

华东医药 (000963.SZ)

医药流通行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

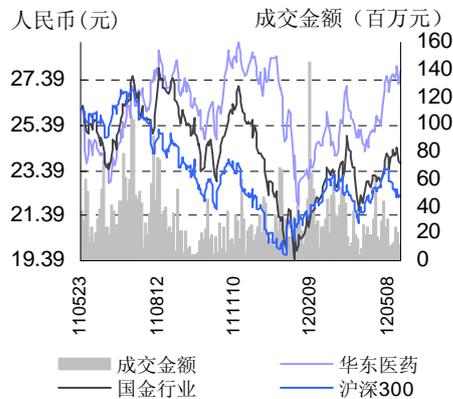
市价(人民币): 27.89元

拓展肿瘤专科药, 加速发展值得期待;

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)	279.94
总市值(百万元)	12,105.93
年内股价最高最低(元)	29.09/21.89
沪深300指数	2901.22
深证成指	11568.17



相关报告

1. 《一季报超预期,现代物流中心投入运行;》, 2012.4.20
2. 《业绩符合预期,正式进军抗肿瘤领域;》, 2012.3.26
3. 《工商业各领风骚》, 2011.12.13

燕智

联系人
(8621)60870946
yanz@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺

分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.731	0.879	1.127	1.452	1.880
每股净资产(元)	2.67	3.52	4.76	6.36	8.43
每股经营性现金流(元)	-0.06	0.04	1.33	1.41	1.70
市盈率(倍)	44.96	30.29	24.15	18.75	14.48
行业优化市盈率(倍)	63.49	55.47	55.47	55.47	55.47
净利润增长率(%)	-16.15%	20.23%	28.25%	28.80%	29.49%
净资产收益率(%)	27.39%	24.95%	23.67%	22.83%	22.31%
总股本(百万股)	434.06	434.06	434.06	434.06	434.06

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司是一家医药工业和商业齐头并进发展的企业。2011年医药工业实现收入18.9亿元,已打造免疫抑制剂、内分泌、抗肿瘤三个产品群和6个过亿产品。医药商业实现收入92亿元,始终位居浙江省内第一,且以纯销为主质量优异。
- 我们认为公司是国内最优秀的专科药仿制企业之一。公司销售人员人均销售额超过170万元/人,远超国内一线龙头,销售能力较强。公司未来2-3年将陆续上市约10个新品种上市,不存在产品线之忧。
- 未来专科药拓展肿瘤药等新领域值得期待。公司前期由于主导产品聚焦免疫抑制剂领域,发展速度受限于行业增速。十二五期间公司提出进入抗肿瘤药市场,并已报批来曲唑、阿那曲唑、伊立替康等多个大品种抗肿瘤用药,成长空间有望进一步打开。
- 省内医药商业龙头地位不可动摇。医药商业方面,公司稳坐浙江省内龙头地位,并根据医改政策提前布局战略合作,扩大经营网络优势,有望成为浙江区域的行业整合者。
- 资金压力较大,困扰公司发展。随着公司快速发展,百令胶囊等品种已出现严重产能瓶颈,需新建生产线。然而由于商业对资金的占用、工业利润尚且不大,这导致公司资金紧张。公司去年短期借款超16亿元,财务费用达1亿元。然而股改问题尚未解决制约了公司作为上市公司的融资功能。目前公司已经开始着手解决,预计有望在年内形成统一的方案。这有利于公司缓解资金压力,轻装上阵。

投资建议

- 我们认为公司是国内优质的仿制药龙头企业,之前由于适应症领域狭小行业地位被低估,公司十二五期间计划努力拓展抗肿瘤、抗重症感染与心血管,将使得公司经营优势得到放大,逐步迈入国内一线仿制药龙头行列。
- 我们预计,公司2012-2014年EPS分别为1.13元、1.45元、1.88元,同比增长28%、29%、30%,目前估值24倍。该预测并没有包含财务减压之后的业绩释放,因此未来有超预期可能,维持“买入”评级。

风险

- 股改问题进展低于预期;药品降价;器官移植政策变化。

内容目录

国内领先的专科仿制药企业.....	5
工业商业并重的医药龙头企业.....	5
工业板块：产品线逐步丰富，迈向一线仿制药龙头.....	6
产品线丰富，培养多个过亿品种.....	6
销售团队优秀，人均效率远超行业水平.....	7
百令胶囊：口碑效应显现，有望成为 10 亿级重磅炸弹.....	9
免疫抑制剂产品线：产品梯队完善，他克莫司成亮点.....	10
我国器官捐献率很低，供体短缺制约行业发展.....	10
免疫抑制剂已形成完整产品系列.....	13
环孢素：进入平台期的现金牛产品.....	14
吗替麦考酚酯：需求稳定增长，进口替代持续.....	15
他克莫司：免疫抑制剂板块的主要增长推动力.....	16
内分泌产品线：产品梯队不断丰富，吡格列酮二甲双胍值得期待.....	18
阿卡波糖：持续高成长的大品种.....	18
吡格列酮：大品种降糖药，外资发力开拓市场.....	19
吡格列酮二甲双胍：首仿产品，定价较高.....	21
奥利司他：定位降脂用药领域，小剂量安全性高.....	22
消化性溃疡药产品线：泮托拉唑价格竞争加剧.....	22
“十二五”期间进军肿瘤药领域.....	24
乳腺癌用药：女性癌症头号杀手，市场空间巨大.....	24
来曲唑：乳腺癌一线用药，年底有望获批上市.....	25
阿那曲唑：乳腺癌一线用药，原料药已经获批.....	27
产品储备丰富，肿瘤药将打开成长空间.....	28
公司是浙江省医药商业龙头企业.....	29
资金压力成为发展瓶颈，股改问题有望逐步解决.....	32
盈利预测.....	33
附录：三张报表预测摘要.....	错误！未定义书签。

图表目录

图表 1：公司销售收入和增速(剔除房地产业务).....	5
图表 2：公司营业利润及增速(剔除房地产业务).....	5
图表 3：2011 年工业和商业销售收入占比.....	5
图表 4：2011 年工业和商业营业利润占比.....	5
图表 5：2011 年浙江省内医药商业企业销售规模.....	6

图表 6: 公司股权结构变更及子公司情况	6
图表 7: 公司主要产品情况	7
图表 8: 各制药企业销售人员数量统计	7
图表 9: 各制药企业销售人员人均销售额(万元/人)	7
图表 10: 样本医院免疫抑制剂市场份额	8
图表 11: 样本医院降糖药市场份额统计	8
图表 12: 样本医院抗消化性溃疡及胃动力药市场份额	9
图表 13: 样本医院百令胶囊销售额按季度统计	9
图表 14: 样本医院金水宝胶囊销售额按季度统计	9
图表 15: 金水宝胶囊和百令胶囊产品比较	10
图表 16: 器官移植收入以肾移植和肝移植为主	11
图表 17: 样本医院免疫抑制剂销售金额(亿元)	11
图表 18: 我国器官捐献率处于非常低的水平(%)	12
图表 19: 频繁的政策文件出台, 器官移植工作加速推进	13
图表 20: 器官移植患者主要采用三联用药	13
图表 21: 样本医院中美华东免疫抑制剂销售额(百万元)	14
图表 22: 诺华制药环孢素全球销售额(百万美元)	14
图表 23: 样本医院环孢素销售额统计(百万元)	14
图表 24: 样本医院环孢素市场份额	15
图表 25: 罗氏吗替麦考酚酯全球销售额(百万美元)	16
图表 26: 样本医院吗替麦考酚酯销售额(百万元)	16
图表 27: 样本医院吗替麦考酚酯销售额占比	16
图表 28: 样本医院吗替麦考酚酯销售量占比	16
图表 29: 藤泽制药他克莫司全球销售额(百万美元)	17
图表 30: 样本医院他克莫司销售额(百万元)	17
图表 31: 样本医院中美华东他克莫司分季度销售额(万元) 错误! 未定义书签。	
图表 32: 样本医院他克莫司销售收入占比	18
图表 33: 样本医院他克莫司销售量占比	18
图表 34: 样本医院阿卡波糖销售额(万元)	19
图表 35: 拜耳制药阿卡波糖全球销售额(百万美元)	19
图表 36: 样本医院阿卡波糖市场份额统计	19
图表 37: 样本医院阿卡波糖占有率统计	19
图表 38: 样本医院吡格列酮销售额统计(百万元)	20
图表 39: 武田/礼来吡格列酮全球销售额(百万美元)	20
图表 40: 样本医院吡格列酮终端销售量占比	20
图表 41: 样本医院吡格列酮销售额占比	20
图表 42: 2011 年美国口服降糖药处方量占比	21
图表 43: 样本医院降糖药物市场份额	21

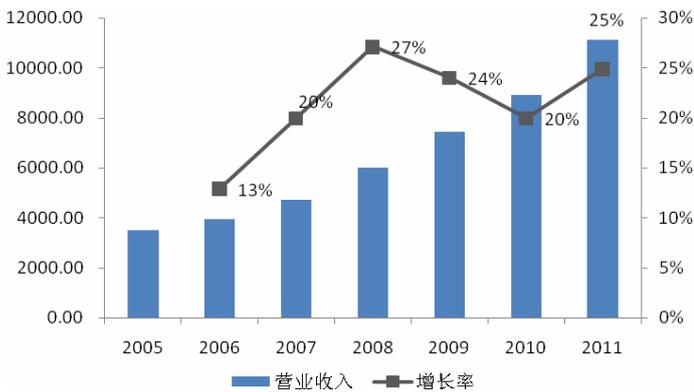
图表 44: 样本医院抗消化性溃疡及胃动力药市场份额	23
图表 45: 样本医院泮托拉唑销售额 (百万元)	23
图表 46: 样本医院泮托拉唑市场份额	23
图表 47: 华东医药泮托拉唑各剂型中标价与最新最高零售限价比较	24
图表 48: 我国女性应各肿瘤疾病死亡率	25
图表 49: 历年我国女性乳腺癌患病率逐步提升	25
图表 50: 诺华制药来曲唑全球销售额 (百万美元)	26
图表 51: 样本医院芳香化酶抑制剂销售额 (万元)	26
图表 52: 样本医院来曲唑市场份额	27
图表 53: SFDA 来曲唑批文和评审情况	27
图表 54: 阿斯利康制药阿那曲唑全球销售额 (百万美元)	27
图表 55: 样本医院阿那曲唑销售额 (万元)	28
图表 56: 样本医院阿那曲唑市场份额	28
图表 57: 阿那曲唑 SFDA 批文情况	28
图表 58: 华东医药正在申报审批的品种	29
图表 59: 销售收入分产品拆分	29
图表 60: 华东与英特医药商业销售规模 (百万)	30
图表 61: 华东与英特医药商业毛利率比较	30
图表 62: 2009 年浙江省医药商业各地级市规模分布	31
图表 63: 医药商业各产品线纯销与调拨结构	31
图表 64: 医药商业规模以上产品的数量	31
图表 65: 母公司 (商业片) 应收账款回收期拉长	32
图表 66: 母公司 (商业片) 经营性现金流	32
图表 67: 公司历年短期借款额 (百万元)	32
图表 68: 公司历年财务费用统计 (百万元)	32
图表 69: 公司盈利预测分产品拆分	34

国内领先的专科仿制药企业

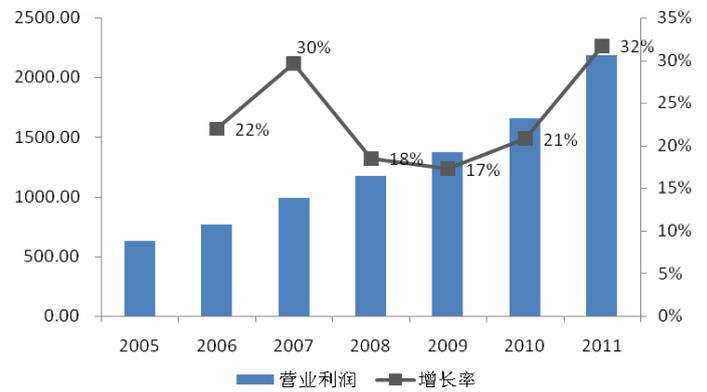
工业商业并重的医药龙头企业

- 华东医药于 1997 年由杭州华东医药集团公司和杭州医药站股份股份有限公司资产重组组建。公司是一家在专科仿制药和医药商业领域均表现出众的优质医药龙头。
- 公司经营业绩多年保持稳定增长，2011 年公司实现销售收入 111.37 亿元，同比增长 24.07%，五年复合增长率达到 23%；实现净利润 3.81 亿元，同比增长 20.2%，剔除房地产业务影响后，营业利润 5 年复合增速 24%。

图表1: 公司销售收入和增速(剔除房地产业务)



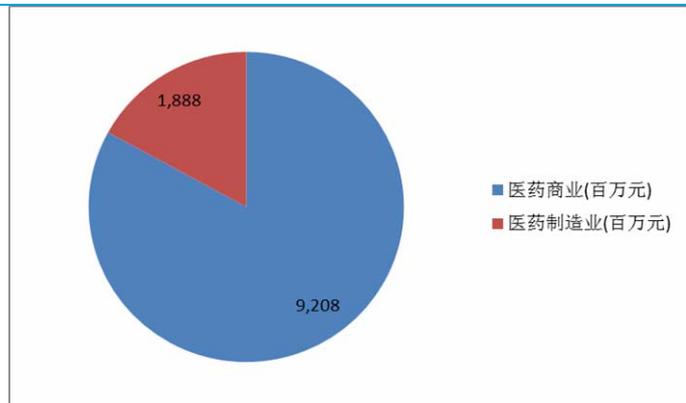
图表2: 公司营业利润及增速(剔除房地产业务)



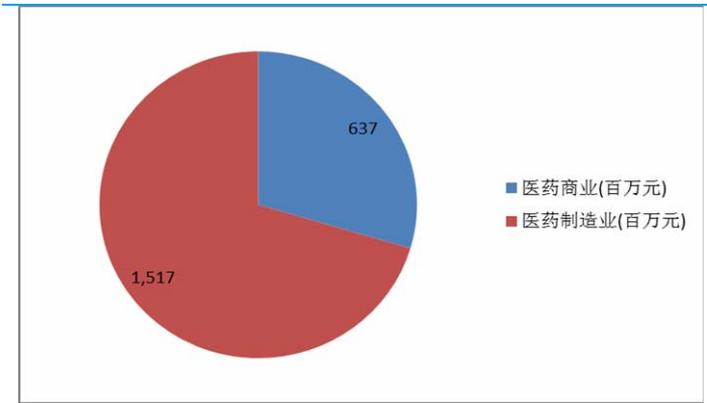
来源: 公司公告、国金证券研究所

- 公司旗下主要工业平台中美华东，拥有免疫抑制剂、降糖药、消化道溃疡用药三条强势产品线，贡献公司营业利润占比 70%。

图表3: 2011 年工业和商业销售收入占比



图表4: 2011 年工业和商业营业利润占比



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 华东医药母公司以经营医药商业为主，公司在浙江省区域型医药商业龙头，经营规模排名省内第一。
- 2012 年 4 月 18 日，公司医药商业现代物流中心项目一期改造顺利完成，正式投入运营，可支撑 130 亿元的年销售规模，形成主要以医药产品为主导资源，服务范围覆盖浙江全省的综合物流运营网络系统，成为浙江全省网络覆盖最全，设施最先进，规模最大的医药物流企业。

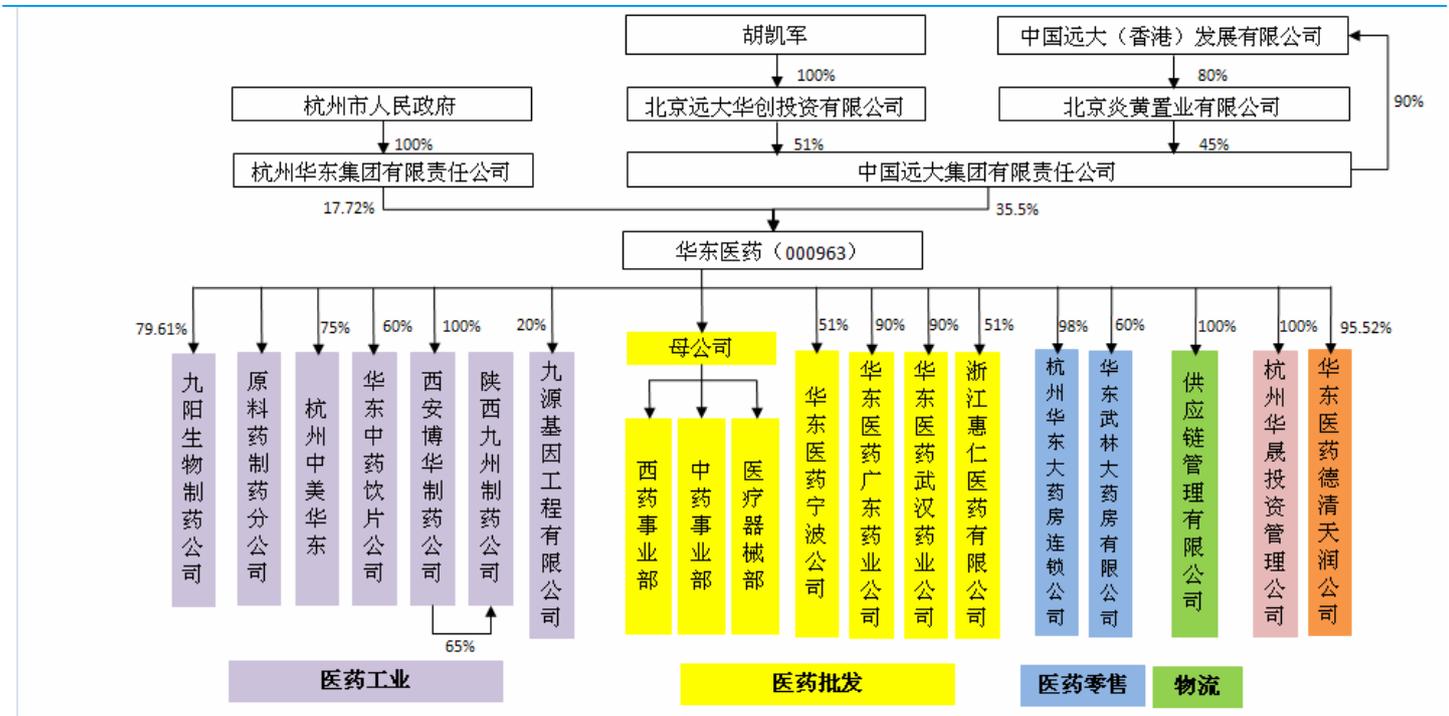
图表5: 2011年浙江省内医药商业企业销售规模

排名	公司名称	2011销售额	同比增速
1	华东医药	92亿	26%
2	英特集团	85亿	29%
3	宁波医药股份有限公司（上药63.61%股权）	37亿	32%
4	浙江省医药工业公司（海正85%股权）	25亿	14%
5	温州市生物药械供应有限公司（国控58%股权）	24亿	20%
6	台州医药（上药53%股权）	20亿	33%

