

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): 49.17元

目标(人民币): 75.00元

爱在黎明破晓前, 共赏华东既白;

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)	21,342.73
年内股价最高最低(元)	51.54/39.51
沪深300指数	2136.73
深证成指	7195.69



相关报告

- 《发展瓶颈即将突破, 加速成长可期》, 2014.5.14
- 《基本面向好, 股改博弈难掩成长价值》, 2014.3.21
- 《股权变更终获批, 全年增长不变》, 2013.10.21

燕智 分析师 SAC 执业编号: S1130513080009
(8621)60230222
yanz@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)60230220
huangting@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	1.083	1.325	1.879	2.715	3.310
每股净资产(元)	4.60	5.93	7.74	10.60	14.11
每股经营性现金流(元)	1.48	1.10	2.75	2.58	3.23
市盈率(倍)	31.40	34.73	26.17	18.11	14.86
行业优化市盈率(倍)	19.02	26.06	25.24	25.24	25.24
净利润增长率(%)	23.18%	22.35%	41.83%	44.49%	21.93%
净资产收益率(%)	23.51%	22.34%	24.27%	25.60%	23.46%
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

- 公司是工商业兼备的医药企业, 商业业务是浙江省龙头; 工业平台以子公司中美华东为核心, 是国内最大的免疫抑制剂和口服降糖药企业。
- 公司现有核心产品处在高速增长期, 竞争格局好, 价格压力小。公司的核心产品是百令胶囊和阿卡波糖, 其中百令胶囊 2013 年实现收入 10.2 亿元, 阿卡波糖收入 6.5 亿, 两者合计占工业收入比重为 57%。百令胶囊是公司的独家品种, 正在成为多科室用药, 预计未来 3 年仍将保持 25% 以上复合增速。阿卡波糖是国内治疗糖尿病的重磅炸弹级品种, 去年入选新版基药目录, 预计未来 3 年能保持 35% 以上增长。
- 其他品种稳健增长, 免疫抑制剂有望收益国产替代。泮托拉唑虽然整体降价压力较大, 但公司胶囊剂微丸剂具有定价能力能够通过剂型替换缓冲降价风险; 免疫抑制剂产品受限于器官移植, 整体维持 10% 左右增速, 但外资原研厂占比高, 存在国产仿制药替代机遇。
- 医药商业受益新产品代理, 迎新发展阶段。商业业务受到控费等因素影响, 增速全年预计在 10% 左右, 大健康布局提升长期成长性; 宁波子公司今年代理韩国 LG 的玻尿酸, 盈利能力强, 预计今年宁波公司将实现 30% 左右增长, 未来 LG 生命一系列美容产品合作值得期待。
- 远大集团积极推动中美华东少数权益收购: 6 月 22 日, 公司公告华东医药拟出资 8.97 亿元收购控股子公司中美华东少数股东所持有的 25% 股权, 收购价格静态市盈率 7 倍, 动态市盈率 5.2 倍, 将显著增厚二级市场股东权益。为解决收购的财务压力, 远大集团提出在豁免资产注入完成股改承诺的前提下为上市公司提供为期一年 2 亿借款, 为 10 亿公司债发现提供信用担保, 预计两项财务支持整体将节省财务费用 4000 万左右, 体现出远大集团支持上市公司发展, 完成股改承诺的诚意和决心。
- 盈利预测及投资建议: 假设中美华东少数权益收购于 10 月完成, 预计将分别增厚 14-16 年净利润 5100 万、2.1 亿、2.6 亿元, 考虑收购股权的融资成本, 上调公司盈利预测 2014-2016 年 EPS 分别为 1.88 元、2.71 元、3.3 元, 增长 41%, 44%, 22%, 目前估值对应 2014 年 26 倍, 2015 年 18 倍, 维持“买入”评级, 目标价 75 元对应 2014 年 40 倍。

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
公司历史沿革：股改承诺问题多年悬而未决制约发展.....	6
工业板块：产品线逐步丰富，迈向一线仿制药龙头.....	10
中美华东是工业板块主要平台.....	10
依托华东医药集团生物工程研究所，储备品种丰富.....	10
销售团队优秀，人均效率远超行业水平.....	12
百令胶囊：口碑效应显现，有望成为 20 亿级重磅炸弹.....	14
市场潜力空间巨大，价格趋势稳定.....	14
百令胶囊产能瓶颈 2016 年解除.....	16
内分泌产品线：产品梯队齐备，阿卡波糖迎高速增长期.....	16
糖尿病患者人群快速增长，治疗率较低.....	16
阿卡波糖：更适用于中国人，收益新基药有望快速放量.....	18
伏格列波糖：阿卡波糖的补充品种.....	20
吡格列酮及二甲双胍复方制剂：不会作为重点品种发展.....	20
奥利司他：定位降脂用药领域，小剂量安全性高.....	21
消化性溃疡药产品线：泮托拉唑价格竞争加剧.....	22
免疫抑制剂产品线：行业增速有限，国产替代空间大.....	24
我国器官捐献率很低，供体短缺制约行业发展.....	24
国产化替代是短期免疫抑制剂系列的最大机会.....	26
新产品储备丰富，支撑长期成长.....	29
达托霉素：产品力强的超级抗生素，今年有望获批.....	30
磺达肝癸：抗凝血领域的潜在重磅产品，明年有望获批.....	31
浙江省医药商业龙头企业，玻尿酸代理成亮点.....	32
传统医药商业增速回落，寻求转型新模式.....	32
宁波公司：进口产品代理平台，LG 玻尿酸是亮点.....	33
盈利预测.....	35
附录：三张报表预测摘要.....	37

图表目录

图表 1：公司销售收入和增速.....	5
图表 2：公司营业利润及增速.....	5
图表 3：2013 年工业和商业销售收入占比.....	5
图表 4：2013 年工业和商业营业利润占比.....	5
图表 5：公司组织框架与子公司情况.....	6

图表 6: 华东医药历史沿革.....	7
图表 7: 公司历年短期和长期借款情况 (万元)	8
图表 8: 公司历年财务费用 (百万元)	8
图表 9: A 股化学制剂上市公司资产负债率对比 (2013 年报)	8
图表 10: 华东医药目前股权结构图	9
图表 11: 远大集团股改承诺相关事项历史沿革	9
图表 12: 中美华东历年收入统计	10
图表 13: 中美华东历年利润统计	10
图表 14: 公司主要新产品上市节奏	11
图表 15: 公司主要产品情况.....	12
图表 16: 各制药企业销售人员数量统计.....	13
图表 17: 各制药企业销售人员人均销售额(万元/人).....	13
图表 18: 样本医院免疫抑制剂市场份额.....	13
图表 19: 样本医院降糖药市场份额统计.....	14
图表 20: 样本医院抗消化性溃疡及胃动力药市场份额	14
图表 21: 样本医院百令胶囊销售金额	15
图表 22: 上市公司百令胶囊销售收入统计	15
图表 23: 金水宝胶囊和百令胶囊产品比较	15
图表 24: 我国糖尿病用药市场规模与增长率.....	17
图表 25: 各类糖尿病治疗药物作用机理示意图	17
图表 26: 各类糖尿病药物对比	17
图表 27: 糖尿病临床治疗路径	18
图表 28: 国内糖尿病用药市场份额统计.....	18
图表 29: 样本医院阿卡波糖市场份额统计	19
图表 30: 阿卡波糖样本医院销售金额	19
图表 31: 阿卡波糖各省平均中标价格比较	19
图表 32: 各级医疗机构基本药物使用占比要求	20
图表 33: 2011 年美国口服降糖药处方量占比	21
图表 34: 质子泵抑制剂(注射剂)市场份额统计	22
图表 35: 质子泵抑制剂复合 2007-2012 复合增速比较	22
图表 36: 样本医院抗消化性溃疡及胃动力药市场份额	23
图表 37: 样本医院中美华东泮托拉唑销售金额统计	23
图表 38: 样本医院泮托拉唑口服剂市场份额.....	23
图表 39: 样本医院泮托拉唑注射剂市场份额.....	23
图表 40: 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 41: 器官移植收入以肾移植和肝移植为主	25
图表 42: 样本医院免疫抑制剂销售金额 (亿元)	25
图表 43: 我国器官捐献率处于非常低的水平 (%)	26
图表 44: 器官移植患者主要采用三联用药	26

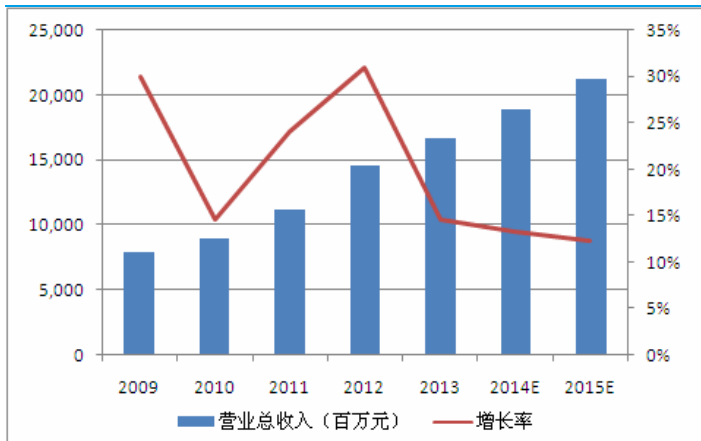
图表 45: 国内环孢素市场规模与增速	27
图表 46: 公司样本医院环孢素销售额与增速.....	27
图表 47: 环孢素市场份额统计	27
图表 48: 环孢素中标价格统计	27
图表 49: 吗替麦考酚酯国内市场规模与增速.....	28
图表 50: 公司样本医院吗替麦考酚酯销售额与增速.....	28
图表 51: 吗替麦考酚酯市场份额统计	28
图表 52: 吗替麦考酚酯中标价格统计	28
图表 53: 他克莫司国内市场规模与增速.....	28
图表 54: 公司样本医院他克莫司销售额与增速.....	28
图表 55: 他克莫司市场份额统计	29
图表 56: 他克莫司中标价格统计	29
图表 57: 公司产品线储备列表	30
图表 58: 达托霉素仿制药申报情况.....	31
图表 59: 磺达肝癸钠作用激励	31
图表 60: 2011 年浙江省内医药商业企业销售规模.....	32
图表 61: 华东（母公司）与英特医药销售规模（百万）.....	32
图表 62: 华东（母公司）与英特医药商业毛利率比较	32
图表 63: 华东医药宁波公司营业收入统计	33
图表 64: 华东医药宁波公司净利润统计.....	33
图表 65: 各国表皮注射玻尿酸的渗透率.....	34
图表 66: 国内四大已注册玻尿酸产品对比.....	35
图表 67: 公司盈利预测分产品拆分	36

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

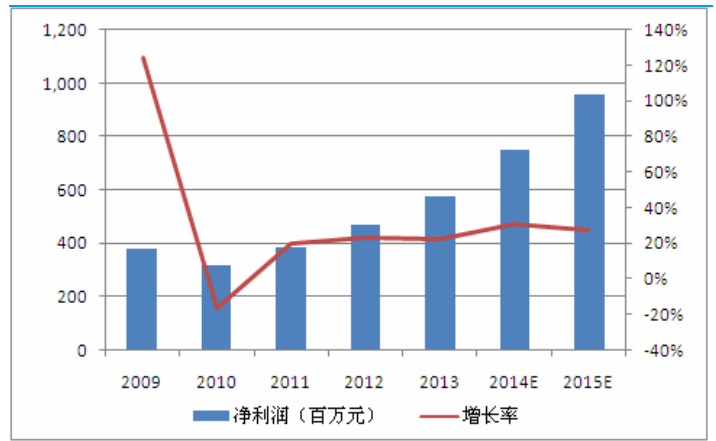
- 华东医药于 1997 年由杭州华东医药集团公司和杭州医药站股份有限公司资产重组组建。公司是一家在专科仿制药和医药商业领域均表现出众的优质医药企业。
- 公司经营业绩多年保持稳健增长。营业收入由 2000 年上市时的 16.2 亿增至 2013 年的 167.2 亿；净利润由 2000 年的 4591 万增至 2013 年的 5.75 亿；收入及利润均实现了 10 倍增长。2008 年至今，公司工业业务复合增长率为 23%，公司净利润复合增长率为 28%。

图表1: 公司销售收入和增速



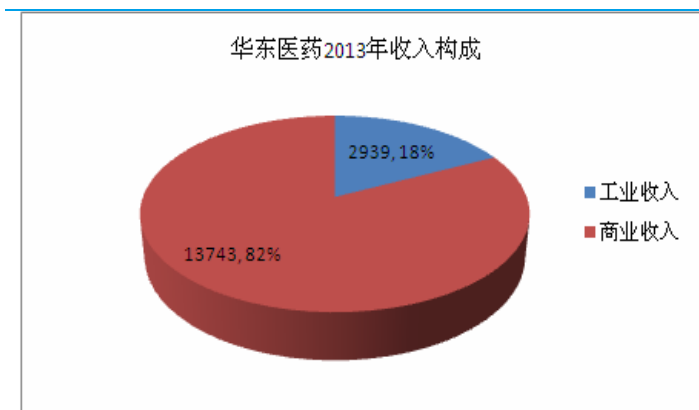
来源: 公司公告、2010 年利润下滑由于房地产业务剥离所致、国金证券研究所

图表2: 公司营业利润及增速



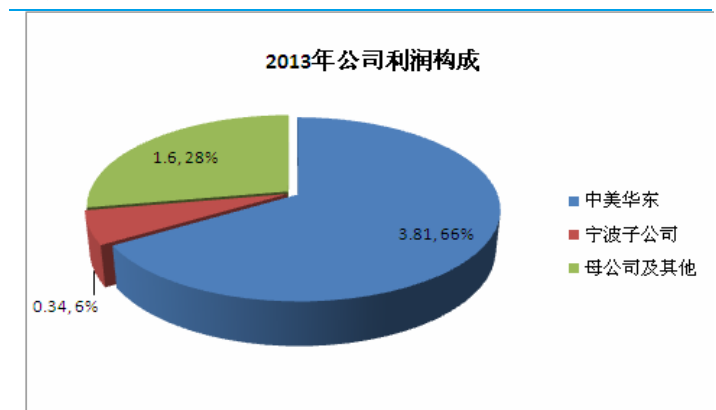
- 公司旗下主要工业平台中美华东，拥有免疫抑制剂、降糖药、消化道溃疡用药三条强势产品线，虽然收入占比仅为 18.5%，但贡献公司营业利润占比接近 70%。

图表3: 2013 年工业和商业销售收入占比



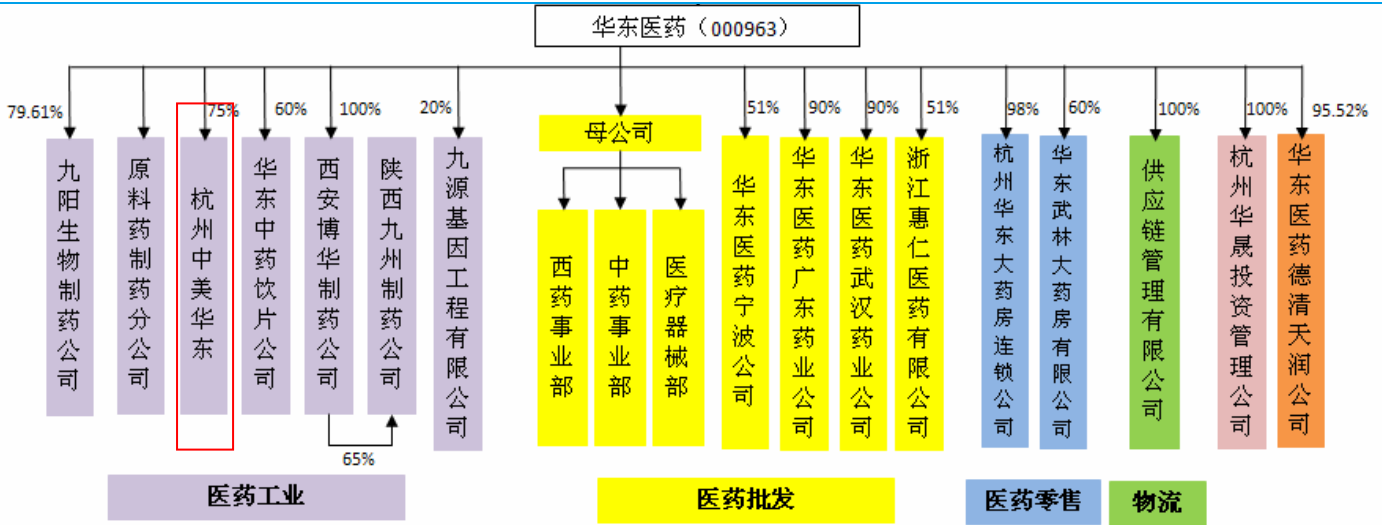
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表4: 2013 年工业和商业营业利润占比



