

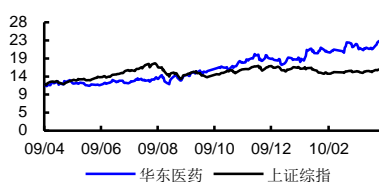
深度报告
医药保健
医疗器械与服务
华东医药(000963)
推荐

目标价: 29 元 昨收盘: 24.52 元 (维持评级)

2010年4月13日

本报告的独到之处

- 深入分析工商主业竞争格局和盈利趋势;
- 指出区域工商一体化龙头独具优势。

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	434.06/246.41
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	10,083.21/5,724.21
上证综指/深圳成指	3,157.96/12,767.86
12 个月最高/最低(元)	23.23/11.47

财务数据

净资产值(百万元)	1,130.72
每股净资产(元)	2.60
市净率	8.92
资产负债率	63.75%
息率	1.42%

相关研究报告:

 《华东医药: 稳定成长、估值安全》
 ——2010-1-28

分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

联系人: 陈栋

电话: 021-60933147

E-mail: chendong1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度跟踪
盈利能力突出的工商一体区域龙头
● 医药工业: 高端专科药独树一帜, 要么第一要么唯一

- 中国器官移植需求旺盛, 但受供体不足影响 09 年仅能满足不到 1% 的需求量。华东医药器官移植用药产品线完整, 通过存量市场 (患者终身用药) 的稳定增长和优化销售结构, 仍推动该核心业务良好成长。一旦国内器官移植政策变化和体系逐步完善, 将再次迎来高速增长;
- 糖尿病发病率的快速提高使我国糖尿病药物的市场规模逐年扩容, 公司的降糖药卡博平属于国内最畅销的口服降糖药, 并牢牢占据了第二的市场份额, 吡格列酮则处于快速上升期。抗溃疡药泮托拉唑也将重回增长轨道。后续产品储备丰富, 有望成抗肿瘤药后起之秀。
- 定位高端市场、盈利能力突出: 核心产品毛利率高达 83%, 净利润率达 20%。

● 医药商业: 区域龙头, 具扩张潜力

09 年医药商业收入 61 亿元, 占省内市场份额约 12.8%。在目前以省为单位的招标采购政策下, 龙头企业极具优势; 浙江省医药商业集中度不高, 份额尚有较大提升潜力。商业毛利率 5.4%, 净利润率 1.35%, 盈利能力与同业相比较为出色并仍有提升空间。

● 拟回售地产业务, 专注医药主业

公司拟解除和大股东远大集团关于杨岐房产股权转让协议, 在将地产业务剥离后, 公司将能更加专注于医药主业的生产经营, 发展步伐将得以加快。

● 工商一体区域龙头更具发展优势, 维持“推荐”, 一年期目标价 29 元

09 年医药主业同比大幅增长, 10-12 年预计医药主业 EPS 为 0.78、0.95、1.09 元, 同比增长 25%、23%、15% (未考虑地产业务)。公司作为浙江省医药商业区域龙头和器官移植等领域国产药领军者, 行业地位突出, 工业和商业盈利能力在同类企业中表现出色。作为区域工商一体化龙头公司, 有望分享新医改带来的市场扩容和集中度提高机遇。给予 11 年主业 PE30X, 一年期目标价 29 元, 维持“推荐”评级。股价表现的催化剂: 器官移植政策改善、大股东股改承诺事项解决、外延扩张提速。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6,016.49	7,824.87	9,093	11,005	12,931
(+/-%)	23.96%	30.06%	16.2%	21.0%	17.5%
净利润(百万元)	168.61	378.42	338	414	475
(+/-%)	-2.63%	124.44%	-10.7%	22.5%	14.7%
每股收益(元)	0.39	0.87	0.78	0.95	1.09
EBIT Margin			5.8%	5.8%	5.6%
净资产收益率 (ROE)	22.42%	33.47%	24.1%	23.9%	22.5%
市盈率 (PE)	59.80	26.65	30.3	24.7	21.6
EV/EBITDA			23.0	19.5	17.7
市净率 (PB)	13.41	8.92	7.31	5.91	4.85

内容目录

内容目录.....	2
图表目录.....	3
公司概况：工商并举，行业领先.....	5
公司沿革与股权结构.....	5
行业地位突出：细分专科领域尖兵+区域商业龙头.....	6
工业业务：要么唯一、要么第一.....	7
移植用药平稳增长，期待政策利好.....	7
糖尿病药物收入快速增长.....	14
抗溃疡药重回增长轨道.....	16
博华制药与九州制药成功扭亏，将成公司新的增长点.....	17
产品储备丰富，有望成抗肿瘤药后起之秀.....	18
区域商业龙头地位稳固，总代理提升盈利能力.....	18
国内第三大医药消费省区的医药商业龙头.....	18
特色总代理提升盈利能力.....	19
外延扩张进程望提速.....	20
拟回售地产业务，专注医药主业.....	20
同业比较和投资建议.....	20
同业比较：工商业盈利能力优异.....	20
同比比较：估值合理偏低.....	21
投资建议：维持“推荐”评级，目标价 29 元.....	21
催化剂.....	22
风险提示.....	22
附表：财务预测与估值.....	25
国信证券投资评级.....	26
免责条款.....	26

图表目录

图 1: 华东医药股权与业务结构	5
图 2: 华东医药历年收入及增速	6
图 3: 华东医药 09 年主业收入构成	6
图 4: 华东医药历年净利润及增速	6
图 5: 华东医药 09 年主业毛利构成	6
图 6: 华东医药历年工业业务收入与毛利率	7
图 7: 华东医药 09 年工业业务收入构成	7
图 8: 截至 08 年中国累计移植手术分布	8
图 9: 美国近年移植手术分布	8
图 10: 中美两国移植手术量比较	9
图 11: 有器官移植/脑死亡立法国家的捐献比 (每百万人)	9
图 12: 中国肾移植手术量	9
图 13: 中国肾移植术后生存率	9
图 14: 中国肝移植手术量	10
图 15: 中国肝移植术后生存率	10
图 16: 中国器官移植药物市场格局	13
图 17: 中国环孢素销售额 (百万元)	13
图 18: 中国吗替麦考酚酯销售额 (百万元)	13
图 19: 三大免疫抑制原研药全球销售额 (亿美元)	14
图 20: 中国他克莫司销售额 (百万元)	14
图 21: 中国 20 岁以上居民糖尿病患病率	14
图 22: 全球糖尿病用药市场规模 (亿美元)	15
图 23: 中国糖尿病用药市场规模 (亿元)	15
图 24: 中国糖尿病药物市场格局	16
图 25: 04-08 年我国 16 个城市样本医院阿卡波糖市场	16
图 26: 中国抗消化性溃疡药市场规模 (亿元)	17
图 27: 中国泮托拉唑市场格局	17
图 28: 各省市医药商业销售额占比	18
图 29: 浙江省医药商业销售规模及增速	18
图 30: 华东医药商业业务收入与毛利率	19
图 31: 08 年华东医药商业片销售流向	19
表 1: 华东医药主要产品线	7
表 2: 国内器官移植后用药人数测算	11
表 3: 免疫抑制剂按作用机制分类及常用药物和特点	12
表 4: 器官移植后的临床用药组合	错误! 未定义书签。
表 5: 08 年中国糖尿病口服药十大品牌	15
表 6: 06-08 年抗消化性溃疡及胃动力药物主要品种市场份额	16
表 7: 博华制药和九州制药的产品线	18
表 8: 08 浙江省医药商业销售十强	19

表 9: 华东医药的工商业务同业比较	20
表 10: 华东医药估值比较	21
表 11: 华东医药收入预测	22

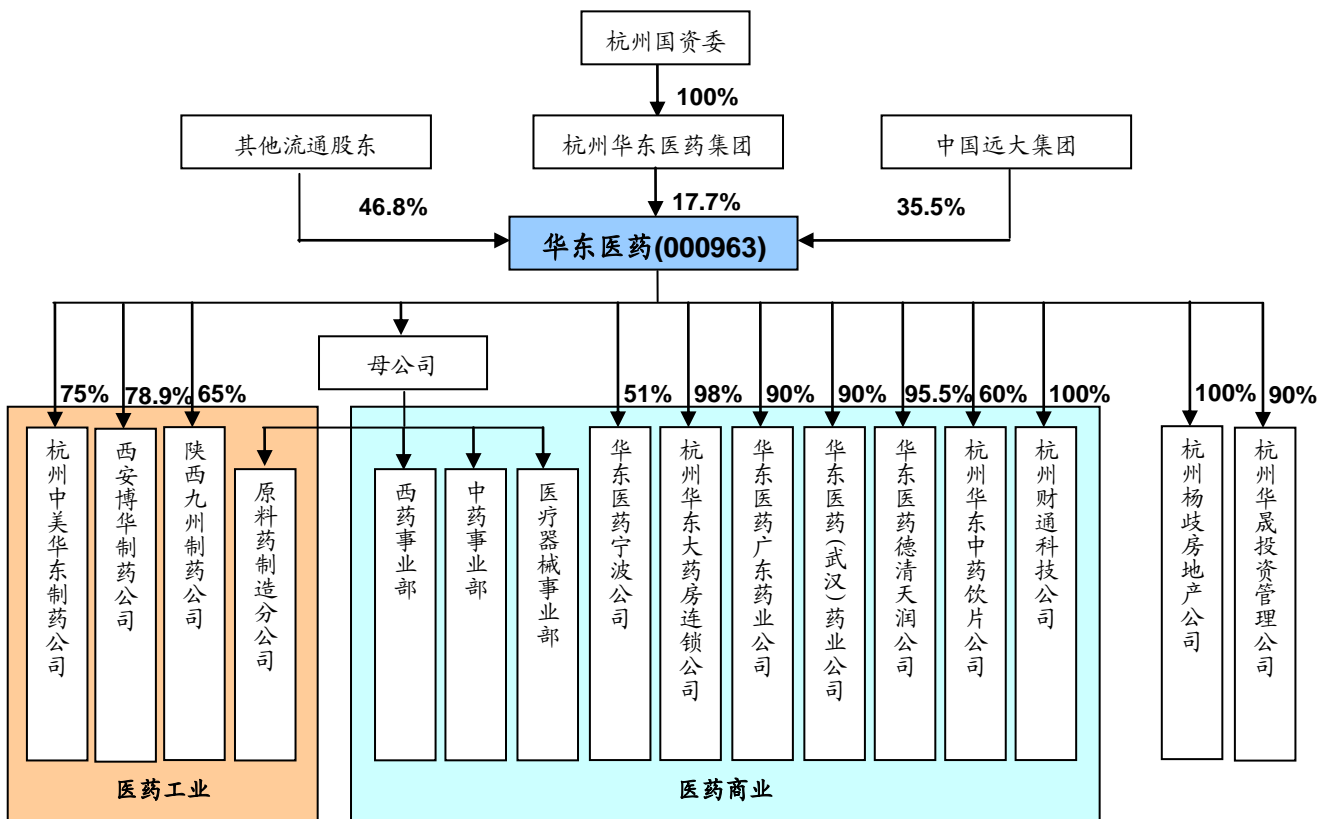
公司概况：工商并举，行业领先

公司沿革与股权结构

华东医药前身为杭州医药站股份有限公司，于1999年12月上市。公司目前的控股股东和实际控制人为中国远大集团有限责任公司，持股比例35.5%。远大集团业务涉及医药、房地产与国际贸易等，旗下医药类资产主要包括华东医药、四川远大蜀阳药业（血液制品）、武汉远大制药集团（抗感染、心血管、眼科用药、肝病用药等）和常熟雷允上制药（肝病、心血管中药注射剂等）。