来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司已经形成了医药工业和医药商业并重的格局，工业商业平衡发展，良性互动。

图表6: 公司股权结构变更及子公司情况



来源：公司公告、国金证券研究所

工业板块：产品线逐步丰富，迈向一线仿制药龙头

产品线丰富，培养多个过亿品种

- 公司经过多年发展已经培养出百令胶囊、阿卡波糖、泮立苏、环孢素、吗替麦考酚酯和他克莫司 6 个过亿品种，覆盖中成药、降糖药、消化道溃疡和免疫制剂 4 个专科药领域。
- 在研发方面，公司依托杭州华东医药集团生物工程研究所有限公司，该研究所拥有近百人的科研团队，研发实力雄厚，先后开发了百令胶囊、环孢素 A、阿卡波糖、泮托拉唑等目前公司的主导品种。

图表7: 公司主要产品情况

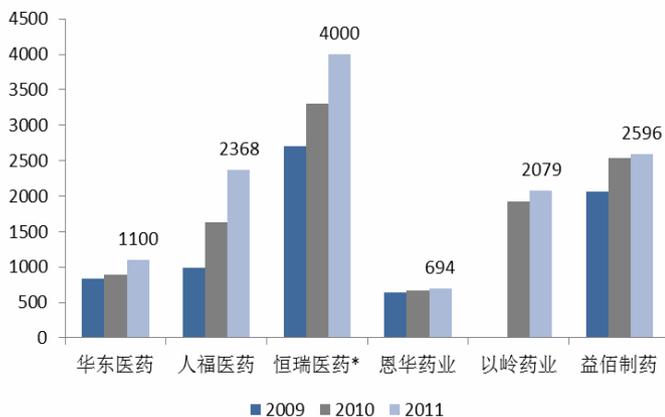
产品线	通用名	商品名	2011年预计销售	适应症	医保类别	医保限用情况
中成药	百令胶囊		5.6亿	提高机体免疫、升高白细胞、降低血脂、消除疲劳、抗炎、抗肿瘤等作用	乙	
	百令片		申请生产	补肺肾, 益精气。用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、腰背酸痛; 慢性支气管炎的辅助治疗	乙	
	百令疏肝胶囊		申请临床		乙	
免疫抑制剂	环孢素	新赛斯平	2.3亿	器官移植如预防肾、肝、心、心肺联合、肺或胰等异体移植的排斥反应, 治疗以前接受其它免疫剂患者的移植排斥反应; 内源性葡萄膜炎; 类风湿关节炎; 银屑病	甲	限器官移植、再生障碍性贫血和工伤保险
	吗替麦考酚酯	赛可平	1.6亿	预防同种肾移植病人的排斥反应, 及治疗难治性排斥反应		
	他克莫司		1.4亿	肝脏及肾脏移植患者的首选免疫抑制药物, 肝脏及肾脏移植后排斥反应对传统免疫抑制方案耐药者, 也可选用该药物。	乙	限重症特应性皮炎二线 and 工伤保险
	西罗莫司	赛莫司	0.5亿	适用于接受肾移植的患者, 预防器官排斥	乙	限器官移植和工伤保险
内分泌药物	阿卡波糖	卡博平	3.9亿	配合饮食控制治疗糖尿病	乙	
	吡格列酮	卡司平	0.6亿	2型糖尿病 (或非胰岛素依赖性糖尿病, NIDDM)	乙	限不适用胰岛素药物且使用其他口服降糖药物无效的患者
	格列酮二甲双	卡优平	培育期	2型糖尿病, 适用于单独使用盐酸二甲双胍治疗效果不佳及使用盐酸吡格列酮和盐酸二甲双胍联合治疗的病人		
	伏格列波糖		培育期	适用于患者接受饮食、运动疗法没有明显效果时; 或者患者除饮食、运动疗法外还用口服降糖药物或胰岛素制剂没有明显效果时的餐后高血糖。	乙	
	奥利司他		培育期	用于肥胖或体重超重患者 (体重指数 ≥ 24) 的治疗。		
消化性溃疡药	泮托拉唑	泮立苏	2.7亿	与其它抗菌药物 (克拉霉素、阿莫西林和甲硝唑) 伍用能够根除幽门螺杆菌感染, 十二指肠溃疡, 胃溃疡, 中、重度反流性食管炎	乙	
抗肿瘤药	奥沙利铂		培育期	用于经氟尿嘧啶治疗失败后的结直肠癌转移的患者	乙	
	阿那曲唑		申请生产	适用于绝经后妇女的晚期乳腺癌的治疗	乙	
	来曲唑		申请生产	用于治疗抗雌激素治疗无效的晚期乳腺癌绝经后患者	乙	
	伊立替康		申请生产	用于成人晚期/转移性结肠癌的治疗	乙	限三级综合、肿瘤专科医院 二线用药
	喷司他丁		申请临床	干细胞白血病, 慢性淋巴细胞白血病		
心血管	替罗非班		-	适用于不稳定型心绞痛或非Q波心肌梗塞病人	乙	限急性冠脉综合征
	盐酸芬戈利德		临床验证	适用于复发性多发性硬化症患者(MS)的治疗		
其他	克拉霉素		-	抗菌药物	乙	
	非布索坦		申请生产	用于治疗痛风的慢性高尿酸血症		

来源: 国金证券研究所

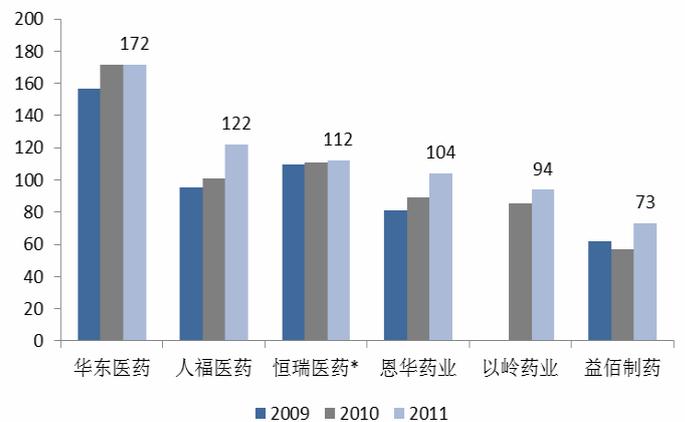
销售团队优秀, 人均效率远超行业水平

- 公司一直致力于打造自己的销售团队, 工业片拥有销售人员 1100 多人, 在多个领域已经成长为比肩外资制药巨头的本土仿制药企业。
- 2011 年, 华东医药的销售人员人均销售额高达 172 万元/人, 超出 80 万元/人的行业平均水平一倍多, 也远高于恒瑞医药、人福药业等一线专科仿制药企业。
- 较高的人均销售额反应出公司在销售管理上的竞争优势, 同时也为吸引和留住优秀销售人员, 提供了优秀的平台。

图表8: 各制药企业销售人员数量统计



图表9: 各制药企业销售人员人均销售额(万元/人)



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 公司作为我国专科仿制药的龙头企业，在临床推广方面已经形成一套不逊于国际制药企业的方式方法，在多个适应症领域，公司都成为唯一能与国际制药巨头抗衡的本土制药企业，综合实力不容小觑。
 - 在免疫抑制剂领域，公司已经形成成熟的产品线，2011年占据14.7%的市场份额，市场地位比肩日本藤泽、罗氏、诺华等国际一线制药企业，与国内企业拉开明显差距。

图表10: 样本医院免疫抑制剂市场份额

厂家	2008年	2009年	2010年	2011年
藤泽药品工业公司	27.5%	28.8%	27.0%	27.5%
上海罗氏制药有限公司	31.7%	30.2%	28.5%	26.1%
杭州中美华东制药有限公司	13.6%	13.0%	13.7%	14.7%
上海兰生国建药业有限公司	6.8%	8.5%	9.8%	10.9%
北京诺华制药有限公司	13.1%	10.4%	10.1%	9.9%
惠氏制药有限公司	1.9%	1.7%	2.1%	2.3%
华北制药集团	1.2%	1.9%	1.9%	1.9%
诺华(瑞士)	5.5%	7.7%	1.1%	1.4%
丽珠集团丽珠制药厂	0.1%	0.2%	0.9%	0.9%
浙江海正药业股份有限公司	0.3%	0.7%	0.8%	0.8%
上海唯科生物制药有限公司	0.1%	0.4%	0.7%	0.8%
旭化成工业株式会社	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

来源: PDB、国金证券研究所

- 在降糖药领域，公司依托国内首仿药物阿卡波糖，占据3.83%的市场份额。降糖药领域竞争激烈，外资药企业群雄割据，公司在该领域市位居第三梯队，成为国内制药企业中排名第一的企业。

图表11: 样本医院降糖药市场份额统计

排名	生产企业	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
1	丹麦诺和诺德公司	25.16%	26.61%	28.04%	28.38%	29.57%
2	德国拜耳先灵公司	22.30%	19.94%	20.02%	18.96%	18.84%
3	法国赛诺菲-安万特公司	4.09%	5.48%	7.24%	9.07%	9.70%
4	美国礼来公司	7.80%	7.82%	7.25%	7.04%	6.59%
5	百时美施贵宝公司	6.17%	5.79%	6.01%	6.28%	6.33%
6	浙江杭州中美华东制药有限公司	3.68%	3.94%	4.14%	3.94%	3.83%
7	葛兰素史克公司	4.99%	3.66%	3.96%	4.16%	3.17%
8	法国施维雅制药厂	3.89%	4.15%	4.09%	3.71%	2.99%
9	北京万辉双鹤药业有限责任公司	4.39%	3.54%	2.99%	2.38%	2.37%
10	北京诺华制药有限公司	0.84%	1.37%	1.94%	2.40%	2.20%
11	美国辉瑞公司	3.33%	2.66%	2.10%	1.95%	1.78%
12	太极集团重庆涪陵制药厂有限公司	0.76%	1.18%	1.18%	1.18%	1.16%
13	甘李药业有限公司	0.06%	0.44%	0.42%	0.51%	0.87%
14	北京大洋药业有限公司	0.94%	1.00%	0.81%	0.84%	0.86%
15	江苏万邦生化医药股份有限公司	0.84%	1.01%	0.89%	0.82%	0.85%
16	日本武田药品工业株式会社	1.29%	1.07%	0.68%	0.67%	0.81%
17	江苏恒瑞医药股份有限公司	0.53%	0.68%	0.91%	0.85%	0.77%
18	吉林通化东宝药业股份有限公司	0.52%	0.96%	0.73%	0.60%	0.66%
19	江苏豪森药业股份有限公司	0.84%	0.91%	0.74%	0.66%	0.66%
20	扬子江药业集团南京海陵药业有限公司	0.04%	0.20%	0.32%	0.53%	0.60%

来源: PDB、国金证券研究所

- 抗消化道溃疡及胃动力药物市场国内制药的渗透率已经很好，公司依靠泮托拉唑占据4.32%的市场份额，排名市场第五。

图表12: 样本医院抗消化性溃疡及胃动力药市场份额

厂家	2008年	2009年	2010年
江苏阿斯利康(无锡)制药有限公司	27.49%	29.33%	30.49%
江苏扬州奥赛康药业有限公司	7.15%	7.49%	8.38%
扬子江药业集团有限公司	5.69%	5.81%	6.09%
江苏常州四药制药有限公司(常州市第四制药厂)	6.66%	6.33%	5.99%
杭州中美华东制药有限公司	4.55%	4.12%	4.32%
卫材(中国)药业有限公司	2.23%	2.44%	2.76%
德国奈科明有限公司	5.60%	5.85%	2.67%
辽宁沈阳东宇药业有限公司	1.73%	1.98%	1.68%
北京拜耳医药保健有限公司	2.29%	1.83%	1.46%
江苏豪森药业股份有限公司	1.51%	1.25%	1.16%
广东丽珠医药集团股份有限公司丽珠制药厂	1.85%	1.17%	1.15%

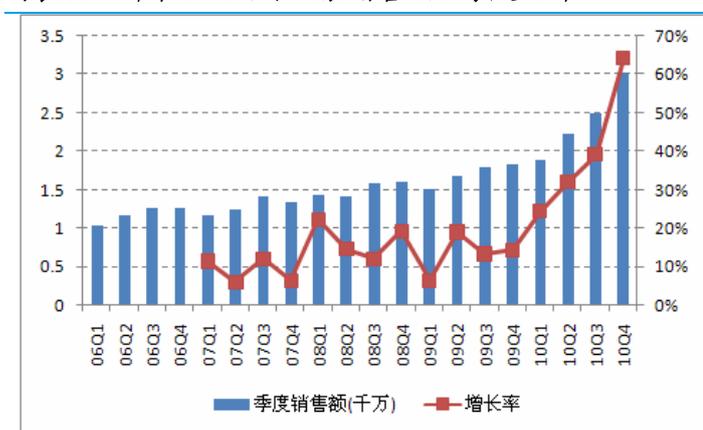
来源: PDB、国金证券研究所

- 我们看到公司在多个专科药领域已经多次证明自身与国外领先制药企业媲美的临床推广能力, 这在国内制药企业中实属罕见。如果公司能持续推出新产品, 就有望通过自己的临床孵化平台, 培育出新的畅销药物。
- 我们认为在全国医保控费的大背景下, 降低昂贵外资原研药的使用率, 鼓励使用性价比更高的国产仿制药, 是国家节约药品支出, 优化医保资金使用效率的重要手段。华东医药作为我国专科仿制药的领先企业, 在仿制药研发和临床推广方面均具有突出竞争优势, 顺应我国医药行业的政策方向, 将成为行业变革的受益者。

百令胶囊: 口碑效应显现, 有望成为 10 亿级重磅炸弹

- 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。
- 百令胶囊作为中药一类新药, 公司于 1991 年拿到生产批文。该产品之前主要用于器官移植领域、肾内科、呼吸科。11 年开始, 公司扩大了针对内分泌科(主要是糖尿病患者)、肿瘤科, 以及用于肝肾纤维化等治疗领域的推广, 取得良好效果。
- 同时, 公司为更好适应市场的需求, 在 2010 年推出 0.5g 规格的产品, 更方便患者配药和服用, 促使 2011 年百令胶囊增速大幅提升至接近 50%。

图表13: 样本医院百令胶囊销售额按季度统计



来源: 健康网、国金证券研究所

图表14: 样本医院金水宝胶囊销售额按季度统计



- 我们预计百令胶囊同时受益于适应症扩大和规格升级，到 13 年有望成长为 10 亿的重磅炸弹级药物，年复合增速 35%，与济民可信的金水宝胶囊分庭抗礼。
- 2010 年新版国家药典，将百令胶囊的药品成分提升为发酵冬虫夏草菌粉，区别于金水宝胶囊的发酵虫草菌粉，有效性更受国家认可。
- 近年来百令胶囊快速追赶金水宝。从 2010 年起百令胶囊增速明显加快，而金水宝胶囊的终端增速则较 07-09 年大幅回落。

图表15：金水宝胶囊和百令胶囊产品比较

	金水宝胶囊	百令胶囊
药品成分	发酵虫草菌粉	发酵冬虫夏草菌粉
生产企业	江西济民可信制药	杭州中美华东制药
作用类别	双跨	处方药
功效主治	用于肺肾两虚，精气不足所致的久咳虚喘，神疲乏力，不寐健忘，腰膝酸软，月经不调，阳痿早泄，慢性支气管炎、慢性肾功能不全、高血脂、肝硬化等	补肺肾，益精气。用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、腰背酸痛；慢性支气管炎、慢性肾病、慢性肝病、性功能减退、肿瘤及免疫功能异常症。
规格	0.33g/粒	0.2g/粒、0.5g/粒
用法与用量	口服，一次3粒，一日3次	0.2g，一次5-15粒，一日3次
中标均价	0.62元/粒	0.275元/粒
日均消费额	6.40元/日	4.75元-14.23元
销售规模	约11亿元	5.5亿元
销售人员数量	1000多人	200多人
医保范围	国家医保乙类	国家医保乙类