- 华东医药母公司以经营医药商业为主，公司是聚焦浙江省的区域型医药商业龙头，经营规模排名省内第一。
- 经过多年发展，公司已经形成了医药工业和医药商业并重的发展格局，工业商业平衡发展，良性互动。

图表5: 公司组织框架与子公司情况



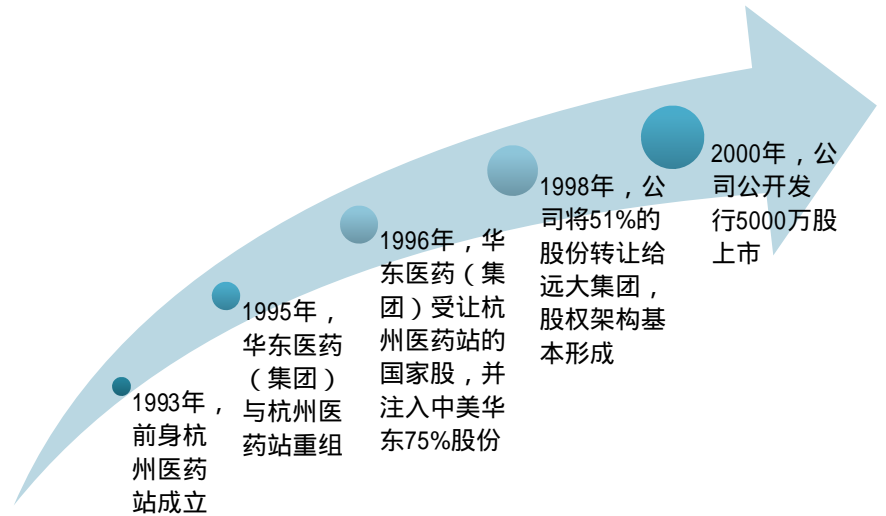
来源: 公司公告、国金证券研究所

- 2014年6月22日, 公司公告华东医药拟出资8.97亿元收购控股子公司杭州中美华东制药有限公司(公司持有其75%股权)少数股东所持有的25%股权。上述股权收购事项完成后, 公司将直接持有中美华东100%的股权。
 - 由于中美华东自合资成立至今已满22年, 本次中美华东合资经营期满后, 出于加强核心医药主业经营, 提升整体竞争力和公司盈利水平的考虑, 华东医药拟不再延长其经营期限, 计划通过收购中美华东少数股东富春实业投资有限公司所持25%股权的方式, 使中美华东成为公司的全资子公司, 并由中外合资企业转变为内资企业。
 - 作为公司医药工业的核心子公司, 中美华东具有较强的盈利能力, 2013年该公司实现净利润5.095亿元, 25%股权对应净利润为1.274亿元, 预计今年利润有望达到1.72亿元。经交易双方最终协商确定本次公司收购中美华东25%股权的整体转让价格为8.97亿元, 对应2013年静态市盈率仅7.04倍, 预计对应2014年动态市盈率仅5.2倍, 相较目前上市公司10-15倍的平均收购市盈率, 具有明显优势, 将显著增厚股东权益。对上市公司的发展和业绩释放也均有积极影响。

公司历史沿革: 股改承诺问题多年悬而未决制约发展

- 华东医药集团已经成立20余年。前身是1993年成立的杭州医药站股份有限公司。1996年11月, 杭州华东医药将其持有的杭州中美华东制药有限公司中方75%股权评估后折价认购配股股份, 公司从单一的医药商业企业变为医药工商业兼备的企业。1998年7月, 杭州华东医药(集团)将其持有的7140万股(占总股本51%)转让给远大集团及其子公司, 使得远大集团成为公司大股东。2000年, 公司公开发行5000万股上市。

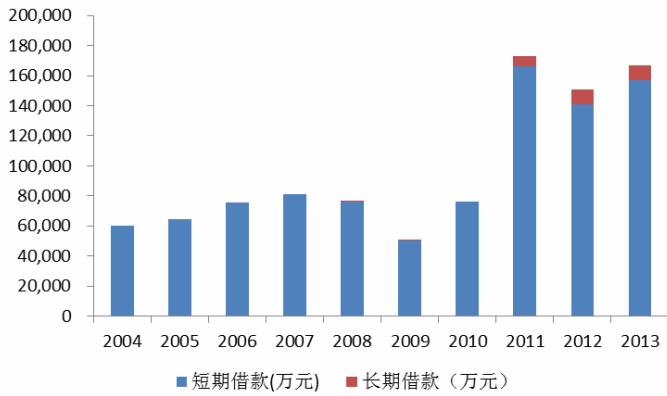
图表6: 华东医药历史沿革



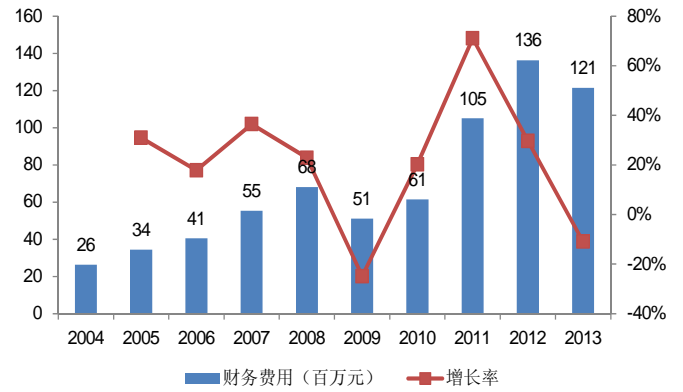
来源：公司公告、国金证券研究所

- 长期以来制约华东医药发展的最核心问题是资金瓶颈。由于医药商业近年来应收账款账期不断拉长，导致经营性现金需求快速增长。然而由于上市公司未完成股改，不具备再融资能力，只能通过负债补充运营资金。
- 2013 年底华东医药的短期借款达到 15.6 亿元，资产负债率位居 A 股所有化学制剂企业首位，年度财务费用高达 1.2 亿元。资金瓶颈一方面压制了公司利润释放，另一方面也抑制了公司产能扩张、研发投入以及外延式步伐，导致公司出现长期的产能瓶颈，并且无法有效利用资本市场平台加快发展。

图表7: 公司历年短期和长期借款情况 (万元)

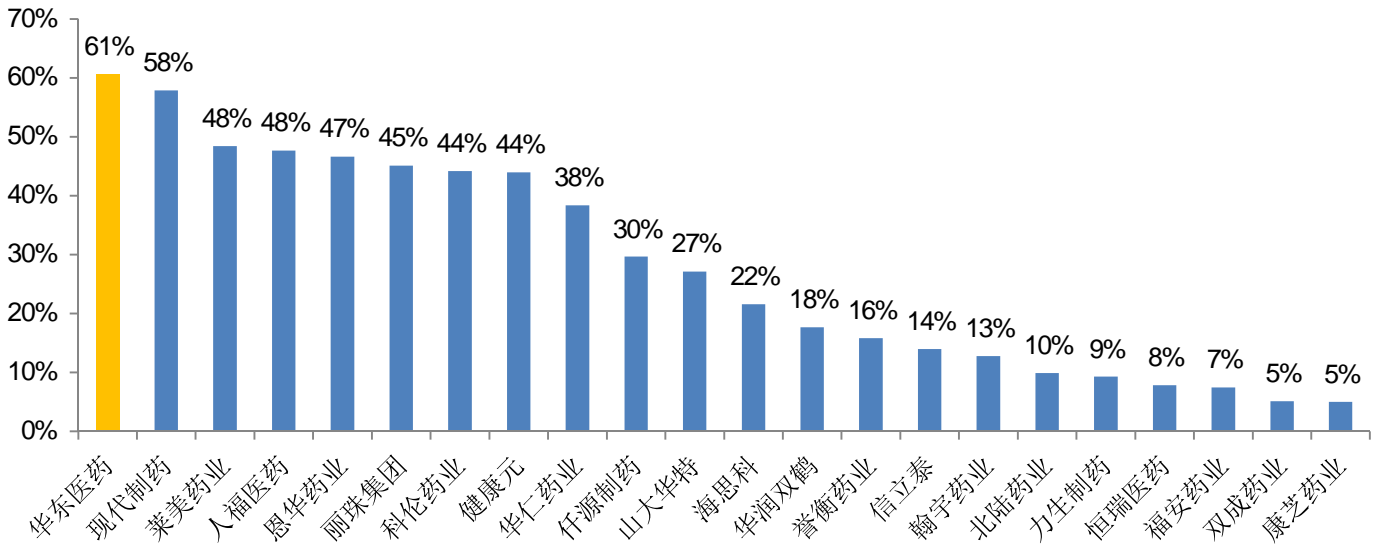


图表8: 公司历年财务费用 (百万元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

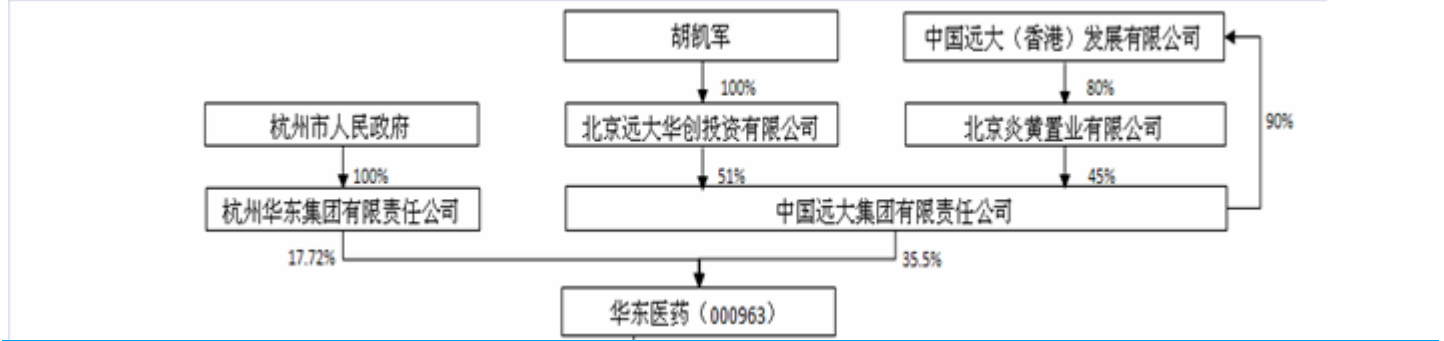
图表9: A 股化学制剂上市公司资产负债率对比 (2013 年报)



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 目前远大集团持有上市公司 35.5% 的股权，是公司实际控制人。为解决再融资问题，远大集团必须解决两大历史遗留问题：（1）大股东远大集团循环持股的股权结构。（2）远大集团之前的股改承诺未履行。
- 历史遗留问题之一：2011 年 12 月为解决大股东循环持股问题，远大集团和北京远大华创投资签署协议，由华创投资向远大集团增资 2%，意将中国远大集团有限责任公司控股权转移至由胡凯军本人全资控股的远大华创投资。2013 年 10 月 18 日，远大集团申请豁免要约收购义务获得监管部门批准，上市公司大股东循环持股问题得到彻底解决。

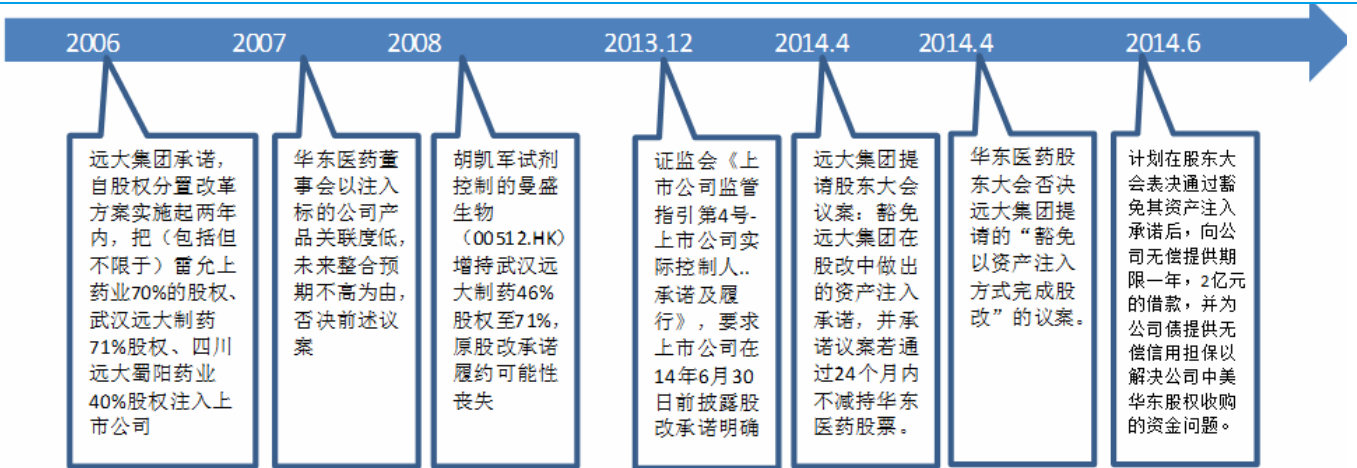
图表10: 华东医药目前股权结构图



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 历史遗留问题之二: 远大集团股改承诺未履约。2006年, 公司实施股权分置改革, 但由于当时远大集团资产注入的承诺未兑现, 股改一直悬而未决。

图表11: 远大集团股改承诺相关事项历史沿革



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 2014年6月22日, 远大集团结合上市公司收购中美华东少数股东权益存在的资金压力, 经过慎重研究, 再次向上市公司提出豁免远大集团在上市公司股改时做出的资产注入承诺, 并提出: 如上市公司股东大会审议通过, 豁免远大集团原来做出的资产注入承诺, 远大集团将向上市公司提供以下两项财务支持: (1) 为了支持上市公司顺利完成收购控股子公司中美华东少数股东股权, 帮助上市公司筹措资金、降低财务费用, 远大集团将向上市公司无偿提供期限一年, 总额2亿元人民币的借款; (2) 华东医药2013年度股东大会审议通过了上市公司发行公司债券的议案, 上市公司及相关中介和保荐机构已启动上述发债事宜的前期准备工作。若远大集团申请豁免资产注入承诺事项获得上市公司股东大会审议通过, 上市公司如在12个月内发行公司债, 远大集团将为上市公司上述发债事宜无偿提供总额10亿元人民币的信用担保, 以帮助上市公司提高信用评级, 降低融资成本。
- 此次远大集团在中美华东少数股东权益的收购过程中起到重要推动作用, 假如公司向上市公司无偿提供期限一年, 总额2亿元人民币的借款将降低公司约1500万财务费用, 同时远大集团为上市公司发行10亿公司债做信用担保, 将降低利率约50个bp, 将进一步减少公司每年财务费用500万。
- 综上, 远大集团此次财务支持将整体减少公司财务费用4000万元, 体现了远大集团助推上市公司发展的诚意和决心, 也以力所能及的方式补偿了二级市场股东在豁免以资产注入方式完成股改承诺中的损失。

