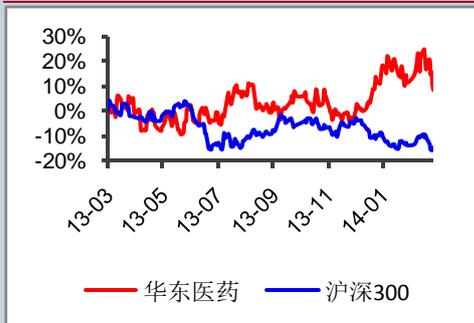


华东医药（000963）研究报告

增持

当前价：42.66 元

一年内股价与沪深 300 走势对比



资料来源：wind

主要数据 2014.3.24

一年内最高/最低(元)	51.97/39.59
上证指数/深证成指	2066/7273
总股本/流通 A 股 (百万)	434/280
每股净资产 (元)	5.93
资产负债率%	60.71

分析师：郭敏

执业证书编号：S1110511060003

电话：(8621) 22062979

邮件：guomin@tfzq.com

研究助理：何志俊

执业证书编号：S1110111070024

电话：(8621) 22062979-8021

邮件：hezhijun@tfzq.com

地址：武汉市江汉区唐家墩32号国资大厦B座

电话：027-87618889

邮政编码：430024

天风证券股份有限公司

专科处方药优质企业

投资要点：

- **2013 年业绩符合预期。**2013 年，主营业务收入 167.2 亿元，同比增长 14.7%；归属于母公司所有者净利润 5.75 亿元，同比增长 22.4%，扣非后同比增长 19.7%。每股经营净现金高达 1.1 元。四季度单季扣非净利增速为 28%，较三季度明显回升。
- **百令胶囊依然有较大空间。**百令胶囊近两年超预期增长的原因来自适应症拓宽和产品规格变更两个方面。2005 版和 2010 版国家医保目录百令胶囊的适应症范围变化不大，但北京和浙江的地方目录拓宽了该产品在呼吸科和肿瘤科的应用。由样本医院数据来看，百令胶囊市场还集中在少数发达地区，仅北京地区市场占比就高达 46%，由市场分布来看该产品增长空间还非常广阔。
- **阿卡波糖进口替代的品种。**阿卡波糖进入 2013 年新版基药目录，公司将加大基层销售渠道建设，利用价格招标优势，抢占基层市场份额，未来基层市场将拉动糖尿病药物快速增长。
- **医药商业将平稳运行。**母公司是上市公司商业业务主体，我们预计其可能依然受到了杭州地区医保总量控制力度加大的政策影响。从中长期来看，虽然公司可能会受到省内医保控费政策的应先，但其作为浙江省医药商业龙头企业的在地优势依然明显，有望在在商业流通领域市场集中度不断提升的大背景下继续获得超越行业平均水平的增速。
- **股改问题有望解决。**2013 年 10 月 18 日公司接到远大集团通知，申请豁免要约收购义务获得监管部门批准。华创投资持有远大集团 51% 股权，为远大集团控股股东，胡凯军是公司实际控制人。实际控制人、华东医药股改承诺是制约远大集团各业务板块子公司上市的主要障碍，实际控制人问题解决后远大将更积极解决华东股改承诺。

盈利预测及投资建议：

- 我们预测 2014-2016 年公司能够实现营业收入分别为 200、237 和 284 亿元，分别同比增长 20%、18%和 20%；实现归属于上市公司净利润分别 7.08、8.41 和 10.33 亿元，分别同比增长 23.20%、18.82%和 22.76%；按照最新股本摊薄，分别实现每股收益 1.63 元、1.94 元和 2.38 元。结合公司质地与成长性，我们认为合理的估值区间为 2014 年预测市盈率 30-35 倍。

风险提示：

- 产品销售不及预期。

业绩预测与估值指标

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	16717.99	20061.58	23672.67	28407.20
同比(%)	14.67%	20.00%	18.00%	20.00%
归属母公司净利润(百万)	574.98	708.38	841.71	1033.32
同比(%)	22.35%	23.20%	18.82%	22.76%
毛利率(%)	20.20%	19.79%	19.84%	19.94%
ROE(%)	24.80%	25.32%	23.87%	23.38%
每股收益(元)	1.32	1.63	1.94	2.38