来源：国家药典、国金证券研究所

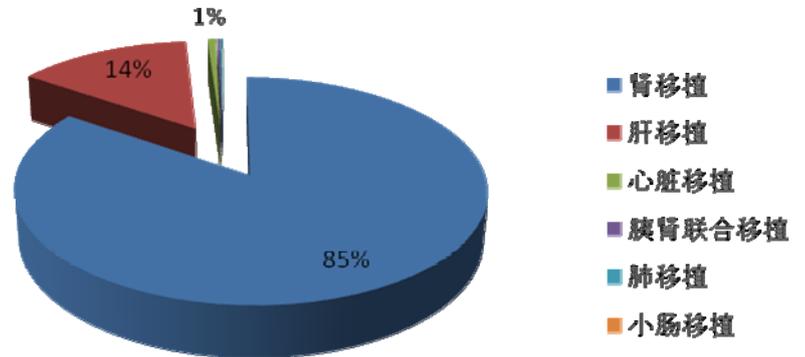
- 公司出于百令胶囊产能问题暂时没有启动百令系列产品 OTC 业务的拓展，但相关产品已经进入研发阶段，预计最终百令系列有望成长为 30-50 亿的重磅炸弹级品种。
- 百令胶囊的爆发式增长造成公司较大的产能压力。2011 年公司通过酶酚酸、环孢素车间转产的方式扩产百令胶囊 30 吨，产能增至 300 吨。为缓解百令胶囊产能瓶颈，公司已经将华东制药厂生产 FK506、吗替麦考酚酯和环孢素转产或备货后暂时停产，原所用车间改造为百令胶囊生产线，同时生产工艺提升也将提高 10%-20%的产能，预计今年产能能够支撑 8 亿左右的销售。明年需要靠借助外部产能，才能满足增长需求。

免疫抑制剂产品线：产品梯队完善，他克莫司成亮点

我国器官捐献率很低，供体短缺制约行业发展

- 中国是仅次于美国的第二大器官移植大国，近十年来,我国已累计开展器官移植超过 10 万例。
- 目前，国内每年器官移植手术量接近万例，其中肾移植手术 6000 多例，肝移植手术 2000 多例，两者占器官移植手术量的 90%以上。其他的器官移植手术还包括心脏移植、脾脏移植等。

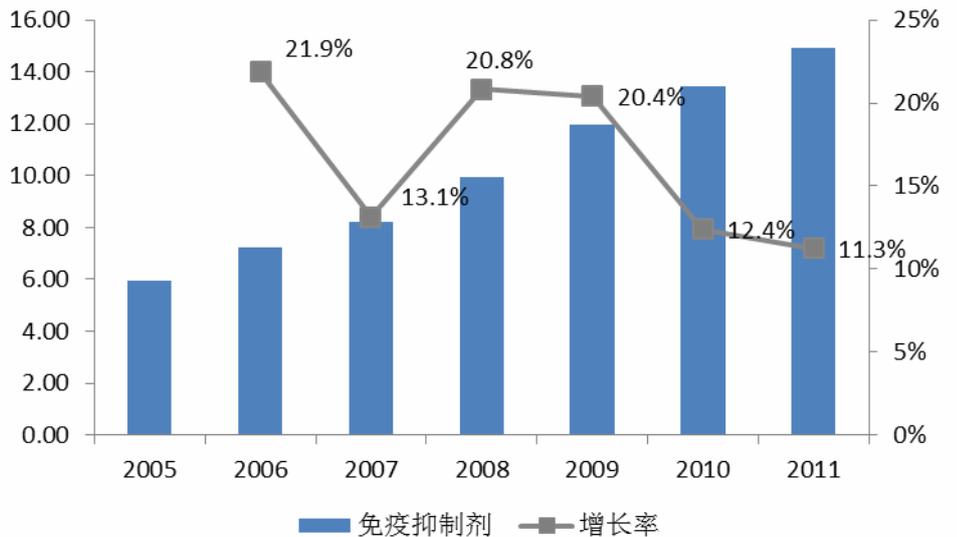
图表16: 器官移植收入以肾移植和肝移植为主



来源: 中国移植随访管理系统、国金证券研究所

- 器官移植术后, 为了避免急性排异反应, 维持移植器官功能, 受体需要进行高强度的免疫抑制治疗。根据中华医学会数据, 目前国内免疫抑制剂市场规模约 60 亿元左右, 其中环孢素 A、他克莫司等微生物酵解产物类药物占到 40% 以上的市场份额。

图表17: 样本医院免疫抑制剂销售金额(亿元)

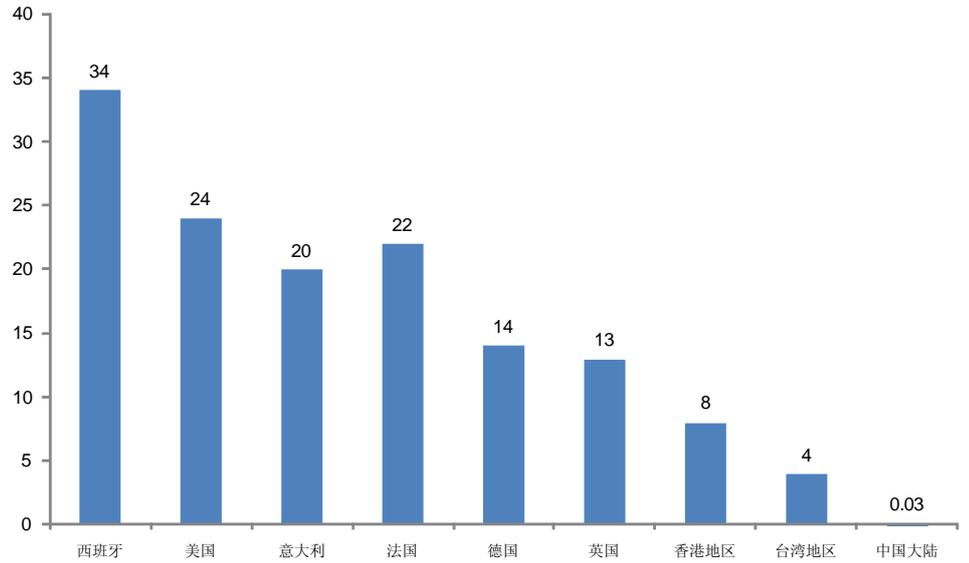


来源: PDB、国金证券研究所

- 随着累计肾移植病人的增多, 存活率的不断提提升, 器官移植药物市场不断扩容。
- 然而, 由于供体的数量约束, 免疫抑制剂行业的增速滞后于医药行业整体。实际上, 器官移植患者的需求远远没有得到满足。
 - 我国每年约有 150 万患者需要器官移植, 而仅有近万名患者有幸实施器官移植。以尿毒患者为例, 目前国内尿毒患者近 200 万人, 约五成的尿毒症患者适合肾移植, 但实际每年实施的手术只有 6000 多例。
 - 造成器官移植的巨大供需缺口的原因是供体严重不足。因此, 供体数量的未来发展趋势直接决定了免疫抑制剂行业的未来发展。

- 根据业内专家的统计，目前国内器官移植中 60%左右的供体来源于死囚的捐献，1/3 的供体则属于活体器官移植，普通公民逝世后器官捐献所占比例非常小。
- 目前，我国的器官捐献率与世界其他国家相比处于非常低的水平。对于民众及家属观念的持续教育，相关法律和补偿机制的健全有望使得我国器官捐献率逐步提升。

图表18: 我国器官捐献率处于非常低的水平 (%)



来源: UNOS、国金证券研究所

- 2010年3月，受卫生部委托，中国红十字会总会决定在天津、辽宁、上海、江苏、浙江、福建、江西、山东、湖北、广东等省(市)启动人体器官捐献试点工作。随后，湖南、内蒙古、吉林、河南、广西、陕西省也被列入试点省(区)。截至2012年3月16日，人体器官捐献试点范围扩大至16个省(市、区)，共完成捐献207例，捐献大器官546个，挽救了540余垂危的生命。
- 为提高我国器官捐献率，近年来卫生部频繁颁布了多个相关文件，旨在规范器官捐献和移植医疗市场，为民众资源捐献器官提供平台。我们认为，在国家相关部门的政策引导下，器官移植市场有望逐步规范，这有利于供体数量的增加。免疫抑制剂市场也有望受益于此，加速增长。

图表19: 频繁的政策文件出台, 器官移植工作加速推进

时间	事件
2006年3月	卫生部发布《人体器官移植技术临床应用管理暂行规定》，2006年7月1日起施行
2006年6月	卫生部印发《肝脏移植技术管理规范》、《肾脏移植技术管理规范》、《心脏移植技术管理规范》和《肺脏移植技术管理规范》
2007年3月	国务院颁布《人体器官移植条例》，2007年5月1日起实施
2007年5月	卫生部下布《卫生部办公厅关于做好人体器官移植诊疗科目登记工作的通知》
2007年6月	卫生部下发《卫生部办公厅关于境外人员申请人体器官移植有关问题的通知》
2007年6月	卫生部下发《卫生部医政司关于征求<胰腺移植技术管理规范（征求意见稿）>和<小肠移植技术管理规范（征求意见稿）>意见的通知》
2007年7月	卫生部下发《卫生部办公厅关于对人体器官移植技术临床应用规划及拟批准开展人体器官移植医疗机构和医师开展审定工作的通知》
2008年7月	卫生部印发《世界卫生组织人体细胞、组织和器官移植指导原则（草案）》
2009年6月	卫生部下发《卫生部关于进一步加强人体器官移植监管工作的通知》
2009年11月	卫生部印发《颜面部同种异体器官移植技术管理规范（试行）》
2009年12月	卫生部印发《卫生部关于规范活体器官移植的若干规定》
2010年9月	卫生部医管司举办人体器官移植技术管理培训班
2010年10月	卫生部公布31个省、市、区的163家具有人体器官移植资质的医院名单
2011年3月	卫生部副部长黄洁夫表示，我国人体器官捐献和获取试点工作已经启动，并将首次尝试捐献者经济救助机制，今年9-10月将建成“心死亡”遗体器官捐献体系
2011年4月	卫生部副部长黄洁夫表示，我国有望年内实现申领驾照时进行器官捐献意愿登记，并制定在器官捐献之前、期间和之后对捐献者及其家人提供人文关怀和照顾的相应措施。这其中将包括救助补偿政策，器官捐献者有望获得物质补偿。
2012年3月	卫生部副部长黄洁夫表示，我国将尽快建立器官捐献体系，并承诺在3-5年内彻底改变主要依靠死囚来获得移植器官的畸形方式。

来源：卫生部、网络资料、国金证券研究所

免疫抑制剂已形成完整产品系列

- 公司在免疫抑制剂市场拥有最完整的联用药物产品线，产品包括环孢素、他克莫司和吗替麦考酚酯，几乎覆盖各种联合使用方法的用药需求。

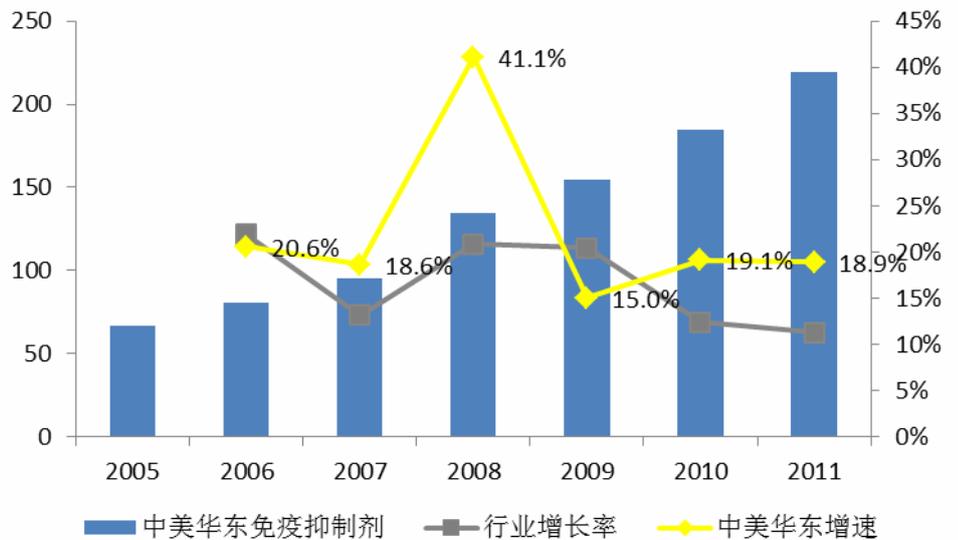
图表20: 器官移植患者主要采用三联用药

二联用药:	环孢素 或 他克莫司 或 硫唑嘌呤 + 强的松
三联用药:	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：网络资料、国金证券研究所

- 2011年，公司免疫抑制剂2011年销售收入达到4.4亿元。样本医院数据显示，2011年公司占据我国免疫抑制剂市场份额的14.7%，排名第二，龙头地位不可动摇。

图表21: 样本医院中美华东免疫抑制剂销售额 (百万元)

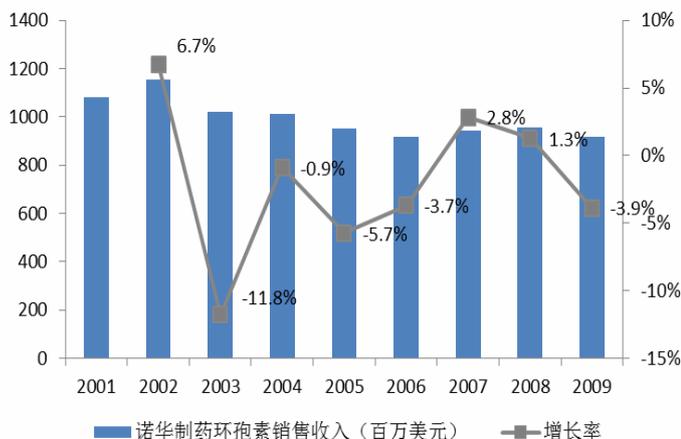


来源: PDB、国金证券研究所

环孢素: 进入平台期的现金牛产品

- 环孢素是一种细胞因子抑制剂, 通过抑制 T 细胞来抑制对移植器官的排斥, 是目前一线的免疫抑制用药。
 - 环孢素 A 是 20 世纪 70 年代由瑞士山德士药厂(诺华公司前身之一)从挪威土壤里发现的一种脂溶性环状一肽化合物。1983 年环孢素 A 被 FDA 批准用做肾、肝和心脏移植的抗排斥药物。
 - 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 的临床应用是 20 多年来器官移植的最重大进展。
 - 环孢素 A 是重磅炸弹级的免疫抑制用药, 巅峰时期全球销售额超过 12 亿美元, 大幅提升术后存活率, 推动了器官移植医学的发展。由于有较强的肾毒性, 环孢素近些年销售稳步回落。

图表22: 诺华制药环孢素全球销售额 (百万美元)



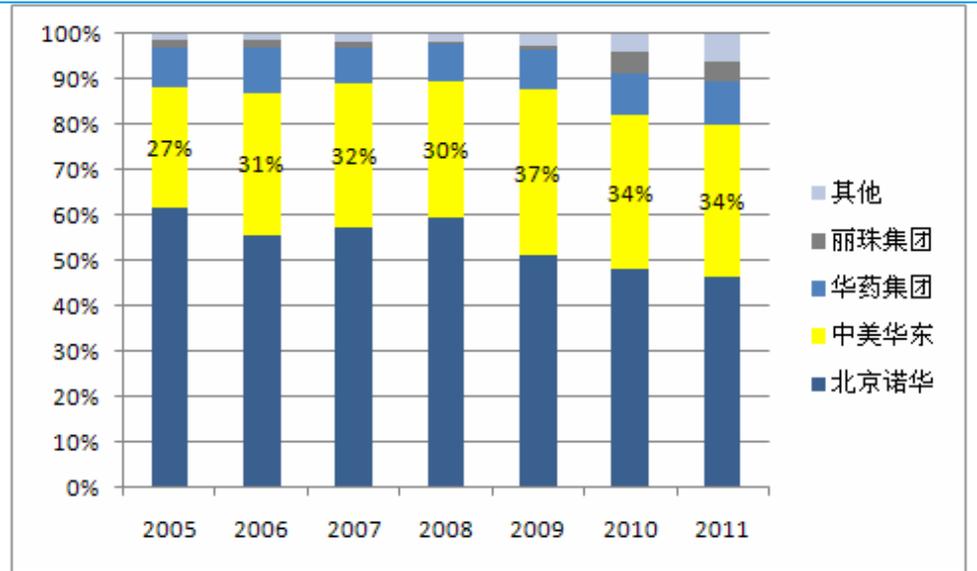
来源: PDB、国金证券研究所

图表23: 样本医院环孢素销售额统计 (百万元)