公司二股东华东医药集团虽只持有华东医药17.72%的股份，但向其派驻了董事长和其他高管（大股东仅派驻2位非执行董事），是股份公司的实际经营者。集团前身为成立于1952年的浙江制药厂，1992年组建杭州华东医药集团有限公司并成立杭州中美华东医药有限公司，目前已是浙江省最大的医药企业，集团旗下除上市公司华东医药外，还参股控股了杭州默沙东制药、浙江华义医药、埃斯特维华义制药、杭州九源基因、康润制药、杭州朱养心药业、华东医药生物工程研究所等。生物工程研究所是集团的核心研发资产，具有较强的研发实力，研发重点集中于免疫抑制剂、糖尿病用药，曾成功开发了国家一类中药发酵虫草菌粉(百令胶囊)以及环孢素、盐酸吡格列酮、西罗莫司、麦替考酚醛酯、他克莫司等新药。

图 1：华东医药股权与业务结构



注：公司通过西安博华持有陕西九州 65%的股份

数据来源：公司公告、国信证券经济研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

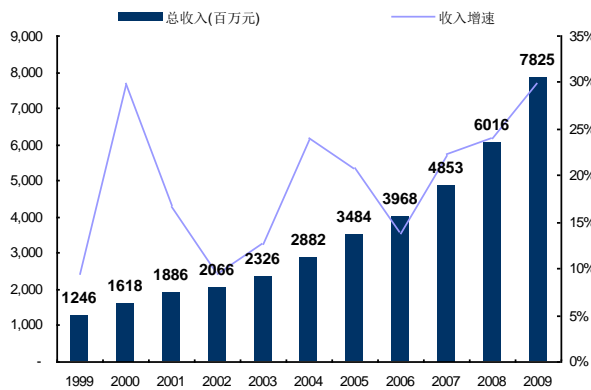
全球视野 本土智慧

行业地位突出：细分专科领域尖兵+区域商业龙头

华东医药业务横跨医药工业和商业，09年收入78.25亿元，同比增长30.07%，其中医药业务收入73.86亿元，同比增长24.32%；09年实现净利润3.78亿元，同比增长124.44%，EPS 0.87元，其中医药业务贡献利润2.71亿元，增长60.98%，医药主业EPS 0.62元。09年医药制造业务占主营业收入的18%，但贡献了76%的毛利，医药制造业务包括持股75%的中美华东制药、母公司的原料药分公司、以及08年收购78.9%股权的西安博华（特色原料药）及其持股65%的九州制药（麻醉与精神药品）。公司的医药工业独具特色，在免疫抑制剂、糖尿病用药等专科药物领域独领风骚，凭借完整的产品线与出色的营销能力与外资原研药厂相抗衡。

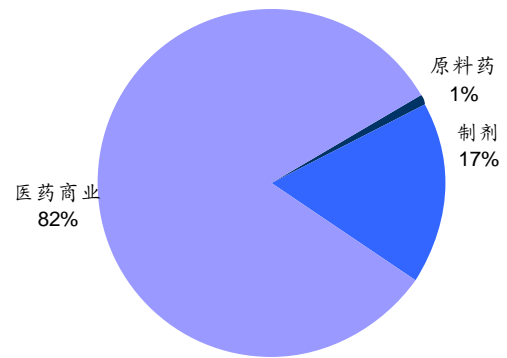
公司80%以上的收入来源于医药商业，作为浙江省的医药商业龙头，公司立足省内精耕细作，省内市场占有率达到13%，同时以总代理总经销的模式积极开拓国内市场，盈利能力不断提升。医药商业部分包括母公司的三个事业部（西药、中药、医疗器械）、华东医药宁波公司（血液制品经销）、华东大药房、09年收购的中药饮片公司和物流企业财通科技。

图2：华东医药历年收入及增速



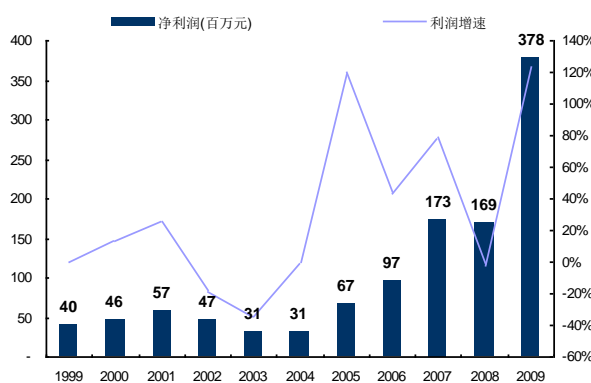
数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

图3：华东医药09年主业收入构成



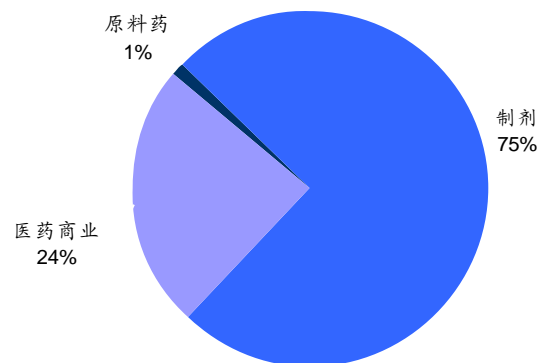
数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

图4：华东医药历年净利润及增速



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

图5：华东医药09年主业毛利构成



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

工业业务：要么唯一、要么第一

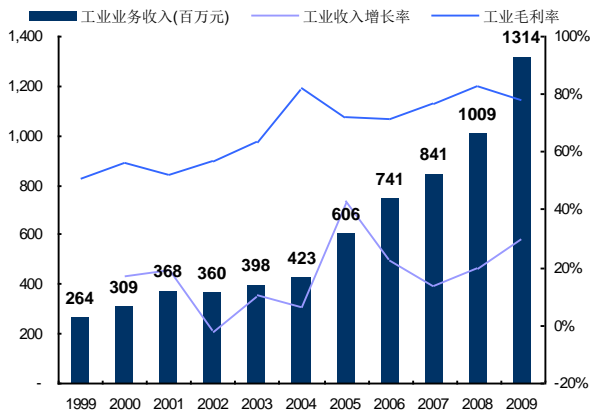
公司秉承“要么唯一、要么第一”的经营理念，在免疫制剂、糖尿病用药、消化系统等专科用药领域深耕细作，形成自己独特的产品线，近2年工业收入年复合增长率达到16.69%，工业毛利率稳步提升至80%左右的水平。其中器官移植类药物09年收入6.5亿元，占工业部分收入的一半。

表 1: 华东医药主要产品线

药品类别	通用名	商品名	备注	医保类别
免疫制剂	环孢素	赛斯平	四类新药	甲类
	发酵虫草菌丝体	百令胶囊	一类新药	乙类
	吗替麦考酚酯	赛可平	首仿	乙类
	西罗莫司	赛莫司		乙类
	他克莫司			乙类
糖尿病药物	阿卡波糖	卡博平		乙类
	盐酸吡格列酮	卡司平		乙类
消化系统药	泮托拉唑	泮立苏	二类新药	乙类

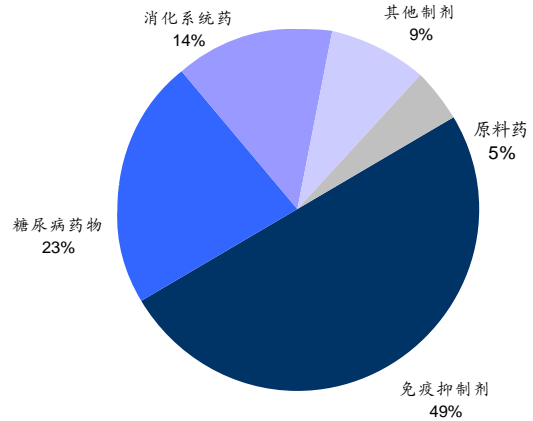
数据来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 6: 华东医药历年工业业务收入与毛利率



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 7: 华东医药 09 年工业业务收入构成



数据来源：公司公告，国信证券经济研究所

移植用药平稳增长，期待政策利好

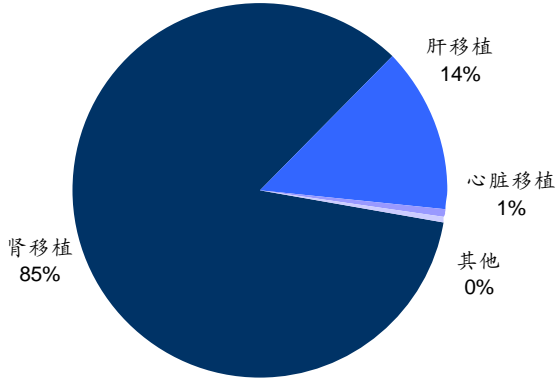
器官移植需求旺盛，国内移植捐献系统试点将启

截止 08 年国内已累计完成超过 10 万例的器官移植，99%以上是肾移植和肝移植。国外肝肾移植的比例也在 80%以上，此外还有 18%左右的心脏移植、肺移植和胰腺移植。目前国内在肝、肾移植手术成功率、移植后长期存活率方面已接近或达到国外先进水平。