来源：天风证券研究所整理 股价为 2014 年 3 月 24 日股价

目录

1	公司概况	1
1.1	公司简介	1
1.2	股权结构	1
1.3	经营情况	1
2	医药工业具特色	2
2.1	百灵胶囊独家品种	2
2.2	阿卡波糖竞争格局良好	3
2.3	免疫抑制剂新老产品结合	5
2.4	消化性溃疡药	6
3	医药商业区域龙头	6
4	盈利预测与投资建议	7
5	风险提示	7
6	重要声明	9
7	天风证券评级说明：	9

图目录

图 1 华东医药股权分布图.....	1
图 2 公司经营较为稳健.....	1
图 3 2006-2013 年公司百令胶囊销售额及增速.....	3
图 4 阿卡波糖市场占有率.....	4
图 5 公司阿卡波糖保持较快增速.....	4
图 6 公司泮托拉唑保持较快增速.....	6

表格目录

表格 1 公司主要产品.....	2
表格 2 降糖药主要产品市场份额.....	3
表格 3 各企业阿卡波糖招标价格对比.....	4
表格 4 各企业环孢素招标价格对比.....	5
表格 5 各企业吗替招标价格对比.....	5
表格 6 各企业他克莫司招标价格对比.....	6
表格 7 公司盈利结果预测.....	7

1 公司概况

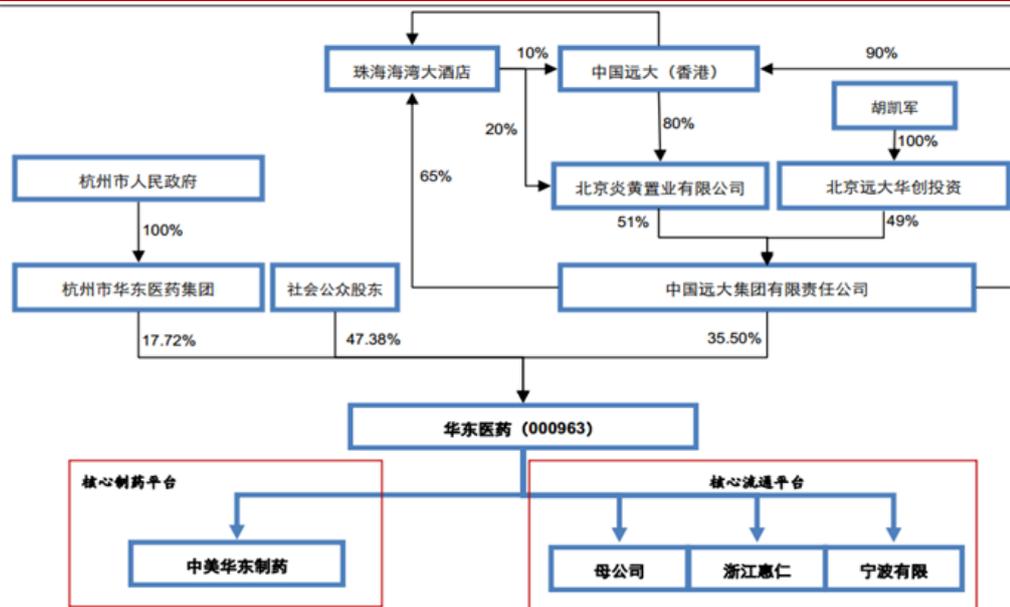
1.1 公司简介

华东医药成立于 1993 年，总部位于浙江杭州，2000 年 1 月公司在深圳证券交易所挂牌上市（股票代码：000963）。公司是全国 520 家重点国有企业、是杭州市十大企业集团杭州华东医药（集团）公司的核心企业。主要从事抗生素药品、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，是一家集医药工业、商业和科研于一体的大型、综合性医药企业。成立至今公司管理层一直坚持稳健经营。公司业务主要包括医药工业和医药商业，医药工业主要产品有中成药百令胶囊、糖尿病类药、免疫抑制剂类药、消化系统类药，医药商业主要覆盖浙江省，为浙江省医药商业龙头。