- 国内环孢素 A 临床使用稳中有升, 以诺华制药的新山地明和中美华东制药的新赛斯平市场份额最大, 国内企业市场份额逐年提升。

图表24: 样本医院环孢素市场份额



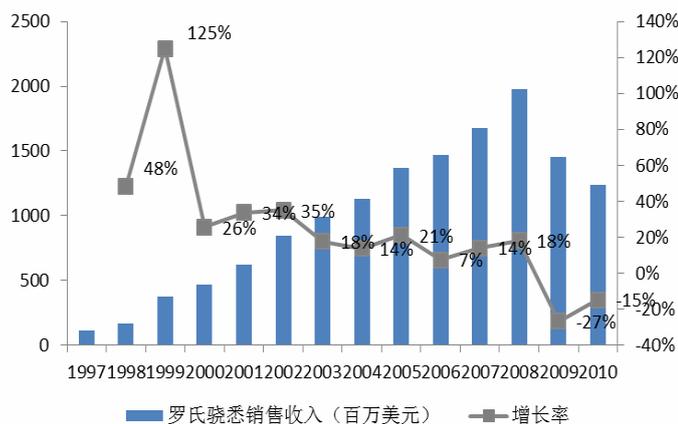
来源: PDB、国金证券研究所

- 截至目前,国内已有包括中美华东制药的超过 15 家企业获得环孢素软胶囊、环孢素胶囊、环孢素口服液等制剂批文,6 家企业获得原料药批文。但是国内市场仍然被诺华制药、中美华东和华北制药所垄断,充分体现专科药领域的先发优势。
- 环孢素目前已经进入了平台期,由于公司未来将主推环孢素的替代药物他克莫司,因此环孢素未来将保持持平或略有增长。

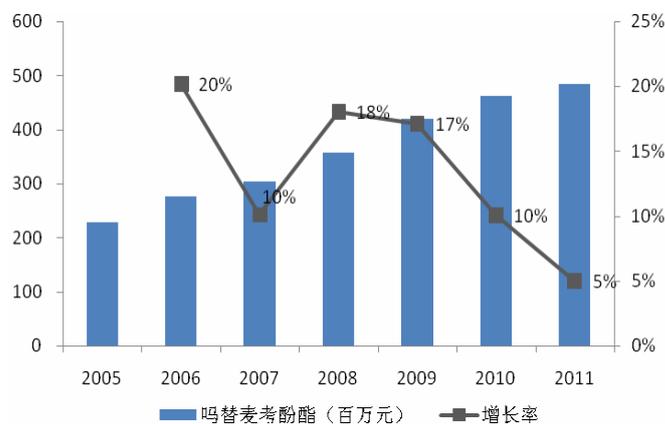
吗替麦考酚酯: 需求稳定增长, 进口替代持续

- 吗替麦考酚酯是一种强效、新型的免疫抑制剂产品,为肾移植标准免疫抑制治疗药物、活动性狼疮性肾炎的一线用药,是目前全球销售额最高的免疫抑制剂。
 - 吗替麦考酚酯最早由罗氏研发成功,1996 年获得 FDA 批准上市用于具有排斥反应危险的肾移植病人。1998 年、2000 年和 2001 年骁悉分别被获准用于预防心脏、肾脏和儿童肾移植后的急性排斥反应。
 - 吗替麦考酚酯在系统性红斑狼疮、系统性血管炎以及慢性肾小球肾炎等非移植领域的肾脏免疫疾病的治疗中也取得良好的效果,得到国内外临床界的公认,市场潜力巨大。
- 作为第三代免疫抑制剂,吗替麦考酚酯上市以来销售势如破竹,2004 年罗氏公司的骁悉以 11.3 亿美元全球销售收入,成为排名第一的免疫抑制剂。2008 年,骁悉到达销售巅峰,当年销售 20 亿美元,之后由于 FDA 的副作用警告销售出现下滑。

图表25: 罗氏吗替麦考酚酯全球销售额 (百万美元)



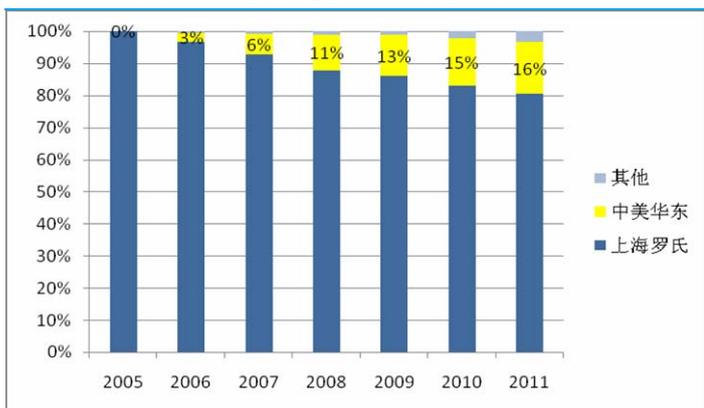
图表26: 样本医院吗替麦考酚酯销售额 (百万元)



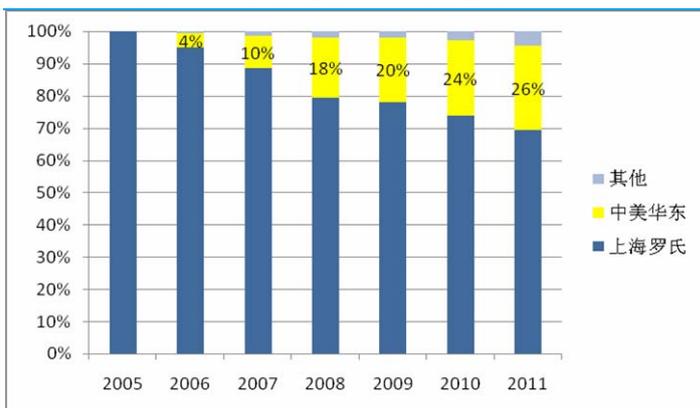
来源: PDB、国金证券研究所

- 1997 年, 吗替麦考酚酯由罗氏公司引进我国, 现全国销售额超过 14 亿元, 受制于器官移植用药整体市场的增长瓶颈, 吗替麦考酚酯的增速也较为缓慢。
- 截止目前, 国内有包括上海罗氏制药在内的 13 家企业获得制剂批文, 29 家企业获得原料有能力能够逐步蚕食罗氏制药份额的企业。2011 年样本医院中美华东吗替麦考酚酯占有率达到 26%, 仍有很大提升空间。

图表27: 样本医院吗替麦考酚酯销售额占比



图表28: 样本医院吗替麦考酚酯销售量占比



来源: PDB、国金证券研究所

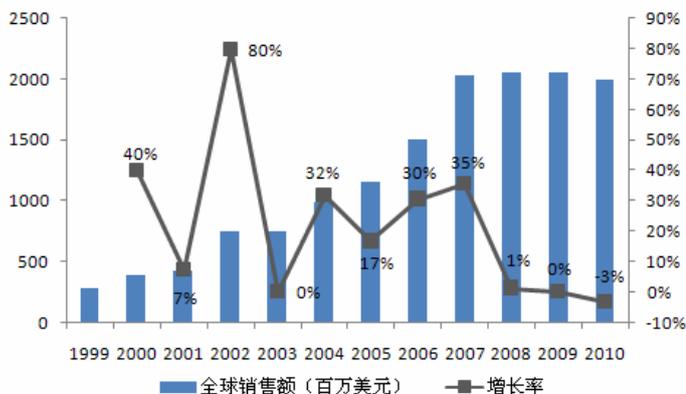
- 我们预计受益于我国器官移植病人的增加, 和医保控费对高价进口药品的逐步替代, 华东医药的吗替麦考酚酯有望在未来保持 20%左右的增长。

他克莫司: 免疫抑制剂板块的主要增长推动力

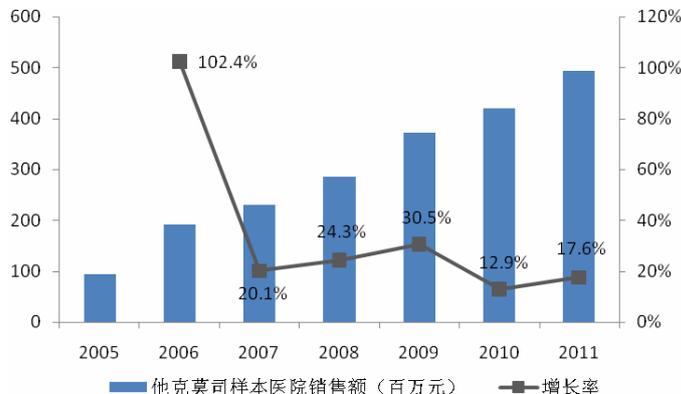
- 他克莫司 (FK506) 是继环孢素 A 之后开发出的另一种亲免疫结合剂, 该药已成为预防、治疗排斥反应以及自身免疫性肝炎的一线药物。相对于环孢素, 其特异性更强, 生物利用率高, 用量更小, 每日用量只需要环孢素的百分之几, 因此安全性更好, 是环孢素的主要竞争对手。
 - 他克莫司是 1984 年, 日本藤泽药厂从日本东京郊外的筑波山中分离出一种大部内酯抗生素, 由土壤真菌产生。
 - 1993 年, 他克莫司作为肝脏移植的药物以商品名普乐可复在日本上市, 并于 1994 年获 FDA 批准在美国上市, 用于预防肝脏和肾脏移植手术后的移植排斥反应以及术后用其他免疫抑制药物无法控制的移植排斥反应。目前, 他克莫司已经在全球超过 80 个国家上市, 成为肝脏、肾脏移植的一线用药。

- 他克莫司上市以来销售迅速上升，已经成为肝脏及肾脏移植后抗排斥反应的临床一线药物，且持续增长势头强劲。目前，原研药厂安斯泰来的他克莫司全球销售额超过 20 亿美元。

图表29：藤泽制药他克莫司全球销售额（百万美元）



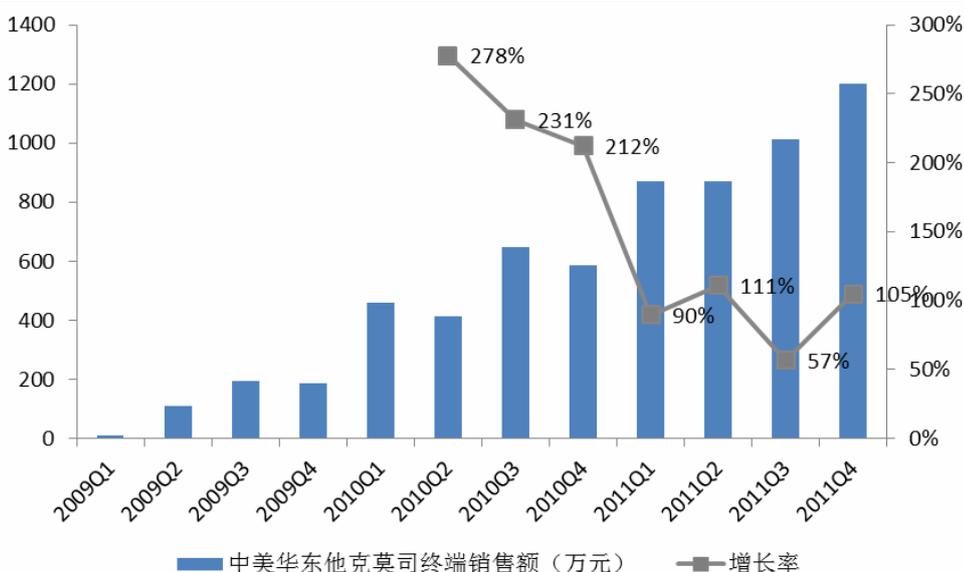
图表30：样本医院他克莫司销售额（百万元）



来源：PDB、国金证券研究所

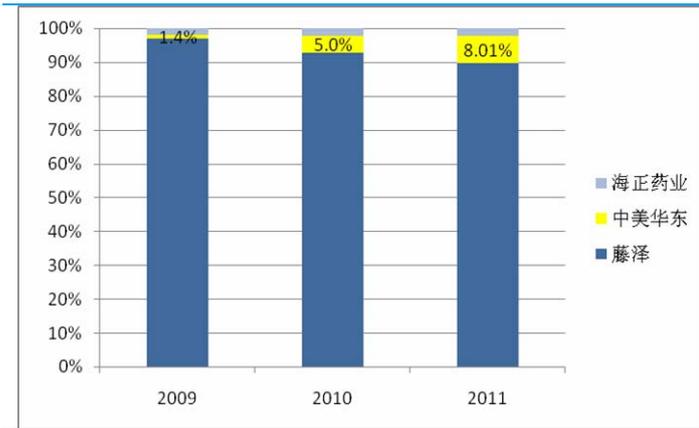
- 他克莫司自 1998 年进入我国以来，一直呈高速增长态势，日本安斯泰来在国内的他克莫司销售已经接近 10 亿元。我国卫生部已将该药列为临床首选基础免疫抑制药物。
- 此外，近年来他克莫司的临床应用范围不断扩大，在许多自身免疫疾病中得到了应用，对风湿性关节炎，肾硬变综合征，特异反应性皮炎，红斑狼疮等无特效药可治的免疫病均显示有效。他克莫司的医用前途是乐观的。
- 2005 年 11 月，他克莫司在中国的行政保护结束，截至目前，国内有 4 家厂获得生产批文，3 家厂获得原料药批文。华东医药凭借自身在免疫抑制剂领域的龙头地位，将仿制药快速推向市场，实现了快速增长，产品上市三年目前已经获得 8% 的市场份额，并且市场份额有望持续扩大。

图表31：样本医院中美华东他克莫司分季度销售额（万元）

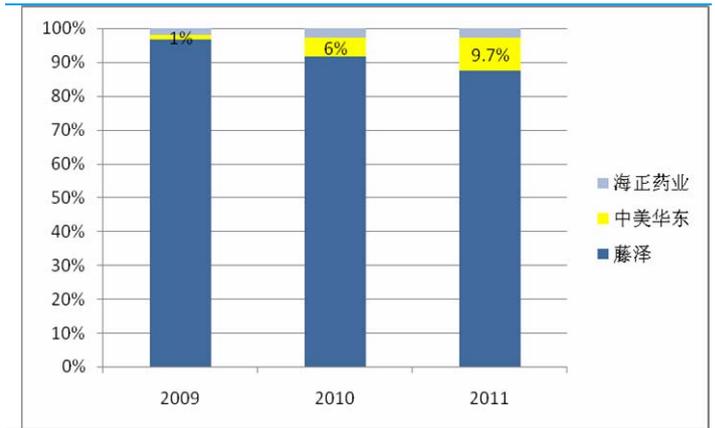


来源：PDB,国金证券研究所

图表32: 样本医院他克莫司销售收入占比



图表33: 样本医院他克莫司销售量占比



来源: PDB、国金证券研究所

- 在临床推广策略上, 公司计划将他克莫司逐步替换罗氏的环孢素。我们预计公司他克莫司 2012 年有望实现销售收入 1 亿元, 同比增长约 60%。

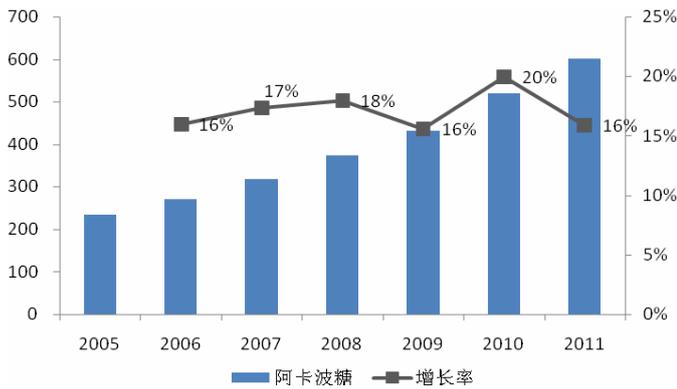
内分泌产品线: 产品梯队不断丰富, 吡格列酮二甲双胍值得期待

- 公司通过十年的耕耘, 已经在内分泌领域有了非常完备的产品梯队, 目前主要产品包括阿卡波糖、吡格列酮、吡格列酮二甲双胍、伏格列波糖和奥利司他。
- 公司目前已经成为国内降糖药物第一品牌, 市场份额仅次于诺和诺德、拜耳、礼来、施贵宝等外企。2011 年公司降糖药产品线完成销售 4.4 亿元, 随着新产品的逐步放量, 公司降糖药板块有望保持整体 35% 左右的高增长, 成长为我国降糖药物市场的龙头企业。

阿卡波糖: 持续高成长的大品种

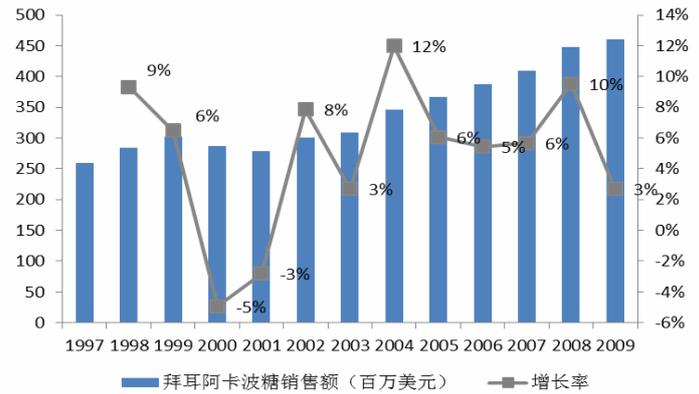
- 阿卡波糖是首个上市的糖苷酶抑制剂, 是治疗 II 型糖尿病的一线用药。该产品由德国拜耳于 1975 年研发成功, 并于 1986 年在瑞士上市。
- 目前, 阿卡波糖已经成为国内口服降糖药的第一大品种, 占据降糖药领域 22.4% 的市场份额, 仅次于排名第一的胰岛素制剂。
- 阿卡波糖与 1994 年进入中国市场。2002 年中美华东和四川宝光率先获得仿制药生产批文, 发展至今, 华东医药的阿卡波糖占据了 15% 的市场份额。