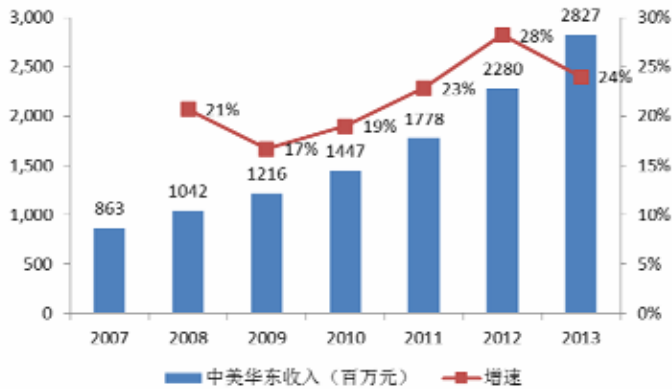
- 若此次远大集团豁免资产注入承诺的议案能够顺利获得股东大会通过，则制约华东医药再融资的问题将得到彻底解决，公司也有望踏上更快的发展轨道。

工业板块：产品线逐步丰富，迈向一线仿制药龙头

中美华东是工业板块主要平台

- 杭州中美华东制药有限公司（现上市公司持股 75%）是公司主要工业平台，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。
- 2013 年中美华东收入达到约 30 亿元，实现净利润超过 5 亿，对公司利润贡献占比超过 68%，是公司最主要的业绩增长推动力。

图表12：中美华东历年收入统计



图表13：中美华东历年利润统计



来源：公司年报、国金证券研究所

依托华东医药集团生物工程研究所，储备品种丰富

- 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。
- 中美华东采用与研究所联合申报品种，再将研发成果以合理价格转让给上市公司的方式，获得了丰富的产品储备。

图表14: 公司主要新产品上市节奏



来源：公司公告、CFDA、国金证券研究所

- 截止目前，公司在申请生产新产品多达 11 个，临床试验阶段新产品 5 个，申报临床阶段产品 2 个。其中达托霉素、卡泊芬净、磺达肝癸钠等产品有望在今年获批。

图表15: 公司主要产品情况

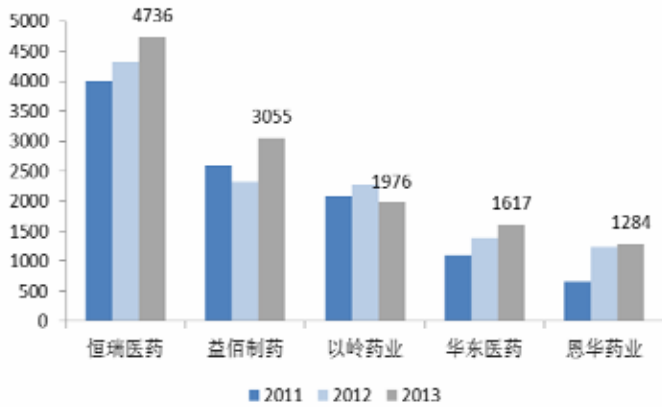
产品线	通用名	商品名	剂型	类型	2013年销售额	适应症	医保类别
中成药	百令胶囊		胶囊	中药1类	10亿	提高机体免疫、升高白细胞、降低血脂、消除疲劳、抗炎、抗肿瘤等作用	乙
	百令片		片剂	中药9类	申请生产	补肺肾，益精气。用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、腰背酸痛；慢性支气管炎的辅助治疗	乙
	百令疏肝胶囊		胶囊	中药6类	临床验证	主要用于乙型肝炎肝硬化属“血瘀阻络湿毒蕴，肝肾不足”证者。症见腰膝酸软，易疲劳，乏力，尿黄等	非医保
	姜百胃炎片		片剂	中药6类	临床验证	主要用于“痞满证”证属虚寒型慢性胃炎，症见脘腹疼痛，遇冷痛重，腹胀喜温，泛酸暖气	非医保
免疫抑制剂	环孢素	新赛斯平	软胶囊/口服液	化药3.1类	2.6亿	器官移植如预防肾、肝、心、心肺联合、肺或胰等同种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
	吗替麦考酚酯	赛可平	片剂	化药5类	2.1亿	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		胶囊	化药3类	1.2亿	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
	西罗莫司	赛莫司	口服液	化药5类	培育期	适用于接受肾移植的患者，预防器官排斥	乙
内分泌药物	阿卡波糖	卡博平	片剂	化药4类	6.6亿	配合饮食控制治疗糖尿病	乙
	吡格列酮	卡司平	片剂	化药1类	0.8亿	2型糖尿病（或非胰岛素依赖性糖尿病，NDDM）	乙
	吡格列酮二甲双胍	卡优平	片剂	化药3类	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		片剂	化药6类	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		胶囊	化药3.1类	培育期	用于肥胖或体重超重患者（体重指数 ≥ 24 ）的治疗。	
	阿卡波糖		咀嚼片	化药5类	申请生产	配合饮食控制治疗糖尿病	乙
消化性溃疡药	瑞格列奈		片剂	化药6类	申请生产		乙
	泮托拉唑	泮立苏	注射剂/胶囊	化药4类	4.3亿	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
	埃索美拉唑		注射剂	化药6类	申请临床	同上	乙
	奥美拉唑碳酸氢钠（D）		胶囊	化药3.2类	临床验证	同上	非医保
抗肿瘤药	奥沙利铂		注射剂	化药6类	培育期	用于经氟脲嘧啶治疗失败后的结肠癌转移的患者	乙
	阿那曲唑		片剂	化药6类	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		片剂	化药6类	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		注射剂	化药6类	申请生产	用于成人晚期/转移性结肠癌的治疗	乙
	地西他滨		注射剂	化药3.1类	申请生产	用于多种恶性血液病包括MDS、急性髓性白血病（AML）和慢性粒细胞白血病（CM L）等	非医保
	伊马替尼		片剂	化药6类	申请生产	用于治疗慢性髓性白血病和恶性胃肠道间质肿瘤	非医保
心血管	迈华替尼		片剂	化药1类	申请临床	N A	非医保
	喷司他丁		注射剂	化药3.1类	临床验证	干细胞白血病，慢性淋巴细胞白血病	非医保
	磺达肝癸钠		注射剂	化药6类	申请生产	用于进行下肢重大骨科手术如髋关节骨折、重大膝关节手术或者髋关节置换术等患者，预防静脉血栓栓塞事件的发生	北京医保
抗生素	盐酸芬戈利德		片剂	化药3.1类	临床验证	适用于复发性多发性硬化症患者（MS）的治疗	
	克拉霉素	卡迈	干混悬剂	化药4类	-	抗菌药物	乙
	达托霉素		注射剂	化药3.1+6类	申请生产	新型耐药抗生素	非医保
其他	卡泊芬净		注射剂	化药3.1+6类	申请生产	用于治疗对其他治疗无效或不能耐受的侵袭性真菌病	乙类
	非布索坦		片剂	化药3.1类	申请生产	用于治疗痛风的慢性高尿酸血症	

来源：公司公告、CFDA、国金证券研究所

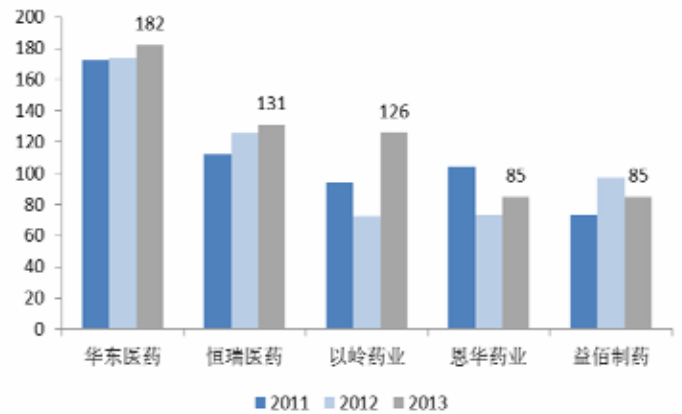
销售团队优秀，人均效率远超行业水平

- 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 1617 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。
- 华东医药的销售人员人均销售额高达 185 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，提供了优质的平台。

图表16: 各制药企业销售人员数量统计



图表17: 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, 目前占据约 15% 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18: 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: 彭博、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 3.82% 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, 且市场份额保持稳定。

图表19: 样本医院降糖药市场份额统计

排名	生产企业	2008	2009	2010	2011	2012
1	诺和诺德(Novo Nordisk)	26.40%	26.52%	28.35%	29.65%	27.75%
2	拜耳医药(Bayer)	20.00%	18.96%	18.22%	18.23%	18.41%
3	赛诺菲安万特(Sanofi Aventis)	7.24%	9.07%	9.80%	11.34%	13.44%
4	礼来公司(Lilly)	8.87%	8.90%	8.35%	8.26%	8.35%
5	百时美施贵宝(Bristol Myers Squibb)	6.01%	6.28%	6.42%	6.37%	6.85%
6	杭州中美华东制药有限公司	4.14%	3.94%	3.72%	3.87%	3.92%
7	杭州华津制药有限公司	4.12%	3.74%	3.34%	3.29%	2.89%
8	北京万辉双鹤药业有限责任公司	2.99%	2.38%	2.39%	1.98%	1.68%
9	日本武田制药(Takeda)	0.68%	0.67%	0.82%	1.29%	1.54%
10	扬子江药业集团南京海陵药业有限公司	0.39%	0.53%	0.60%	0.82%	1.53%
11	辉瑞制药(Pfizer)	2.10%	1.95%	1.80%	1.63%	1.46%
12	甘李药业有限公司	0.42%	0.51%	0.88%	1.02%	1.44%
13	瑞士诺华(Novartis)	1.94%	2.40%	2.22%	2.12%	1.41%
14	默沙东制药(Merck Sharp & Dohme)	0.00%	0.00%	0.09%	0.32%	0.78%
15	江苏万邦生化医药有限公司	0.89%	0.82%	0.82%	0.83%	0.73%

来源: 彭博、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高, 公司依靠泮托拉唑占据 3.84% 的市场份额, 排名市场第七。

图表20: 样本医院抗消化性溃疡及胃动力药市场份额

排名	制药企业	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1	阿斯利康制药	22.35%	26.72%	28.45%	29.71%	24.44%	19.87%
2	江苏奥赛康药业	4.96%	7.01%	7.62%	9.06%	11.11%	15.48%
3	江苏常州四药制药有限公司	6.04%	6.48%	6.16%	5.84%	5.89%	5.50%
4	山东罗欣药业股份有限公司	0.61%	0.64%	0.92%	1.11%	1.96%	4.50%
5	奈科明	5.21%	5.43%	5.66%	2.60%	4.37%	4.21%
6	扬子江药业集团有限公司	4.23%	5.52%	5.63%	5.94%	4.78%	3.96%
7	杭州中美华东制药有限公司	4.17%	4.41%	3.99%	4.21%	3.79%	3.84%
8	悦康药业集团	0.00%	0.01%	0.02%	0.04%	1.06%	3.36%
9	卫材(Eisai)	2.05%	2.16%	2.36%	2.69%	2.03%	2.35%
10	江苏济川制药有限公司	0.60%	0.79%	0.82%	1.02%	1.33%	1.85%
11	海南卫康药业有限公司	0.00%	0.00%	0.10%	0.28%	1.01%	1.48%
12	拜耳医药(Bayer)	2.66%	2.22%	1.78%	1.43%	1.30%	1.40%
13	江苏豪森药业股份有限公司	1.46%	1.46%	1.22%	1.13%	1.09%	1.30%
14	四川迪康科技医药股份	0.97%	0.97%	0.87%	0.97%	1.04%	1.23%
15	湖北午时药业股份有限公司	0.06%	0.10%	0.33%	0.46%	0.53%	1.07%

来源: PDB、国金证券研究所

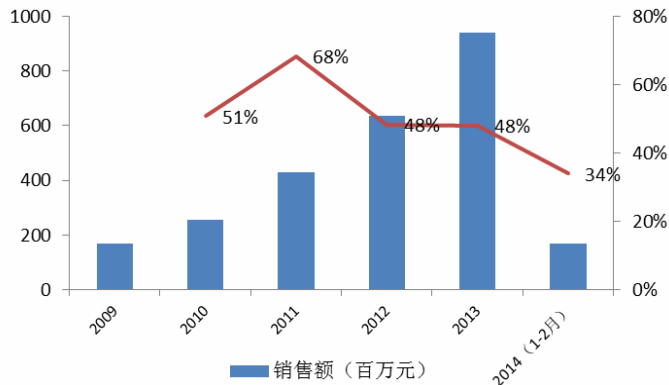
- 我们认为在全国医保控费的大背景下, 降低昂贵外资原研药的使用率, 鼓励性价比更高的国产仿制药是国家优化药品支出, 提升医保资金使用效率的重要手段。华东医药作为我国专科仿制药的领先企业, 在仿制药研发和临床推广方面均具有突出竞争优势, 顺应我国医药行业的政策方向, 将成为行业变革的长期受益者。

百令胶囊: 口碑效应显现, 有望成为 20 亿级重磅炸弹

市场潜力空间巨大, 价格趋势稳定

- 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
- 百令胶囊于 1991 年获批上市，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临床推广，取得良好效果，2013 年百令胶囊销售突破 10 亿元。

图表21: 样本医院百令胶囊销售金额



来源: 彭博、国金证券研究所

图表22: 上市公司百令胶囊销售收入统计



- 我们预计百令胶囊同时受益于适应症扩大和规格升级，到 16 年有望成长为 20 亿的重磅炸弹级药物，年复合增速 30%，遥遥领先济民可信的同类竞品金水宝胶囊。

图表23: 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。
 - 百令销售集中在发达地区，未来可拓展空间大。百令胶囊销售主要集中在北京、上海、浙江、广东等省份，未来随着经济发展，欠发达地区保障水平提高等，产品可推广的区域仍然很大。
 - 百令的销售集中在大型医院，可拓展的终端潜力大。我们判断由于百令胶囊的临床效果获得专家认可，有望进入部分省份的基本药物增补。配合公司基层队伍的建立，县级及社区医院将成为新的增长点。

- 百令胶囊现在有 10%左右是自费购买，体现了消费者对产品疗效的高度认同。由于产品供不应求，公司目前还未开发 OTC 渠道。待产能瓶颈解除后，通过处方药带动 OTC 渠道销售思路有望为百令打开新的蓝海市场。
- 多科室营销潜力大。百令现在应用领域主要集中在肾病科、呼吸科，在其他大的科室，如肿瘤、免疫、糖尿病等科室同样具备强大的产品力，且会与现在产品形成互补和协同，潜力巨大。
- 持续开发基于虫草发酵菌粉的制剂，延伸产品生命周期。公司现在在审批的虫草发酵菌粉的制剂包括百令疏肝胶囊，百令片等。这些产品将在适应症、价格、重点应用科室、产品推广渠道等方面与百令胶囊形成补充，借用“百令胶囊”的品牌影响力，将产品推向不同功能诉求、支付能力的人群，实现产品系列化拓展。
- 百令胶囊价格稳定，不存在发改委中成药降价风险。百令胶囊是双跨(OTC和处方药批文)品种，双跨产品的最高零售限价制定由地方物价部门备案，不在国家发改委管辖范围之内，因此本轮中成药最高零售限价下调，将不会殃及百令胶囊。

