元与复旦张江合作就四个在研药品进行研发，这四个药品是：肿瘤光动力治疗药物多替泊芬、长春新碱脂质体注射液 LVCR、重组人淋巴毒素 α 衍生物 LT、用于治疗类风湿性关节炎和强直性脊柱炎的生物技术药物高亲和力 Etanercept (TNFR2-Fc 融合蛋白)。

点评：

合作方复旦张江系上海医药参股子公司。合作方复旦张江于 2002 年 8 月 13 日在香港联交所创业板上市，主营专利药物及特殊药物的研究开发、制造及销售，以及相关技术服务，在基因工程药物、光动力药物、脂质体药物等领域的研发上处于国内先进或领先水平现有一大批药物处在已经或即将产业化的关键时点。目前已上市销售的原研新药有：治疗尖锐湿疣性病的光动力新药艾拉，被认定为上海市专利新产品；用于卡波氏肉瘤、乳腺癌和卵巢癌等肿瘤的治疗的新药里葆多，被认定为上海市高新技术成果转化项目。公司拥有复旦张江 29.60% 股权。

借助外力，提升综合研发实力。公司是工业、商业一体的综合性医药公司，医药商业是公司独特优势，在现有研发产品结构中，创新药较少，我们认为此次合作的重大意义在于既丰富了产品线，又借助研发实力较强的合作方，提升创新药物的研发实力。

对权益归属也做了明确，与合作研发药物相关的新药证书所有权及相关权益归上海医药、复旦张江双方共有。双方分别享有每项药物在合作地域（大中华区：中国大陆及港澳台）内的收益权的 50%，以及以上海医药为第一合作方，上海医药在同等条件下具有优先权等。

对于合作的管理，将成立管理委员会，为药品研发中的最高决策机构，主要职能是为审定该等药物的研发计划、审核研发费用使用情况、监督计划执行、单项药物的合作研发应否终止及其它相关事宜。管理委员会由 6 名成员组成，其中上海医药、复旦张江各自派遣 3 名。

产品具备尖端科技，前景广阔。这 4 个在研新药基本都与抗肿瘤相关，2009 年美国 FDA 共批准了 26 个新药上市，其中就有 5 个抗肿瘤药，抗肿瘤药物研发是一个非常活跃的领域，全球抗肿瘤药物市场规模约 524 亿美元，中国约 405 亿人民币，而近几年这个数字正以 20-30% 的速度增长。

本次公司合作的（1）重组人淋巴毒素 α 衍生物 LT 是具有知识产权的抗肿瘤基因工程药物，已完成 IIa 期临床试验，即将进入 IIb 期临床；（2）长春新碱脂质体注射液 LVCR 是将传统化疗药物长春新碱利用脂质体技术制成的一种纳米制剂形式，为美国 HANA 公司 Marqibo 的仿制品种，已获临床批件，同类产品 Marqibo 已经向美国 FDA 提交新药上市申请，预计很快就可以上市；（3）肿瘤光动力治疗药物多替泊芬，对于呼吸道、胃肠道和泌尿生殖道肿瘤及体表部位恶性肿瘤的光动力治疗具有微创、靶向治疗的优势，它没有化疗和放疗的全身细胞毒性及耐药性问题，可持续反复进行治疗，符合当今“带瘤生存”的肿瘤治疗新理念，已于 2009 年获得临床批件；（4）TNFR2-Fc 融合蛋白是抗体类药物，用于治疗类风湿性关节炎和强直性脊柱炎，目前已经基本完成临床前动物评价，拟在 2011 年 5 月申报临床批件。

光动力疗法是近几年世界肿瘤防治科学中最活跃的研究领域之一。是继手术、放疗、化疗及免疫等肿瘤传统疗法之后的又一种正在研究发展中的肿瘤新疗法。与传统药物相比，优势明显，副作用小，可反复使用，无创治疗。

工业、商业并进，布局全国。新上药于 2010 年初完成了重大资产重组后，进行了一系列收购工业和商业资产的重大举措，其中于 2010 年 12 月通过了购买集团公司抗生素资产的议案，将工业资产注入新上药，将有利于新上药对产业链上游的深度延伸，从而加快提高销售规模。

医药商业是处于医药产业链中间一个环节，上游经营品种和规模是影响业绩的一方面，全国性的营销网络将是支撑业绩的另一重要方面，上海医药在华东地区市占率第一，在分销领域具有较强优势，全国扩张符合公司战略诉求。公司多次收购 CHS 股权，现达到 65.24%，在收购完成同时，公司可能视情况进一步收购 CHS 的其余股份，最高至收购 CHS 全部股权。

CHS 拥有中信医药公司 100% 的股权，而后者主营医药分销，列 2009 年全国医药商业企业 18 位，主要业务集中于北京市场，当地市占率第三，医院纯销为主要业务（占 70%），与上海医药业务基本吻合，2009 年实现销售收入 43 亿元，净利润 1 亿元，预计 2010 年实现收入 60 亿元。上海医药将触角伸向了北京，将以此作为北方地区的医药分销平台，进一步向天津、河北一带扩张，构建新上药的全国布局。

工商业深度广度延伸，成就千亿市值。我们认为向工业和商业方向进行外延式扩张，将迅速扩大公司规模，建立全国性的网络。鉴于医药流通行业企业多，集中度不高，微利状态的现实，行业整合将是趋势，十二五医药流通行业规划也将催生 1-2 家千亿规模医药流通企业，我们认为上海医药具备这样的潜力，公司内部整改和外部扩张上都有空间，公司目前总市值 409 亿元，内部提升和外延扩张或将成就千亿市值。

盈利预测及投资评级。本次研发合作短期内不会对公司业绩造成影响，维持 2010-2012 年每股收益 0.71 元、0.92 元和 1.14 元的预测，考虑到国家政策对医药流通的支持，以公司为代表的行业龙头将主导整合过程，及公司内部整改的提升潜力，维持“买入”评级。

不确定因素。后续外延扩张的进程快慢存在不确定性。

信息披露

分析师声明

丁频：消费小组首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：康美药业、乐普医疗、康芝药业、科华生物、达安基因、上海医药、人福医药、东阿阿胶、天士力等。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。