图表34: 样本医院阿卡波糖销售额 (万元)



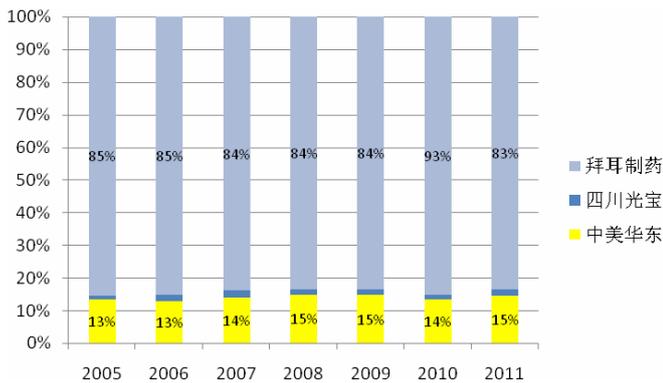
来源: PDB、国金证券研究所

图表35: 拜耳制药阿卡波糖全球销售额 (百万美元)



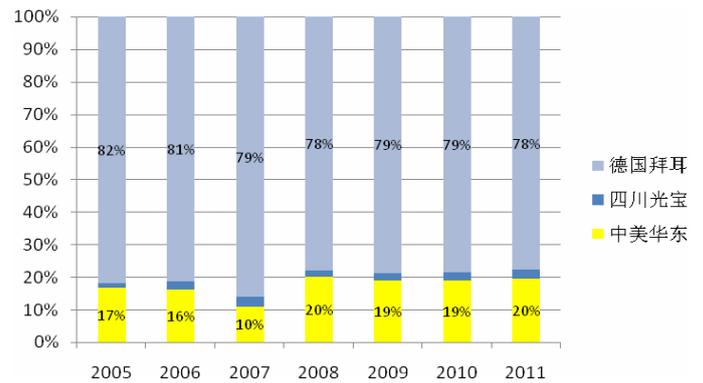
- 为延长阿卡波糖的生命周期，仿制大量批文拉低产品中标价，公司还开发了阿卡波糖的独家新剂型咀嚼片，咀嚼片目前正处于临床阶段，获批可能性较大。
- 由于我国口服降糖药市场受益于老年人口的增加，将保持每年 20% 以上的年复合增长，阿卡波糖作为行业中的强势品种也将保持 25% 左右的较快增长。

图表36: 样本医院阿卡波糖市场份额统计



来源: PDB、国金证券研究所

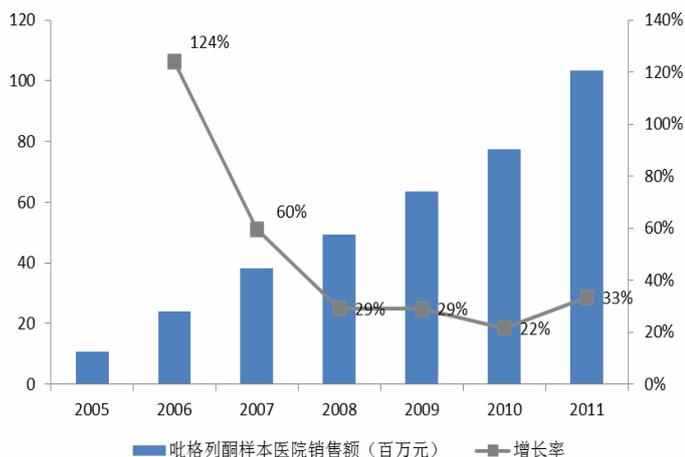
图表37: 样本医院阿卡波糖占有率统计



吡格列酮: 大品种降糖药, 外资发力开拓市场

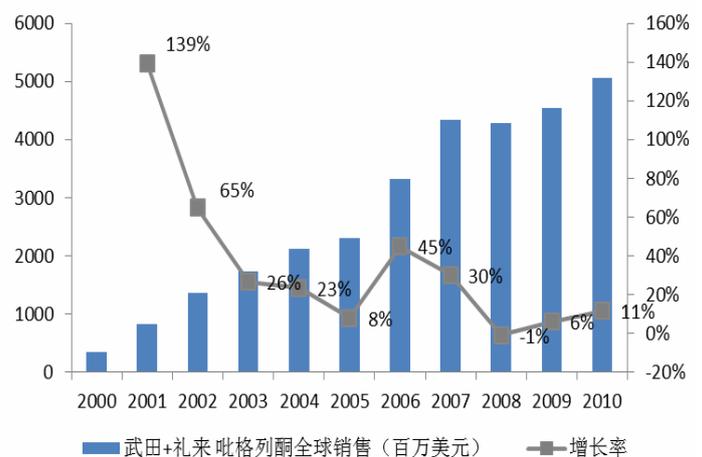
- 吡格列酮是噻唑烷二酮类抗糖尿病药物，属胰岛素增敏剂，可减少外周组织和肝脏的胰岛素抵抗，增加依赖胰岛素的葡萄糖的处理，并减少肝糖的输出。
- 吡格列酮由日本武田和礼来公司合作研发，与 1997 年由 FDA 批准在美国上市。吡格列酮上市十五年已经成为全球重磅炸弹级的药物，全球年销售额接近 50 亿美元，也帮助武田制药跻身全球 TOP20 的制药企业之列。
- 2005 年，吡格列酮进入中国，但由于武田自身在中国临床推广实力较弱，加之国内大量仿制药获批出现，目前国内已经被北京太洋药业、恒瑞医药和中美华东所瓜分，且整体规模远低于国际用药水平。

图表38: 样本医院吡格列酮销售额统计 (百万元)



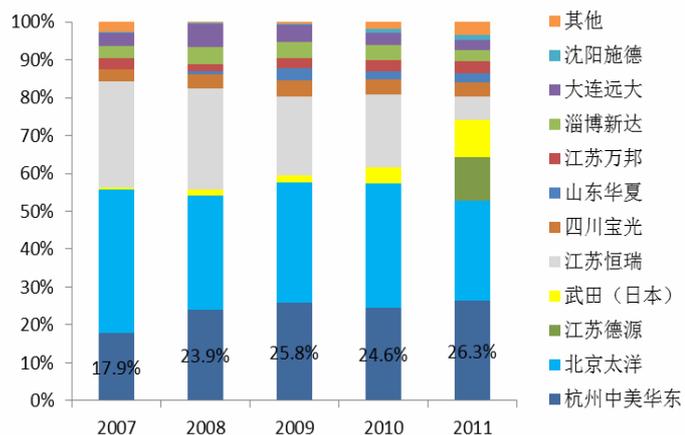
来源: PDB、国金证券研究所

图表39: 武田/礼来吡格列酮全球销售额 (百万美元)



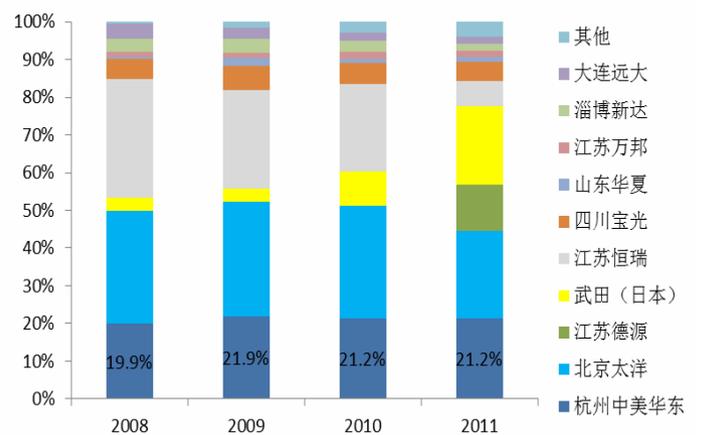
- 2009年底, 天津武田和辉瑞达成合作协议, 将合作推广国内市场, 武田制药借助辉瑞在我国强大临床推广团队, 近年来“艾可托”销售出现起色, 市场份额逐步提高, 同时也提升了吡格列酮在临床的整体接受度。

图表40: 样本医院吡格列酮终端销售量占比



来源: PDB、国金证券研究所

图表41: 样本医院吡格列酮销售额占比

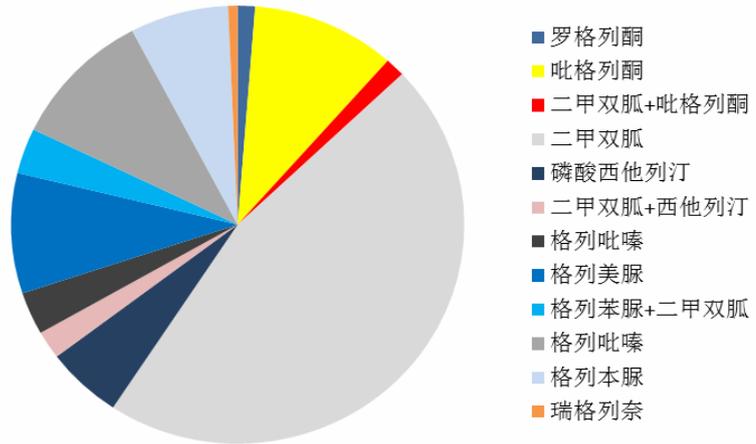


- 不良反应警告可控。国家食品药品监督管理局 2011 年 11 月 8 日发布《药品不良反应信息通报 (第 42 期): 关注吡格列酮的膀胱癌风险》, 使得市场对吡格列酮的临床前景产生担忧。从 PDB 监测的临床数据来看, 2011 年四季度终端销售额与三季度持平, 并未出现显著下滑。
- 在目前噻唑烷二酮类抗糖尿病药物的三个主导品种当中, 曲格列酮因严重肝毒性被停止使用, 罗格列酮也因为完全性质疑, 被欧洲禁止使用, 被美国限制使用, 销售量出现大幅下滑。目前, 只剩下吡格列酮一个品种屹立不倒, 因此我们仍然看好吡格列酮在国内市场的成长性。
- 受益于辉瑞与武田的合作, 吡格列酮在国内降糖药临床的认可度将得到提升, 从而带动吡格列酮市场的整体增长。公司作为市场的主要竞争者之一, 也将分享行业的成长。
- 2011 年, 公司吡格列酮接近 6000 万元, 同比增长近 30%。中美华东在降糖药领域已经形成的良好口碑, 吡格列酮借助阿卡波糖的销售渠道, 有望保持 20%左右的较快增长。

吡格列酮二甲双胍：首仿产品，定价较高

- 吡格列酮二甲双胍片是用于治疗 II 型糖尿病的复方口服制剂。该产品是联合用药治疗糖尿病的最佳方案之一，吡格列酮直接作用于胰岛素耐药性，二甲双胍减少肝脏产生的葡萄糖。
- 该复合制剂由吡格列酮的原研厂日本武田制药开发，并于 2005 年获得 FDA 批准上市。上市之后临床推广顺利 2009 年实现销售 4.5 亿美元，已经成为推动武田 ACTOS 系列持续增长的动力。

图表42：2011年美国口服降糖药处方量占比



来源：PDB、国金证券研究所

- 目前，公司于 2010 年首家获得吡格列酮二甲双胍生产批文，拥有 3 年的监测期，可以作为首仿药物独享市场。从各省中标价来看，吡格列酮二甲双胍的平均中标价是普通吡格列酮的 1.35 倍，价格维护较好。
- 公司吡格列酮二甲双胍已经进入四川、河南等省份的医保招标，今年正在做进入医院的工作。该产品推出后有望部分替代普通的吡格列酮和二甲双胍，我们预计 2015 年该产品有望突破 1 亿元，成为公司下一个大品种降糖药。

图表43：样本医院降糖药物市场份额

排序	药名	2006	2007	2008	2009	2010
1	胰岛素制剂	31.37%	33.61%	34.78%	35.46%	36.53%
2	阿卡波糖	26.12%	23.90%	23.85%	22.55%	22.41%
3	二甲双胍	9.35%	8.48%	8.23%	8.25%	8.26%
4	瑞格列奈	5.43%	6.50%	7.01%	7.52%	7.86%
5	格列美脲	3.51%	4.02%	4.53%	4.93%	5.15%
6	罗格列酮	6.06%	5.93%	5.23%	5.21%	4.13%
7	格列齐特	4.33%	4.61%	4.31%	3.90%	3.45%
8	吡格列酮	1.84%	2.58%	2.64%	2.75%	2.84%
9	格列喹酮	4.60%	3.70%	3.06%	2.38%	2.30%
10	那格列奈	0.89%	1.39%	1.99%	2.47%	2.26%
11	格列吡嗪	4.76%	3.67%	2.84%	2.44%	2.14%
12	伏格列波糖	1.16%	0.87%	0.67%	0.83%	1.00%
13	依帕司他	0.04%	0.19%	0.30%	0.51%	0.59%
14	二甲双胍/罗格列酮			0.13%	0.36%	0.38%
15	消渴丸	0.17%	0.25%	0.20%	0.20%	0.20%

来源：PDB、国金证券研究所

奥利司他：定位降脂用药领域，小剂量安全性高

- 奥利司他是目前国际公认的新型减肥降脂药，可以使饮食中 30%的脂肪不被吸收，不仅能帮助患者减轻体重，也有助于维持体重。
 - 奥利司他是脂肪酶抑制剂，能够抑制胃肠道中的脂肪酶活性，阻止食物中的脂肪水解为人体可吸收的游离脂肪酸和单酰基甘油，减少人体的热量摄入，从而达到减肥的目的。
 - 奥利司他不作用于中枢神经系统，因此不会影响患者食欲；不进入血液循环，是更为安全的适合长期服用的减肥药。
- 奥利司他由罗氏制药于 1998 年研发，命名为“赛尼可”，2003 年并经 FDA 在美国上市，用于治疗 12-16 岁青少年的肥胖者问题，目前已在 100 多个国家上市。2007 年，经过 10 年近 1000 万人的使用，奥利司他较高的安全性得到验证，被 FDA 批准为 OTC 品种，一跃成为全球最畅销减肥药。
- 2001 年奥利司他在我国上市，2005 年 12 月被 SFDA 批准为双跨品种。由于 2007 年罗氏将 OTC 业务出售给拜耳，导致销售组织调整，奥利司他国内销售每况愈下。
- 随着生活水平的提高，我国肥胖人群的规模急速增长。据人民网报道，1982 年，中国人口的 7%被认定为超重，到 2006 年超重比例提升到 15%。
 - 依此估计目前全国有超过 2 亿人超重，其中肥胖者患者超过 1 亿人。
 - 中国肥胖儿童在 15 年里增加 28 倍。7 岁以下儿童中有近五分之一超重，7%是肥胖儿童，比例远超欧洲国家。
 - 研究人员调查了 2 万名中国人的饮食变化后发现，15 年来，每年都会新增 1.2%的人成为肥胖者。
- 2010 年前，我国减肥药市场最畅销的药物是西布曲明（曲美），由于西布曲明可能增加心脏病风险，被欧洲、澳洲、美国等陆续废止药品许可，并大面积召回。我国于 2010 年也撤销了西布曲明的批文，责令召回，由此西布曲明正式推出减肥药市场，为奥利司他留出了巨大的市场空白。
- 目前，国内有 5 家企业获得奥利司他制剂批文，包括罗氏制药、中美华东、海正药业、珠海联邦、重庆植恩和重庆华森。中美华东在内分泌领域已经树立了品牌和渠道优势，将成为奥利司他市场的有力竞争者。
- 由于奥利司他在 2010 年收到 FDA 警告可能存在严重肝损伤的风险，公司将以外方药的临床推广策略，在小剂量使用的情况下，奥利司他的安全性很高，长期前景看好。

消化性溃疡药产品线：泮托拉唑价格竞争加剧

- 泮多拉唑是继奥美拉唑和兰索拉唑之后上市的第三个质子泵抑制剂，由德国 BykGulden 于 1994 年上市。2009 年该产品全球销售额达到 20 亿美元。
- 我国的首个泮托拉唑仿制药于 1998 年由沈阳东宇上市，华东医药于 1999 年获得泮托拉唑的生产批文。目前，泮托拉唑已经成为仅次于奥美拉唑的第二大抗消化性溃疡及胃动力药。