百令胶囊产能瓶颈 2016 年解除

- 百令胶囊产能受限多年，2016 年新建江东基地将彻底解决产能瓶颈。
 - 百令现在产能受限预计 2014-2016 年维持 25-30%左右复合增长。百令胶囊原料药通过真菌发酵工艺制备而成，生产设施的资金和场地投入较大。受制于资金瓶颈，公司在近 5 年高速发展期一直未实现大规模生产基地的新建，只能通过内部挖潜、工艺改造以及优化产能安排，在有限的生产空间尽量满足百令胶囊的市场需求。
 - 江东基地新建产能支撑 20 亿元销售，预计 2016 年投产彻底解决产能瓶颈。公司投入 8 亿于杭州江东开发区新建生产基地，可支持百令胶囊新增 20 亿销售规模的原料药供应，该基建项目已经奠基，预计 2016 年上半年投产。

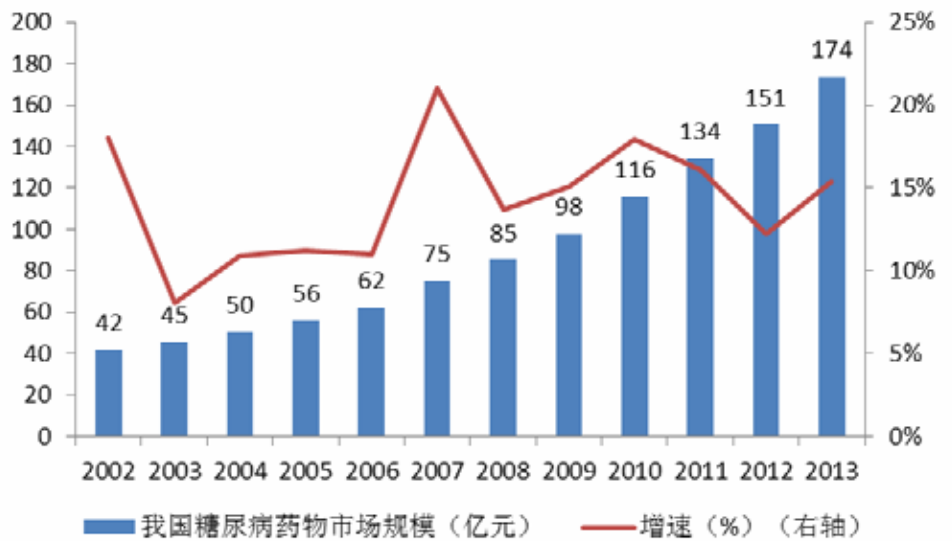
内分泌产品线:产品梯队齐备，阿卡波糖迎高速增长期

- 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等。
- 2013 年公司降糖药产品线完成销售 7.7 亿元，随着阿卡波糖受益于新基药的快速放量，公司降糖药板块有望保持整体 35%-40%的高增长，行业龙头地位进一步稳固。

糖尿病患者人群快速增长，治疗率较低

- 我国处在糖尿病高发时期，超过 1 亿人患糖尿病，糖尿病用药保持 15%以上的复合增长。2008 年，流行病学调查的结果显示，我国糖尿病发病率达到 9.7%，推算我国当时有 9240 万糖尿病患者，1.48 亿潜在患者，成为患病人群最多的慢性病之一，估算终端医院市场规模达到 700 亿元左右。

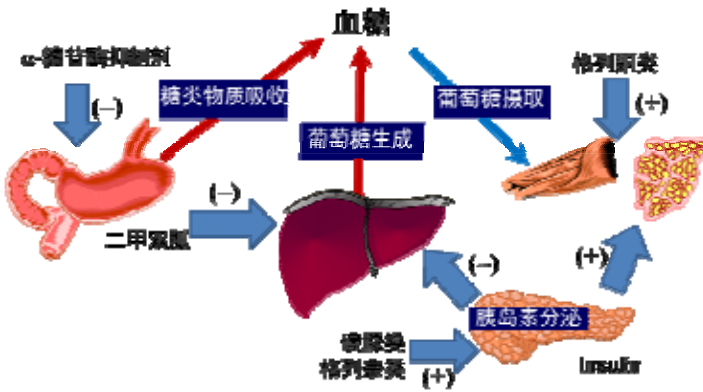
图表24: 我国糖尿病用药市场规模与增长率



来源: 南方所、国金证券研究所

- 受制于医疗条件及保障水平, 国内糖尿病诊疗率低, 规范治疗的比例同样很低。按照 2008 年的流行病学调查数据, 所有的 9240 万患者中, 大约 60.7% 未被确诊。在已被确诊的患者中, 大部分患者并未得到规范的管理和治疗, 行业的潜力仍然很大。
- 降糖药作用机制各异, 常见的降糖药有 α -糖苷酶抑制剂、双胍类、格列酮类、格列奈雷登, 各种产品的作用机理可以参见下图及表格:

图表25: 各类糖尿病治疗药物作用机理示意图



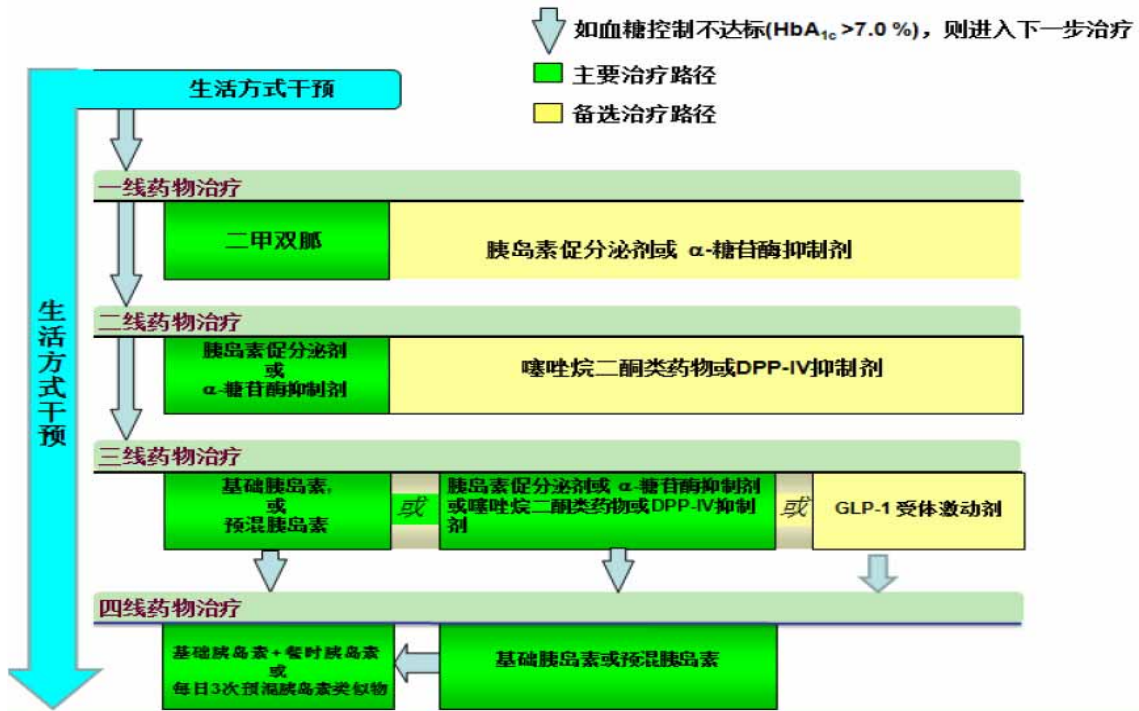
来源: CNKI, 国金证券研究所

图表26: 各类糖尿病药物对比

类别	主要作用机制	适应症	主要不良反应	主要品种
双胍类	促进外周组织对葡萄糖的摄取和降解、降低肝糖原输出	症状轻、肥胖型II型糖尿病	乳酸性酸中毒; 低血糖; 肠胃不适; 过敏反应	二甲双胍
α -糖苷酶抑制剂类	竞争性抑制 α 糖苷酶, 延缓淀粉、蔗糖及麦芽糖在小肠分解为葡萄糖	II型糖尿病	低血糖、肠胃不适、过敏反应、肝损伤	阿卡波糖等
促胰岛素分泌类	刺激胰岛 β 细胞分泌胰岛素	非肥胖、轻度II型糖尿病	长期使用, 易导致胰岛素负担沉重, 甚至导致胰岛彻底坏死	磺脲类、GLP-1受体激动剂、DPP-4抑制剂
胰岛素增敏剂类	激动过氧化物酶体增殖激活受体PPAR- γ , 促进胰岛素反应基因转录, 提高肝脏、肌肉等对胰岛素的敏感性	II型糖尿病	低血糖、肠胃不适、浮肿、肝损伤、心脑血管疾病风险	吡格列酮

- 糖尿病治疗可以联合用药, 按照糖尿病学会制定的治疗指南, 二甲双胍、 α -糖苷酶抑制剂等被列为一线用药。

图表27: 糖尿病临床治疗路径



来源: CNKI, 国金证券研究所

阿卡波糖: 更适用于中国人, 收益新基药有望快速放量

- α-糖苷酶抑制剂是一线降糖药物, 尤其适合于谷物为主食的人群, 且可与其他产品联合使用。α-糖苷酶抑制剂主要作用是延缓多糖及双糖等在小肠内分解为葡萄糖, 从而减少血糖的来源。我国居民多以谷物为主食和能量来源, 所以α-糖苷酶抑制剂的针对性更强, 效果更显著。
- 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。

图表28: 国内糖尿病用药市场份额统计

排序	药名	2008	2009	2010	2011	2012
1	胰岛素制剂	34.75%	35.46%	36.90%	38.72%	39.22%
2	阿卡波糖	23.83%	22.55%	21.62%	21.62%	21.75%
3	二甲双胍	8.22%	8.25%	8.35%	8.09%	8.32%
4	瑞格列奈	7.01%	7.52%	7.94%	8.21%	7.43%
5	格列美脲	4.53%	4.93%	5.21%	5.85%	6.14%
6	格列齐特	4.30%	3.90%	3.49%	3.44%	2.97%
7	吡格列酮	2.64%	2.75%	2.87%	3.51%	2.64%
8	伏格列波糖	0.67%	0.83%	1.01%	1.18%	1.73%
9	依帕司他	0.37%	0.51%	0.59%	0.82%	1.68%
10	格列吡嗪	2.84%	2.44%	2.16%	1.91%	1.67%
11	格列喹酮	3.06%	2.38%	2.32%	1.89%	1.58%
12	那格列奈	1.99%	2.47%	2.29%	2.19%	1.42%
13	罗格列酮	5.23%	5.21%	4.17%	1.40%	1.14%
14	西格列汀	0.00%	0.00%	0.09%	0.32%	0.78%
15	艾塞那肽	0.00%	0.00%	0.17%	0.31%	0.52%

来源: 彭博、国金证券研究所

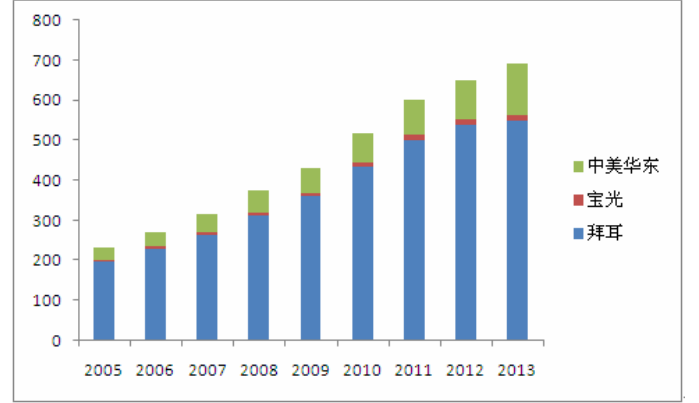
- 目前，阿卡波糖已经成为国内口服降糖药的第一大品种，占据降糖药领域 21.74% 的市场份额，仅次于排名第一的胰岛素制剂。
- 拜耳的阿卡波糖片于 1994 年进入中国市场。2002 年中美华东（片剂）和四川宝光（胶囊剂）率先获得仿制药生产批文。片剂相对于胶囊剂更容易在肠道内分散并发挥药效，具有优势。2013 年样本医院华东医药的阿卡波糖市占率达到 18.3%，市场份额成显著提升趋势。

图表29：样本医院阿卡波糖市场份额统计



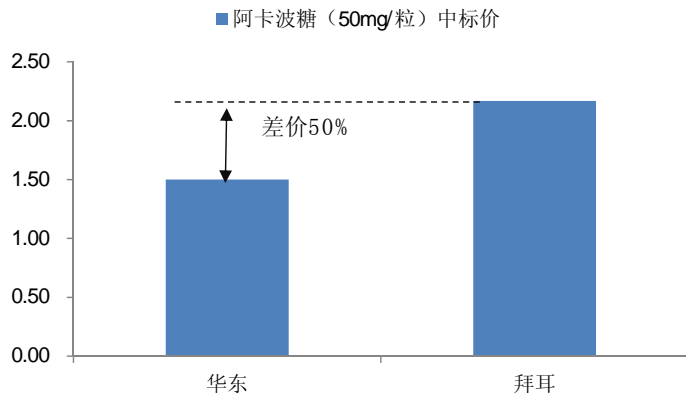
来源：彭博、国金证券研究所

图表30：阿卡波糖样本医院销售金额



- 阿卡波糖目前只有三家企业生产，招标价格稳定。按照现行各省招标规则，三个厂家因为剂型不同将被分为两组，片剂组中华东和拜耳通常被分为不同质量层次，避免了直接价格竞争，使得三家中标价格均较为稳定。其中拜耳的原研药价格比两个仿制药产品高 50%。这成为拜耳目前的主要市场优势，但在医保控费的背景下也有可能成为未来的竞争劣势。

图表31：阿卡波糖各省平均中标价格比较



来源：各省招标网站、国金证券研究所

- 公司未雨绸缪，全方位打造稳定价格体系。公司对产品未来竞争格局有清醒认识。作为化学仿制药，迟早会有新的厂家进入（我们认为竞争者可能会明年获批），因此公司正积极通过质量认证，申报新剂型，构筑价格壁垒：（1）申报国家科技进步奖项，及准备做欧美认证，旨在招标中获得较高的质量层次及加分；（2）积极推进仿制药一致性评价工作，为未来争取较好的定价权打好基础，也为可能出现的利好政策做准备（主要是新闻传的等金额报销）；（3）申报新的剂型，延长产品的生命周期。公司现在在申报阿卡波糖咀嚼片，如能顺利获批将是独家剂型，对于维护产品的价格体系非常有利。
- 阿卡波糖进入新版国家基药有望在基层市场快速放量，公司卡博平将借力基药推广政策实现对外资的快速替代。

- 阿卡波糖进入全国新版基药目录，带来新的市场机遇。阿卡波糖进入基药后，中美华东正全力组建自己的基层推广队伍。我们认为与胰岛素类注射剂相比，口服降糖药推广难度更低，作为一线口服降糖药，阿卡波糖将有望在基层市场迅速放量。
- 政策推行基药占比，将推动阿卡波糖的进口替代。国务院办公厅 2014 年 5 月 13 日发布的《深化医药卫生体制改革 2014 年重点工作任务》中有如下表述：全面实施国家基本药物目录（2012 年版），严格规范地方增补药品。政府办的基层医疗卫生机构全部配备使用基本药物，提高二、三级医院基本药物使用比例。其中二级医院基本药物使用量和销售额都应达到 40%至 50%，县级医院综合改革试点县的二级医院应达到 50%左右；三级医院基本药物销售额要达到 25%-30%。
- 由于基本药物市场执行单省唯一中标名额的制度，外资药企业不会轻易主动降价与国内企业竞争基药市场，而不顾高端医院市场的价格维护，因此国产仿制药企业有望通吃基药市场的增量，通过基药占比制度变相推动外资药替代。
- 安徽基药招标规则发布，亮点在于药品使用比例的规定。如果严格按照这个规则执行，华东的阿卡波糖进口替代的空间非常大（可见前述图表的市场占有率指标）。