1.2 股权结构

远大集团持有公司 35.5% 的股权，是公司的实际控制人。远大集团作为第一大股东，属于战略投资者，较少参与公司的日常经营，公司二股东为杭州华东医药集团有限公司，持股比例为 17.72%，是公司主要的实际经营者。

图1 华东医药股权分布图

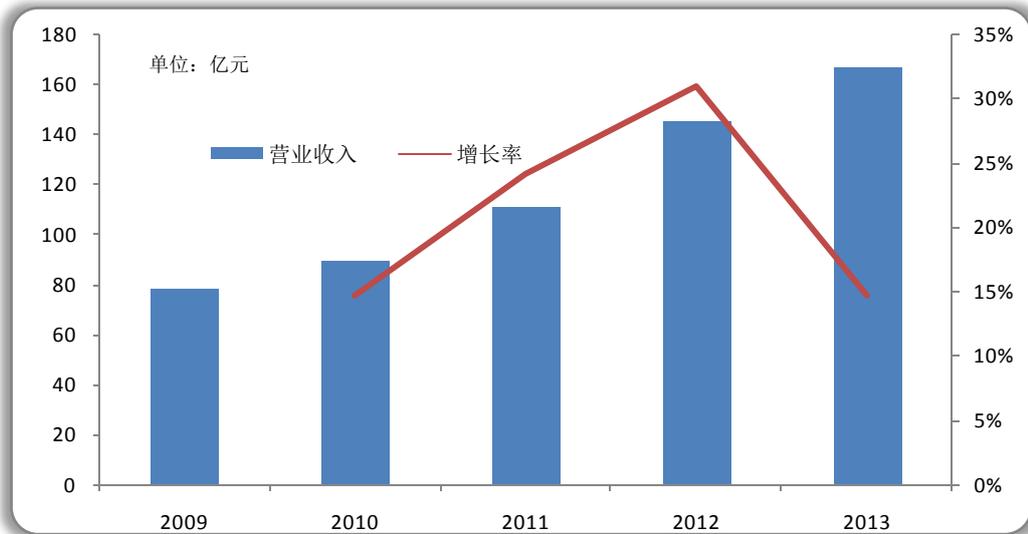


来源：公司年报 天风证券研究所

1.3 经营情况

公司经过 20 余年的发展，一直坚持稳健经营的理念，2010 年公司剥离房地产业务后，专注医药领域。

图2 公司经营较为稳健



来源：公司年报 天风证券研究所

公司控股子公司中美华东为医药工业收入的主要来源，凭借较强的营销实力，依托华东医药集团，中美华东在免疫系统、糖尿病以及消化系统领域建立了竞争优势，收入过亿产品包括百令胶囊、阿卡波糖、环孢素、吗替麦考酚酯以及泮托拉唑。百令胶囊目前适应症在肺、肾领域，未来公司将扩大适应症领域，免疫抑制剂目前覆盖了所有的重磅产品，消化系统用药领域积极进入其他质子泵产品。

表格 1 公司主要产品

类别	产品	适应症	企业数量	国家医保
中药	百令胶囊	慢性支气管炎、肾衰等	独家	医保乙类
免疫抑制	环孢素	器官移植抗排斥反应	众多	医保甲类
	吗替麦考酚酯	器官移植抗排斥反应	众多	医保乙类
	他克莫司	器官移植抗排斥反应	4	医保乙类
糖尿病	阿卡波糖	2 型糖尿病	3	医保乙类
	吡格列酮	2 型糖尿病	多家	医保乙类
消化系统	泮托拉唑	消化性溃疡	多家	医保乙类

来源：天风证券研究所

2 医药工业具特色

2.1 百灵胶囊独家品种

百令胶囊主要成分与虫草有效成分的含量 98% 吻合，且使用成本低于虫草。经液体发酵精制而成的发酵冬虫夏草菌粉，具有提高机体免疫、升高白细胞、消除疲劳、抗炎、抗肿瘤等多重功效，该产品临床可用于器官移植抗排斥、肾功能衰竭、支气管炎、肝病、肿瘤等诸多领域，曾荣获国家中药一类新药，中药独家保护品种。