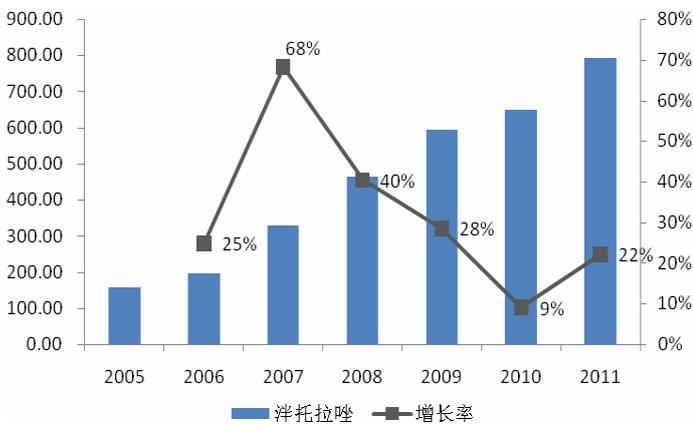
图表44: 样本医院抗消化性溃疡及胃动力药市场份额

排序	药名	2007	2008	2009	2010
1	奥美拉唑	41.11%	41.36%	42.09%	41.49%
2	泮托拉唑	21.19%	24.28%	24.85%	23.63%
3	埃索美拉唑	6.64%	7.64%	8.67%	10.01%
4	雷贝拉唑	5.02%	5.54%	5.86%	6.49%
5	兰索拉唑	2.53%	1.99%	2.27%	2.85%
6	莫沙必利	3.11%	2.62%	2.32%	2.18%
7	铝碳酸镁	3.14%	2.64%	2.12%	1.77%
8	麦滋林-S(复方谷氨酰胺)	0.45%	0.36%	0.52%	1.22%
9	法莫替丁	4.83%	3.09%	2.08%	1.20%
10	吉法酯	1.04%	0.94%	1.02%	1.07%
11	多潘立酮	1.76%	1.44%	1.12%	0.89%
12	胶体磷酸铝	0.94%	0.80%	0.72%	0.75%
13	枸橼酸铋雷尼替丁	1.14%	1.06%	0.86%	0.72%
14	铝镁加混悬液	0.28%	0.47%	0.52%	0.57%
15	枸橼酸铋钾	0.82%	0.63%	0.48%	0.48%

来源: PDB、国金证券研究所

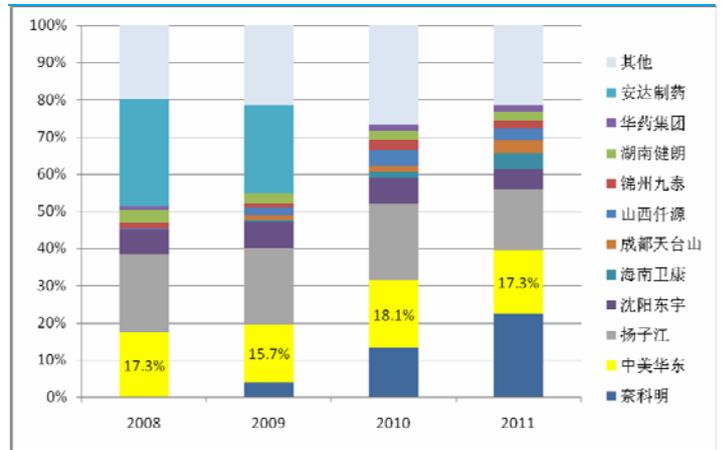
- 然而, 由于生产批文企业不断增加, 泮托拉唑的中标价格难以维系, 目前公司拥有独家的微丸胶囊剂型。中标价格高出普通肠溶胶囊 36%, 我们预计微丸胶囊替代肠溶胶囊将有利于公司摆脱泮托拉唑中标价盘旋下降的泥沼, 保持公司在泮托拉唑市场的领先市场地位。

图表45: 样本医院泮托拉唑销售额 (百万元)



来源: PDB、国金证券研究所

图表46: 样本医院泮托拉唑市场份额



图表47: 华东医药洋托拉唑各剂型中标价与最新最高零售限价比较

肠溶胶囊 40mg*7			冻干粉针 40mg			微丸胶囊 40mg*7		
新最高零售限价 39.1			新最高零售限价 44.9			新最高零售限价 53.2		
招标省份	招标时间	中标价格	招标省份	招标时间	中标价格	招标省份	招标时间	中标价格
上海	2011年6月	35.0	重庆	2011年5月	34.6	上海	2011年1月	68.7
重庆	2011年5月	48.1	河北	2011年1月	35.7	贵州	2011年7月	37.8
广西	2011年3月	46.4	上海	2011年1月	53.8	辽宁	2010年12月	48.8
河北	2011年1月	46.0	山西	2011年1月	38.0	河北	2010年11月	46.0
山西	2011年1月	45.8	浙江	2010年10月	39.2	湖南	2010年10月	47.4
北京	2010年10月	50.0	湖南	2010年10月	44.8	黑龙江	2010年7月	50.0
浙江	2010年10月	45.5	黑龙江	2010年7月	36.9	江西	2010年7月	38.5
辽宁(沈阳军区)	2010年2月	58.0	江苏	2010年2月	43.7	甘肃	2010年3月	46.0
江苏	2010年2月	61.0	山东	2010年1月	40	海南	2009年12月	41.9
山东	2010年1月	53.0	北京(总后)	2009年11月	22.1	天津	2009年3月	44.1
内蒙古	2010年1月	55.0	天津	2009年3月	29.6	河南	2009年6月	42.0
北京(总后)	2009年11月	44.6	北京(军区)	2009年9月	22.1	海南	2009年4月	46.8
四川	2009年10月	40.2	河南	2009年6月	31.5	黑龙江	2008年12月	65.0
广州	2009年6月	55.8	广州	2009年6月	26.5			
河北	2009年4月	52.0	陕西	2009年5月	46.8			
陕西	2009年5月	51.9	广西	2009年5月	42.9			
广西	2009年5月	48.0	贵州	2009年4月	59.3			
辽宁	2009年4月	58.5	云南	2009年2月	38.0			
贵州	2009年3月	58.5	北京	2009年1月	27.8			
云南	2009年2月	60.0	四川	2008年12月	49.8			
北京	2009年1月	48.0	吉林	2008年12月	40.0			
湖北	2008年12月	37.8	江西	2008年12月	33.8			
四川	2008年12月	43.8	山西	2008年12月	42.0			
吉林	2008年12月	57.0	黑龙江	2008年12月	44.9			
山西	2008年12月	48.0	辽宁	2008年12月	59.3			
辽宁	2008年12月	60.0						

来源: 各省招标网站、国金证券研究所

“十二五”期间进军肿瘤药领域

乳腺癌用药: 女性癌症头号杀手, 市场空间巨大

- 乳腺癌是女性排名第一的常见恶性肿瘤, 2011年美国最新统计显示美国乳腺癌发病人数占女性新发恶性肿瘤的30%。
 - 全球每年约有120万妇女患上乳腺癌, 有50万妇女死于乳腺癌。据医学专家估计, 全球乳腺癌年新发病例数达到140万左右, 其中中国达到19万例。
 - 我国虽不是乳腺癌的高发区, 但近年来乳腺癌患病率明显提升, 因乳腺癌死亡率已经从90年代的十万分之3.5, 提升至2004年的十万分之5.9, 已成为我国女性肿瘤疾病的第6大杀手。

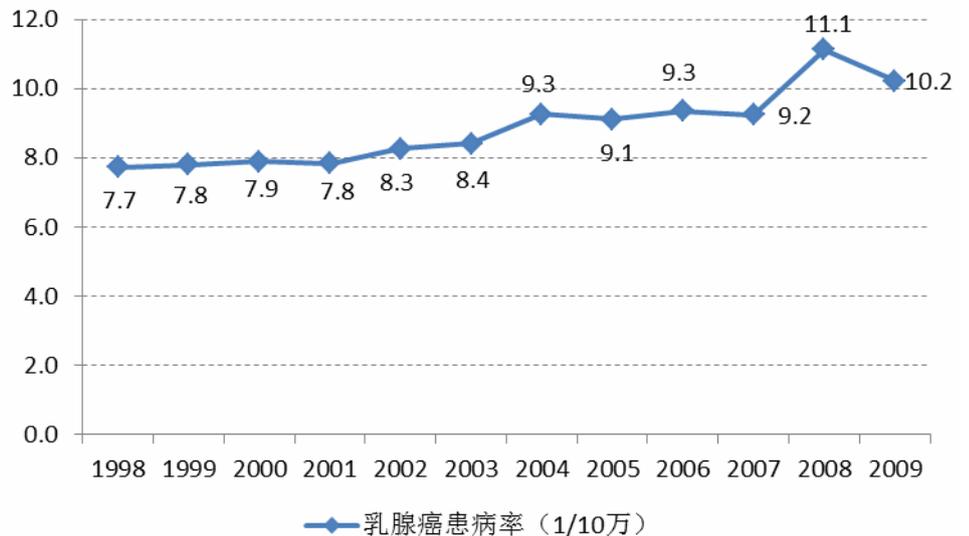
图表48: 我国女性应各肿瘤疾病死亡率

顺位	2004-2005		1990-1992		1973-1975	
	疾病名称	死亡率(1/10万)	疾病名称	死亡率(1/10万)	疾病名称	死亡率(1/10万)
1	肺癌	19.84	胃癌	17.02	食管癌	14.11
2	胃癌	16.59	食管癌	12.34	胃癌	13.72
3	肝癌	14.44	肝癌	11.21	子宫颈癌	10.70
4	食管癌	9.51	肺癌	10.66	肝癌	7.26
5	结直肠癌	6.26	结直肠癌	4.82	肺癌	4.79
6	女性乳腺癌	5.90	子宫颈癌	3.89	结直肠癌	4.33
7	白血病	3.41	女性乳腺癌	3.53	女性乳腺癌	3.37
8	宫颈癌	2.86	白血病	3.30	白血病	2.42
9	脑瘤	2.74	鼻咽癌	1.10	鼻咽癌	1.67
10	子宫癌	2.71				
	恶性肿瘤总计	98.97	恶性肿瘤总计	80.04	恶性肿瘤总计	70.43

来源: 卫生统计年鉴、国金证券研究所

- 从卫生部公布的妇女病筛查情况来看, 乳腺癌患病率从 1998 年的十万分之 7.7 上升到目前的十万分之 10.2, 患病率明显提升。

图表49: 历年我国女性乳腺癌患病率逐步提升



来源: 卫生统计年鉴、国金证券研究所

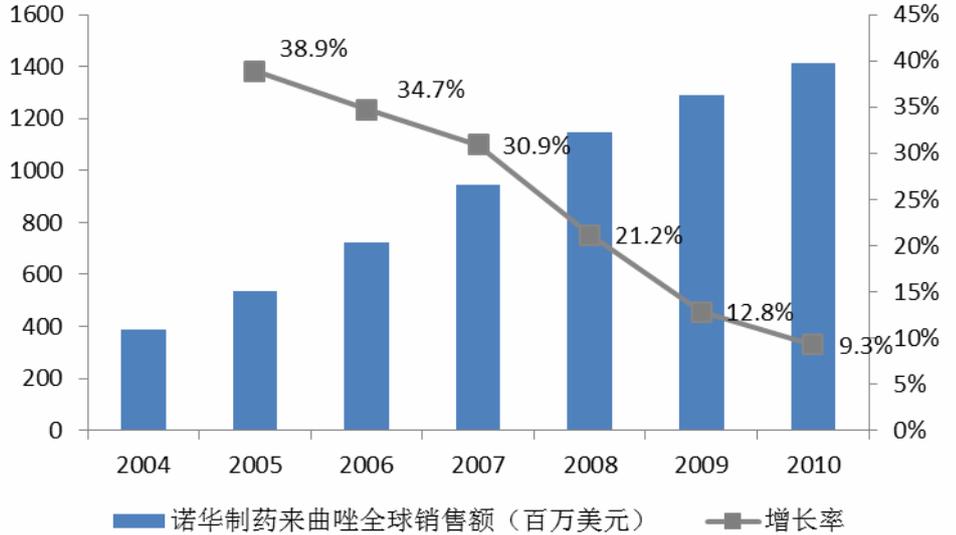
- 近 30 年来, 他莫昔芬一直是乳腺癌激素治疗的标准。而近年国外多项临床试验显示, 芳香酶抑制剂在乳腺癌的临床使用中效果优于他莫昔芬, 且毒副作用更小, 从而导致乳腺癌药物市场重心逐渐向芳香酶抑制剂转移。
- 来曲唑和阿纳曲唑同属于芳香化酶抑制剂。由于芳香酶抑制剂具有更出色的临床效果, 已逐渐成为乳腺癌临床治疗的主导用药。

来曲唑: 乳腺癌一线用药, 年底有望获批上市

- 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。其主要用于绝经后晚期乳腺癌, 多用于抗雌激素治疗失败后的二线治疗, 也可用于早期乳腺癌的手术前期和早期乳腺癌术后的辅助治疗。
 - 1997 年来曲唑首次批准上市, 用于治疗抗雌激素治疗失败的绝经后晚期乳腺癌患者;
 - 2001 年 FDA 批准来曲唑作为绝经后 ER 和 (或) PR 阳性或不明的局部晚期或转移复发乳腺癌妇女的一线用药;

- 2004 年来曲唑获 FDA 批准用于已使用他莫昔芬作为辅助治疗的绝经后妇女早期乳腺癌延期辅助治疗的药物。
- 来曲唑由诺华研发，商品名是“弗隆（Femara）”。该品种自 1997 年上市以来销售额快速增长，2010 年弗隆的全球销售超过 14.12 亿美元。

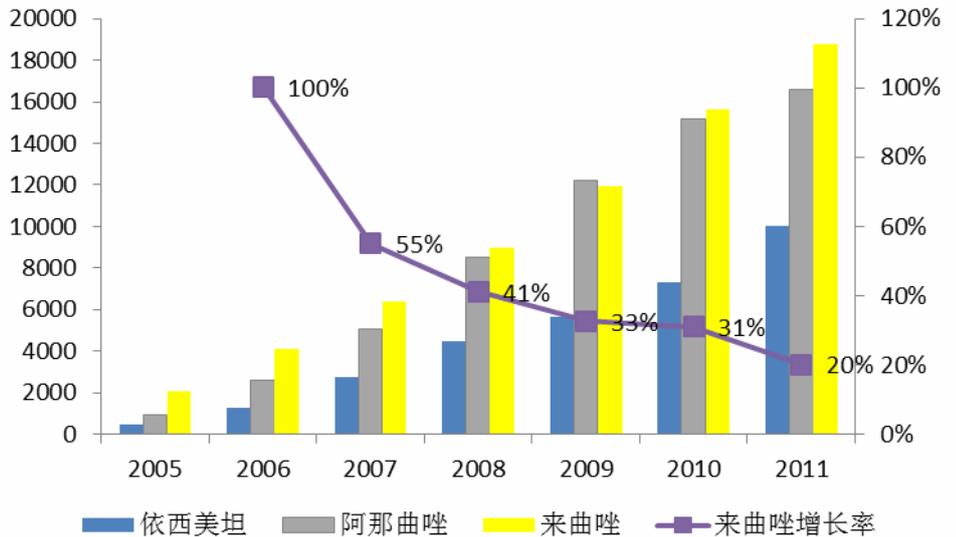
图表50: 诺华制药来曲唑全球销售额 (百万美元)



来源：诺华公司年报，国金证券研究所

- 近年来国内来曲唑的销售额增长迅猛，2011 年样本医院来曲唑销售额已经超过 1.8 亿元，实现多年高速增长。

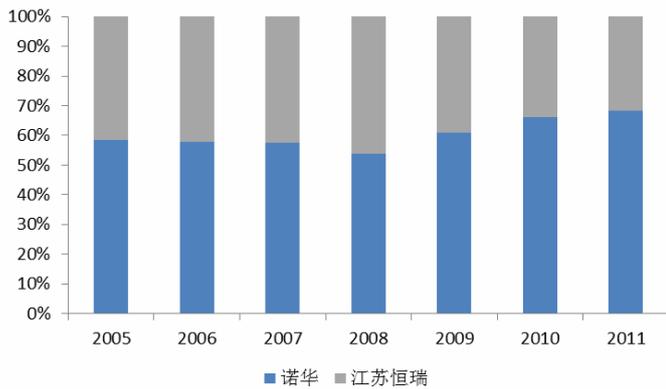
图表51: 样本医院芳香化酶抑制剂销售额 (万元)



来源：PDB、国金证券研究所

- 诺华的弗隆于 1999 年 4 月在国内获得行政保护，2006 年 10 月行政保护期终止，目前国内有 5 家企业获得原料药批文，但制剂批文国内只有江苏恒瑞医药一家。
- 江苏恒瑞凭借自身在抗肿瘤领域的领先优势，获得了来曲唑 32% 的市场份额，与诺华共同分享了国内来曲唑市场。
- 我们预计中美华东有望在今年底或明年初获得来曲唑相关批文，明后年配合新一轮医保招标，逐步展开临床推广工作。