图表32：各级医疗机构基本药物使用占比要求

	村卫生室 社区卫生服务站	乡镇卫生院 社区卫生服务中心	中心卫生院	县级医疗机构	省、市级医疗机构
国家基本药物	100%	≥70%	≥70%	≥50%	≥30%
安徽省基本用药		100%	≥90%	≥80%	≥70%
“质量类型一”药品				≤30%	≤40%

来源：安徽省药品集中采购平台、国金证券研究所

- 阿卡波糖是公司内分泌产品线的核心推广品种，预计阿卡波糖价格体系会维持稳定，在新进基药等政策利好推动下，有望维持 35%左右增速，快速成长为 10-20 亿元级别的重磅炸弹级品种。如果高等级医院基药占比等政策推行，产品增速还可能会加快。

伏格列波糖：阿卡波糖的补充品种

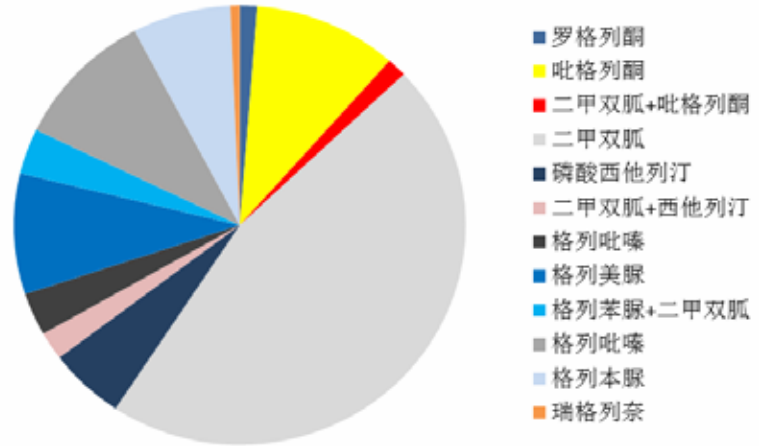
- 伏格列波糖是优秀的 α -糖苷酶抑制剂。伏格列波糖是日本武田研发的产品，1994 年在日本上市，1999 年进入国内。其降糖机理与阿卡波糖基本一致，对双糖酶的抑制作用还优于阿卡波糖。
- 伏格列波糖在国内规模较小，竞争厂家较多，公司只会将其作为补充。由于原研厂家在国内推广能力较差，伏格列波糖市场规模较小，2013 年样本医院市场规模仅有 6000 多万。且该产品有十几个厂家有批文，竞争激烈，所以公司不会将伏格列波糖作为重点发展，仅作为阿卡波糖的补充。

吡格列酮及二甲双胍复方制剂：不会作为重点品种发展

- 吡格列酮受到安全性的负面影响，国内前景不乐观。吡格列酮是胰岛素增敏剂，由日本武田与礼来合作开发，2009 年全球销售额达到近 45 亿美元。但产品在国内推广较差，所以并未成为重磅产品。吡格列酮一直受安全性困扰，2007 年，其被强制要求在包装标注黑框警示可能引发心脏疾病风险。2011 年 11 月 SFDA 发布通知提示“吡格列酮可能有轻度增加膀胱癌的发生风险，尤其是在长期使用或累积使用剂量较高的情况下，风险增加更明显。”2012 年 5 月 SFDA 修订吡格列酮说明书。我们认为这个事件对国内吡格列酮的销售也会产生负面影响。

- 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33: 2011 年美国口服降糖药处方量占比



来源：彭博、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。

奥利司他：定位降脂用药领域，小剂量安全性高

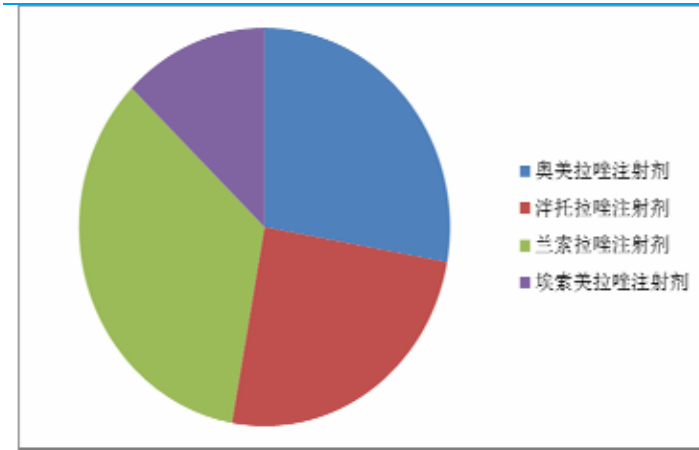
- 奥利司他是目前国际公认的新型减肥降脂药，可以使饮食中 30%的脂肪不被吸收，不仅能帮助患者减轻体重，也有助于维持体重。
 - 奥利司他是脂肪酶抑制剂，能够抑制胃肠道中的脂肪酶活性，阻止食物中的脂肪水解为人体可吸收的游离脂肪酸和单酰基甘油，减少人体的热量摄入，从而达到减肥的目的。
 - 奥利司他不作用于中枢神经系统，因此不会影响患者食欲；不进入血液循环，是更为安全的适合长期服用的减肥药。
- 奥利司他由罗氏制药于 1998 年研发，命名为“赛尼可”，2003 年并经 FDA 在美国上市，用于治疗 12-16 岁青少年的肥胖者问题，目前已在 100 多个国家上市。2007 年，经过 10 年近 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%。据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。
- 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

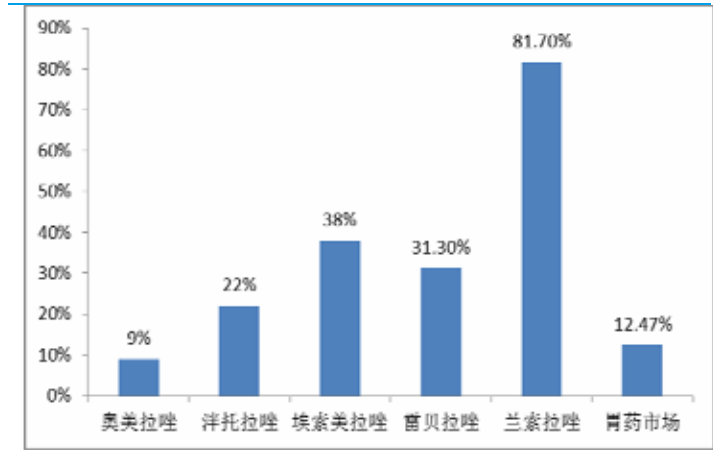
- 质子泵抑制剂主要用于治疗胃酸相关疾病。1987 年第一个质子泵抑制剂（PPI）奥美拉唑上市以来，PPI 已经成为治疗胃酸相关疾病临床应用最广泛、疗效最好的药物。PPI 注射剂是国内外抗溃疡的一线用药，优势在于能够更直接地抑制胃酸分泌的最终环节，疗效显著优于其他抑酸剂，同时解决了耐受性等问题。

图表34：质子泵抑制剂(注射剂)市场份额统计



来源：健康网、国金证券研究所

图表35：质子泵抑制剂复合 2007-2012 复合增速比较



- 抗消化性溃疡药品市场中，质子泵抑制剂市场份额超过 80%。其中奥美拉唑、泮托拉唑、埃索美拉唑和兰索拉唑四分天下。2007-2012 年，除老品种奥美拉唑之外，其他产品均保持 20% 以上复合增长。
- 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 年由沈阳东宇药业上市，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。

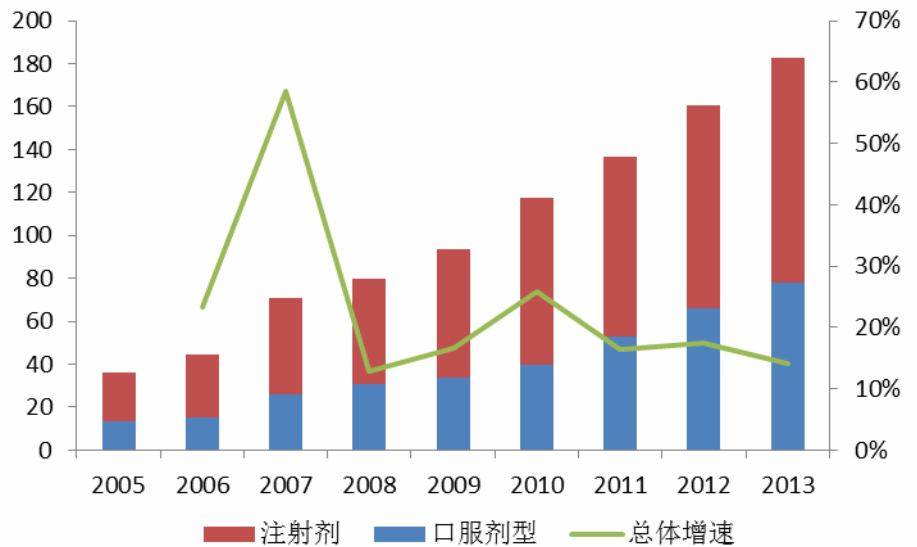
图表36: 样本医院抗消化性溃疡及胃动力药市场份额

药名	2007	2008	2009	2010	2011	2012
奥美拉唑	0.3971	40.14%	40.80%	40.43%	33.29%	23.14%
泮托拉唑	0.2045	23.54%	24.08%	23.03%	23.36%	21.36%
兰索拉唑	0.0245	1.93%	2.20%	2.77%	7.56%	19.08%
埃索美拉唑	0.064	7.41%	8.40%	9.76%	10.65%	12.49%
雷贝拉唑	0.0484	5.37%	5.67%	6.32%	6.13%	7.12%
铝碳酸镁	0.0329	3.02%	2.56%	2.28%	2.16%	2.36%
莫沙必利	0.03	2.54%	2.25%	2.12%	2.03%	2.03%
间苯三酚	0.0017	0.25%	0.43%	0.61%	0.65%	1.21%
复方谷氨酰胺	0.0141	1.18%	1.20%	1.22%	1.12%	1.08%

来源: 彭博、国金证券研究所

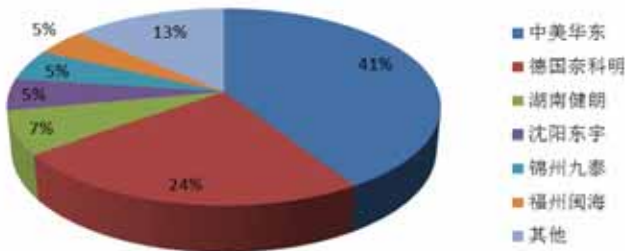
- 华东的产品为泮托拉唑, 商品名为泮立苏, 近年来保持稳定增长。公司拥有泮托拉唑肠溶胶囊、微丸胶囊剂和粉针剂三种剂型, 近几年保持 15-20%左右的增长。

图表37: 样本医院中美华东泮托拉唑销售金额统计

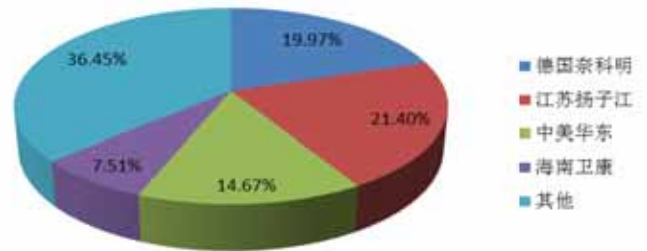


来源: 彭博、国金证券研究所

图表38: 样本医院泮托拉唑口服剂市场份额



图表39: 样本医院泮托拉唑注射剂市场份额



来源: 彭博、国金证券研究所

- 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%，由于独家剂型在招标当中被单独分组不存在价格竞争，因此微丸胶囊的降价压力较小能够确保中标。但冻干粉针和普通肠溶胶囊由于竞争对手众多，存在新一轮招标失标或者大幅降价的风险，对泮托拉唑的稳定增持产生负面影响。因此，我们综合判断公司泮立苏未来 3 年增速将保持在 15%-20% 左右。

图表40：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

肠溶胶囊 40m g*7			冻干粉针 40m g			微丸胶囊 40m g*7		
新最高零售限价			新最高零售限价			新最高零售限价		
39.1			44.9			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
湖北	2013年4月	39.8	吉林	2014年4月	36.7	吉林	2014年5月	46.2
全军	2013年3月	35.9	陕西	2012年9月	36.8	青海	2012年7月	42.9
陕西	2012年8月	43.0	新疆	2012年5月	44.2	安徽	2012年12月	53.0
广州军区	2012年6月	37.8	重庆	2011年5月	34.6	上海	2011年1月	68.7
新疆	2012年5月	38.9	河北	2011年1月	35.7	贵州	2011年7月	37.8
上海	2011年6月	35.0	上海	2011年1月	53.8	辽宁	2010年12月	48.8
重庆	2011年5月	48.1	山西	2011年1月	38.0	河北	2010年11月	46.0
广西	2011年3月	46.4	浙江	2010年10月	39.2	湖南	2010年10月	47.4
河北	2011年1月	46.0	湖南	2010年10月	44.8	黑龙江	2010年7月	50.0
山西	2011年1月	45.8	黑龙江	2010年7月	36.9	江西	2010年7月	38.5
北京	2010年10月	50.0	江苏	2010年2月	43.7	甘肃	2010年3月	46.0
浙江	2010年10月	45.5	山东	2010年1月	40	海南	2009年12月	41.9
辽宁（沈阳军区）	2010年2月	58.0	北京（总后）	2009年11月	22.1	天津	2009年3月	44.1
江苏	2010年2月	61.0	天津	2009年3月	29.6	河南	2009年6月	42.0
山东	2010年1月	53.0	北京（军区）	2009年9月	22.1	海南	2009年4月	46.8
内蒙古	2010年1月	55.0	河南	2009年6月	31.5	黑龙江	2008年12月	65.0
北京（总后）	2009年11月	44.6	广州	2009年6月	26.5			
四川	2009年10月	40.2	陕西	2009年5月	46.8			
广州	2009年6月	55.8	广西	2009年5月	42.9			
河北	2009年4月	52.0	贵州	2009年4月	59.3			
陕西	2009年5月	51.9	云南	2009年2月	38.0			
广西	2009年5月	48.0	北京	2009年1月	27.8			
辽宁	2009年4月	58.5	四川	2008年12月	49.8			
贵州	2009年3月	58.5	吉林	2008年12月	40.0			
云南	2009年2月	60.0	江西	2008年12月	33.8			
北京	2009年1月	48.0	山西	2008年12月	42.0			
湖北	2008年12月	37.8	黑龙江	2008年12月	44.9			
四川	2008年12月	43.8	辽宁	2008年12月	59.3			
吉林	2008年12月	57.0						
山西	2008年12月	48.0						
辽宁	2008年12月	60.0						

来源：各省招标网站、国金证券研究所

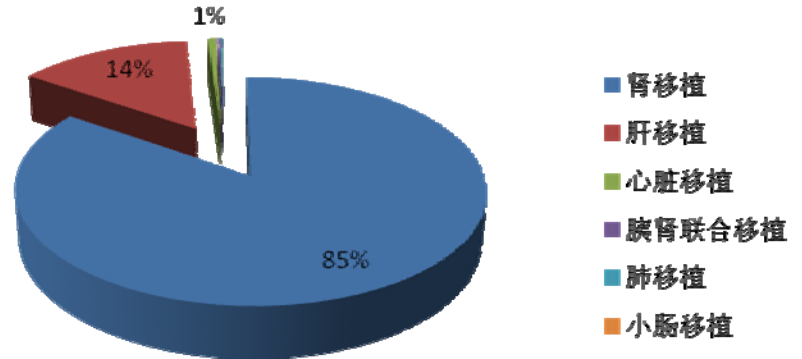
免疫抑制剂产品线：行业增速有限，国产替代空间大

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 11 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。