百令胶囊 2013 年实现 30% 的增长，达到 10 亿元，近三年复合增长率为 41%，成为首个跨入 10 亿元级别的国产中药大品种行列。产品的安全性和疗效也使医生、患者对发酵冬虫夏草产品的认知度越来越高。

图3 2006-2013年公司百令胶囊销售额及增速



来源：公司年报 天风证券研究所

公司目前各厂区虫草菌粉总产能在 900 吨左右，可支撑去年 10 亿元的收入，随着百令胶囊的快速增长，目前的产能无法满足未来五年产品的高速增长。公司通过技改等方式暂时缓解产能压力，但预计到 2015 年后可能仍会有压力，目前江东开发区设计产能 1200 吨，预计可以形成 20-25 亿产值，新基地预计 2016 年建成投产，原有基地可能会根据市场情况改为生产其他产品。

2.2 阿卡波糖竞争格局良好

我国居民生活水平提升较快，但保健意识未相应跟上，这直接导致我国糖尿病发病率急剧提升。目前我国已经超越印度成为全球糖尿病患者数量最多的国家，糖尿病患者人群已达 9,000 万。巨大的患者人群也为糖尿病治疗产品提供了广阔的市场空间。

在我国糖尿病药物市场中，胰岛素制剂市场份额逐年增长，一直是糖尿病药物的领头羊，市场份额超过 30%，紧跟其后的是阿卡波糖，市场份额为 22.55%，其他产品对胰岛素制剂和阿卡波糖的威胁程度不大，而胰岛素也无法全部代替口服药，预计市场份额占比情况短期内变化不大。

表格 2 降糖药主要产品市场份额

药品名称	2009 年市场份额	2010 年市场份额
胰岛素制剂	34.78%	35.46%
阿卡波糖	23.85%	22.55%
二甲双胍	8.28%	8.25%
瑞格列奈	7.01%	7.52%
罗格列酮	5.23%	5.21%
格列美脲	4.53%	4.93%
格列齐特	4.31%	3.90%
吡格列酮	2.64%	2.75%

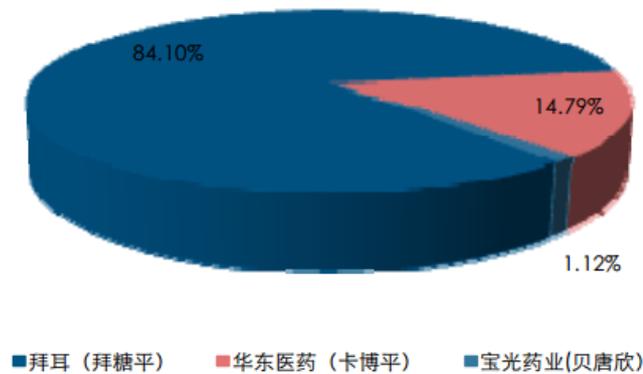
来源：天风证券研究所

阿卡波糖是公司 2002 年上市的老品种，为糖苷酶抑制剂，原研企业为拜耳公司，是唯一经
请阅读最后一页信息披露和重要声明

美国 FDA 批准的 α -葡萄糖苷酶抑制剂,具有独特的作用机理,即他结合于碳水化合物分解酶(α -糖苷酶),从而竞争性与可逆性地抑制小肠中碳水化合物的分解,延缓葡萄糖的吸收,降低餐后的血糖高峰,其独特的降糖机制尤其适用于以淀粉为主食的亚洲地区。该产品临床除作为 2 型糖尿病血糖控制的一线用药外,还是唯一被批准用于控制糖耐量受损患者血糖水平的治疗用药,是应用范围最广泛的降糖品种。

2011 年中国整个糖尿病治疗药物临床用药中阿卡波糖占据 23.37%,销售额增长了 19.38%,排在第二。阿卡波糖在国内医院中的销售额近年来呈现增长的势头,成为糖尿病治疗药物中的主力品种。目前国内仅三家企业获批生产阿卡波糖,阿卡波糖市场集中度较高,市场基本由德国拜耳公司(拜糖平)所占据,公司的市场份额接近 15%,稳居第二。2012 年卡博平的销售额突破 5 亿元。