图表52: 样本医院来曲唑市场份额



来源: PDB、药监局、国金证券研究所

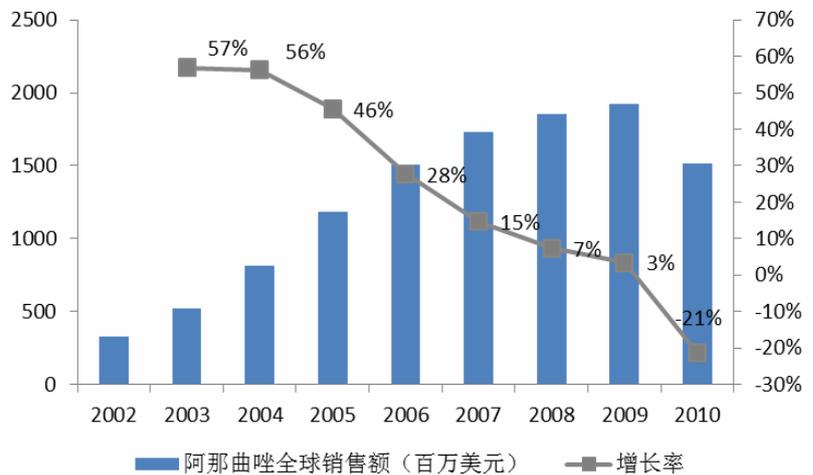
图表53: SFDA 来曲唑批文和评审情况

来曲唑 (制剂)	来曲唑 (原料药)																										
<table border="1"> <thead> <tr> <th>审批状态</th> <th>数量</th> <th>企业名称</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>获得批文</td> <td>1家</td> <td>江苏恒瑞</td> </tr> <tr> <td>在审批</td> <td>1家</td> <td>中美华东</td> </tr> <tr> <td rowspan="2">在审评</td> <td>3家(国产)</td> <td>浙江海正、川抗制药、正大天晴</td> </tr> <tr> <td>2家(进口)</td> <td>兰伯西实验室、印度太阳药业</td> </tr> </tbody> </table>	审批状态	数量	企业名称	获得批文	1家	江苏恒瑞	在审批	1家	中美华东	在审评	3家(国产)	浙江海正、川抗制药、正大天晴	2家(进口)	兰伯西实验室、印度太阳药业	<table border="1"> <thead> <tr> <th>审批状态</th> <th>数量</th> <th>企业名称</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>获得批文</td> <td>5家</td> <td>深圳万乐、江苏恒瑞、重庆圣华曦、浙江海正、海南万特</td> </tr> <tr> <td>在审批</td> <td>1家</td> <td>中美华东</td> </tr> <tr> <td>在审评</td> <td>2家</td> <td>四川协力、连云港润众</td> </tr> </tbody> </table>	审批状态	数量	企业名称	获得批文	5家	深圳万乐、江苏恒瑞、重庆圣华曦、浙江海正、海南万特	在审批	1家	中美华东	在审评	2家	四川协力、连云港润众
审批状态	数量	企业名称																									
获得批文	1家	江苏恒瑞																									
在审批	1家	中美华东																									
在审评	3家(国产)	浙江海正、川抗制药、正大天晴																									
	2家(进口)	兰伯西实验室、印度太阳药业																									
审批状态	数量	企业名称																									
获得批文	5家	深圳万乐、江苏恒瑞、重庆圣华曦、浙江海正、海南万特																									
在审批	1家	中美华东																									
在审评	2家	四川协力、连云港润众																									

阿那曲唑: 乳腺癌一线用药, 原料药已经获批

- 阿那曲唑为高效、高选择性非甾体类芳香化酶抑制剂, 作用机制与来曲唑类似, 适用于绝经后妇女的晚期乳腺癌的治疗和早期乳腺癌的辅助治疗。
- 阿那曲唑由阿斯利康研发, 商品名是“瑞宁得 (Arimidex)”。该产品自1995年上市以来, 销售增长速度非常快。
 - 瑞宁得于1995年通过美国FDA审批后在欧美多国用于临床, 目前已经在世界80多个国家用于晚期乳腺癌和早期乳腺癌的治疗。
 - 经过几年的临床推广, “瑞宁得”的销售金额不断增长。2002年该产品的销售额达到3.31亿美元, 2009年已经达到19亿美元, 成为治疗乳腺癌的一线药物。

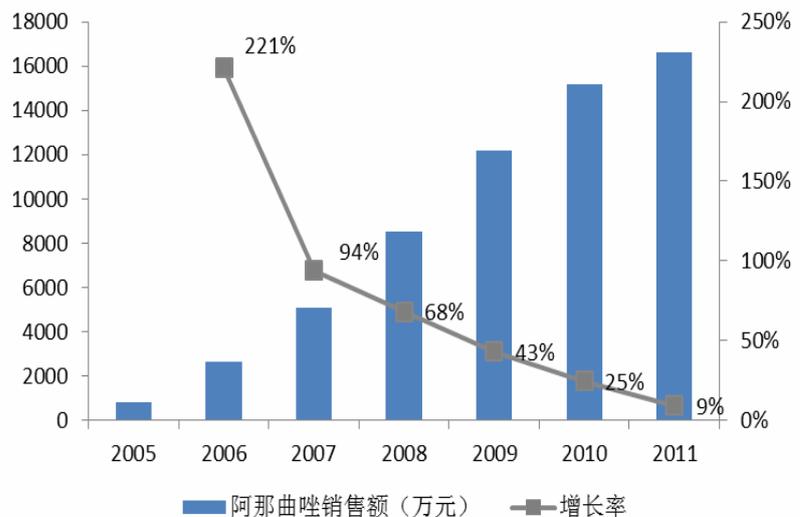
图表54: 阿斯利康制药阿那曲唑全球销售额 (百万美元)



来源: PDB、国金证券研究所

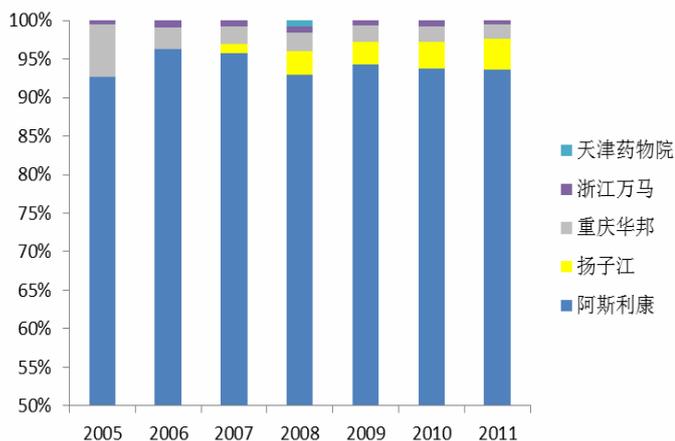
- 目前, 国内阿那曲唑市场基本被阿斯利康所垄断, 虽然已有扬子江药业等3家厂商获得生产批文, 但基本没有撼动阿斯利康的优势地位。

图表55: 样本医院阿那曲唑销售额 (万元)



来源: PDB、国金证券研究所

图表56: 样本医院阿那曲唑市场份额



来源: PDB、国金证券研究所

图表57: 阿那曲唑 SFDA 批文情况

审批状态	数量	企业名称
阿那曲唑片 (制剂)	获得批文	3家 浙江万马、扬子江、重庆华邦
	在审评	1家 (国产) 浙江海正
		2家 (进口) 印度太阳药业、印度瑞迪博士
阿那曲唑 (原料药)	获得批文	5家 杭州华泰合成药、浙江海正、重庆华邦胜凯、扬子江、中美华东
	在审评	3家 四川协力、浙江尖峰海洲、沈阳华泰药物研究所

- 公司已经于今年初获得阿那曲唑原料药批文, 有望在今年底或明年初获得制剂批文, 配合各省医保招标, 逐步进入临床推广期。

产品储备丰富, 肿瘤药将打开成长空间

- 到目前为止, 公司拥有 4 条产品线: 免疫抑制剂、糖尿病用药、消化道用药和中药。其中的每条产品线, 公司都培育出过亿的大品种, 这不仅体现出公司挑选品种的能力, 更突显公司在营销方面的深厚功力。
- 公司目前产品储备丰富, 有 14 个品种进入申报生产批文阶段, 其中包括阿那曲唑、来曲唑、伊立替康、地西他滨 4 个抗肿瘤大品种药。公司今年受让华东医药研究院的奥沙利铂批文宣告正式进入肿瘤药市场。公司将借助奥沙利铂的临床推广, 磨练销售团队, 做好肿瘤线的前期营销准备工作, 为后续大品种的推出铺平道路。
- 样本医院数据显示 2011 年抗肿瘤化学药市场规模 94 亿元, 而免疫抑制剂市场规模仅为 15 亿元, 抗肿瘤市场规模是免疫抑制剂 6 倍多, 成长空间完全打开。

- 公司前几年，一直依靠主导产品线免疫抑制剂实现发展，然而由于供体不足严重制约了免疫抑制剂行业的增长，导致公司发展遇到瓶颈，经营实力无法充分体现，未来伴随进入新适应症领域的战略，公司的专科仿制药领域的领先地位将进一步凸显。

图表58：华东医药正在申报审批的品种

药品名称	类型	申请类型	注册分类	承办日期	企业名称	办理状态	状态开始时间	
免疫抑制剂	西罗莫司胶囊	制剂	新药	5	2012/5/16	杭州中美华东制药有限公司	在审评	2012/5/15
	喷司他丁	原料药	新药	3.1	2010/4/9	杭州中美华东制药有限公司	在审评	2010/4/8
	注射用喷司他丁	制剂	新药	3.1	2010/4/9	杭州中美华东制药有限公司	在审评	2010/4/8
抗肿瘤药	来曲唑片	制剂	仿制	6	2009/12/29	杭州中美华东制药有限公司	在审批	
	来曲唑	原料药	仿制	6	2009/12/29	杭州中美华东制药有限公司	在审批	
	盐酸伊立替康注射液	制剂	仿制	6	2011/12/1	杭州中美华东制药有限公司	在审评	40876
	盐酸伊立替康	原料药	仿制	6	2011/6/22	杭州中美华东制药有限公司	在审评	2011/6/21
	注射用地西他滨	制剂	仿制	6	2012/2/9	杭州中美华东制药有限公司	在审评	2012/2/8
	地西他滨	原料药	新药	3.1	2012/2/1	杭州中美华东制药有限公司	在审评	2012/1/31
抗生素	达托霉素	原料药	新药	3.1	2012/3/30	华东医药股份有限公司制造分公司	在审评	2012/3/29
	注射用达托霉素	制剂	仿制	6	2012/3/23	杭州中美华东制药有限公司	在审评	2012/3/23
	头孢地尼胶囊	制剂	仿制	6	2011/8/8	华东医药(西安)博华制药有限公司	在审评	2011/8/5
内分泌用药	阿卡波糖咀嚼片	制剂	新药	5	2011/4/6	杭州中美华东制药有限公司	在审评	2011/4/2
乙肝用药	阿德福韦酯	原料药	新药	1.1	2010/5/5	杭州中美华东制药有限公司	在审评	2010/5/4
	阿德福韦酯片	制剂	新药	1.1	2010/5/5	杭州中美华东制药有限公司	在审评	2010/5/4
消化道用药	奥美拉唑碳酸氢钠胶囊(I)	制剂	新药	3.2	2011/9/26	杭州中美华东制药有限公司	在审评	2011/9/23
痛风用药	非布司他	原料药	新药	3.1	2011/9/30	杭州中美华东制药有限公司	在审评	2011/9/29
	百令片	制剂	仿制	9	2011/5/10	杭州中美华东制药有限公司	在审评	2011/5/9
其他	百令疏肝胶囊	制剂	新药	6	2011/4/6	杭州华东医药集团生物工程研究所有限公司	在审评	2011/4/2
	来托司坦	原理偶要	新药	3.1	2011/9/21	华东医药(西安)博华制药有限公司	在审评	2011/9/19
	来托司坦片	化药	新药	3.1	2011/9/21	华东医药(西安)博华制药有限公司	在审评	2011/9/19

来源：SFDA、国金证券研究所

图表59：销售收入分产品拆分

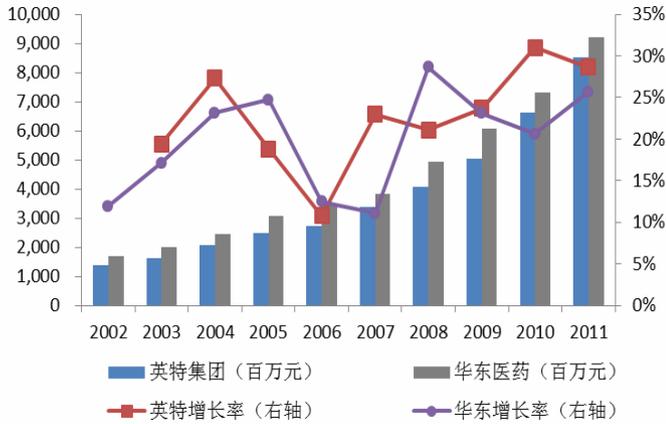
	2011年	备注	2012年	备注	2013年	备注	2014年	备注	2015年	备注
免疫抑制剂	环孢素	2.3亿元	环孢素	2.4亿元	环孢素	2.5亿	环孢素	2.5亿	环孢素	2.5亿
	吗替麦考酚酯	1.5亿元	吗替麦考酚酯	1.8亿元	吗替麦考酚酯	2.1亿	吗替麦考酚酯	2.4亿	吗替麦考酚酯	2.6亿
	他克莫司	6000万	他克莫司	1亿元	他克莫司	1.4亿	他克莫司	1.9亿	他克莫司	2.2亿
	西罗莫司	储备品种	西罗莫司	储备品种	西罗莫司	1500万	西罗莫司	3000万	西罗莫司	6000万
其他	百令胶囊	5.5亿	百令胶囊	7.5亿元	百令胶囊	10亿	百令胶囊	13亿	百令胶囊	15亿
内分泌药物	阿卡波糖系列	3.8亿元	阿卡波糖	4.8亿元	阿卡波糖	5.8亿元	阿卡波糖	7.3亿	阿卡波糖	8亿
	吡格列酮	5800万	吡格列酮	6700万	吡格列酮	7500万	吡格列酮	8000万	吡格列酮	7000万
	吡格列酮二甲双胍	市场导入	吡格列酮二甲双胍	2000万	吡格列酮二甲双胍	5000万	吡格列酮二甲双胍	8600万	吡格列酮二甲双胍	1.2亿
	伏格列波糖	储备品种	伏格列波糖	储备品种	伏格列波糖	1500万	伏格列波糖	2500万	伏格列波糖	3500万
	奥利司他	市场导入	奥利司他	3000万	奥利司他	5000万	奥利司他	1亿	奥利司他	1.2亿
					新药	报批	新药	报批	新药	市场导入
消化道用药	洋托拉唑	2.7亿元	洋托拉唑	3亿元	洋托拉唑	3.3亿元	洋托拉唑	3.3亿元	洋托拉唑	3.3亿元
					埃索美拉唑	报批	埃索美拉唑	报批	埃索美拉唑	市场导入
							新药	报批	新药	报批
									新药	报批
肿瘤药	奥沙利铂	报批	奥沙利铂	市场导入	奥沙利铂	2000万	奥沙利铂	3000万	奥沙利铂	4000万
	阿那曲唑	报批	阿那曲唑	报批	阿那曲唑	市场导入	阿那曲唑	2000万	阿那曲唑	4000万
	来曲唑	报批	来曲唑	报批	来曲唑	市场导入	来曲唑	2000万	来曲唑	4000万
	伊立替康	报批	伊立替康	报批	伊立替康	报批	伊立替康	市场导入	伊立替康	2000万
			地西他滨	报批	地西他滨	报批	地西他滨	市场导入	地西他滨	2000万
							新药	报批	新药	报批
							新药	报批	新药	报批

来源：国金证券研究所

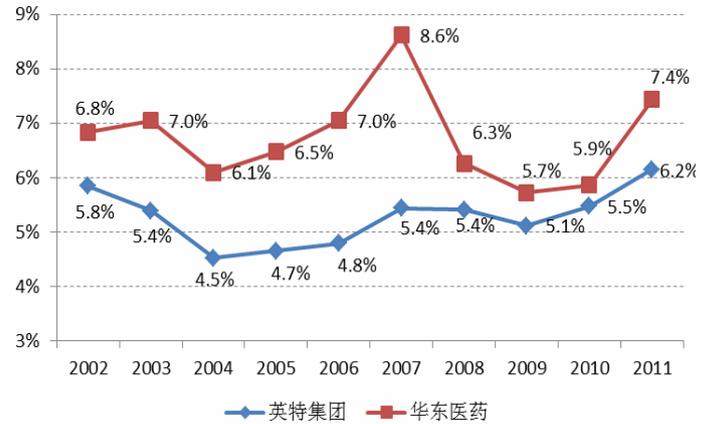
公司是浙江省医药商业龙头企业

- 公司是浙江省医药商业龙头企业，销售收入规模省内多年保持第一。2011年华东医药医药商业收入 92 亿元，同比增长 25.7%；医药商业毛利率 6.92%，盈利能力始终领先竞争对手英特集团。

图表60：华东与英特医药商业销售规模（百万）



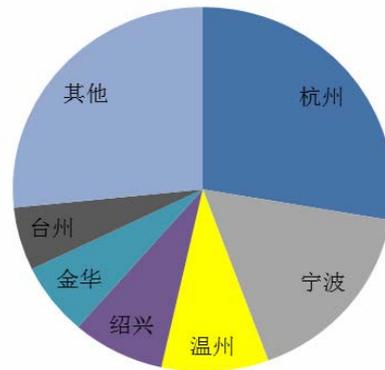
图表61：华东与英特医药商业毛利率比较



来源：公司公告、国金证券研究所

- 为适应国家新医改的政策方向，公司提前布局，加强与省内核心医院的紧密合作。2011年，制订了建立全省医院商业网络的战略规划，并在建立全省医药商业网络工作中进行卓有成效的工作。
 - 2011年公司商业各事业部先后与 30 余家浙江省内地市级医院合作开发“医院绩效管理模块”、“药库自动配药系统”、“合理用药系统”、“药品智能物流及供应链管理平台”、“医院供应链二维条码技术”等推动医院科技化发展新项目，同时通过“项目制”开辟医院合作的新途径。
 - 华东大药房在杭州全国首创“药房与社区卫生机构药房共管合作新模式”，引起政府及同行广泛关注。
- 通过收购、股份制等合作形式，建设全省网络，构建华东医药商业网络布局新模式。公司于 2011 年收购惠仁医药，将核心业务版图从杭嘉湖平原延伸到浙南地区，发展空间进一步打开；已完成温州和宁波地区的医药商业企业股权重组工作，并对原杭州老字号医药连锁药店武林大药房实现资产和品牌的收购，为壮大全省医药商业网络奠定了基础。