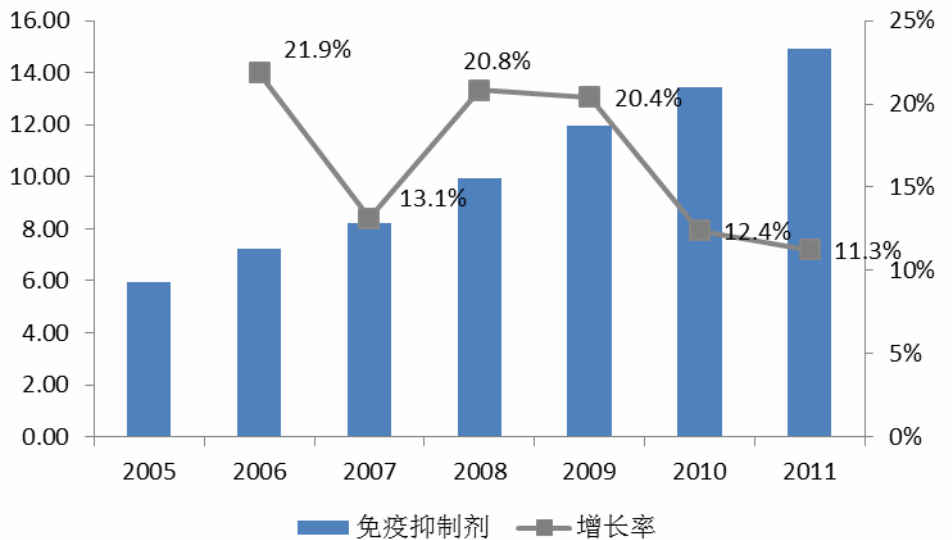
图表41: 器官移植收入以肾移植和肝移植为主



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 70 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。

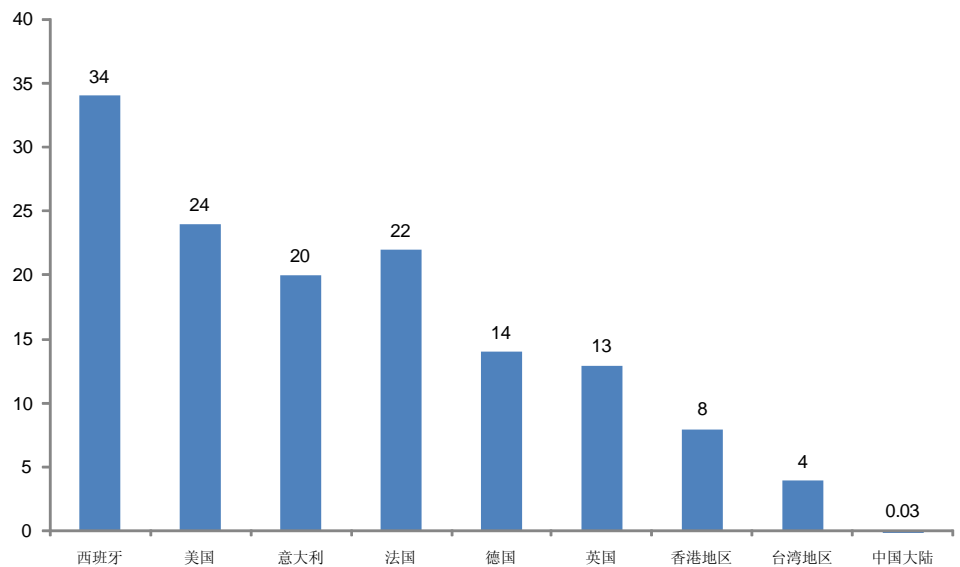
图表42: 样本医院免疫抑制剂销售金额 (亿元)



来源：PDB、国金证券研究所

- 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。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。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。

图表43: 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

- 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有望逐步规范供体的获取渠道和分配机制,但如果从传统观念上改变对器官捐献的理解,从激励机制上给予更多政策扶持,才是快速提升供体供应水平的核心,这仍然需要一个漫长的过程。

国产化替代是短期免疫抑制剂系列的最大机会

- 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。

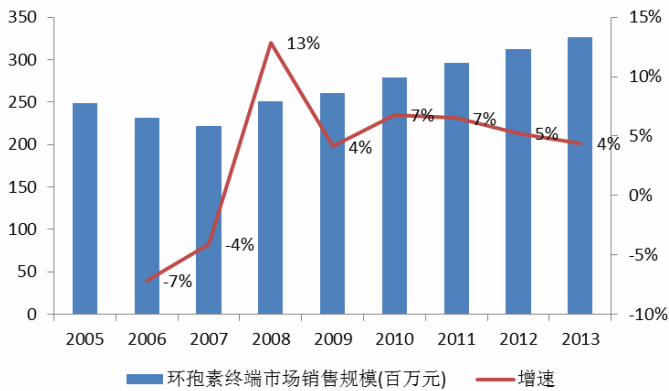
图表44: 器官移植患者主要采用三联用药

二联用药:	环孢素 或 他克莫司 或 硫唑嘌呤 + 强的松
	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

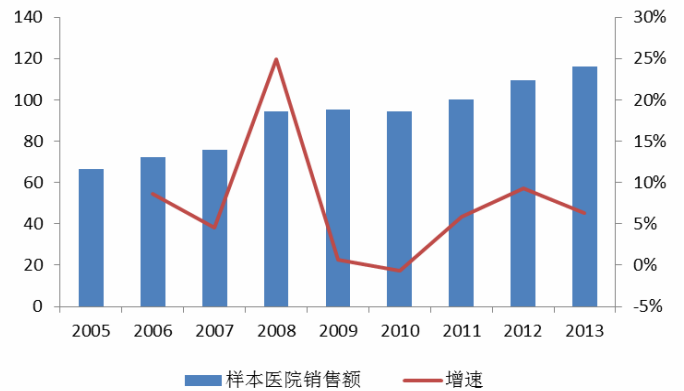
来源: 网络资料、国金证券研究所

- 2013年,公司免疫抑制剂销售收入达到6亿元,排名国内免疫抑制剂市场第二,龙头地位不可动摇。
- 由于行业增速整体受制于手术量增长的乏力,我们认为公司短期免疫抑制剂放量的机会并非来自于行业内生性增长,而是对于外资原研药的国产化替代。
- 公司环孢素产品包括口服液和软胶囊两个剂型,2013年销售收入约2.6亿元,增长5%左右,增速与行业增速基本持平。
- 公司目前占据国内环孢素终端市场份额36%,外资原研厂诺华制药占据42%(软胶囊和注射液),由于环孢素进入了新版国家基本药物目录,预计在基药市场的竞争当中,华东医药有望拔得头筹,从而实现对诺华制药的持续替代。

图表45: 国内环孢素市场规模与增速

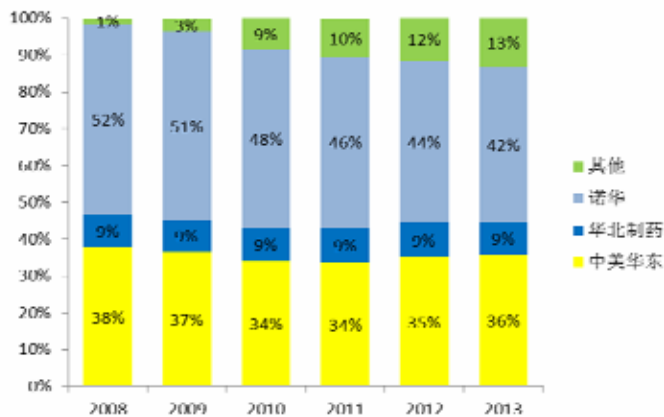


图表46: 公司样本医院环孢素销售额与增速



来源: 彭博、国金证券研究所

图表47: 环孢素市场份额统计



来源: 彭博、国金证券研究所

图表48: 环孢素中标价格统计

通用名	剂型	规格	平均中标价	生产企业
环孢素软胶囊	软胶囊	25mg*50	223	华北制药
环孢素软胶囊	软胶囊	25mg*50	421	诺华制药
环孢素软胶囊	软胶囊	25mg*50	274	中美华东制药
环孢素口服溶液	口服溶液剂	50ml:5g	1115	中美华东制药
环孢素口服溶液	口服溶液剂	50ml:5g	862	华北制药
环孢素注射液	注射液	5ml:0.25g*10	1560	诺华制药

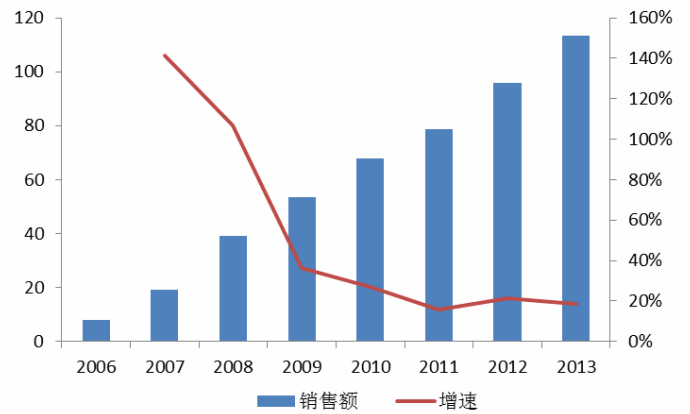
- 吗替麦考酚酯是公司在免疫抑制剂系列推出的第二个仿制药品种，2013年销售收入约2亿，增长20%，保持了快于行业平均水平的增长。
- 吗替麦考酚酯原研药厂罗氏制药占据国内77%的市场份额，华东医药的仿制药产品上市以来实现了对罗氏产品的逐步蚕食。由于罗氏制药的产品定价是国产仿制药的两倍，在目前定价体系下国内仿制药企业明显处于劣势竞争地位，若后续政策对外资过期原研药定价政策有所调整，则华东医药的产品有望迎来更大增长机会。

图表49: 吗替麦考酚酯国内市场规模与增速

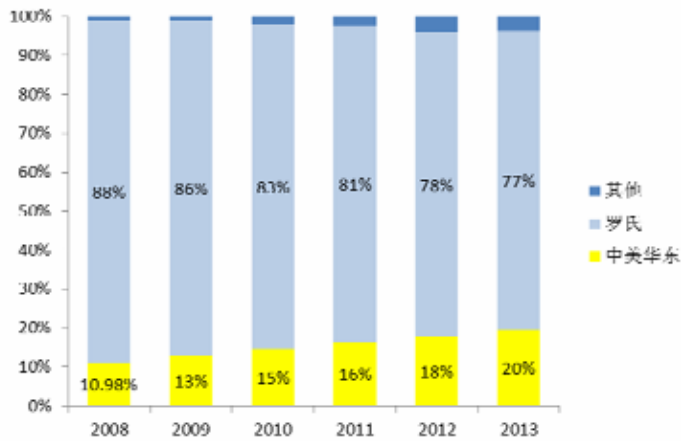


来源: 彭博、国金证券研究所

图表50: 公司样本医院吗替麦考酚酯销售额与增速

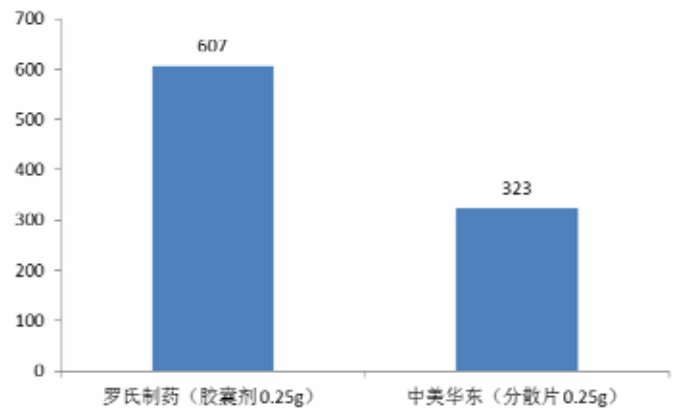


图表51: 吗替麦考酚酯市场份额统计



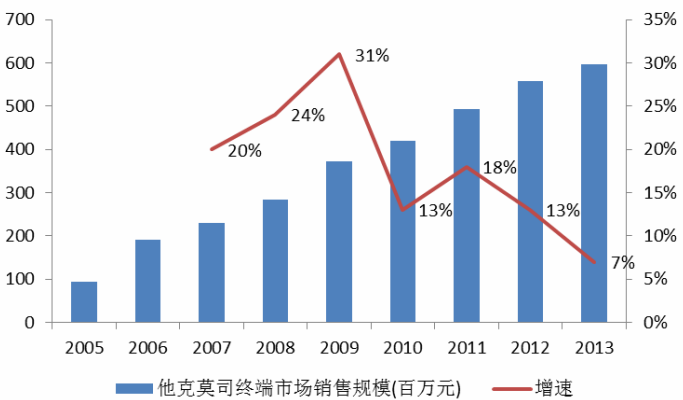
来源: 彭博、国金证券研究所

图表52: 吗替麦考酚酯中标价格统计



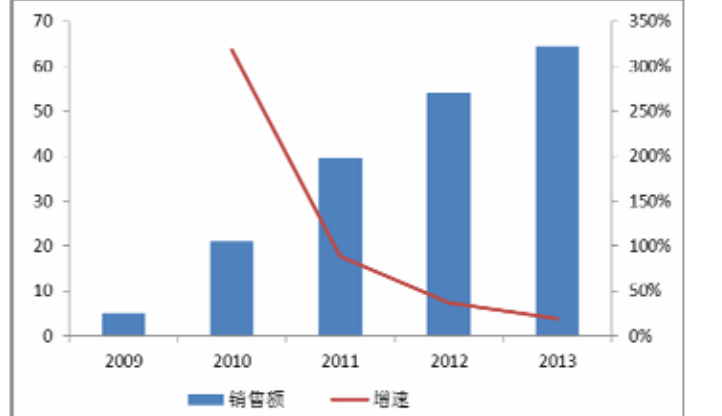
- 他克莫司是公司于 2008 年上市的第三个免疫抑制剂产品, 2013 年实现销售收入 1.2 亿元, 目前仍有广东等重要省份未在医保中标, 市场覆盖存在空白, 未来仍有可观的市场拓展空间。
- 他克莫司的原研药厂安斯泰来目前占据国内 85% 的市场份额, 华东医药经过 5 年耕耘占据 11% 的市场份额, 其他仿制药企业由于临床推广能力较差, 基本可以忽略。