我国每年约有 150 万肝肾衰竭及有其他器官移植需求的患者，但受国家规范行业的影响，移植手术量近年来处于低谷，09 年器官移植 9000 例左右，仅能满足 1%不到的需求。美国每年移植手术已达到 3 万例，且一直呈稳步增长态势，按移

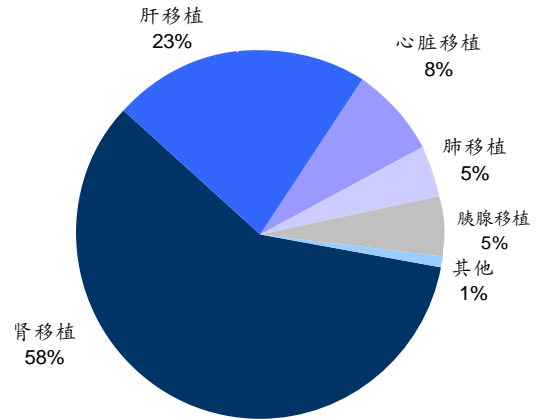
植率计算，09年中国每百万人口的移植手术不足7例，而美国已接近100例每百万人口，差距十分明显。

图 8: 截至 08 年中国累计移植手术分布



数据来源：卫生部，国信证券经济研究所

图 9: 美国近年移植手术分布



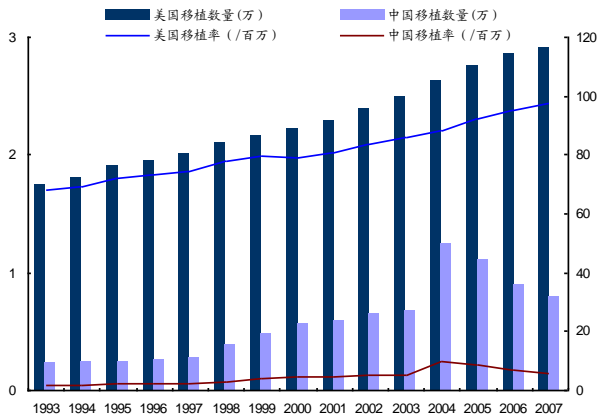
数据来源：CNKI，国信证券经济研究所

制约国内器官移植数量的主要原因是器官供体来源受限。器官移植对供体的器官有着较高的要求，脑死亡者的器官才是最理想的器官来源，而个体呼吸停止 15 分钟后器官就不再能用。现在世界上有 89 个国家和地区对脑死亡进行了立法，承认脑死亡。如果有脑死亡判定，又有亡者身前（或故后家属的）器官捐献意愿，以及器官捐献的体系，则有可能实现可供器官移植的脑死亡者捐献器官。世界上器官捐献环境最完备的国家，如西班牙，每年每百万人口器官捐献人数为 34~36 人。脑死亡者的器官捐献在国际上已成为一种主要的器官捐献模式，例如美国 60% 的肾源来自因车祸而脑死亡的人体。

而目前我国医院通行的临床死亡标准仍是“心脏死亡”，尚未对脑死亡进行立法，也没有建立完善的器官移植体系。导致脑死亡器官移植供体的数量极为有限，自 2003 年 11 月我国第一例器官捐献至 2009 年 8 月，中国仅有 130 例公民逝世后器官捐献的案例。在文化习俗和大陆相同的香港、台湾地区，已对器官移植/脑死亡制定了法规，目前的器官捐献比例分别达到了每百万人口 7 例和 4 例。

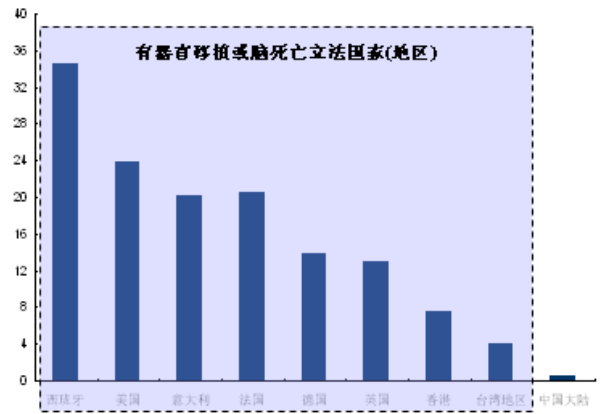
卫生部副部长黄洁夫在今年两会期间透露，年内可能修订《人体器官移植条例》，公民可自己选择临床死亡的标准，脑死亡或者心跳死亡，并在十个省市先行试点器官移植捐献系统。一旦脑死亡标准确立，脑死亡器官捐赠将成为器官移植的一个新的重要来源，假设每百万人口有 1 例脑死亡捐献，按每例亡者捐献 2 个器官计算，则每年新增 2700 例器官移植手术，较现有移植量增加 30% 以上。

图 10: 中美两国移植手术量比较



数据来源: 卫生部, 国信证券经济研究所

图 11: 有器官移植/脑死亡立法国家的捐献比 (每百万人)



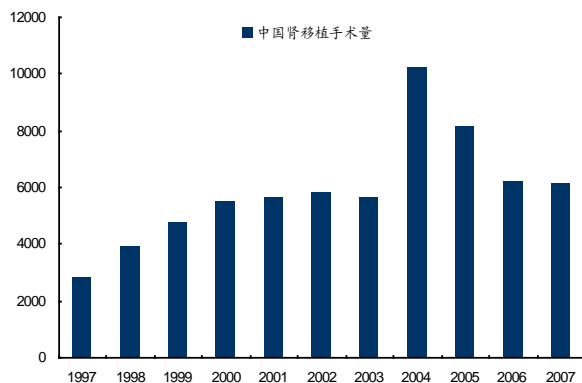
数据来源: CNKI, 国信证券经济研究所

终身用药确保市场稳定增长

根据中国移植随访管理系统 (TPMS) 的数据分析结果, 我国肾移植后总体 1 年、2 年、3 年、4 年、5 年生存率分别为 95.4%、92.1%、89.3%、80.2%、72.7%。另据中国肝移植注册系统 (CLTR net) 的数据分析, 我国大陆 25 家肝移植中心开展的肝移植中, 其总体 1 年、3 年、5 年生存率分别达 84%、80%、76%。

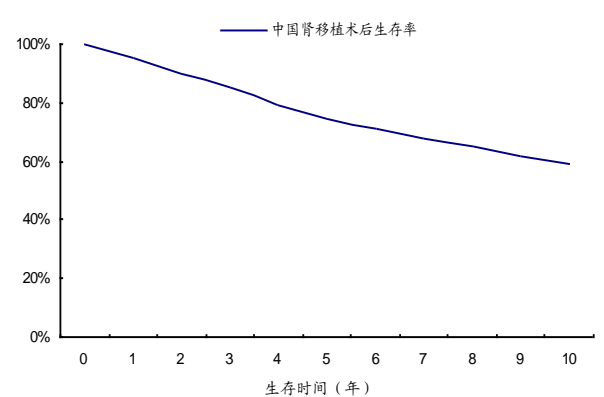
器官移植后患者需要终身用药。我们根据移植后的生存率数据, 以及卫生部和移植注册中心公布的历年肝、肾移植例数 (肝、肾移植占了国内移植手术的 99% 以上), 对术后总体的生存情况做了测算。在假设每年相对较低的 8300 例移植数的情况下, 10-12 年移植后用药人数的年复合增长率是 5% 左右; 若乐观假设每年移植 9600 例, 则 10-12 年用药人群的复合增长率为 6.4%; 若悲观假设每年移植量下降到 7000 例, 则 10-12 年用药人数的复合增长率也将达到 3.6%。数据分析表明移植用药主要依靠存量患者, 总体用药人群仍将稳步增长。

图 12: 中国肾移植手术量



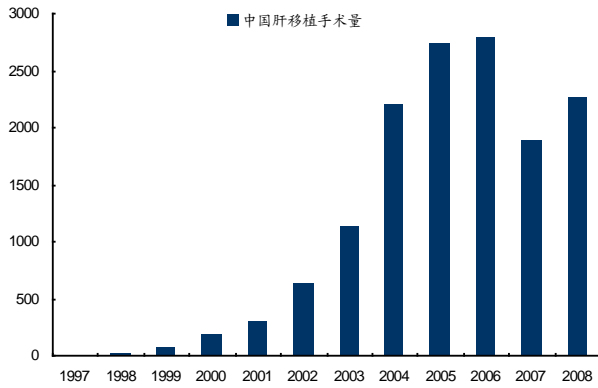
数据来源: 卫生部, 国信证券经济研究所

图 13: 中国肾移植术后生存率



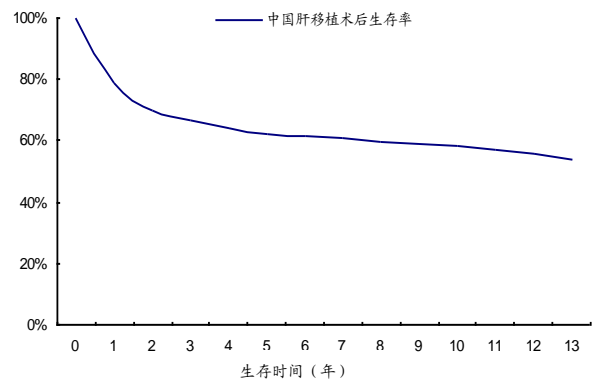
数据来源: CNKI, 国信证券经济研究所

图 14: 中国肝移植手术量



数据来源: 中国肝移植注册中心, 国信证券经济研究所

图 15: 中国肝移植术后生存率



数据来源: 中国肝移植注册中心, 国信证券经济研究所

表 2: 国内器官移植后用药人数测算

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
乐观假设: 10-15 年肾移植每年 7000 例, 肝移植每年 2600 例										
新增肾移植病例	6200	6100	5700	6300	7000	7000	7000	7000	7000	7000
肾移后死亡数合计	2695	2815	3037	3146	3192	3326	3484	3653	3833	3950
肾移后累计存活数	56559	59844	62507	65660	69468	73142	76658	80004	83172	86222
新增肝移植病例	2786	1882	2270	2250	2600	2600	2600	2600	2600	2600
肝移后死亡数合计	885	969	827	873	897	982	1035	1074	1103	1139
肝移后累计存活数	8157	9070	10513	11890	13593	15211	16777	18303	19799	21261
肝、肾移植后累计存活数	64715	68914	73020	77550	83061	88353	93434	98307	102971	107482
用药人群增长率	9.11%	6.49%	5.96%	6.20%	7.11%	6.37%	5.75%	5.22%	4.74%	4.38%
中性假设: 10-15 年肾移植每年 6000 例, 肝移植每年 2300 例										
新增肾移植病例	6200	6100	5700	6300	6000	6000	6000	6000	6000	6000
肾移后死亡数合计	2695	2815	3037	3146	3192	3278	3379	3506	3623	3692
肾移后累计存活数	56559	59844	62507	65660	68468	71190	73811	76304	78682	80990
新增肝移植病例	2786	1882	2270	2250	2300	2300	2300	2300	2300	2300
肝移后死亡数合计	885	969	827	873	897	918	945	974	995	1026
肝移后累计存活数	8157	9070	10513	11890	13293	14676	16031	17357	18662	19935
肝、肾移植后累计存活数	64715	68914	73020	77550	81761	85865	89842	93662	97343	100925
用药人群增长率	9.11%	6.49%	5.96%	6.20%	5.43%	5.02%	4.63%	4.25%	3.93%	3.68%
悲观假设: 10-15 年肾移植每年 5000 例, 肝移植每年 2000 例										
新增肾移植病例	6200	6100	5700	6300	5000	5000	5000	5000	5000	5000
肾移后死亡数合计	2695	2815	3037	3146	3192	3230	3274	3359	3413	3434
肾移后累计存活数	56559	59844	62507	65660	67468	69238	70964	72604	74192	75758
新增肝移植病例	2786	1882	2270	2250	2000	2000	2000	2000	2000	2000
肝移后死亡数合计	885	969	827	873	897	853	855	874	887	913
肝移后累计存活数	8157	9070	10513	11890	12993	14140	15285	16411	17524	18610
肝、肾移植后累计存活数	64715	68914	73020	77550	80461	83378	86249	89016	91716	94368
用药人群增长率	9.11%	6.49%	5.96%	6.20%	3.75%	3.62%	3.44%	3.21%	3.03%	2.89%

注: 死亡人数根据历年手术量、术后生存率计算

数据来源: 卫生部, 中国移植注册中心, 国信证券经济研究所

联合用药已成临床应用的主流

目前器官移植的巨大成就直接受益于免疫抑制药物的应用,除了少见的器官移植(如单卵孪生之间的器官移植),要维持所移植器官的功能正常,就需要终身进行药物性免疫抑制治疗。免疫抑制剂的主要类别有化学制剂类(烷化剂和抗代谢药)、真菌代谢物(环孢菌素 A 和他克莫司)、激素类(糖皮质激素)和生物制剂(单抗等)。

目前临床上主要采用三联疗法,即环孢素或 FK506+激素+吗替麦考酚酯。安斯泰来的他克莫司(普乐可复)和罗氏的吗替麦考酚酯(骁悉)08 年销售额分别

为 20 亿美元和 19.8 亿美元, 分别列 08 年全球畅销药物 50 强中的 43 位和 45 位。华东医药的免疫抑制产品包括环孢素、吗替麦考酚酯、他克莫司和西罗莫司, 涵盖了目前的主流用药。

表 3: 免疫抑制剂按作用机制分类及常用药物和特点

药理分类	作用机制	常用药物	药品特点
糖皮质激素	主要是抑制核因子 kB(NF2kB)的活性; 最新研究表明其还可以通过非基因途径,诱导细胞凋亡以及改变线粒体的结构和功能来发挥其免疫抑制作用	甲泼尼龙 强的松	引起代谢紊乱,破坏机体的防御系统和抑制免疫反应能力。
细胞毒类	抑制免疫器官中脱氧核糖核酸(DNA)、核糖核酸(RNA)及蛋白质合成,从而抑制淋巴细胞增殖反应	硫唑嘌呤(依木兰) 环磷酰胺	骨髓抑制,能引起粒细胞缺乏及血小板数量下降
钙调素抑制剂	抑制钙神经蛋白活性,从而抑制 T 淋巴细胞活化分泌白细胞介素-2(IL-2); 同时也抑制 T 淋巴细胞的白细胞介素-2 受体(IL-2R)的表达,从而有效地抑制 T 淋巴细胞的活化与增殖	环孢素(新山地明、新赛斯平) 他克莫司(普乐可复)	肝肾毒性大 肾毒性、神经毒性
抑制细胞因子增殖反应链	抑制由抗原及细胞因子 IL-2、IL-4、IL-6 诱导的 T 细胞增殖和脂多糖(LPS)诱导的 B 细胞增殖	西罗莫司(雷帕霉素)(赛莫司)	
干扰代谢	竞争性抑制嘌呤合成系统中肌苷酸至鸟苷酸途径从而抑制核苷酸合成; 人工合成的小分子异唑类化合物,通过抑制二氢乳酸脱氢酶来抑制核苷酸代谢	吗替麦考酚酯(骁悉、赛可平) 咪唑立宾(布罗迪宁) 来氟米特(爱若华)	无明显肝肾毒性
免疫球蛋白	抗人淋巴细胞或胸腺细胞的抗体	抗淋巴细胞免疫球蛋白 抗胸腺细胞免疫球蛋白	
单克隆抗体	抗 T 细胞表面抗原 CD3 或 CD25	OKT3 达利珠单抗(赛尼哌) 巴利昔单抗(舒莱)	
其他	可使外周血中的 T、B 淋巴细胞数减少,从而对移植物的攻击减弱	FTY720	

资料来源: CNKI, 国信证券经济研究所

表 4: 器官移植后的临床用药组合

治疗方案	环孢素或 FK506	激素	吗替麦考酚酯	单抗等生物制剂
二联	√	√		
三联	√	√	√	
四联	√	√	√	√

资料来源: 国信证券经济研究所

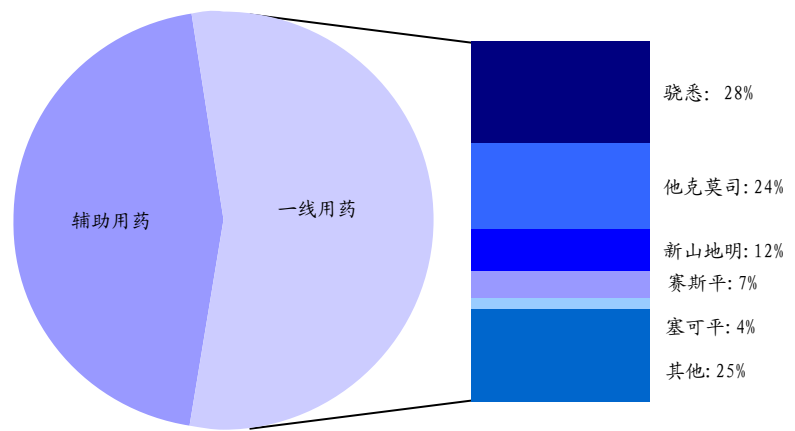
华东医药优化产品结构, 保持良好成长

目前国内免疫抑制一线用药市场 50-60 亿, 辅助用药市场 40-50 亿元, 华东医药 09 年免疫抑制剂收入 6.5 亿元, 其中百令胶囊受下半年甲流疫情刺激, 以及加强市场推广的促进, 09 年收入增长 18%至 2.9 亿元, 后续增加适应症后, 高增长有望持续; 赛斯平略增至 2.3 亿元; 赛可平 09 年增速超过 30%, 收入 1.1 亿元, 预计 10 年仍将维持 30%的增速。

他克莫司(FK506)对T细胞的免疫抑制活性比环孢素强100倍,且具有对类固醇相对无依赖性及其副作用较少等特点。公司2009年从华东医药集团受让了他克莫司新药技术,产品上市后,促使公司在器官移植方面的产品线趋于完备,该产品由于09年各省市药品招标较少,收入1000万左右,预计随着10年各省市药品招标的快速推进,华东的产品将打破日本原研药厂一家独大的局面,2年后可成为上亿元的大品种。

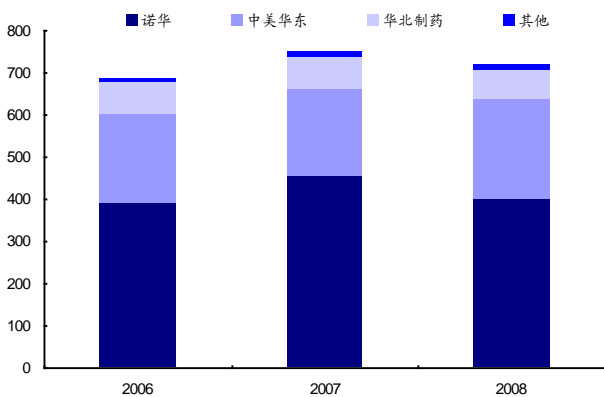
总体而言,虽然器官移植暂时受制于供体不足导致的增量平缓,但公司仍可以通过存量市场的稳定增长、以及充实免疫抑制剂产品线、优化销售结构,推动该核心业务良好成长。

图 16: 中国器官移植药物市场格局



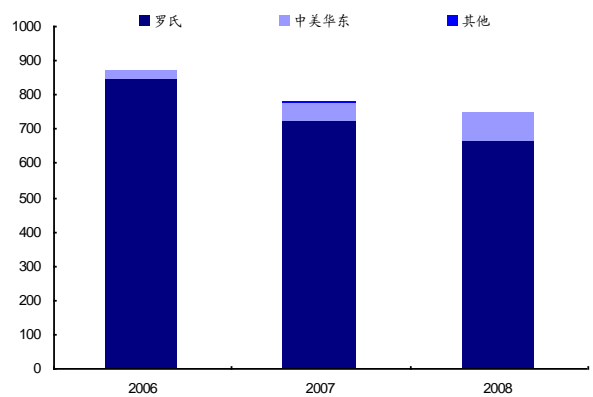
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 17: 中国环孢素销售额 (百万元)



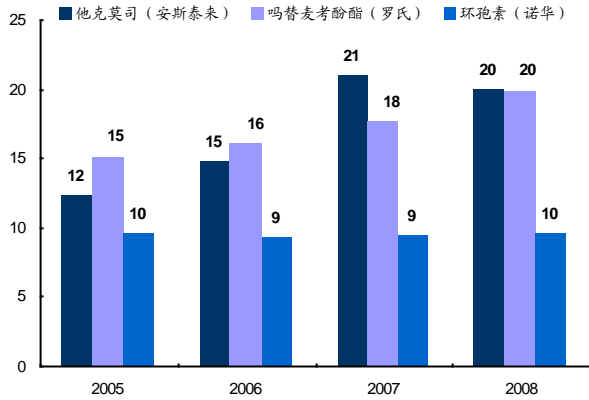
数据来源: SFDA 南方所, 国信证券经济研究所

图 18: 中国吗替麦考酚酯销售额 (百万元)



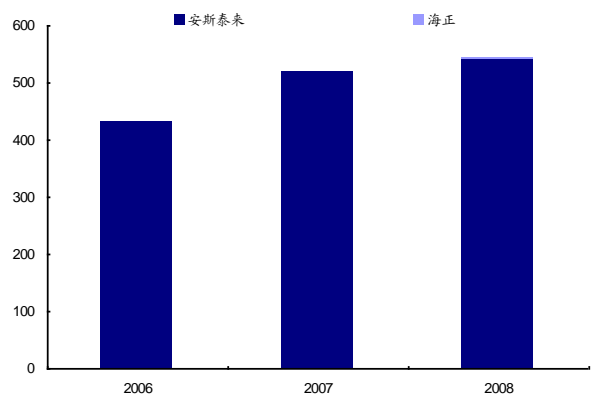
数据来源: SFDA 南方所, 国信证券经济研究所

图 19: 三大免疫抑制原研药全球销售额 (亿美元)



数据来源: SFDA 南方所, 国信证券经济研究所

图 20: 中国他克莫司销售额 (百万元)



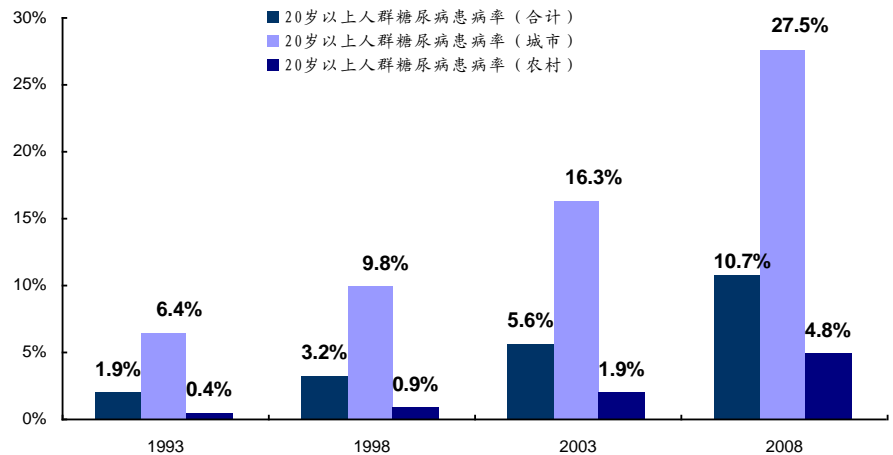
数据来源: 公司公告, Astellas, 国信证券经济研究所

糖尿病药物收入快速增长

中国糖尿病患病率快速上升, 降糖药市场增长迅速

1993 年, 我国调查地区居民糖尿病的患病率为 1.9%, 1998 年上升至 3.2%, 2003 年升至 5.6%, 而在 2008 年该数字已翻番至 10.7%, 近 5 年间平均每年上升 1 个百分点。城市和农村的患病率均有所增长, 其中城市居民糖尿病患病率是农村居民 的 5-6 倍, 经济越发达的地区, 糖尿病的患病率越高。在大城市, 居民的患病率明显高于其他地区。

图 21: 中国 20 岁以上居民糖尿病患病率

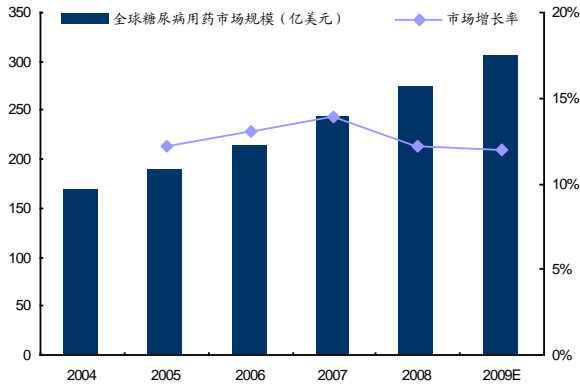


资料来源: 中华医学会糖尿病学分会, 国信证券经济研究所

全球糖尿病用药市场规模由 04 年的 168 亿美元增长到 08 年的 273 亿美元, 复合增长率 12.85%, 目前在全球市场用药类别中排第 4 位, 预计未来将以 10-15% 的速度增长。越来越多的新药和不断增多的糖尿病患者将继续推动本类药物销售额的快速上升。

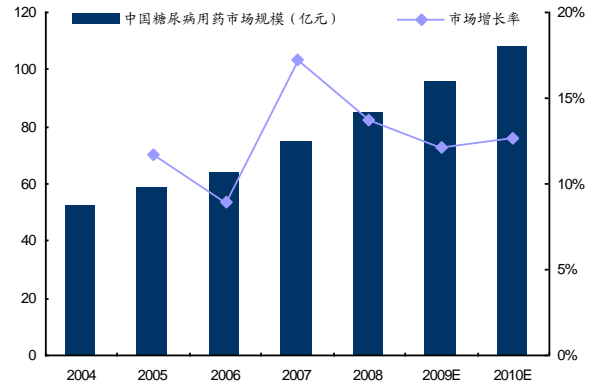
随着糖尿病发病率的快速提高，我国糖尿病药物市场规模逐年扩容，04-08年的复合增长率 12.81%，根据 SFDA 南方所预测，09 年市场预计增长 12.1%，10 年增长 12.7%至 108 亿元。

图 22: 全球糖尿病用药市场规模 (亿美元)



数据来源: SFDA 南方所, 国信证券经济研究所

图 23: 中国糖尿病用药市场规模 (亿元)



数据来源: SFDA 南方所, 国信证券经济研究所

分享最畅销降糖药的市场，二线品种也开始发力

口服用药是糖尿病治疗药物的主力军，目前占整个糖尿病药物市场的 70%以上，其中阿卡波糖已是我国降糖药中的领军品种，占据了近 1/4 的市场份额。国内的阿卡波糖市场主要被拜耳的“拜糖苹”和华东医药“卡博平”占据，并且两者的产品双双进入 08 年中国糖尿病口服用药十大品牌。根据对我国 16 个城市样本医院的监测数据，04-08 年国内阿卡波糖市场的复合增长率为 19.8%，并占据了 36% 的口服降糖药市场。随着人们对 α-葡萄糖苷酶抑制剂的认识程度提高，阿卡波糖的市场规模望继续快速增长。

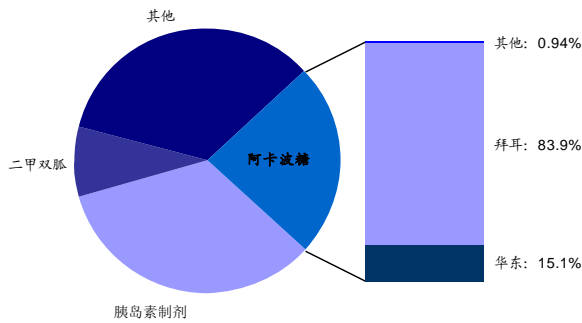
华东医药卡博平的市场占有率为 15%，09 年销售收入 2.6 亿元，增速超过 30%，预计 10 年卡博平的销售收入将超过 3 亿元。华东的另一个降糖药吡格列酮（卡司平）09 年收入增长 47%至 3600 万，处于快速上升期，预计 10 年将增长 30-40%。

表 5: 08 年中国糖尿病口服用药十大品牌

排名	商品名	通用名	生产厂家	所属类别
1	拜糖苹	阿卡波糖片	北京拜耳	α-葡萄糖苷酶抑制剂
2	达美康	格列奇特片	施维雅 (天津)	磺脲类促进胰岛素分泌剂
3	消渴丸	消渴丸	广州中一药业	中成药
4	诺和龙	瑞格列奈片	诺和诺德 (中国)	非磺脲类促进胰岛素分泌剂
5	糖适平	格列喹酮片	北京万辉双鹤	磺脲类促进胰岛素分泌剂
6	格华止	盐酸二甲双胍片	上海施贵宝	双胍类
7	卡博平	阿卡波糖片	中美华东	α-葡萄糖苷酶抑制剂
8	文迪雅	马来酸罗格列酮片	葛兰素史克	胰岛素增敏剂
9	孚来迪	瑞格列奈片	江苏豪森	非磺脲类促进胰岛素分泌剂
10	唐力	那格列奈片	北京诺华	非磺脲类促进胰岛素分泌剂

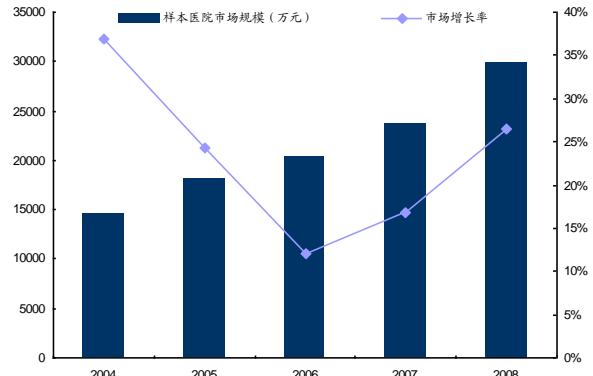
数据来源: SFDA 南方所, 国信证券经济研究所

图 24: 中国糖尿病药物市场格局



数据来源: SFDA 南方所, 国信证券经济研究所

图 25: 04-08 年我国 16 个城市样本医院阿卡波糖市场



数据来源: SFDA 南方所, 国信证券经济研究所

抗溃疡药重回增长轨道

受生活环境改变、饮食不规律及过量饮酒、吸烟等因素影响, 消化性溃疡的患病人数逐渐增加, 有研究显示消化性溃疡在人群中的检出率为 16%~33%, 一年内复发率为 60%~80%。目前用于治疗消化性溃疡的药物主要包括质子泵抑制剂、H2 受体阻断药、胃粘膜保护剂、抗酸药、抗幽门螺杆菌药等。08 年全球质子泵抑制剂的销售额 265 亿美元, 是第五大治疗类别的药物。