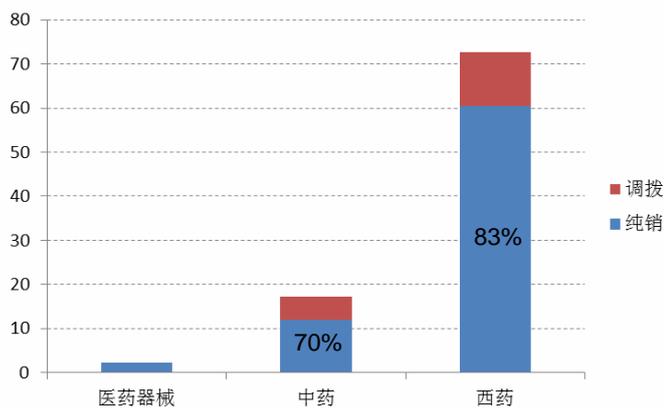
图表62: 2009年浙江省医药商业各地级市规模分布



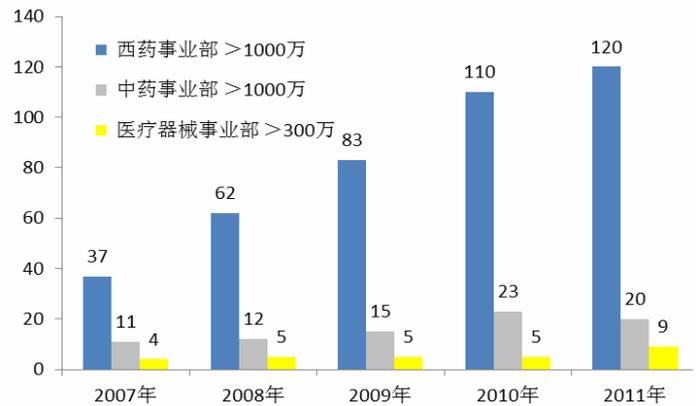
来源:《宁波市医药商业专项分析》、国金证券研究所

- 医药商业纯销比例始终保持在 80%左右,是浙江省内纯销占比最高的企业,中药事业部和西药事业部销售规模上千万的大品种在公司的平台上被不断孵化。

图表63: 医药商业各产品线纯销与调拨结构



图表64: 医药商业规模以上产品的数量



来源:公司公告、国金证券研究所

- 2012年4月18日,华东医药股份有限公司下属全资子公司“华东医药供应链管理(杭州)有限公司”医药商业现代物流中心项目一期改造顺利完成,正式投入运营。
 - 公司对该项目累计投入约 2 亿元,完成了项目的一期改造建设以及原有仓储和业务系统的整体转移。
 - 供应链公司现代物流基地位于杭州经济技术开发区,现拥有仓储面积 52,600 平方米,库容量达到 33 万箱,配备高速分拣系统、自动流水线、手持终端拣货、高架库等多项现代物流设备以及现代物流系统集成与计算机信息管理系统等相关软硬件设施,提供一体化的物流配送保障。
 - 物流政策一期可支持 130 亿元的年销售规模,形成主要以医药产品为主导资源,服务范围覆盖浙江全省的综合物流运营网络系统,成为浙江全省网络覆盖最全,设施最先进,规模最大的医药物流企业。
- 2011年,经营进口生物制品代理销售的宁波公司受益于国内血液制品极度短缺,实现营业收入 9.50 亿元,同比增长 61.32%;实现净利润 4945.88 万元,同比增长 230.13%,成为最大亮点。

- 由于血液制品行业仍然处于紧缺状态，我们预计宁波公司仍有望保持去年盈利水平，母公司医药商业片将保持 20%左右的稳定增长。

资金压力成为发展瓶颈，股改问题有望逐步解决

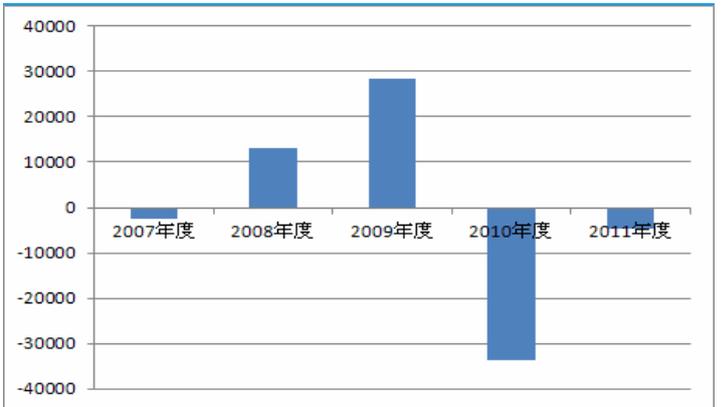
- 公司上市以来由于股改问题没有解决，一直没有融资。由于近年来公司工业片和商业片快速发展，资金压力成为制约公司长期发展的一大因素。
- 由于公司医药商业片应收账款回收期大幅延长以及销售规模的快速增长，导致母公司经营性现金流在 2010、2011 年分别出现 -3.4 亿、-2.5 亿。

图表65: 母公司(商业片)应收账款回收期拉长



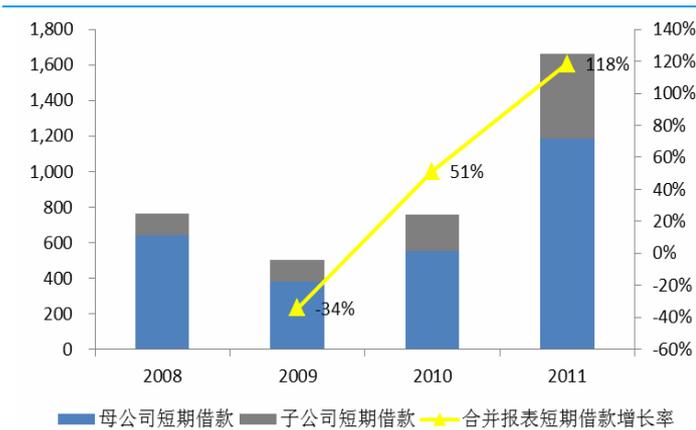
来源: 公司年报、国金证券研究所

图表66: 母公司(商业片)经营性现金流



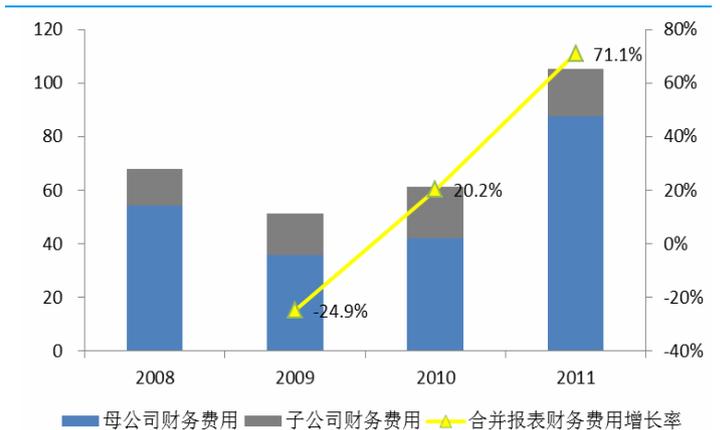
- 为保证公司的正常发展，公司近年来短期借款大幅提升，2011 年年末公司短期借款 16.6 亿元，其中母公司（主要为医药商业）短期借款 11.8 亿元，子公司（主要为中美华东）借款 4.8 亿元。导致公司 2011 年财务费用高达 1 亿元，同比增长 71%，扣税后相当于 17.2%的净利润。

图表67: 公司历年短期借款额(百万元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表68: 公司历年财务费用统计(百万元)



- 在股改问题未得到解决，公司尚不能启动融资前，我们预计公司财务费用仍将处于高位，对业绩产生严重蚕食。然而，一旦股改获得进展，融资障碍扫清，则公司财务费用下降将释放业绩，同时新基地建设也将解决目前的产能瓶颈，为长期发展扫清障碍。

盈利预测

- 我们的盈利预测建立在以下前提假设下：
 - 不考虑公司的资金压力通过资本市场融资解决
 - 公司主导产品中标价格未出现大幅下降，产品毛利率保持稳定
 - 器官移植手术量在未来几年没有出现明显起色
 - 公司目前申报新产品将照预期获批
- 我们认为公司是国内优质的仿制药龙头企业，之前由于适应症领域狭小行业地位被低估，公司十二五期间计划努力拓展抗肿瘤、抗重症感染与心血管，将使得公司经营优势得到放大，逐步迈入国内一线仿制药龙头行列。
- 我们预计，公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.13 元、1.45 元、1.88 元，同比增长 28%、29%、30%，目前估值 24 倍。该预测并没有包含财务减压之后的业绩释放，因此未来有超预期可能，维持“买入”评级。

图表69：公司盈利预测分产品拆分

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
中美华东原料药及其他						
销售收入	110	104	94	98	108	119
增长率	16%	-5%	-10%	5%	10%	10%
百令胶囊						
销售收入	292	374	568	767	1035	1346
增长率	18%	28%	52%	35%	35%	30%
免疫抑制剂产品						
销售收入	342	401	444	514	595	696
增长率	6%	17%	10.9%	16%	16%	17%
吗替麦考酚酯 (赛可平)	销售收入 114	133	153	179	210	246
	增长率 35%	17%	15%	17%	17%	17%
环孢素 (新赛思平)	销售收入 228	236	226	226	226	226
	增长率 -4%	4%	-4%	0%	0%	0%
他克莫司	销售收入 31	31	62	99	144	194
	增长率		100%	60%	45%	35%
西罗莫司	销售收入 3	3	3	10	15	30
	增长率			233%	50%	100%
内分泌线产品						
销售收入	294	348	438	604	777	1019
增长率	52%	18%	25.8%	38%	29%	31%
阿卡波糖 (卡博平)	销售收入 258	299	375	469	587	733
	增长率 33%	16%	26%	25%	25%	25%
吡格列酮 (卡司平)	销售收入 36	49	56	67	75	75
	增长率 17%	36%	14%	20%	12%	0%
吡格列酮二甲双胍 (卡优平)	销售收入 4	4	4	28	50	86
	增长率			678%	79%	72%
伏格列波糖	销售收入 10	10	3	10	15	25
	增长率			233%	50%	67%
奥利司他	销售收入 30	30	30	30	50	100
	增长率				67%	100%
消化线产品						
泮托拉唑 (泮立苏)	销售收入 202	246	277	304	335	335
	增长率 17%	22%	13%	10%	10%	0%
肿瘤药产品						
销售收入					20	80
增长率						300%
医药工业合计						
销售收入	1313	1536	1888	2370	2964	3696
增长率	20%	17%	23%	26%	25%	25%
毛利率		80%	80%	81%	81%	81%
医药商业合计						
销售收入	6072	7326	9208	11004	13204	15845
增长率	23%	21%	26%	20%	20%	20%
毛利率		6%	7%	7%	7%	7%

来源：国金证券研究所

风险提示

- 股改问题解决进度不达预期
- 器官捐献市场规范对供体数量产生影响
- 药品降价

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	7,825	8,972	11,131	13,373	16,169	19,542	货币资金	567	329	779	1,100	1,400	1,700
增长率	14.7%	24.1%	20.1%	20.9%	20.9%		应收款项	1,458	1,889	2,622	2,762	3,327	4,006
主营业务成本	-6,262	-7,289	-8,947	-10,706	-12,891	-15,496	存货	725	993	1,104	1,261	1,519	1,826
%销售收入	80.0%	81.2%	80.4%	80.1%	79.7%	79.3%	其他流动资产	136	183	204	251	301	361
毛利	1,563	1,683	2,185	2,667	3,278	4,045	流动资产	2,887	3,394	4,709	5,375	6,547	7,893
%销售收入	20.0%	18.8%	19.6%	19.9%	20.3%	20.7%	%总资产	80.9%	79.7%	80.6%	82.6%	85.8%	88.2%
营业税金及附加	-39	-23	-46	-56	-68	-82	长期投资	60	60	79	79	79	79
%销售收入	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	426	608	759	780	739	714
营业费用	-667	-872	-1,115	-1,365	-1,709	-2,124	%总资产	11.9%	14.3%	13.0%	12.0%	9.7%	8.0%
%销售收入	8.5%	9.7%	10.0%	10.2%	10.6%	10.9%	无形资产	177	173	271	248	240	233
管理费用	-247	-251	-304	-356	-427	-508	非流动资产	682	862	1,134	1,133	1,085	1,055
%销售收入	3.2%	2.8%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%	%总资产	19.1%	20.3%	19.4%	17.4%	14.2%	11.8%
息税前利润 (EBIT)	610	538	719	890	1,074	1,331	资产总计	3,569	4,256	5,844	6,508	7,632	8,948
%销售收入	7.8%	6.0%	6.5%	6.7%	6.6%	6.8%	短期借款	530	791	1,664	1,567	1,352	992
财务费用	-51	-61	-105	-102	-84	-57	应付款项	1,545	1,976	2,127	2,210	2,662	3,202
%销售收入	0.7%	0.7%	0.9%	0.8%	0.5%	0.3%	其他流动负债	169	134	181	197	236	283
资产减值损失	-28	-23	-12	-31	-19	-26	流动负债	2,244	2,901	3,972	3,974	4,250	4,477
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	4	0	70	70	70	70
投资收益	5	8	9	8	8	8	其他长期负债	27	9	7	7	7	7
%税前利润	0.9%	1.6%	1.4%	1.0%	0.8%	0.6%	负债	2,275	2,910	4,049	4,051	4,327	4,554
营业利润	537	462	610	764	978	1,256	普通股股东权益	1,131	1,159	1,529	2,067	2,760	3,658
营业利润率	6.9%	5.1%	5.5%	5.7%	6.0%	6.4%	少数股东权益	163	187	266	390	545	736
营业外收支	28	34	2	3	3	3	负债股东权益合计	3,569	4,256	5,844	6,508	7,632	8,948
税前利润	565	495	613	767	981	1,259	比率分析						
利润率	7.2%	5.5%	5.5%	5.7%	6.1%	6.4%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-118	-100	-127	-153	-196	-252	每股指标						
所得税率	20.9%	20.1%	20.7%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	0.872	0.731	0.879	1.127	1.452	1.880
净利润	447	396	486	614	785	1,007	每股净资产	2.605	2.669	3.522	4.762	6.359	8.427
少数股东损益	69	79	105	125	155	191	每股经营现金净流	1.308	-0.064	0.037	1.328	1.408	1.697
归属于母公司的净利润	378	317	381	489	630	816	每股股利	0.000	0.330	0.330	0.000	0.000	0.000
净利率	4.8%	3.5%	3.4%	3.7%	3.9%	4.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	33.47%	27.39%	24.95%	23.67%	22.83%	22.31%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	10.60%	7.46%	6.53%	7.52%	8.26%	9.12%
净利润	447	396	486	614	785	1,007	投入资本收益率	26.44%	20.11%	16.16%	17.38%	18.17%	19.51%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	89	95	97	128	128	137	主营业务收入增长率	30.06%	14.66%	24.07%	20.14%	20.90%	20.86%
非经营收益	22	40	88	110	98	78	EBIT增长率	62.37%	-11.89%	33.71%	23.72%	20.70%	23.94%
营运资金变动	10	-558	-656	-276	-400	-485	净利润增长率	124.44%	-16.15%	20.23%	28.25%	28.80%	29.49%
经营活动现金净流	568	-28	16	576	611	736	总资产增长率	15.40%	19.26%	37.32%	11.37%	17.27%	17.23%
资本开支	-113	-170	-223	-93	-57	-77	资产管理能力						
投资	-17	118	-73	0	0	0	应收账款周转天数	47.6	56.4	57.4	57.0	57.0	57.0
其他	24	12	30	8	8	8	存货周转天数	47.6	43.0	42.8	43.0	43.0	43.0
投资活动现金净流	-106	-41	-265	-85	-49	-69	应付账款周转天数	52.1	59.9	63.6	55.0	55.0	55.0
股权募资	0	0	0	49	63	82	固定资产周转天数	18.8	22.3	20.2	20.1	15.3	11.2
债权募资	-265	194	877	-98	-215	-359	偿债能力						
其他	-84	-377	-212	-123	-110	-90	净负债/股东权益	-2.64%	34.32%	53.22%	21.85%	0.66%	-14.51%
筹资活动现金净流	-349	-183	665	-171	-262	-367	EBIT利息保障倍数	11.9	8.8	6.8	8.7	12.7	23.2
现金净流量	113	-252	416	321	300	300	资产负债率	63.75%	68.38%	69.29%	62.24%	56.69%	50.90%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	4	22	22	29
买入	0	2	15	16	19
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.33	1.40	1.41	1.40

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-12-27	买入	30.40	N/A
2 2011-03-14	买入	30.80	N/A
3 2011-04-24	买入	28.00	N/A
4 2011-08-02	买入	26.16	N/A
5 2011-08-14	买入	27.63	N/A
6 2011-12-13	买入	27.90	N/A
7 2012-03-26	买入	25.39	N/A
8 2012-04-20	买入	25.11	N/A

来源：国金证券研究所

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



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。

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。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B