图表53: 他克莫司国内市场规模与增速

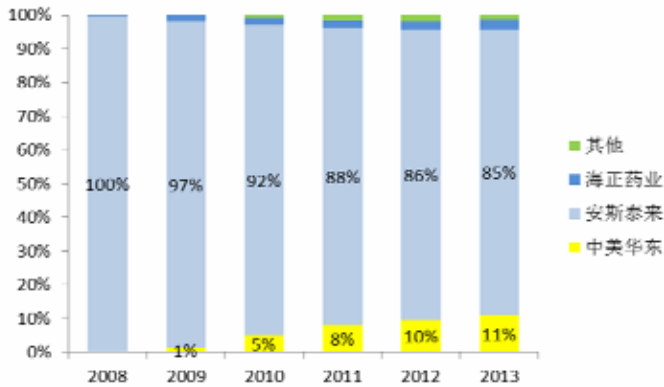


来源: 彭博、国金证券研究所

图表54: 公司样本医院他克莫司销售额与增速

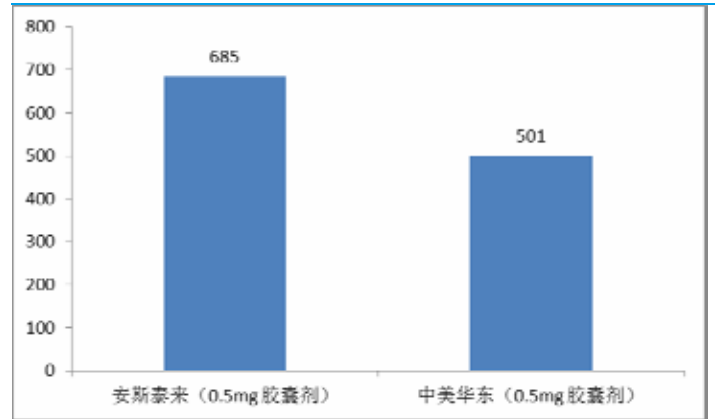


图表55: 他克莫司市场份额统计



来源: 彭博、国金证券研究所

图表56: 他克莫司中标价格统计



- 综上所述, 总结公司免疫抑制剂系列产品的市场竞争环境发现, 由于该领域属于高度专业化的专科市场, 因此虽然国内已经存在多个仿制药批文, 但具备学术推广能力并实现有效突破的竞争者均只有华东医药一家。
- 另一方面, 由于该领域的原研药厂均获得了单独定价的资质, 在市场竞争当中占尽优势。但随着国家加大对外资制药企业的经营监管, 并逐步通过新的招标方式取消外资过期原研药的“超国民待遇”, 国产仿制药将有望实现对外资药的加速替代, 而具有临床推广能力的中美华东无疑将成为其中最大的受益者。

新产品储备丰富, 支撑长期成长

- 作为一个化学仿制药企业, 丰富的产品研发和储备是支撑公司长期发展的原动力。公司依托华东医药集团生物研究所目前已经报批了大量具有市场前景的仿制药品种, 聚焦在肿瘤, 心脑血管, 中成药, 抗生素等领域。
- 我们预计今年达托霉素、卡泊芬净等产品有望获批, 明年抗肿瘤线的仿制品种有望批量上市, 为公司打造多适应症领域产品群, 成为国内一流仿制药企业打下基础。

图表57：公司产品线储备列表

	2012年	备注	2013年	备注	2014年	备注	2015年	备注	2016年	备注
免疫抑制剂	环孢素	2.5亿元	环孢素	2.6亿	环孢素	2.7亿	环孢素	2.8亿	环孢素	3亿
	吗替麦考酚酯	1.7亿元	吗替麦考酚酯	2.1亿	吗替麦考酚酯	2.4亿	吗替麦考酚酯	2.7亿	吗替麦考酚酯	3亿
	他克莫司	9000万	他克莫司	1.2亿	他克莫司	1.6亿	他克莫司	2亿	他克莫司	2.4亿
	西罗莫司	储备品种	西罗莫司	培育期	西罗莫司	2000万	西罗莫司	3000万	西罗莫司	4000万
中成药	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	百令胶囊	17亿
			百令片	报批	百令片	报批	百令片	获批	百令片	1亿
内分泌药物	阿卡波糖	5亿元	阿卡波糖	6.6亿元	阿卡波糖	10亿	阿卡波糖	14亿	阿卡波糖	16亿
	吡格列酮	6700万	吡格列酮	7500万	吡格列酮	8000万	吡格列酮	8500万	吡格列酮	9000万
	吡格列酮二甲双胍	培育期	吡格列酮二甲双胍	培育期	吡格列酮二甲双胍	5000万	吡格列酮二甲双胍	7000万	吡格列酮二甲双胍	1亿
	伏格列波糖	储备品种	伏格列波糖	培育期	伏格列波糖	2500万	伏格列波糖	3500万	伏格列波糖	4500万
	奥利司他	市场导入	奥利司他	培育期	奥利司他	5000万	奥利司他	1亿	奥利司他	1.5亿
	阿卡波糖咀嚼片	报批	阿卡波糖咀嚼片	报批	阿卡波糖咀嚼片	获批	阿卡波糖咀嚼片	市场导入	阿卡波糖咀嚼片	1亿
消化道用药	泮托拉唑	3.6亿元	泮托拉唑	4.3亿元	泮托拉唑	5亿元	泮托拉唑	5.7亿元	泮托拉唑	6.2亿元
	埃索美拉唑	报批	埃索美拉唑	报批	埃索美拉唑	报批	埃索美拉唑	获批	埃索美拉唑	市场导入
肿瘤药	奥沙利铂	市场导入	奥沙利铂	获批	奥沙利铂	市场导入	奥沙利铂	2000万	奥沙利铂	4000万
	阿那曲唑	报批	阿那曲唑	报批	阿那曲唑	报批	阿那曲唑	获批	阿那曲唑	市场导入
	来曲唑	报批	来曲唑	报批	来曲唑	报批	来曲唑	获批	来曲唑	市场导入
	伊立替康	报批	伊立替康	报批	伊立替康	报批	伊立替康	获批	伊立替康	市场导入
	喷司他丁	报批	喷司他丁	报批	喷司他丁	报批	喷司他丁	报批	喷司他丁	获批
	地西他滨	报批	地西他滨	报批	地西他滨	报批	地西他滨	报批	地西他滨	获批
			伊马替尼	报批	伊马替尼	报批	伊马替尼	报批	伊马替尼	获批
其他			磺达肝癸钠	报批	磺达肝癸钠	报批	磺达肝癸钠	报批	磺达肝癸钠	获批
			达托霉素	报批	达托霉素	获批	达托霉素	市场导入	达托霉素	3000万
			卡波芬净	报批	卡波芬净	获批	卡波芬净	市场导入	卡波芬净	3000万

来源：国金证券研究所

达托霉素：产品力强的超级抗生素，今年有望获批

- 达托霉素是从 *reeseopus* 链霉菌发酵液中提取得到的一个环脂肽类物，该产品由礼来在 20 世纪 80 年代发现，1997 年 Cubist 获得该药在世界范围的开发权，2012 年达托霉素全球销售超过 8 亿美元
- 达托霉素通过扰乱细胞膜对氨基酸的转运，从而阻碍细菌细胞壁肽聚糖的生物合成，改变细胞质膜的性质；另外，他还能通过破坏细菌的细胞膜，使其内容物外泄而达到杀菌的目的。达托霉素独特的作用机制决定了对其产生耐药性较困难。达托霉素除了能作用于大多数临床相关革兰氏阳性菌外，更重要的是它在体外对已呈现甲氧西林(methicillin)、万古霉素和利奈唑烷等耐药药性质的分离菌株具有强力活性。达托霉素对甲氧西林耐药的葡萄球菌和万古霉素耐药的肠球菌，效果好于万古霉素或替考拉宁。
- 我国以前抗生素滥用严重，环境中存在众多耐药菌。如产生抗生素的真菌、放线菌，其抗生素合成基因簇中本身就含有“耐药基因”。动物活动、人类迁移、物理因素都能促使这些抗药基因的传播。而目前医疗、畜牧等行业中抗生素的广泛使用，以及生态环境中毒性物质的存在，又作为“筛选压力”，不断选择并进化了这些耐药菌。
- 《柳叶刀》杂志 2008 年曾刊出通讯指出，我国医院内感染的致病菌有 40% 为耐药菌。耐药菌的增长率达 26%，居世界首位。而这很大程度上是因为，抗生素的不合理用药。
- 耐药菌的高发决定了我国超级抗生素品种的巨大市场潜力，鉴于万古霉素、利奈唑胺等国内终端销售均超过 10 亿，达托霉素在进入医保目录的前提下也有望成为 10 亿元以上品种。公司于 2012 年向国家药监局申请达托霉素生产批件，有望在 2014 年获得生产批件，并获得显著市场份额。

图表58: 达托霉素仿制药申报情况

承办日期	药品名称	申请类型	分类	企业名称	办理状态
2011/11/14	注射用达托霉素	申报生产	化药3.1类	浙江海正药业股份有限公司	在审评
2012/3/23	注射用达托霉素	申报生产	化药3.1类	杭州中美华东制药有限公司	在审评
2012/8/28	注射用达托霉素	申报生产	化药3.1类	华北制药股份有限公司	在审评
2012/10/29	注射用达托霉素	申报生产	化药3.1类	江苏恒瑞医药股份有限公司	在审评
2013/2/4	注射用达托霉素	申报生产	化药3.1类	浙江医药股份有限公司新昌制药厂	在审评
2014/1/20	注射用达托霉素	申报生产	化药3.1类	安士制药(中山)有限公司	在审评

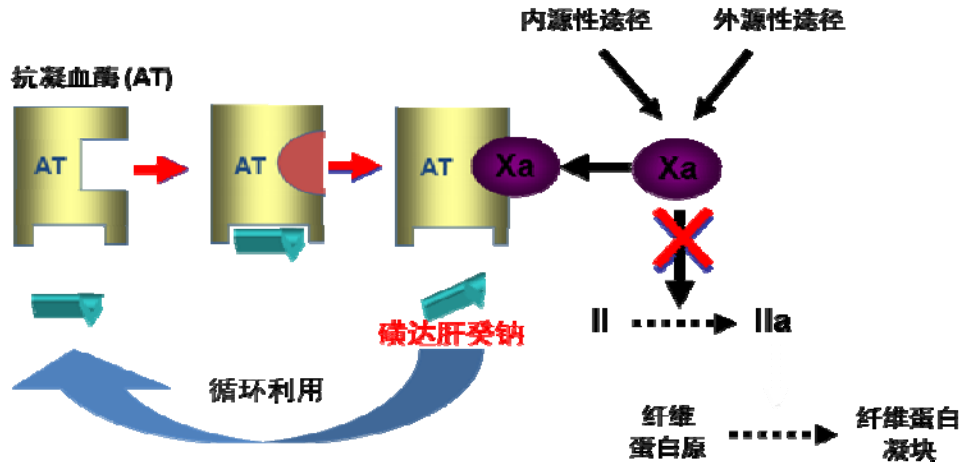
来源: CDE,国金证券研究所

- 国内原研厂 Cubist 达托霉素由阿斯利康负责销售, 由于上市时间较短, 且未进医保规模尚小。但是从产品属性及终端需求看, 我们认为达托霉素未来会成长为大品种。

磺达肝癸: 抗凝血领域的潜在重磅产品, 明年有望获批

- 磺达肝癸是人工合成戊聚糖钠的甲基衍生物, 用于进行下肢重大骨科手术如髌关节骨折、重大膝关节手术或者髌关节置换术等患者, 预防静脉血栓栓塞事件的发生。
- 磺达肝癸是新型的高选择性 Xa 因子抑制剂, 是纯化学合成的戊聚糖钠的甲基衍生物, 分子量为 1728Da。磺达肝癸有 5 个糖单位, 其硫酸盐基团能与抗凝血酶 ATIII 牢固且专一的结合(其解离常数为 50nM), 抗凝血酶是凝血过程的主要内源性调节物

图表59: 磺达肝癸钠作用激励



来源: CNKI,国金证券研究所

- 磺达肝癸是赛诺菲和欧加农共同开发的产品, 2001 年通过 FDA 认证, 后出售给葛兰素史克。
- 与低分子肝素相比, 磺达肝癸的出血风险小于低分子肝素, 安全性相对较好。磺达肝癸钠是特异性的 Xa 因子抑制剂, 而低分子肝素可以抑制 Xa 和 IIa 因子。
- 磺达肝癸钠的合成需要 75 步化学反应, 工艺壁垒很高, 目前只有恒瑞医药和中美华东申报。
- 进口产品国内保持快速增长。葛兰素史克是目前国内唯一销售磺达肝癸的厂家, 自 2009 年上市以来实现高速增长, 终端达到 4 个多亿。磺达肝癸钠目前进入了 16 个省的地方医保, 进入新版国家医保是大概率事件, 这

将加速推动产品在国内市场的推广，华东医药作为 2 家申报仿制药的企业之一有望从中分一杯羹。

浙江省医药商业龙头企业，玻尿酸代理成亮点

传统医药商业增速回落，寻求转型新模式

- 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。

图表60：2011年浙江省内医药商业企业销售规模

排名	公司名称	2013年销售额	2013年增速
1	华东医药	167.2	14.67%
2	英特集团	123.7	16.80%
3	宁波医药股份有限公司（上药63.61%股权）	50.0	NA
4	浙江省医药工业公司（海正85%股权）	33.6	15.88%
5	温州市生物药械供应有限公司（国控58%股权）	32.4	NA
6	台州医药（上药53%股权）	27.0	NA

来源：公司公告、国金证券研究所

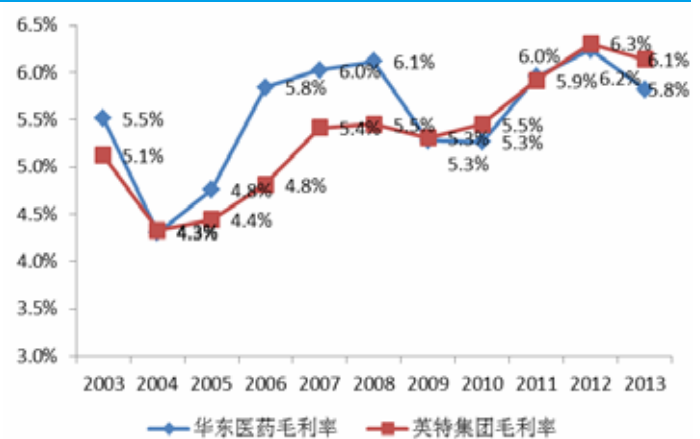
- 2013年华东医药医药商业收入167亿元，同比增长15%；医药商业毛利率6.7%，盈利能力始终领先竞争对手英特集团。

图表61：华东（母公司）与英特医药销售规模（百万）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表62：华东（母公司）与英特医药商业毛利率比较



- 浙江省于 2014 年 4 月起全面实施公立医院取消药品加成，对医药商业乃至制药行业各环节的盈利能力均产生负面影响。为应对盈利能力下降的风险，商业片继续创新商业模式，探索医药商业企业新的增长方式。
 - 向第三方业务模式拓展，积极参与医院药事管理服务和专业化、特色化布局方向，改变以往单纯的医药配送服务工作，致力于成为能提供“医药解决方案”的新型商业企业。
 - 设计并推动“社区药房共建、医院供应链冷链管理、二维条码建设、医院管理优化”等信息技术管理模块项目，打造健康产业，逐步形成“名医馆”、“市民健康馆”、“中药香文化产业”等为核心的健康产业体系。
 - 积极拓展新产品和业务，正式成立专注于进口一线品牌产品的平台——高值耗材部，开始国外靶向性功能食品的合作洽谈及进口代理。
- 我们认为华东医药的商业平台作为药厂、医院、患者的三方纽带有望走出模式创新的道路，通过打造大健康产业平台寻找新的发展动力。

宁波公司：进口产品代理平台，LG 玻尿酸是亮点

- 华东医药宁波公司(上市公司控股 51%)主要经营进口生物制品的代理销售，近年来依靠进口人血白蛋白的全国代理，实现营业收入 11.8 亿元，同比增长 23%；实现净利润 6700 万元，同比增长 4%。2012-2013 年增速下滑主要由于进口白蛋白代理区域减少所致。