国内抗消化性溃疡药 08 年市场规模接近 140 亿元, 06-08 年的复合增长率为 14.7%。质子泵抑制剂作为目前已发现的作用最强的一类胃酸分泌抑制剂, 在治疗消化性溃疡症状消失方面, 质子泵抑制剂较 H2 受体拮抗剂治愈率高而复发率低, 已成为治疗胃酸相关性疾病的首选药物, 并占据了国内消化溃疡药物市场 80% 以上的份额。奥美拉唑虽仍占据抗溃疡药 40% 左右的市场份额, 但走势已显疲软。

表 6: 06-08 年抗消化性溃疡及胃动力药物主要品种市场份额

排序	药名	2006	2007	2008
1	奥美拉唑	42.36%	40.80%	41.06%
2	泮托拉唑	15.44%	21.03%	24.10%
3	埃索美拉唑(艾美拉唑)	5.73%	6.58%	7.58%
4	雷贝拉唑	3.87%	4.98%	5.50%
5	法莫替丁	7.67%	4.79%	3.07%
6	铝碳酸镁	3.54%	3.11%	2.62%
7	莫沙必利	3.05%	3.09%	2.60%
8	兰索拉唑	2.46%	2.51%	1.97%
9	多潘立酮	2.30%	1.75%	1.43%
10	枸橼酸铋雷尼替丁	1.05%	1.13%	1.05%

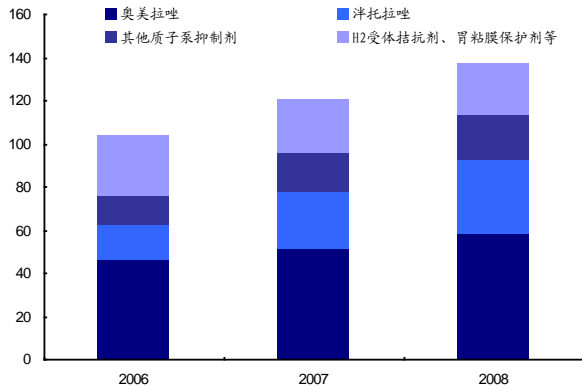
数据来源: SFDA 南方所, 国信证券经济研究所

泮托拉唑是继奥美拉唑、兰索拉唑之后在全球第 3 个上市的质子泵抑制剂。泮托拉唑与质子泵结合具有更高的选择性, 在分子水平上比奥美拉唑、兰索拉唑作用更为准确, 生物利用率比奥美拉唑提高 7 倍, 为 75% 以上, 在酸性条件下比奥美拉唑、兰索拉唑均稳定, 因此在临床治疗中以高度的有效性和安全性受到医生和患者的认可。国内泮托拉唑制剂的市场份额略小于奥美拉唑, 近 3 年走势一路攀升,

目前已占据 25%左右市场份额，后续前景看好。

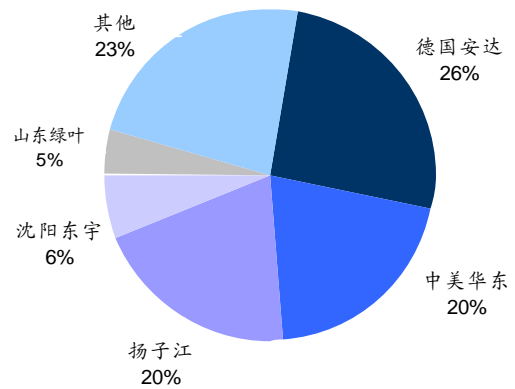
泮托拉唑 06-08 年终端市场销售的复合增长率超过 40%，中美华东的产品泮立苏已占有 20%的市场份额，仅次于德国安达。华东的泮立苏 08 年受招标降价影响而增幅不大，09 年增速回升，全年销售收入近 1.9 亿元。

图 26: 中国抗消化性溃疡药市场规模 (亿元)



数据来源: SFDA 南方所, 国信证券经济研究所

图 27: 中国泮托拉唑市场格局



数据来源: SFDA 南方所, 国信证券经济研究所

博华制药与九州制药成功扭亏，将成公司新的增长点

公司于 08 年 4 月出资 9800 万收购了西安博华制药有限责任公司 78.87% 股权和西安博华持有的陕西九州制药有限责任公司 65% 股权。西安博华目前已形成了新药制剂、普药制剂和高附加值原料药为支撑的产品布局，特别是首研新产品——奥硝唑系列产品具有较大市场份额（原料药产能 60 吨）。博华制药 08 年受金融危机中产品价格下跌影响，亏损了 300 万，并且公司还对其计提了 2000 余万的商誉减值损失。09 年原料药市场的回暖使其净利润达到了 772 万。

九州制药现有及未来的品种为国家严格控制的麻醉药品，具有一定市场垄断优势，其复方氨酚双氢可待因片和复方盐酸曲马多片的市场前景看好，并于 09 年成功减亏。西安博华和九州制药将分别成为公司的特色原料药和妇科专科用药生产基地以及麻醉和精神药品生产基地，并将受益于母公司的营销网络和医药商业经销渠道资源，随着 10 年原料药市场的回暖和各省市招标的重启，博华和九州将成为公司新的增长点。

表 7: 博华制药和九州制药的产品线

企业	产品名称	产品概述	市场容量	竞争优势
博华	奥硝唑	第三代硝基咪唑类抗生素	08 年预计 10 亿元	国内首家研制合成并上市, 公司的口服固体制剂、原料药市场份额均占第一
博华	吲哚布芬	新一代强效抗血小板聚集药		潜力品种
博华	乌苯美司原料中间体	兼具抗肿瘤活性的免疫增强剂		潜力品种, 已完成原料合成研究, 原料工艺已基本成熟
博华	托吡酯	新型抗癫痫药	用于减肥、治疗偏头痛, 治疗酒精依赖等, 市场过亿元,	潜力品种
九州	氨酚双氢可待因片	麻醉性镇痛药物	按处方药管理的氨酚双氢可待因和氨酚曲马多将逐步替代、填补曲马多单方	需要精麻药品生产许可, 同类竞争产品少
九州	氨酚双氢曲马多片	中枢性止痛药	制剂的市场份额	国内除西安杨森外第二家获批生产

数据来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

产品储备丰富, 有望成抗肿瘤药后起之秀

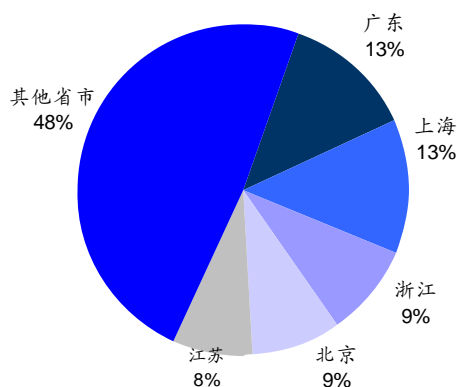
公司与华东医药生物工程研究所联合申报的抗肿瘤药阿那曲唑、来曲唑有望于 10 年下半年获批并上市。预计公司能将其免疫抑制剂的成功学术营销经验应用于抗肿瘤药领域, 成为该领域一支不可忽视的新生力量。同时公司还积极布局肝病用药、心血管用药领域, 2-3 年内会有产品陆续上市。

区域商业龙头地位稳固, 总代理提升盈利能力

国内第三大医药消费省区的医药商业龙头

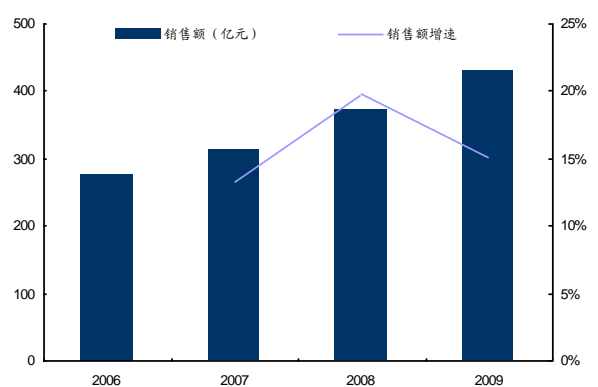
浙江是国内第三大区域医药市场, 最近三年医药销售规模的复合增长率为 16.1%, 09 年省内销售规模达到 430 亿。公司的医药流通业务主要面向省内, 是浙江省医药商业的龙头企业, 08 年市场份额为 12.8%, 比第二位的浙江英特药业高出近 2 个百分点。浙江省医药商业的市场集中度还不高, 公司的市场份额尚有较大提升空间。

图 28: 各省市医药商业销售额占比



数据来源: 中国医药商业协会, 国信证券经济研究所

图 29: 浙江省医药商业销售规模及增速



数据来源: 浙江省医药商业协会, 国信证券经济研究所

表 8: 08 浙江省医药商业销售十强

序号	销售额全国排名	企业名称	销售规模 (亿元)	省内市场份额
1	12	华东医药股份	47.75	12.8%
2	14	浙江英特药业	40.82	10.9%
3	26	宁波医药公司	27.43	7.3%
4	31	浙江省医药工业公司	24.39	6.5%
5	49	台州医药公司	13.97	3.7%
6	56	浙江震元股份	13.02	3.5%
7	61	温州生物器械公司	12.17	3.3%
8	66	浙江嘉信医药	11.50	3.1%
9	68	温岭医药药材公司	11.33	3.0%
10	79	宁波海尔施医药	9.38	2.5%
合计			211.76	56.7%

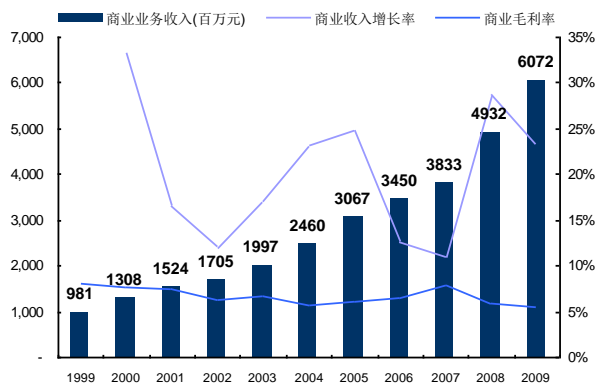
数据来源: 中国医药商业协会, 浙江医药商业协会, 国信证券经济研究所

特色总代理提升盈利能力

09 年公司商业业务实现收入 60.72 亿元, 同比增长 23%。公司医药商业坚持走总代理总经销之路, 通过直接进口业务建立了全国营销网络, 步入了全国一级总代理商的行列, 完成了从省内走向全国的战略发展, 其中西药事业部开辟进口代理模式, 以国内进口商的身份在全国范围内经销; 中药事业部直接进口朝鲜开城参, 成为浙江省总经销; 医疗器械事业部则取得美国贝克曼库尔特诊断产品的区域代理权。总代理的毛利率比商业平均毛利率高出 1 倍左右, 其毛利占商业部分毛利的一半以上。

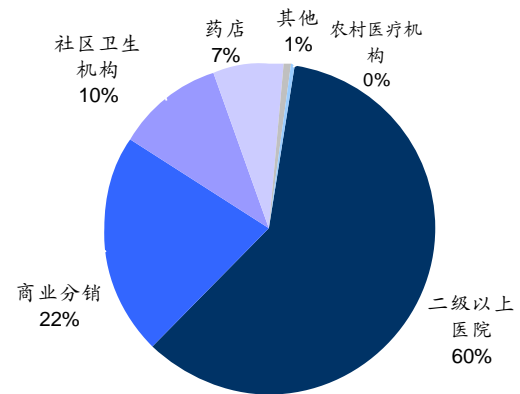
母公司的商业业务实行业务部体制, 其中西药、中药事业部的收入占比分别达到 75%、20%, 从销售流向来看, 公司的纯销比例较高, 60%以上销往二级以上医院。09 年母公司商业销售收入增长 25.42%, 增速超过浙江省医药商业总销售收入增幅 10 个百分点, 并贡献了 9746 万利润, 预计 10 年仍将维持 20%的增速。子公司华东医药宁波公司 09 年收入 4.5 亿元, 同比增长 63%, 并为股份公司贡献了 900 万净利。

图 30: 华东医药商业业务收入与毛利率



数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图 31: 08 年华东医药商业片销售流向



数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

外延扩张进程望提速

为做大中药饮片事业，公司于 09 年 4 月以 1107 万元收购了杭州华东中药饮片有限公司 60% 股权。饮片公司的资产状况和盈利能力良好，将作为公司中药饮片的生产基地，由公司和临安医药药材公司对产品进行销售。此次收购也是公司在推进医药商业事业部体制调整方面的一项尝试。

新的以省为单位的招标体制对投标流通企业的现代物流能力提出了较高要求，此项改革利好大型龙头企业，公司将与各市的地方性医药公司在省内招标上进行充分合作，也会考虑采用股权合作的方式。公司将加快实施现代物流项目，在 09 年 12 月收购杭州财通科技 100% 股权之后，计划再投入 6000-7000 万用于改造，项目 1 期将形成 80 亿元销售规模的物流能力。

拟回售房地产业务，专注医药主业

公司于 06 年以 1.8 亿元从大股东远大集团收购了杨歧房产全部股权，同时远大集团承诺若房产项目的未来收益由于市场原因达不到 1.8 亿元的收购成本，将由远大集团补足差额。杨歧房产项目 09 年贡献 1.07 亿元的净利润，合每股 0.25 元，项目整体预测收益为 1.7 亿元，未能达到 1.8 亿元的预期收益。

公司近日发布公告，拟解除和大股东远大集团关于杨歧房产股权转让协议，远大集团返还公司 1.8 亿元的股权转让款，杨歧房产的全部股权相应过户给远大集团。在将房地产业务剥离后，公司将能更加专注于医药主业的生产经营，发展步伐将得以加快。

同业比较和投资建议

同业比较：工商业盈利能力优异

与国内其他 8 家工商一体化的医药企业相比，华东医药工业业务的盈利能力相当出色，其毛利率和净利率均远高于其他企业，这得益于其专科用药的定位和较强的渠道控制能力。公司商业业务的毛利率与一致药业、南京医药相当，但 1.35% 的净利润率远超南京医药，并高于一致药业，也较毛利率 8% 的上海医药和毛利率 7.5% 的国药控股所实现的净利率高，显示公司在商业业务上的出色费用控制能力。

表 9：华东医药工商业务同业比较（百万元）

	2009 医药工业				2009 医药商业			
	收入	毛利率	净利润	净利率	收入	毛利率	净利润	净利率
华东医药	1314	78.2%	257	19.6%	6072	5.4%	82	1.35%
一致药业	1263	28.1%	98	7.8%	9435	5.3%	85	0.90%
云南白药	2730	72.5%	523	19.2%	4568	6.2%	91	1.99%
海正药业	1980	50.0%	252	12.7%	1935	3.8%	20	1.03%
哈药股份	6790	45.1%	909	13.4%	4000	9.3%	80	2.00%
上海医药	7379	53.0%	590	8%	22521	8.0%	270	1.20%
南京医药	185	51.7%	--	--	13733	5.6%	21	0.15%
国药股份	132	42.0%	16	11.9%	5017	8.3%	148	2.95%
国药控股	1922	21.0%	120	6.2%	45125	7.5%	556	1.23%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

同比比较：估值合理偏低
表 10：华东医药同业估值比较

	股价	EPS			PE			PS	ROE	总市值(亿)
		2009	2010	2011	2009	2010	2011			
华东医药	23.58	0.87	0.78	0.95	27	30	25	1.32	33.5%	102
一致药业	28.97	0.67	0.88	1.15	43	33	25	0.78	23.4%	83
云南白药	55.15	1.15	1.50	1.91	48	37	29	1.26	16.4%	295
海正药业	23.45	0.56	0.71	0.89	42	33	26	2.89	11.4%	113
哈药股份	18.22	0.80	0.94	1.08	23	19	17	2.09	16.8%	226
上海医药	14.98	0.61	0.58	0.72	25	26	21	1.00	9.7%	298
南京医药	11.30	0.20	0.24	0.34	55	47	33	0.24	8.3%	34
国药股份	24.93	0.47	0.61	0.77	53	41	32	0.51	21.7%	119

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

投资建议：维持“推荐”评级，目标价 29 元

08 年非经常性损益造成公司业绩基数下降，09 年工业和商业部分的收入增速都均接近 25%，同时财务费用和管理费用大幅下降促使业绩大幅增长。

在剥离地产业务后，预计公司 10-12 年主业 EPS 为 0.78、0.95、1.09 元，同比分别增长 25%、23%、15%。

公司作为浙江省医药商业区域龙头和器官移植等领域国产药领军者，就行业地位而言，当前估值和市值水平相对合理偏低，给予 11 年主业 PE30X，一年期目标价 29 元，维持“推荐”评级。

表 11: 华东医药收入预测

收入预测	2007	2008	2009	2010E	2011E
医药工业收入 (百万元)	841	1057	1314	1625	1968
医药工业收入增长率 (YOY)	13.49%	25.69%	24.33%	23.68%	21.14%
医药工业毛利率	76.85%	78.97%	78.24%	78.25%	78.30%
其中:					
免疫抑制					
销售收入 (百万元)	469	554	652	781	934
增长率 (YOY)	13.06%	18.03%	17.81%	19.67%	19.68%
其中: 赛斯平	206	221	230	242	254
百令胶囊	208	245	290	342	404
赛可平	50	82	110	143	179
赛莫司	5	6	10	14	18
他克莫司			12	40	80
糖尿病+消化系统药					
销售收入 (百万元)	321	380	484	607	741
增长率 (YOY)		18.26%	27.36%	25.38%	22.16%
其中: 卡博平	151	196	260	341	436
卡司平	15	25	36	50	68
泮立苏	155	160	188	216	238
其他					
其他制剂销售收入 (百万元)		65	116	170	220
原料药销售收入 (百万元)	54	58	61	67	73
医药商业收入 (百万元)	3833	4884	6072	7469	9037
医药商业收入增长率 (YOY)	11.10%	27.41%	24.33%	23.0%	21.0%
医药商业毛利率	7.93%	5.96%	5.41%	5.50%	5.50%
销售总收入 (百万元)	4674	5941	7386	9094	11006
销售总收入增长率 (YOY)	11.52%	27.10%	24.33%	23.12%	21.03%
综合毛利率	20.33%	18.95%	18.36%	18.50%	18.52%

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

催化剂

- 1、国家修订器官移植条例, 推进脑死亡的器官捐献, 将使器官供体紧张的局面得以缓解。
- 2、大股东股改承诺事项解决, 使股价的压制因素解除。
- 3、公司对外扩张的进程提速。

风险提示

- 1、新一轮药品招标降价的压力。
- 2、组织工程学使用患者自身细胞来再造器官方面若取得进展, 将减少对免疫抑制剂的的使用。

附表：A 股主要医药上市公司盈利预测及估值表

股票代码	公司简称	股价 2010-4-6	EPS (元)				PB	PE				ROE 2009H	EV/EBI TDA	总市值 亿元	投资评级
			08	09E	10E	11E		08	09E	10E	11E				
品牌中药															
000538	云南白药	55.15	0.87	1.15	1.50	1.91	9.0	63	48	37	29	8.2%	46	295	推荐
000423	东阿阿胶	29.62	0.44	0.57	0.73	0.91	8.9	67	52	41	33	10.9%	49	194	谨慎推荐
600085	同仁堂	23.16	0.50	0.55	0.69	0.75	4.0	47	42	34	31	5.8%	19	121	谨慎推荐
600436	片仔癀	36.96	1.01	0.91	1.02	1.16	6.3	37	41	36	32	8.9%	30	52	谨慎推荐
600332	广州药业	12.45	0.23	0.23	0.30	0.36	3.2	55	54	42	35	3.6%	22	101	中性
600993	马应龙	39.52	0.49	1.12	1.23	1.37	6.9	81	35	32	29	11.8%	25	66	无评级
600329	中新药业	28.00	0.49	0.78	0.91	1.10	6.8	57	36	31	26	10.9%	21	104	无评级
000989	九芝堂	14.29	0.67	0.51	0.59	0.68	3.5	21	28	24	21	6.3%	16	43	无评级
平均值							5.7	52	41	34	29	8.3%	26	97	
现代中药															
600535	天士力	26.85	0.52	0.65	0.83	1.06	6.5	51	41	32	25	7.4%	25	131	推荐
600252	中恒集团	37.27	0.18	0.46	1.16	1.66	19.3	207	81	32	22	10.3%	105	97	推荐
600557	康缘药业	22.19	0.44	0.55	0.72	0.87	6.7	50	40	31	26	7.2%	32	71	谨慎推荐
000919	金陵药业	11.94	0.16	0.44	0.47	0.54	3.3	73	27	25	22	6.2%	15	60	谨慎推荐
600518	康美药业	12.30	0.17	0.30	0.36	0.43	5.1	71	41	34	29	5.5%	44	208	谨慎推荐
600594	益佰制药	22.55	0.42	0.53	0.62	0.77	7.6	54	43	36	29	7.9%	27	53	无评级
600351	亚宝药业	21.29	0.27	0.41	0.62	0.75	7.6	79	52	34	28	8.4%	30	67	无评级
600479	千金药业	27.00	0.60	0.64	0.82	1.05	6.6	45	42	33	26	6.9%	35	59	无评级
600750	江中药业	27.89	0.51	0.68	0.86	1.08	8.0	55	41	32	26	10.6%	25	83	无评级
002107	沃华医药	22.77	0.32	0.32	0.55	0.69	5.4	72	71	41	33	5.9%	49	37	无评级
平均值							7.6	76	48	33	27	7.6%	39	87	
生物制药															
600161	天坛生物	24.14	0.27	0.43	0.48	0.55	15.2	88	56	50	44	10.3%	27	118	谨慎推荐
002038	双鹭药业	46.30	0.87	1.05	1.47	1.88	12.8	53	44	31	25	14.2%	46	116	推荐
002022	科华生物	24.41	0.40	0.50	0.66	0.81	14.1	60	49	37	30	15.1%	45	100	谨慎推荐
002030	达安基因	14.67	0.16	0.20	0.26	0.34	9.7	90	73	56	43	6.2%	38	35	中性
002007	华兰生物	61.89	0.52	1.69	1.90	1.94	13.6	119	37	33	32	6.8%	26	223	中性
002252	上海莱士	44.90	0.65	0.79	1.08	1.13	9.5	69	57	42	40	7.6%	49	72	无评级
600867	通化东宝	13.89	0.10	0.22	0.38	0.50	4.4	142	63	37	28	1.9%	44	67	无评级
平均值							11.3	89	54	41	34	8.9%	39	104	
化学制剂															
600276	恒瑞医药	40.90	0.57	0.89	1.04	1.33	12.2	47	46	39	31	16.1%	36	305	推荐
000963	华东医药	23.58	0.39	0.87	0.78	0.95	9.0	61	27	30	25	14.0%	16	102	推荐
600829	三精制药	19.62	0.70	0.80	0.92	1.05	5.3	23	25	21	19	10.3%	17	76	谨慎推荐
000566	海南海药	21.17	0.20	0.45	0.54	0.65	11.4	105	47	39	33	10.9%	40	45	无评级
000522	白云山	12.27	0.16	0.18	0.26	0.65	6.5	75	68	47	19	6.5%	25	58	无评级
600062	双鹤药业	26.11	0.67	0.85	1.05	1.28	4.4	39	31	25	20	7.4%	24	149	无评级

002004	华邦制药	47.70	0.71	0.97	1.07	1.17	7.6	67	49	45	41	7.8%	32	63	无评级
002262	恩华药业	22.19	0.23	0.34	0.45	0.62	10.6	98	65	49	36	8.4%	44	40	无评级
600276	恒瑞医药	40.90	0.57	0.89	1.04	1.33	12.2	47	46	39	31	16.1%	36	305	推荐
化学原料药															
600267	海正药业	23.45	0.40	0.56	0.71	0.89	4.8	58	42	33	26	6.8%	20	113	推荐
600521	华海药业	26.54	0.50	0.55	0.70	0.95	7.0	53	48	38	28	6.5%	29	79	谨慎推荐
000597	东北制药	23.52	1.07	1.43	1.60	1.76	3.9	22	16	15	13	17.1%	11	79	中性
600488	天药股份	9.99	0.09	0.12	0.15	0.20	3.5	108	83	67	50	1.9%	38	54	无评级
600812	华北制药	12.23	0.26	-0.4	0.42	0.60	15.7	47	-33	29	20	5.3%	73	126	无评级
600216	浙江医药	34.41	2.16	2.47	3.12	3.45	5.5	16	14	11	10	17.5%	9	155	无评级
002001	新和成	47.85	3.69	3.07	3.68	3.81	5.2	13	16	13	13	16.9%	13	178	无评级
平均值							6.5	45	27	29	23	10.3%	27	112	
医药商业															
600511	国药股份	24.93	0.40	0.47	0.61	0.77	11.8	62	53	41	32	13.5%	36	119	谨慎推荐
000028	一致药业	28.97	0.54	0.67	0.88	1.15	10.3	54	43	33	25	13.4%	25	83	推荐
601607	上海医药	14.98	0.36	0.61	0.58	0.72	1.6	42	25	26	21	4.1%	71	298	推荐
000963	华东医药	23.58	0.39	0.87	0.78	0.95	9.0	61	27	30	25	14.0%	16	102	推荐
600713	南京医药	11.30	0.10	0.20	0.24	0.34	6.4	112	55	47	33	6.1%	20	34	无评级
平均值							7.8	66	41	35	27	10.2%	33	128	
医疗器械															
600587	新华医疗	18.22	0.22	0.31	0.36	0.41	3.8	82	59	51	44	3.0%	32	24	中性
600055	万东医疗	15.43	0.13	0.20	0.29	na	6.1	118	77	53	na	2.8%	33	33	无评级
002223	鱼跃医疗	45.78	0.40	0.65	0.86	1.11	16.2	114	70	53	41	10.9%	84	71	无评级
平均值							8.7	105	69	52	43	5.6%	50	43	
药品包材															
600529	山东药玻	16.92	0.53	0.56	0.62	0.70	2.7	32	30	27	24	4.9%	17	44	谨慎推荐
综合类															
600664	哈药股份	18.22	0.69	0.80	0.94	1.08	3.9	26	23	19	17	8.4%	15	226	谨慎推荐
000999	华润三九	24.06	0.51	0.72	0.86	1.02	6.4	47	33	28	24	9.8%	22	236	无评级
000513	丽珠集团	40.20	0.18	1.63	1.68	1.98	5.5	228	25	24	20	12.7%	13	119	无评级
600380	健康元	12.46	-0.02	0.44	0.52	0.61	4.4	NA	28	24	20	7.3%	12	137	无评级
600196	复星医药	21.44	0.56	1.35	0.82	0.97	4.1	38	16	26	22	8.2%	8	265	无评级
平均值							4.9	85	25	24	21	9.3%	14	197	
全部平均值							7.6	69	43	35	28	8.8%	32	111	

数据来源: Wind、国信证券研究所。

注: 08EPS 按现有股本摊薄; 绿色阴影部分为国信暂未覆盖公司, 盈利预测取 wind 预测中值; 计算平均值时剔除负值和偏离极大值。阿胶按权证行权后股本摊薄。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	567	345	465	650
应收款项	1458	1744	2111	2480
存货净额	725	1220	1477	1735
其他流动资产	136	158	192	225
流动资产合计	2887	3467	4244	5091
固定资产	426	542	603	657
无形资产及其他	118	114	110	106
投资性房地产	108	108	108	108
长期股权投资	30	30	30	30
资产总计	3569	4261	5095	5991
短期借款及交易性金融负债	530	530	530	530
应付款项	1333	1627	1969	2314
其他流动负债	381	455	550	648
流动负债合计	2244	2612	3049	3491
长期借款及应付债券	4	4	4	4
其他长期负债	27	32	37	42
长期负债合计	31	36	41	46
负债合计	2275	2648	3090	3537
少数股东权益	163	212	273	342
股东权益	1131	1401	1732	2112
负债和股东权益总计	3569	4261	5095	5991

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.87	0.78	0.95	1.09
每股红利	0.10	0.16	0.19	0.22
每股净资产	2.60	3.23	3.99	4.87
ROIC	28%	22%	24%	24%
ROE	33%	24%	24%	22%
毛利率	20%	19%	19%	19%
EBIT Margin	8%	6%	6%	6%
EBITDA Margin	9%	6%	6%	6%
收入增长	30%	16%	21%	18%
净利润增长率	124%	-11%	23%	15%
资产负债率	68%	67%	66%	65%
息率	0.9%	0.7%	0.8%	0.9%
P/E	27.0	30.3	24.7	21.6
P/B	9.1	7.3	5.9	4.8
EV/EBITDA	18.6	23.0	19.5	17.7

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	7825	9093	11005	12931
营业成本	6262	7411	8969	10539
营业税金及附加	39	45	55	65
销售费用	667	782	946	1122
管理费用	247	331	395	476
财务费用	51	24	25	23
投资收益	5	3	2	2
资产减值及公允价值变动	(28)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	537	503	617	709
营业外净收支	28	3	2	2
利润总额	565	506	619	711
所得税费用	118	106	130	149
少数股东损益	69	62	75	87
归属于母公司净利润	378	338	414	475

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	378	338	414	475
资产减值准备	(6)	(28)	0	0
折旧摊销	61	36	43	50
公允价值变动损失	28	0	0	0
财务费用	51	24	25	23
营运资本变动	18	(458)	(214)	(214)
其它	57	77	60	69
经营活动现金流	536	(35)	303	380
资本开支	(34)	(120)	(100)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(39)	(120)	(100)	(100)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(94)	(68)	(83)	(95)
其它融资现金流	(224)	0	0	0
融资活动现金流	(412)	(68)	(83)	(95)
现金净变动	86	(222)	121	185
货币资金的期初余额	482	567	345	465
货币资金的期末余额	567	345	465	650
企业自由现金流	527	(128)	235	312
权益自由现金流	303	(147)	215	294

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
				陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
		丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
		方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	陈 健	0755-82133476
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
				邵 达	0755- 82132098
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	刘舒宇	0755-82131822	戴 军	021-60933166
蔺晓熠	021-60933146	彭怡萍		林晓明	021-60933154
侯慧娣	021-60875161			秦国文	0755-82133528
				程景佳	021- 60933166
				赵斯尘	021- 60875174
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉	0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦戡	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
		许娅	021-60875176 13482495069		
		江智俊	021-60875175 15221772073		
		孔华强	021-60875170 13681669123		