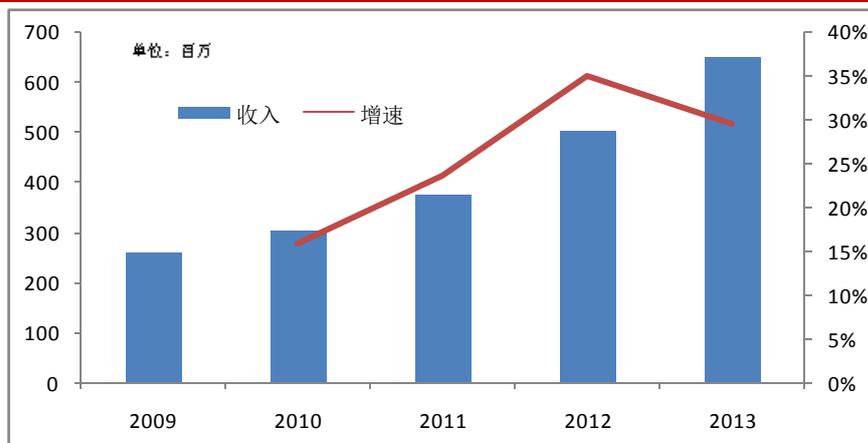
图4 阿卡波糖市场占有率



来源: 公司公告 天风证券研究所

阿卡波糖进入 2012 年新版基本药物目录,华东医药卡博平价格较拜糖平低 40%,按照现行的基本药物招标规则,华东医药的卡博平竞争优势明显,因此在全国基本药物市场,华东医药的阿卡波糖将成为准独家品种,未来三年卡博平的复合增长率在 30%以上。

图5 公司阿卡波糖保持较快增速



来源: 公司公告 天风证券研究所

表格 3 各企业阿卡波糖招标价格对比

公司	通用名	商品名	规格	招标均价
德国拜耳	阿卡波糖	拜糖平	50mg*30 片/盒	64.52 元/盒

中美华东	阿卡波糖	卡博平	50mg*30 片/盒	45.21 元/盒
------	------	-----	-------------	-----------

来源：天风证券研究所

公司在糖尿病二线用药增长稳定，吡格列酮是近几年培育的新品种，该品种在整体糖尿病用药市场份额靠前。公司 2012 年实现销售收入 7000 万，具备成为亿元品种的潜力，对公司糖尿病产品线将形成有力支撑。

2.3 免疫抑制剂新老产品结合

环孢素最早由瑞士山德士（诺华）于 1983 年在美国上市，该药物是第一个具有选择性的免疫抑制剂，在当时大大提高了器官移植患者的存活率，是具有跨时代意义的药物，其巅峰销售额超过 13 亿美元，是免疫抑制剂中诞生的第一个重磅炸弹。环孢素在国内使用时间较长，属于成熟期产品，目前市场几乎被诺华、华东医药等少数企业垄断，公司占据 34% 的份额，竞争力较强。由于环孢素市场较为成熟，预计未来可保持 3% 左右的微弱增长。

表格 4 各企业环孢素招标价格对比

公司	通用名	规格	招标均价
华东医药	环孢素胶囊	25mg*50 粒/盒	262 元/盒
诺华制药	环孢素胶囊	25mg*50 粒/盒	479 元/盒

来源：天风证券研究所

吗替麦考酚酯是罗氏公司的原研药，该产品耐受性好，肝、肾、骨髓毒性低，与硫唑嘌呤相比，能使肾移植急性排斥发生率降低近 50%，并显著降低肾移植的失败率，在美国免疫抑制二联/三联用药方案中，该产品已基本取代硫唑嘌呤成为基础用药，其巅峰销售额接近 20 亿美元，是免疫抑制剂中的大品种。

吗替麦考酚酯 2003 年由罗氏在我国上市，中美华东是国内第一家仿制成功的厂家，商品名为赛可平，2006 年上市销售后，逐渐分割罗氏公司的市场份额，2011-2012 年赛可平销售额分别为 1.49 亿元和 1.67 亿元，同比增长率分别为 10%、12%。2012 年中美华东市场份额已达 18%，罗氏占 79%，预计未来主要依靠进口替代和对硫唑嘌呤的替代驱动，可保持 10%-20% 的稳定增长。

表格 5 各企业吗替招标价格对比

公司	通用名	规格	招标均价
华东医药	吗替麦考酚酯	0.25g*40 片/盒	380 元/盒
罗氏	吗替麦考酚酯	0.25g*40 片/盒	600 元/盒

来源：天风证券研究所

他克莫司由日本安斯泰来（藤泽）研发并于 1994 年在美国上市，他克莫司是从链霉菌属中分离出的发酵产物，是一种新型强效免疫抑制性大环内酯类抗生素，免疫抑制活性比环孢素强 100 倍。

他克莫司 2001 年由安斯泰来在我国上市，市场尚处于成长期。该产品原料采用发酵工艺生产，有一定技术壁垒，国内仅有三家企业生产，由于海正药业为出口型企业，国药川抗原为研发机构，销售实力有限，因此市场由安斯泰来和华东医药垄断，华东医药占比 10%，他华东医药 2009 年从华东医药集团受让了他克莫司新药技术，2012 年销售收入 0.92 亿元，同比增长 48%，占据 11% 的市场份额，华东医药的他克莫司价格较安斯泰来的低 35%，优势明显，随着国家医保控费政策的实施以及下半年各省药品招标政策的启动，公司产品进口替代空间巨大。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

表格 6 各企业他克莫司招标价格对比

公司	通用名	规格	招标均价
华东医药	他克莫司	1mg*50 粒/盒	985 元/盒
安斯泰来	他克莫司	1mg*50 粒/盒	1339 元/盒

来源：天风证券研究所

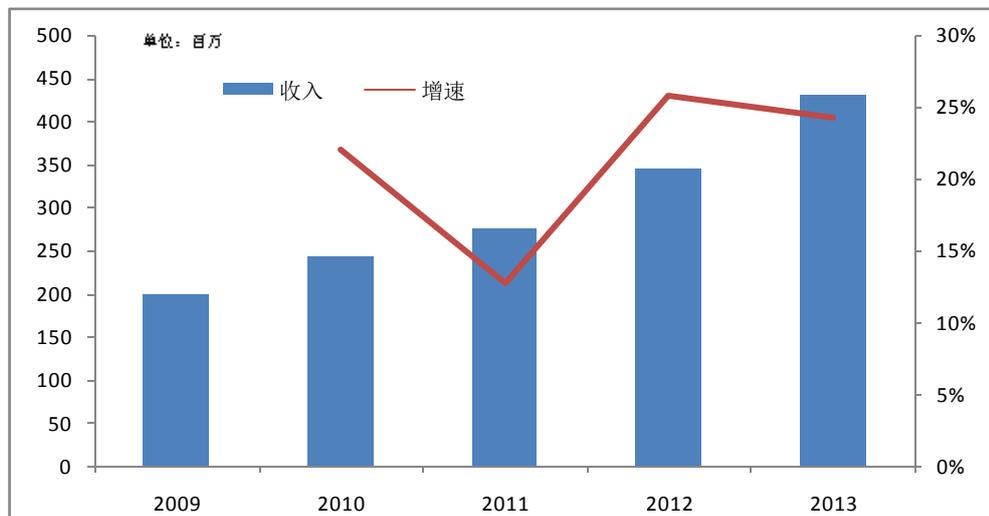
2.4 消化性溃疡药

市场上的治疗胃病的药物可以分为五大类，分别为质子泵抑制剂、H₂-受体拮抗剂、粘膜保护剂、抗酸剂、胃动力药物等。其中质子泵抑制剂的市场份额最大，2012 年该类品种约占中国胃药市场销量的 80%，即 160 亿元左右。

公司消化性溃疡药有泮托拉唑，该产品是继奥美拉唑、兰索拉唑后的第三代质子泵抑制剂，与奥美拉唑和兰索拉唑相比，泮托拉唑具有口服生物利用度高，抑制胃酸分泌水平高，耐受性良好的特点，是治疗消化道出血最安全的药物之一。

泮托拉唑生产企业众多，市场竞争激烈，公司凭借较强的营销能力占据 18% 的市场份额，仅次于原研企业德国奈科明，目前国内泮托拉唑制剂批件有 120 多家，市场竞争比较激烈，2012 年公司凭借较强的营销能力，市场份额达到 18%，公司继续利用自身的优势，精耕泮托拉唑市场，2013 年泮托拉唑收入增速为 25%，随着今年各省招标政策的启动以及新 GMP 认证的完成，我们认为泮托拉唑 2014 年收入增速将达到 30%。

图6 公司泮托拉唑保持较快增速



来源：公司公告 天风证券研究所

在消化系统领域，除泮托拉唑外，公司积极开拓其他新产品，公司的埃索美拉唑申报生产批件，预计年底有望获批。另一款产品奥美拉唑碳酸氢钠胶囊已申报临床批件，本品为复方制剂，预计 2016 年拿到药品生产批文。

3 医药商业区域龙头

公司医药商业收入全国排名第八，为浙江省最大的医药商业公司，公司医药商业业务毛利率一直维持较高水平，纯销业务毛利率较高，目前纯销业务占比达 80%，公司医药商业近三年的复合增长率达到 20%，2013 年公司商业业务收入突破 130 亿元。浙江省医药商业市场比较分散，

请阅读最后一页信息披露和重要声明

省内排名前三的医药商业公司合计市场份额不足 40%，公司医药商业在浙江省内还有较大的发展空间。公司医药商业在浙江省内还有较大的发展空间。我们预计公司医药商业未来三年有望保持 10%-15% 的快速增长。

4 盈利预测与投资建议

我们预测 2014-2016 年公司能够实现营业收入分别为 200、237 和 284 亿元，分别同比增长 20%、18%和 20%；实现归属于上市公司净利润分别 7.08、8.41 和 10.33 亿元，分别同比增长 23.20%、18.82%和 22.76%；按照最新股本摊薄，分别实现每股收益 1.63 元、1.94 元和 2.38 元。结合公司质地与成长性，我们认为合理的估值区间为 2014 年预测市盈率 30-35 倍。

表格 7 公司盈利结果预测

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万）	16717.99	20061.58	23672.67	28407.20
同比（%）	14.67%	20.00%	18.00%	20.00%
归属母公司净利润（百万）	574.98	708.38	841.71	1033.32
同比（%）	22.35%	23.20%	18.82%	22.76%
毛利率（%）	20.20%	19.79%	19.84%	19.94%
ROE（%）	24.80%	25.32%	23.87%	23.38%
每股收益（元）	1.32	1.63	1.94	2.38

资料来源：公司公告 天风证券研究所

5 风险提示

产品销售不及预期，股改低于预期。

6 重要声明

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，天风证券有限责任公司（以下简称“天风证券”）的经营经营范围包括证券投资咨询业务，经营证券业务许可证编号：Z19935000。

本报告版权归天风证券所有，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、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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“天风证券有限责任公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于天风证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但天风证券及其研究人员不保证该信息的准确性和完整性。对由于该等问题产生的一切责任，天风证券不作出任何担保。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，在不发出事先通知的情况下，可能会进行调整。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。收件人亦不会因为收到本报告而成为天风证券的客户。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的邀请。天风证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。天风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，天风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，天风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。投资者应当考虑到天风证券及其关联机构或个人可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

7 天风证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数15%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~15%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%~15%
	卖出	未来6个月内跑输沪深300指数15%以上
行业投资评级	强于大市	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	同步大市	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	弱于大市	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

武汉	上海
地址：中国湖北省武汉市江汉区唐家墩32号国资大厦B座（430024）	上海浦东新区芳甸路1088号紫竹国际大厦22楼（201204）
电话：027-87618889	021-50155650
网址： http://www.tfzq.com	