图表63：华东医药宁波公司营业收入统计



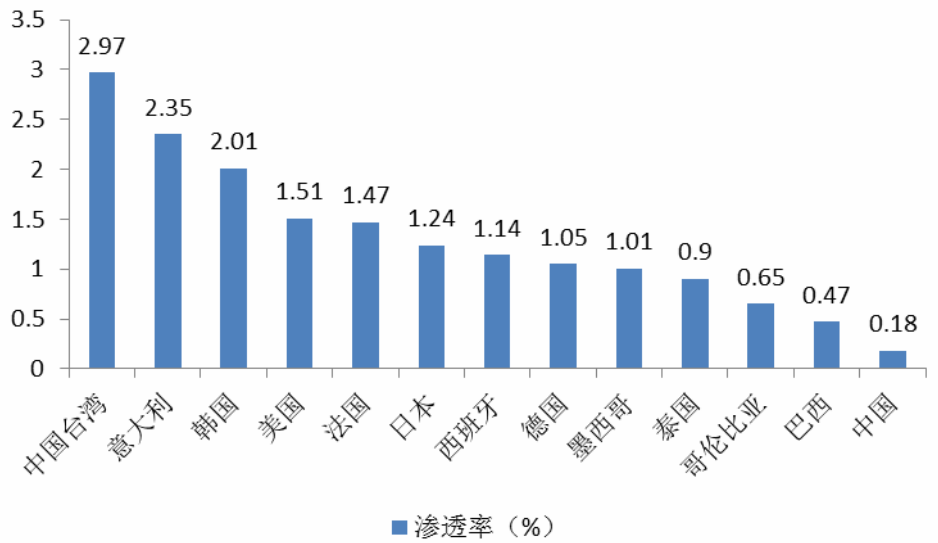
图表64：华东医药宁波公司净利润统计



来源：公司公告，国金证券研究所

- 为谋求持续发展，华东医药宁波公司积极开拓总代理新业务，和韩国 LG 生命科学强势携手，独家代理引进国内首个韩国原装进口，并获得欧盟 CE 认证的注射用修饰透明质酸钠凝胶（商品名：YVOIRE 伊婉），进军国内潜力巨大的美容整形产品市场。
- 玻尿酸是皮下填充剂，主要用于整形和皮肤美容，由于能够被人体自然吸收和分解，毒副作用小，成为发达国家美容市场皮下填充领域的主导产品（已占据 70% 的市场份额）。
- 我国从 2008 年才首次批准第一款注射用透明质酸进入中国市场，短短 5 年间我国美容用透明质酸已经呈现出爆发式增长，预计 2013 年国内美容用透明质酸用量达到 120 万支，终端市场规模达到 70 亿元。由于国内皮下注射玻尿酸的渗透率仍然大幅低于其他国家，因此行业仍以每年 50% 的复合增速高歌猛进。

图表65: 各国表皮注射玻尿酸的渗透率



来源: 彭博、国金证券研究所

- 然而, 由于我国美容机构的行业监管薄弱, 市场充斥着大量未通过 CFDA 认证的假冒伪劣产品。我们预计 2013 年正规玻尿酸的注射量在 40 万支, 而非法的玻尿酸注射量达到 80 万支。未来随着对美容机构的监管加强以及消费者的品牌意识提升, 正规玻尿酸产品将逐步替代非法的玻尿酸产品, 成为市场的主流选择。
- 目前国内获得 CFDA 认可的玻尿酸产品只有四个: 瑞蓝 2 号、逸美、润百颜和伊婉。其中瑞蓝 2 号、逸美由于上市较早, 占据了主要规范渠道的市场份额。
- 此次华东医药宁波公司负责全国总代理的伊婉, 从 2013 年 7 月获得 CFDA 批准进入中国市场。我们认为依托韩国 LG 的强势品牌, 结合华东医药多年在药品进口代理和临床推广的经验积累, 此次合作将有望把伊婉打造成国内玻尿酸市场的第一品牌, 分享玻尿酸行业的爆发式增长。

图表66: 国内四大已注册玻尿酸产品对比

	伊婉-Classic	瑞蓝2号	润百颜	逸美	舒颜
活性成分	交联透明质酸钠	交联透明质酸钠	交联透明质酸钠	HPMC透明质酸钠	交联透明质酸钠
规范认证	欧洲CE认证、CFDA认证	FDA认证、CE认证、CFDA认证	CFDA认证	CFDA认证	CFDA认证
生产企业	韩国LG	Q-Med AB	华熙生物	北京爱美客科技	北京蒙博润
规格	22mg/ml	20±3mg/mL	20mg/mL	0.5ml, 1.0ml, 1.5ml, 2.0ml 用于保湿、除皱、鼻整形	20mg/ml
适用范围	注射面部真皮组织中层至深层, 修饰中、重度鼻唇部皱纹	面部真皮组织(中层), 纠正鼻唇沟, 不适填充宜浅层皱纹	面部真皮组织中层至深层注射, 纠正中重度鼻唇部皱纹	皮肤真皮深层至皮下浅层之间注射填充, 以纠正额部皱纹和鼻唇部皱纹	适用于脸部组织的隆起, 被注射于真皮中部, 对于缺陷皮肤修饰到平滑效果较好。推荐产品用于修饰脸部皱纹, 丰唇。
分销渠道	华东医药独家代理	私立医院直销	直销和经销网络	直销或经销网络	经销网络
终端价格(1ml注射器)	6300元-8000元	6,800-8,800	5,000-6,000	4,800/5,200/6,800	NA
出厂价	NA	1800元左右	1000-1200元	2200元左右	NA
优势	高分子量透明质酸加强稳定技术, 最适合亚洲人的玻尿酸填充剂	高端品牌形象, 颗粒小, 适合细小皱纹填充	高质量、高性价比, 更高的交联透明质酸含量(90%), 颗粒较大, 效果更持久	先发优势	稳定性较高
劣势	在韩国上市2年	延迟的市场反应	-	HPMC安全性风险	-
获批时间	2013年7月	2008年12月	2012年7月	2009年10月	2014年2月
市场份额	-	19%	10%	12%	-

来源: 网络公开资料、CFDA, 国金证券研究所

盈利预测

- 综上所述, 我们认为华东医药的两个主打品种百令胶囊和阿卡波糖, 未来三年正处于快速放量的成长性, 且不存在降价压力。同时, 医药商业在拓展美容产品代理方面有望实现突破, 成为商业片业绩增长的新亮点, 带动商业片整体业绩较快增长。因此, 华东医药未来 2-3 年的业绩成长性在整个处方药板块当中是相对较快且确定性较高的。
- 假设中美华东少数权益收购于 10 月完成, 预计将分别增厚 14-16 年净利润 5100 万、2.1 亿、2.6 亿元, 考虑收购股权的融资成本, 预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 1.88 元、2.71 元、3.3 元, 同比增长 41%, 44%, 22%, 目前估值对应 2014 年 26 倍, 2015 年 18 倍, 维持“买入”评级, 目标价 75 元对应 2014 年 40 倍。作为国金医药马年战斗序列化学药的首推品种重点推荐!

图表67: 公司盈利预测分产品拆分

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	
百令胶囊								
销售收入	374	568	798	1013	1317	1647	2059	
增长率	28%	52%	41%	27%	30%	25%	25%	
免疫抑制剂产品								
销售收入	401	451	521	606	697	777	854	
增长率	17%	13%	16%	16%	15%	11%	10%	
吗替麦考酚酯 (赛可平)	销售收入	133	147	167	209	250	288	331
	增长率	17%	15%	14%	25%	20%	15%	15%
环孢素 (新赛思平)	销售收入	236	239	253	265	279	279	279
	增长率	4%	-4%	6%	5%	5%	0%	0%
他克莫司	销售收入	31	62	92	119	149	186	214
	增长率		100%	50%	30%	25%	25%	15%
西罗莫司	销售收入		3	10	13	20	24	30
	增长率			50%	30%	50%	25%	25%
内分泌线产品								
销售收入	348	439	586	773	1137	1525	1981	
增长率	18%	26%	34%	32%	47%	34%	30%	
阿卡波糖 (卡博平)	销售收入	299	376	507	659	988	1334	1734
	增长率	16%	26%	30%	30%	50%	35%	30%
吡格列酮 (卡司平)	销售收入	49	56	67	80	96	116	139
	增长率	36%	14%	20%	20%	20%	20%	20%
吡格列酮二甲双胍 (卡优平)	销售收入		4	6	12	18	23	30
	增长率			67%	100%	50%	30%	30%
伏格列波糖	销售收入		3	6	12	18	27	41
	增长率			100%	100%	50%	50%	50%
奥利司他	销售收入			10	17	25	38	
	增长率				67%	50%	50%	
消化线产品								
泮托拉唑 (泮立苏)	销售收入	246	277	360	432	518	596	686
	增长率	22%	13%	30%	20%	20%	15%	15%

来源: 公司公告、国金证券研究所

风险提示:

- 远大集团豁免以注入资产的方式完成股改的议案未获通过, 导致上市公司持续丧失融资能力, 影响中美华东少数股东权益收购进程
- 产品降价风险

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)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	11,131	14,579	16,718	19,504	22,585	26,124	货币资金	779	774	854	1,400	1,700	3,255
增长率		31.0%	14.7%	16.7%	15.8%	15.7%	应收款项	2,622	2,694	3,244	3,481	4,014	4,624
主营业务成本	-8,947	-11,730	-13,341	-15,303	-17,486	-19,996	存货	1,104	1,533	1,715	1,845	2,108	2,410
%销售收入	80.4%	80.5%	79.8%	78.5%	77.4%	76.5%	其他流动资产	204	159	214	235	267	305
毛利	2,185	2,849	3,377	4,201	5,100	6,129	流动资产	4,709	5,160	6,027	6,960	8,089	10,594
%销售收入	19.6%	19.5%	20.2%	21.5%	22.6%	23.5%	%总资产	80.6%	78.9%	78.5%	78.9%	77.1%	85.5%
营业税金及附加	-46	-62	-67	-82	-95	-110	长期投资	79	90	86	86	86	86
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	759	911	1,150	1,439	1,996	1,387
营业费用	-1,115	-1,438	-1,740	-2,173	-2,661	-3,213	%总资产	13.0%	13.9%	15.0%	16.3%	19.0%	11.2%
%销售收入	10.0%	9.9%	10.4%	11.1%	11.8%	12.3%	无形资产	271	261	335	309	300	292
管理费用	-304	-424	-504	-601	-711	-836	非流动资产	1,134	1,379	1,646	1,860	2,409	1,793
%销售收入	2.7%	2.9%	3.0%	3.1%	3.2%	3.2%	%总资产	19.4%	21.1%	21.5%	21.1%	22.9%	14.5%
息税前利润 (EBIT)	719	926	1,065	1,346	1,633	1,970	资产总计	5,844	6,539	7,673	8,820	10,498	12,386
%销售收入	6.5%	6.4%	6.4%	6.9%	7.2%	7.5%	短期借款	1,664	1,408	1,570	384	272	0
财务费用	-105	-136	-121	-88	-75	-59	应付款项	2,127	2,513	2,711	3,075	3,517	4,026
%销售收入	0.9%	0.9%	0.7%	0.5%	0.3%	0.2%	其他流动负债	181	173	266	282	323	371
资产减值损失	-12	-15	-26	-43	-24	-30	流动负债	3,972	4,094	4,547	3,740	4,112	4,397
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	70	97	100	100	100	101
投资收益	9	8	7	8	8	8	其他长期负债	7	6	11	1,007	1,007	1,007
%税前利润	1.4%	1.0%	0.8%	0.6%	0.5%	0.4%	负债	4,049	4,197	4,658	4,847	5,219	5,505
营业利润	610	783	925	1,222	1,542	1,889	普通股股东权益	1,529	1,999	2,573	3,360	4,603	6,123
营业利润率	5.5%	5.4%	5.5%	6.3%	6.8%	7.2%	少数股东权益	266	343	442	612	676	759
营业外收支	2	5	17	10	10	10	负债股东权益合计	5,844	6,539	7,673	8,820	10,498	12,386
税前利润	613	788	942	1,232	1,552	1,899	比率分析						
利润率	5.5%	5.4%	5.6%	6.3%	6.9%	7.3%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-127	-167	-195	-246	-310	-380	每股指标						
所得税率	20.7%	21.2%	20.7%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	0.879	1.083	1.325	1.879	2.715	3.310
净利润	486	621	748	986	1,242	1,520	每股净资产	3.522	4.605	5.928	7.742	10.604	14.106
少数股东损益	105	151	173	170	63	83	每股经营现金净流	0.037	1.481	1.099	2.750	2.584	3.232
归属于母公司的净利润	381	470	575	815	1,178	1,437	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	3.4%	3.2%	3.4%	4.2%	5.2%	5.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	24.95%	23.51%	22.34%	24.27%	25.60%	23.46%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	6.53%	7.19%	7.49%	9.25%	11.22%	11.60%
净利润	486	621	748	986	1,242	1,520	投入资本收益率	16.16%	18.97%	18.04%	19.73%	19.64%	19.74%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	97	115	147	173	186	257	主营业务收入增长率	24.07%	30.97%	14.67%	16.66%	15.80%	15.67%
非经营收益	88	108	113	84	63	50	EBIT增长率	33.71%	28.77%	15.02%	26.33%	21.35%	20.64%
营运资金变动	-656	-201	-531	-50	-369	-423	净利润增长率	20.23%	23.18%	22.35%	41.83%	44.49%	21.93%
经营活动现金净流	16	643	477	1,194	1,122	1,403	总资产增长率	37.32%	11.89%	17.35%	14.94%	19.02%	17.99%
资本开支	-223	-248	-334	-344	-700	400	资产管理能力						
投资	-73	4	0	0	0	0	应收账款周转天数	57.4	53.5	53.9	54.0	54.0	54.0
其他	30	4	7	8	8	8	存货周转天数	42.8	41.0	44.4	44.0	44.0	44.0
投资活动现金净流	-265	-239	-328	-336	-692	408	应付账款周转天数	63.6	58.5	58.6	55.0	55.0	55.0
股权募资	0	2	28	-28	64	83	固定资产周转天数	20.2	18.9	19.8	18.6	20.2	17.4
债权募资	877	-229	165	-191	-112	-271	偿债能力						
其他	-212	-176	-223	-93	-82	-69	净负债/股东权益	53.22%	31.21%	27.07%	2.11%	-6.22%	-31.30%
筹资活动现金净流	665	-403	-31	-312	-130	-256	EBIT利息保障倍数	6.8	6.8	8.8	15.3	21.7	33.6
现金净流量	416	0	118	546	300	1,555	资产负债率	69.29%	64.18%	60.71%	54.96%	49.72%	44.44%

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
买入	0	1	5	16	26
增持	0	2	6	11	16
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.67	1.57	1.46	1.42

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 2012-10-29	增持	33.99	N/A
2 2013-04-01	增持	43.73	N/A
3 2013-04-12	增持	38.67	42.00 ~ 45.00
4 2013-04-21	增持	40.22	N/A
5 2013-08-15	增持	42.75	N/A
6 2013-10-21	增持	45.08	52.00 ~ 55.00
7 2014-03-21	买入	43.93	N/A
8 2014-05-14	买入	48.03	60.00 ~ 65.00

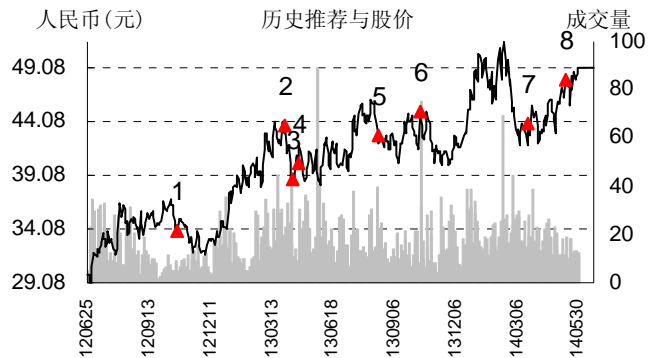
来源：国金证券研究所

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 =买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



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:

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

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作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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD