

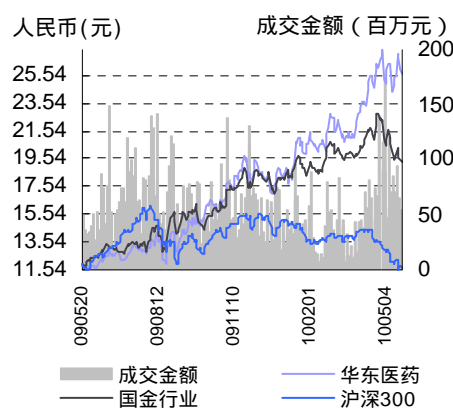
市价(人民币)：25.58元

产品集群支撑增长，免疫抑制市场期待惊喜

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)	246.41
总市值(百万元)	11,103.25
年内股价最高最低(元)	27.37/11.55
沪深300指数	2762.17
深证成指	9991.40



相关报告

1. 《1季度开局奠定全年高增长》，2010.4.23
2. 《多因素推动2009业绩快速增长》，2010.3.29
3. 《业绩预增86%-131%》，2010.1.28

李龙俊 联系人
(8621)61038315
lijl@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号：S1130208070242
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李敬雷 联系人
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.388	0.872	0.782	1.004	1.269
每股净资产(元)	1.73	2.60	3.26	4.03	5.17
每股经营性现金流(元)	0.79	1.31	1.10	1.08	1.31
市盈率(倍)	27.73	21.11	26.93	20.98	16.60
行业优化市盈率(倍)	40.45	71.20	71.20	71.20	71.20
净利润增长率(%)	-2.63%	124.44%	-10.29%	28.34%	26.39%
净资产收益率(%)	22.42%	33.47%	24.01%	24.93%	24.56%
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

- “梭子”型产品梯队支撑公司持续增长：包括阿卡波糖、吗替麦考酚酯在内的明星产品收入占医药工业收入的3/4，这些产品的快速增长有力支撑公司的持续发展；来曲唑和阿那曲唑等新产品有望年内拿到生产批文，将成为公司新的增长点。
- 免疫抑制剂市场离快速启动不远：器官供给不足导致免疫抑制剂市场增长缓慢，并在一定程度上影响了公司的发展速度；器官捐献及分配体系建设和脑死亡标准的积极推进，不仅可以有效提高器官的供给，更重要的是表明了政府对器官供给严重不足的重视；公司作为免疫抑制剂市场的龙头企业，将最大程度受益于该市场的启动。

投资建议

- 由于目前器官捐献及分配体系尚处于10省市试点中，我们出于保守谨慎的原则，暂时维持之前的盈利预测，2010-2012年公司的EPS(限医药主业)分别为0.782元、1.004元和1.269元。
- 公司现有的快速增长源于良好的产品梯队结构和内部管理控制，当前的估值水平也就仅仅对此的合理反映；考虑到公司在免疫抑制剂领域的龙头地位，以及免疫抑制剂市场逐步具备加速启动的条件，我们认为公司应该享受一定估值溢价，继续维持“买入”的投资建议。

估值

- 我们给予公司未来6-12个月32元目标价位，相当于40x09PE和32x10PE。

风险

- 公司存在股东结构风险，大股东远大集团作为财务投资者虽然不参与公司具体经营，但仍然对公司的发展具有一定影响。

内容目录

产品梯队结构好，销售队伍能力强	4
集群产品，结构优良	4
公司销售队伍能力较强	4
肿瘤药：潜力大品种	5
乳腺癌用药：来曲唑+阿那曲唑	5
来曲唑	5
阿那曲唑	7
肿瘤药作为全新的产品线，进一步推动公司发展	7
明星品种：他克莫司+吡格列酮	8
他克莫司：	8
吡格列酮：重磅炸弹级别的降糖药	9
免疫抑制剂：潜力宝库	10
免疫抑制用药市场潜力巨大	10
公司在国内免疫抑制市场的龙头地位明确	12
免疫抑制市场的启动将为公司带来巨大的发展空间	13
投资建议	14
公司资产质量优良	14
现有业务支撑公司稳定高成长，免疫抑制市场则是潜在的大宝库	15
继续维持“买入”的投资评级	15
附录：三张报表预测摘要	16

图表目录

图表 1：公司的产品列表	4
图表 2：“梭子”型的产品梯队有利于支持公司持续增长	4
图表 3：代表专科药企的人均销售额比较	5
图表 1：弗隆销售增长（单位：百万美元）	6
图表 2：2003-2007 年主要芳香化酶抑制剂样本医院用药金额变化	6
图表 3：来曲唑片批文列表	7
图表 4：市场份额	7
图表 5：阿那曲唑片批文列表	7
图表 6：普乐可复虽然销售额很大，但仍然保持持续增长	8
图表 7：批文列表	9
图表 11：公司他克莫司的预期销售额	9
图表 10：2005 我国糖尿病用药西药主要类别分布图	10
图表 1：器官移植收入以肾移植和肝移植为主	11

图表 2：中国肾移植手术量回归到 6000 多例	11
图表 3：中国肝移植手术量的发展速度比较快	11
图表 4：我国器官捐献率处于非常低的水平	12
图表 5：器官移植患者主要采用三联用药	13
图表 6：公司在免疫抑制领域的产品线优势明显	13
图表 7：赛可平上市以来增长速度很快	13
图表 8：吗替麦考酚酯基本由罗氏和华东医药占据	13
图表 21：代表性化学专科药企的比较	15
图表 22：主要医药商业企业的比较	15

产品梯队结构好，销售队伍能力强

集群产品，结构优良

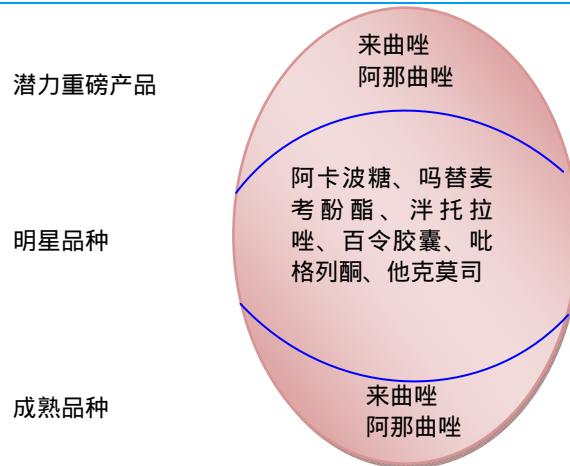
- 从产品线角度看，公司拥有免疫抑制、糖尿病和消化道等 5 条产品线；从产品生命周期看，公司的产品分布呈现“梭子”状，即公司的大多数产品作为明星产品仍保持着较高的增速，同时新产品也有一定程度的补充。
 - 2009 年，公司的明星品种（大基数）阿卡波糖、吗替麦考酚酯、泮托拉唑和百令胶囊的销售额分别同比增长 33.04%、34.90%、17.47%和 18.25%；吡格列酮则同比增长 46.8%，他克莫司则是第 1 年上市销售。
 - 环孢素 A 作为上市 30 多年的老品种，目前已经处于成熟阶段；而全新产品线抗肿瘤用药来曲唑和阿那曲唑处于新药审评中，有望成为公司新增的潜力重磅产品。

图表1：公司的产品列表

	抗肿瘤	糖尿病	免疫抑制	消化道	中药
潜力重磅产品	来曲唑（审评中）				
	阿那曲唑（审评中）				
明星品种（大基数）		阿卡波糖（2.58亿）	吗替麦考酚酯（1.14亿）	泮托拉唑（2亿）	百令胶囊（2.92亿）
明星品种（小基数）		吡格列酮（3700万）	他克莫司（1000多万）		
成熟品种			环孢素A（2.3亿）		

来源：国金证券研究所 注：（）中为 2009 年销售额

图表2：“梭子”型的产品梯队有利于支持公司持续增长

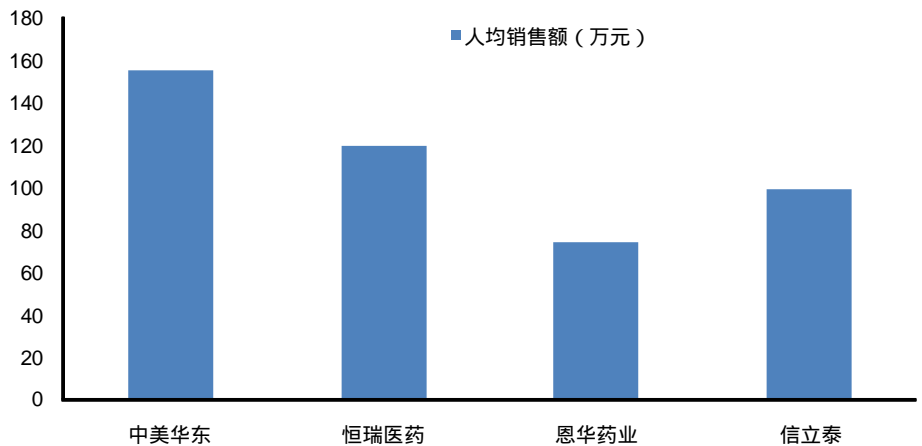


来源：国金证券研究所

公司销售队伍能力较强

- 公司始终坚持专科用药学术营销的销售模式，按照分线的原则建有糖尿病用药、免疫抑制剂、消化道用药等专业的产品队伍。
- 公司销售人员的人均销售额达到 156.6 万元，这在专科用药的学术营销中是非常不错的销售成绩。恒瑞、恩华、信立泰等
 - 截至 2009 年底，公司共有 839 名销售人员，队伍规模较大。同时，2009 年公司医药工业收入达到 13.14 亿元

图表3：代表专科药企的人均销售额比较



来源：国金证券研究所

肿瘤药：潜力大品种

乳腺癌用药：来曲唑+阿那曲唑

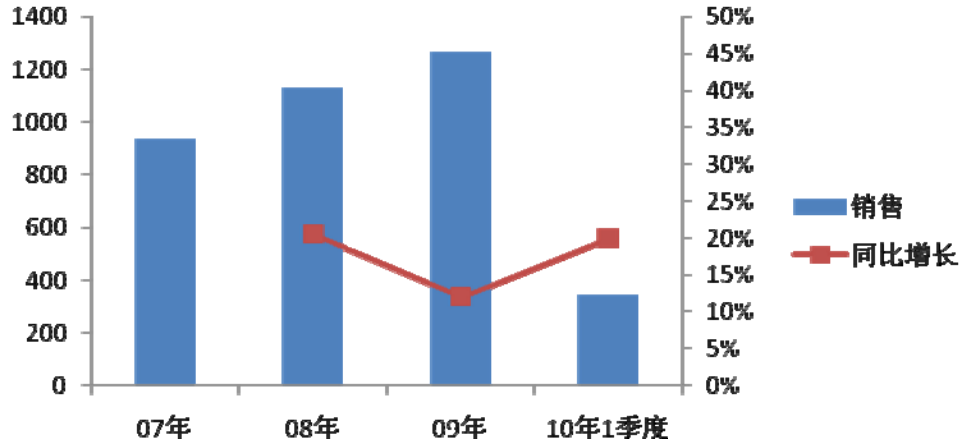
- 乳腺癌占女性全身各种恶性肿瘤发病率的 7-10%，居于女性恶性肿瘤之首。
 - 全球每年约有 120 万妇女患上乳腺癌，有 50 万妇女死于乳腺癌。据医学专家估计，到 2010 年，全球乳腺癌年新发病例数将达到 140 万左右。
 - 我国虽不是乳腺癌的高发区，但年均增长速度却高出欧美等高发地区 1-2 个百分点。
 - 乳腺癌已占妇女恶性肿瘤发病率之首，而且发病呈现出年轻化趋势，我国乳腺癌的死亡率也由此上升了 39.32%，成为近年来我国城市中癌症死亡率上升最快的肿瘤。
- 来曲唑和阿那曲唑同属于芳香化酶抑制剂。由于芳香酶抑制剂具有更出色的临床效果，已逐渐成为乳腺癌临床治疗的主导用药。
 - 近 30 年来，他莫昔芬几乎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

- 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。

- 来曲唑的原研厂是诺华，商品名是“弗隆（Femara）”。该品种自 1997 年上市以来销售额不断增长，200 年弗隆的全球销售超过 12 亿美元，从最新公布的诺华公司 2010 年第 1 季度销售业绩来看，弗隆仍然实现了 20% 以上的增长。

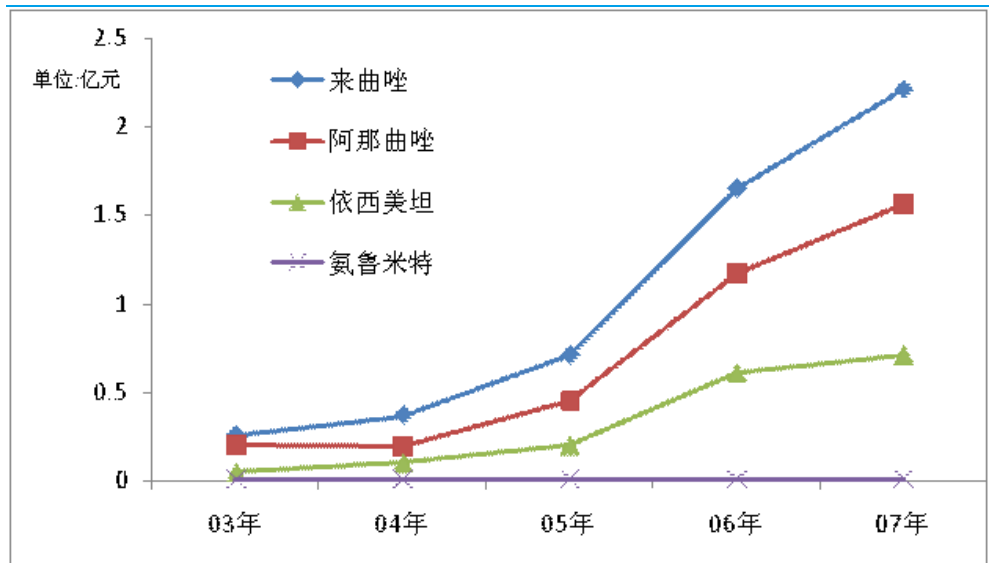
图表4：弗隆销售增长（单位：百万美元）



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。样本医院用药金额数据显示，2003 年来曲唑的销售额仅有 2000 多万，2007 年猛增至 2.3 亿左右，4 年的年复合增长率达到 70%。

图表5：2003-2007 年主要芳香化酶抑制剂样本医院用药金额变化



来源：国金证券研究所

- 目前国内来曲唑的市场基本由诺华和恒瑞所占据，两家市场份额旗鼓相当。近两年陆续有海正药业等少数企业拿到生产批文，但尚未对原有的市场格局产生明显影响。
 - 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；随着行政保护期结束，陆续有新的药企进入该市场，其中万特制药（海南）在 2008 年 2 月首先拿到了上市“通行证”，以原料药作为开路先锋，打入市场。海正药业和重庆圣华曦药业也分别于 2008 年末和 2009 年初拿到国家批文。

- 此外，包括华东医药、川抗万乐在内的 6 家国内外厂商正在申请生产批文。

图表6：来曲唑片批文列表

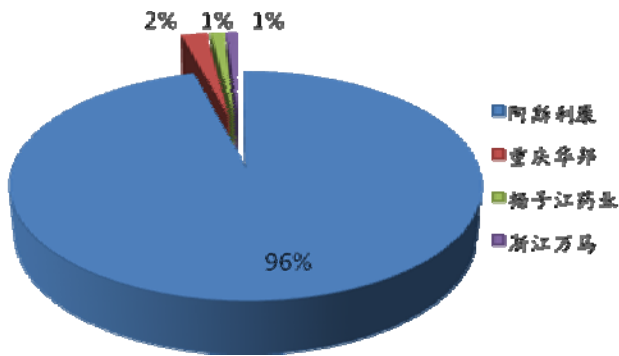
已取得批文厂家	
诺华制药	浙江海正药业
印度太阳药业	佛山仙草药业
江苏恒瑞医药	重庆圣华曦药业
南京瑞年百思特制药	海南盛科生命科学研究院
申请审评厂家	
阿特维斯集团	杭州中美华东制药
印度瑞迪博士实验室	成都川抗万乐药业
费森尤斯卡比	海南林恒制药

来源：国金证券研究所

阿那曲唑

- 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。
- 阿那曲唑的原研厂是阿斯利康，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。
 - 经过几年的开发，“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，2005 年则创下了 11.81 亿美元的业绩。2007 年全球销售金额为 17.30 亿美元，同比上一年增长了 14.72%。2008 年已达到 18.57 亿美元，同比上一年增长了 7.34%。
- 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 5 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7：市场份额



来源：国金证券研究所

图表8：阿那曲唑片批文列表

已取得批文厂家	
阿斯利康	贵州海泰药业
重庆华邦制药	山东爱特
扬子江药业	贵州益佰制药
浙江万马药业	山东新时代药业
浙江海正药业	
申请审评厂家	
以色列Teva制药	杭州中美华东制药
印度瑞迪博士实验室	

肿瘤药作为全新的产品线，进一步推动公司发展

- 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。

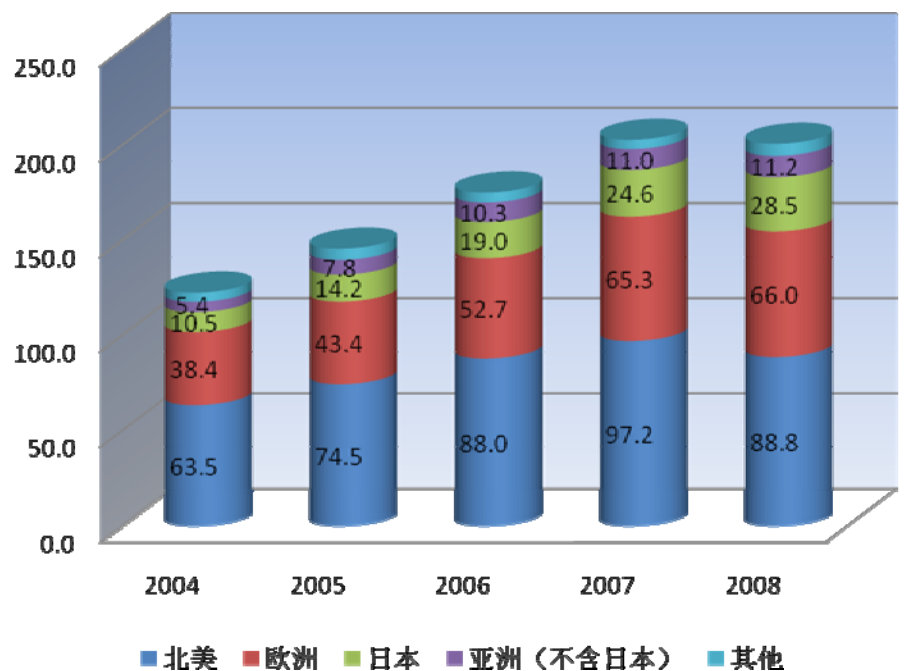
- 虽然公司尚未拿到生产批文，但已经就相关产品的上市销售进行前期的营销准备工作，包括分线的销售队伍组建、三甲医院覆盖以及学术会议的组织等。
- 公司目前的最大产品线免疫抑制剂 2009 年的整体销售额超过 3.6 亿元（不包括 2.9 亿元的百令胶囊）。但是与肿瘤药市场规模比较起来，免疫抑制剂市场就是一个小市场。因此，考虑到公司的销售能力、优秀的产品储备以及肿瘤药市场的广阔空间，我们认为肿瘤药产品线将有望成为公司未来增长的重要推动力之一。

明星品种：他克莫司+吡格列酮

他克莫司：

- 他克莫司是新一代免疫抑制剂器官移植药，由于其较环孢素 A 具有明显的临床优势，因此上市以来销售快速增长，已经成为肝脏及肾脏移植后排斥反应的临床一线药物。
 - 他克莫司免疫抑制作用是环孢素的 10-100 倍，不仅可以抑制 IL-2 的合成和释放，还可以特异性地抑制 IL-10 的合成和释放。
 - 因此，他克莫司具有治疗排斥反应成功率高、患者和移植物存活率高、患者和移植物存活时间长、高血脂和高血压等并发症少的临床优势。
- 他克莫司的原研厂是日本藤泽，商品名是“普乐可复”。该产品自上市以来，迅速成长为器官移植后抗排斥的首选用药。
 - 1993 年普乐可复在日本上市；第 2 年顺利在美国和英国上市；到目前为止，全球已有 20 多万各种器官移植患者在服用普乐可复。
 - 2008 年普乐可复在全球的销售额达到 210 亿日元（约 20 亿美元）。考虑到日元升值对销售额的计算产生的负面影响，实际销售额超过以上数额。

图表9：普乐可复虽然销售额很大，但仍然保持持续增长



来源：国金证券研究所

- 虽然已经有部分厂家拿到他克莫司的生产批文，但目前国内的他克莫司市场基本被藤泽所占据。2009 年华东医药的他克莫司销售额 1000 多万，已经是国内销售规模最大的厂家。

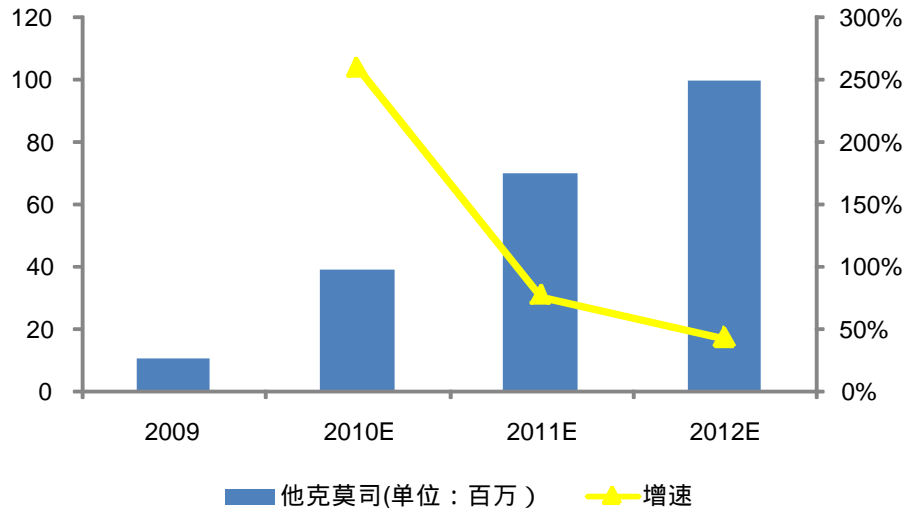
图表10：批文列表

已取得批文厂家	
阿斯泰来	上海新亚药业
杭州中美华东医药	成都川抗万乐药业
浙江海正药业	福建科瑞药业
浙江弘盛药业	华北制药
海南万特制药	安徽皖北药业
苏州第四制药厂	无锡嘉菱医药
潍坊中狮制药	广东怡康制药
四川制药制剂	丽珠集团
重庆科瑞制药	台山市化学制药
浙江瑞邦药业	重庆药友制药
山东新时代药业	
申请审评厂家	
无锡山禾集团福祈制药	江苏信孚药业

来源：国金证券研究所

- 我们认为，华东医药在免疫抑制剂领域的市场地位非常突出，同时也拥有丰富的临床处方资源。因此，华东医药将在他克莫司市场重演其在吗替麦考酚酯市场的战绩，该产品将有望打造成公司 5-10 亿元的大品种。

图表11：公司他克莫司的预期销售额



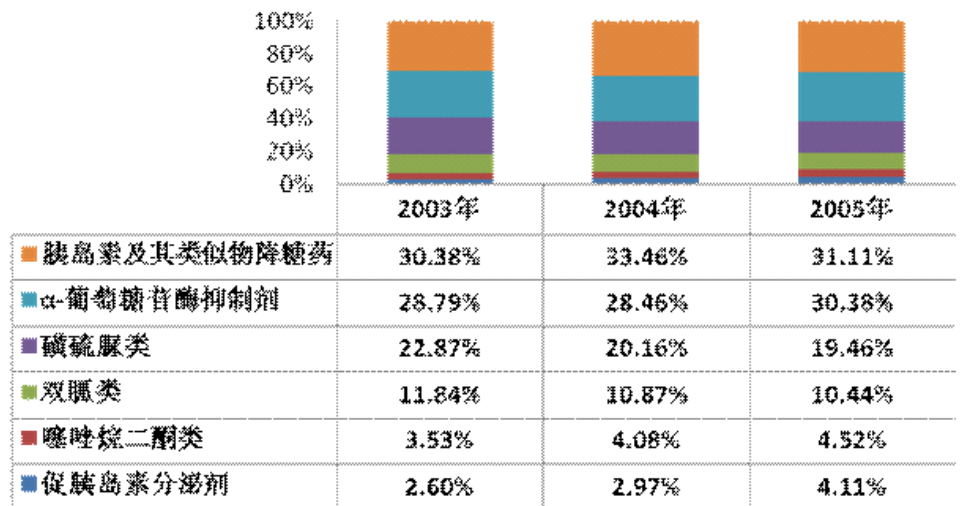
来源：国金证券研究所

吡格列酮：重磅炸弹级别的降糖药

- 盐酸吡格列酮片为噻唑烷二酮类口服降糖药，是美国 FDA 批准的惟一能与胰岛素和磺酰脲合并治疗的列酮类药物。盐酸吡格列酮可单独使用，当饮食控制、体育锻炼和单药治疗不能满意控制血糖时，它也可与磺脲类药物、二甲双胍或胰岛素合用。
- 由于饮食结构和生活习惯的变化，我国已成为糖尿病大国，并且糖尿病患病率仍然在快速增长。

- 2010年3月发表在《新英格兰杂志》的最新流行病学调查结果表明，中国已经代替印度成为全球糖尿病患者最多的国家，有超过9200万的糖尿病患者。
- 根据IMS数据显示，2004-2008年国内糖尿病药物市场（包括口服降糖药和胰岛素类药物）总体上以年均30%左右的速度增长。
- 根据SFDA南方所的统计，2009年国内糖尿病药物市场规模超过100亿元。
- 治疗糖尿病的西药品种主要有胰岛素及其类似物降糖药、 α -葡萄糖苷酶抑制剂降糖药、磺脲类降糖药、双胍类降糖药、噻唑烷二酮类降糖药以及促胰岛素分泌剂降糖药。
 - 胰岛素及其类似物的市场份额最高； α -糖苷酶抑制剂的销售维持稳定增长；磺脲类药物和双胍类药物开始出现衰退迹象；噻唑烷二酮类药物及格列奈类药物的市场份额逐年扩大。

图表12：2005 我国糖尿病用药西药主要类别分布图



来源：国金证券研究所

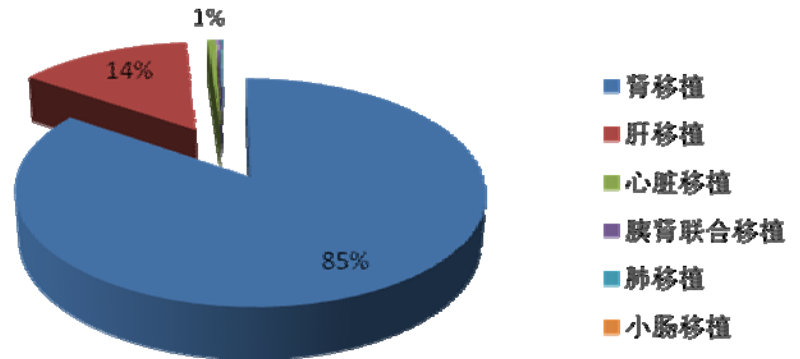
- 吡格列酮是日本武田/礼来开发的品种，1999年获FDA审批后在美国上市，商品名为“艾可拓”，是目前治疗糖尿病的最优秀药物之一。2007年日本武田和礼来公司在全球主要市场销售额为43.33亿美元，较2006年增长30.16%。
- 国内机构对吡格列酮的研发较早，截至目前有接近30家国内厂商获得批文。其中大多数厂商的销售规模较小，销售量大的有杭州中美华东制药的“卡司平”、北京太洋药业的“艾汀”、江苏恒瑞医药的“瑞彤”和四川宝光药业的“贝唐宁”。

免疫抑制剂：潜力宝库

免疫抑制用药市场潜力巨大

- 据南方医药经济研究所数据，目前国内免疫抑制剂市场规模约50亿元左右。目前国内已累计开展器官移植超过10万例，成为仅次于美国的第二大器官移植大国。
 - 据不完全统计，截至2008年，全国累计完成肾移植86800例；肝移植14643例；心脏移植和肺移植分别为717例和165例；小肠移植17例；胰肾联合移植209例。

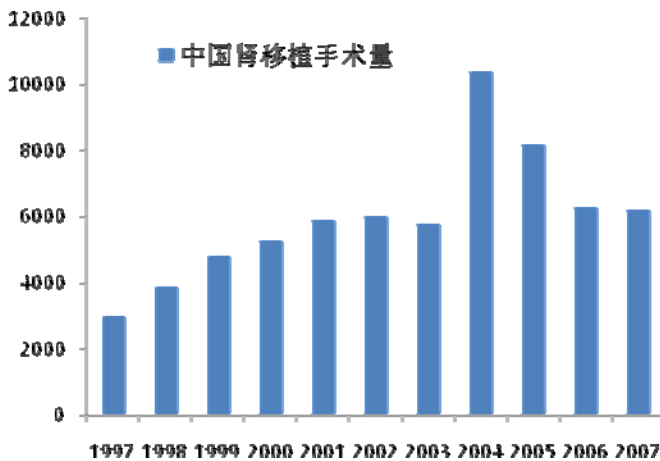
图表13：器官移植收入以肾移植和肝移植为主



来源：国金证券研究所

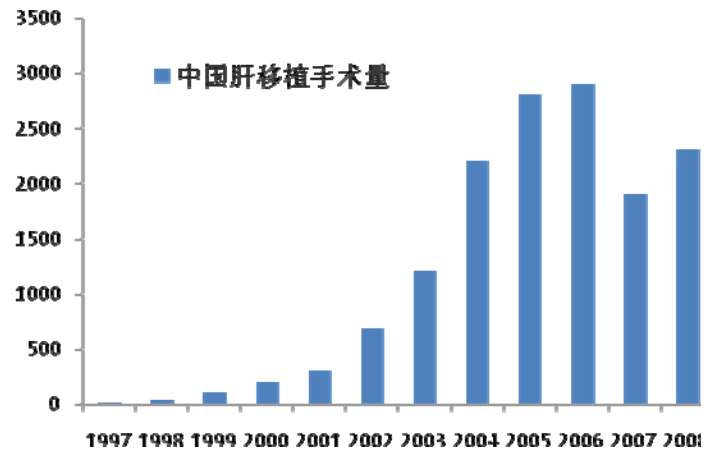
- 根据中国移植随访管理系统的数据库，我国肾移植后 1 年、3 年、5 年生存率分别为 95.4%、89.3%、72.7%。另据中国肝移植注册系统的数据库，我国大陆 25 家肝移植中心开展的肝移植中，1 年、3 年、5 年生存率分别达 84%、80%、76%。

图表14：中国肾移植手术量回归到 6000 多例



来源：国金证券研究所

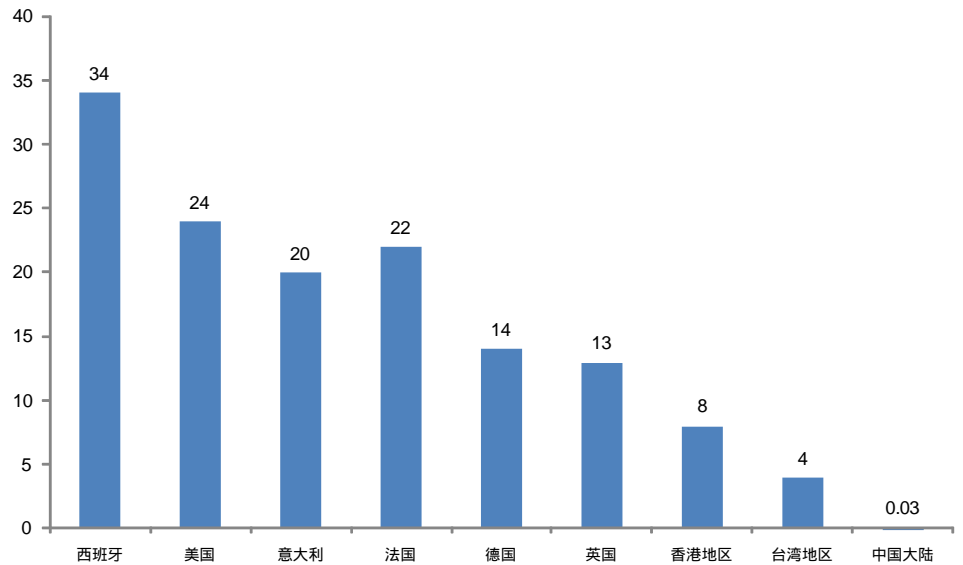
图表15：中国肝移植手术量的发展速度比较快



- 由于患者身体状况以及用药品牌的差异，移植患者的免疫抑制剂消费金额基本在 3—10 万/年。
- 由于供体的数量约束，免疫抑制剂行业的增速较慢，我们估计行业的整体增长率接近 10%。而实际上，器官移植患者的需求远远没有得到满足。
- 2009 年国内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。
- 实际上，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，目前国内已有 100 多万尿毒患者，并以每年 12 万人的速度递增，约五成的尿毒症适合肾移植，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。

- 由于国内缺乏规范的器官移植数据系统，供体来源并没有准确的统计。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。
 - 据不完全统计，从 2003 年到 2009 年 5 月，中国内地仅有 130 多位公民逝世后捐献器官，约 500 名患者得到帮助。而仅 2009 年上半年，美国就有 2304 位公民逝世后捐献器官。
- 供体严重不足的原因是多方面的，比如说传统文化、脑死亡标准缺失，器官移植体系不健全等。
 - 我国传统文化中对尸体完整性的尊重是导致国内器官捐献率极低的主要原因。有调查显示，目前我国人群器官捐献率仅 0.03/100 万，与全球器官捐献率最高的西班牙（34/100 万）相比，相差 1000 倍。而在我国的台湾、香港，这一比例也分别达到 4/100 万和 7-8/100 万。

图表16：我国器官捐献率处于非常低的水平



来源：国金证券研究所

- 脑死亡标准缺失导致一个重要的器官来源缺失。据不完全统计，目前国内有 17 例脑死亡捐献，共无偿捐出 63 个器官，拯救了 50 多位重病人。而在国际上，脑死亡患者的器官捐献是最重要的移植器官来源。
- 政府及社会相关部门和组织对器官移植的重视程度则有待加强，如缺乏足够的宣传引导工作，社会对器官捐献的认知度低；器官捐献和分配体系处于空白状态，造成潜在的器官捐献源浪费，甚至直接浪费已有的捐献器官（如未能及时找到配型的患者）。

公司在国内免疫抑制市场的龙头地位明确

- 公司是国内最知名的免疫抑制剂药企，通过新赛斯平、赛可平等拳头产品积累了丰富的临床资源。
- 器官移植患者在抗术后排斥时，需要联合用药方案，目前临床上主要采用三联用药。公司构建了完备的免疫抑制剂产品线，充分迎合患者组合用药的需求。

图表17：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 + 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：国金证券研究所

- 在免疫抑制领域，公司不同的产品面对的主要竞争对手均不同。公司免疫抑制剂系列产品在营销过程中可以充分发挥协同效应，而竞争对手的产品在营销中并不具备这种优势。

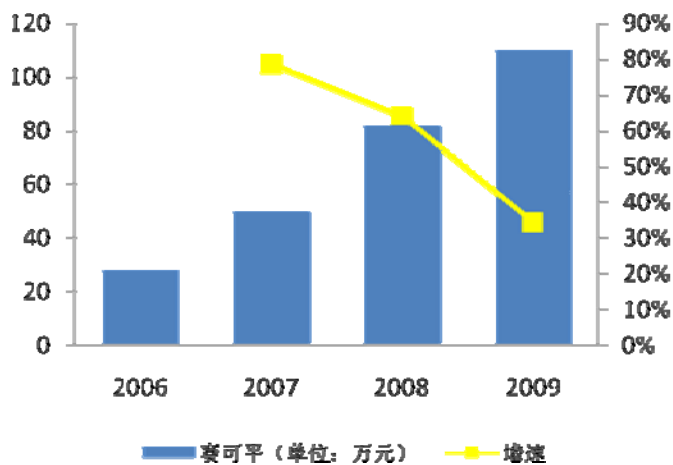
图表18：公司在免疫抑制领域的产品线优势明显

产品	新赛斯平 (环孢素 A)	赛可平 (吗替麦考酚酯)	他克莫司	百令胶囊
主要竞争产品	新山地明(诺华)	骁悉(罗氏)	普乐可复(藤泽)	金水宝 田可(华北制药)

来源：国金证券研究所

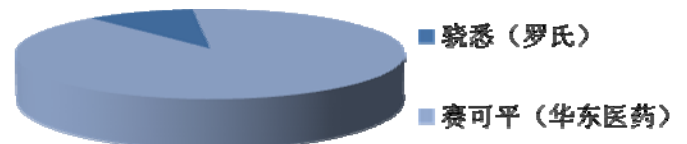
- 赛可平上市以来的市场表现充分体现了公司在国内免疫抑制剂领域的龙头地位。虽然国内吗替麦考酚酯的批文有 30 多个，但市场基本被罗氏和华东医药所占据，国内厂商仅有华东医药一家有规模生产和销售。

图表19：赛可平上市以来增长速度很快



来源：国金证券研究所

图表20：吗替麦考酚酯基本由罗氏和华东医药占据



免疫抑制市场的启动将为公司带来巨大的发展空间

- 国内器官移植领域面临着诸多的问题，如国际形象、社会公平、供需矛盾突出等，这些问题到了刻不容缓、亟待解决的地步。
 - 国内器官来源一直绕不开死囚伦理问题，而这一点也正是遭到国际社会及组织广泛批评的重点。国内移植器官对死囚的依赖与国内社会文明的进步以及国际形象的不断提升形成剧烈反差。
 - 由于国内缺乏完善的器官捐献和分配体系，供体本身又非常有限。因此，在器官移植领域出现严重的权利寻租和金钱寻租现象。由此引起

的器官分配极度不公平，不仅导致社会不公平的加剧，同时也造成器官的浪费。

- 国内等待器官移植的患者数目与每年仅万例的手术量相比，供需矛盾非常突出。同时，2007 年最高人民法院收回死刑核准权，进一步加剧供需矛盾。
- 在这些突出问题的压力下，政府相关部门和组织已经开始推出措施逐步解决相关问题，以缓解供体异常紧张的局面。其中，着手建立人体器官捐献体系将具有破冰的意义。
 - 卫生部副部长黄洁夫在今年两会上表示，《人体器官移植条例》有望今年进行修订，条例将明确由中国红十字会负责宣传、动员器官捐献以及器官分配工作，同时建议让市民自己选择临床死亡的标准，逐步建立起从“心肺死亡”捐献到“脑死亡”捐献的器官捐献认定体系。
- 2009 年 8 月中国红十字会总会、卫生部在上海联合宣布启动建立人体器官捐献体系，并于 2010 年在我国 10 个省、市开展人体器官捐献试点工作。我们认为，捐献体系的试点以及未来的逐步铺开，对规范器官移植行业以及提高供体数量具有积极意义。
- 政府构建完善的器官捐献和分配体系，可以视为国内器官移植行业进入一个更高发展阶段的重要标志。红十字会和卫生部的此项工作将从以下几个方面缓解当前人体器官移植供需紧张的局面：
 - 首先，全国统一完善的器官捐献和分配系统将会显著减少器官浪费现象的发生。由于国内缺乏统一的器官移植患者登记系统和公平的分配系统，会出现器官找不到合适的移植受体而浪费的情况，甚至部分有资源（权力或金钱）的患者占有配型并不合适器官而造成浪费。
 - 其次，虽然传统文化是导致国内器官捐献率极低的主要原因，但不可否认的是，缺乏规范合法的捐献渠道也产生了不利的影 响。认识到器官捐献重要性并有意愿在逝世后捐献的潜在群体规模实际上并不少，但由于缺乏可信任、操作方便的第三方机构，很多人并没有实现自己的愿望。随着体系的逐步完善和规范，这部分已经存在的潜在供给将被有效激活。
 - 再次，此体系中红十字会还将履行一个重要职能：负责人体器官捐献的宣传动员。红十字会在人道主义救援领域素有威望，并在遗体捐献、造血干细胞捐献领域积累了成功经验。之前政府在器官捐献宣传方面基本没有工作，这也是当前民众捐献意识薄弱的主要原因之一。我们认为，参考遗体捐献等成功的宣传案例，加大社会宣传动员工作将有效提高器官捐献比例。

投资建议

公司资产质量优良

- 历史上，公司通过 5 个过亿品种（其中 4 个品种均超过 2 亿）证明了其在研发和销售方面的实力。我们认为，这两个核心竞争力仍能推动公司的未来持续增长。

图表21：代表性化学专科药企的比较

公司	药品工业收入(亿元)	销售队伍规模(人)	净利润(亿元)	市值(亿元)	PS	PE
中美华东	12.16	839	2.42			
恒瑞医药	29.64	约2500	5.82	330	11.13	56.70
恩华药业	4.56	642	0.55	50	10.96	90.91
信立泰	5.44 (已扣除2.86亿抗生素原料药)	554	2.16	190	34.93	87.96

来源：国金证券研究所

- 公司拥有 59 亿的医药商业销售规模（2009 年数据），将第二名的英特集团拉开一定距离，牢牢占据浙江省医药商业龙头企业的位置。

图表22：主要医药商业企业的比较

	商业收入(亿元)	工业收入(亿元)	净利润(亿元)	市值(亿元)	PE	PS
华东医药(母公司)	59.05	0.7	0.75			
国药控股	450.27	20.18	8.46	675	79.79	1.50
国药股份	50.95	1.32	2.26	130	57.52	2.55
南京医药	137.33	1.85	0.46	42	91.30	0.31

来源：国金证券研究所

现有业务支撑公司稳定高成长，免疫抑制市场则是潜在的大宝库

- 目前公司工业板块的增长主要来源于良好的产品结构：
 - 免疫抑制领域的次新产品吗替麦考酚酯和新产品他克莫司都处于快速成长期；
 - 国内糖尿病和消化性溃疡的发病率持续上升，并且阿卡波糖和泮托拉唑均为各自领域的明星药品；
 - 百令胶囊则由于适应症广泛，仍有很大的挖掘潜力。
- 我们认为，免疫抑制市场是个巨大的宝库，目前还处于蛰伏状态，而器官捐献体系的建设有望成市场启动的催化剂。公司作为免疫抑制剂市场的龙头企业，将最大程度受益于该市场的启动。
 - 公司免疫抑制剂销售额达到 6.5 亿元（包含百令胶囊），占收入比例超过 50%。因此，免疫抑制行业的快速启动将推动公司业绩快速增长；
 - 器官捐献及分配体系的建设具有破冰意义，不仅可以有效提高器官的供给（如减少浪费、宣传动员等），更重要的是表明了政府对器官供给严重不足的重视。
 - 器官供给不足导致免疫抑制剂市场增长缓慢，并在一定程度上影响了公司的发展速度。我们认为，在器官捐献及分配体系全国范围建立并有效运转后，器官供给数量将逐步增加，届时公司有望进入加速发展的轨迹。

继续维持“买入”的投资评级

- 由于目前器官捐献及分配体系尚处于 10 省市试点中，我们出于保守谨慎的原则，暂时维持之前的盈利预测，2010-2012 年公司的 EPS（限医药主业）分别为 0.782 元、1.004 元和 1.269 元
- 公司现有的快速增长源于良好的产品梯队结构和内部管理控制，当前的估值水平也就仅仅对此的合理反映；考虑到公司在免疫抑制剂领域的龙头地

位，以及免疫抑制剂市场逐步具备加速启动的条件，我们认为公司应该享受一定估值溢价，合理的价格为 31.28 元，对应估值为 2010 年 40 倍估值。

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)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	4,853	6,016	7,825	9,149	11,154	13,525	货币资金	489	482	567	900	1,200	1,500
增长率	24.0%	30.1%	16.9%	21.9%	21.3%		应收款项	691	1,002	1,458	1,350	1,646	1,995
主营业务成本	-3,814	-4,851	-6,262	-7,505	-9,174	-11,149	存货	798	909	725	1,028	1,257	1,527
% 销售收入	78.6%	80.6%	80.0%	82.0%	82.2%	82.4%	其他流动资产	114	96	136	152	185	225
毛利	1,039	1,165	1,563	1,644	1,980	2,375	流动资产	2,091	2,489	2,887	3,430	4,288	5,248
% 销售收入	21.4%	19.4%	20.0%	18.0%	17.8%	17.6%	% 总资产	83.6%	80.5%	80.9%	84.7%	87.2%	89.1%
营业税金及附加	-20	-14	-39	-46	-56	-68	长期投资	50	54	60	61	60	60
% 销售收入	0.4%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	287	408	426	450	469	486
营业费用	-449	-533	-667	-759	-915	-1,096	% 总资产	11.5%	13.2%	11.9%	11.1%	9.5%	8.3%
% 销售收入	9.2%	8.9%	8.5%	8.3%	8.2%	8.1%	无形资产	63	127	177	108	100	93
管理费用	-213	-242	-247	-302	-357	-419	非流动资产	411	604	682	621	631	642
% 销售收入	4.4%	4.0%	3.2%	3.3%	3.2%	3.1%	% 总资产	16.4%	19.5%	19.1%	15.3%	12.8%	10.9%
息税前利润 (EBIT)	358	376	610	537	653	793	资产总计	2,502	3,092	3,569	4,051	4,919	5,889
% 销售收入	7.4%	6.2%	7.8%	5.9%	5.9%	5.9%	短期借款	812	795	530	447	468	339
财务费用	-55	-68	-51	-50	-48	-43	应付款项	901	1,279	1,545	1,758	2,147	2,609
% 销售收入	1.1%	1.1%	0.7%	0.5%	0.4%	0.3%	其他流动负债	94	106	169	185	214	247
资产减值损失	0	-37	-28	-11	-2	-3	流动负债	1,808	2,180	2,244	2,390	2,830	3,195
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	4	4	4	4	5
投资收益	1	2	5	5	5	5	其他长期负债	10	16	27	0	0	0
% 税前利润	0.2%	0.7%	0.9%	1.0%	0.8%	0.6%	负债	1,818	2,200	2,275	2,394	2,833	3,199
营业利润	303	273	537	480	607	752	普通股股东权益	582	752	1,131	1,414	1,748	2,242
营业利润率	6.2%	4.5%	6.9%	5.3%	5.4%	5.6%	少数股东权益	102	141	163	243	338	448
营业外收支	1	9	28	25	25	25	负债股东权益合计	2,502	3,092	3,569	4,051	4,919	5,889
税前利润	304	282	565	505	632	777	比率分析						
利润率	6.3%	4.7%	7.2%	5.5%	5.7%	5.7%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-78	-55	-118	-86	-101	-117	每股指标						
所得税率	25.6%	19.5%	20.9%	17.0%	16.0%	15.0%	每股收益	0.399	0.388	0.872	0.782	1.004	1.269
净利润	226	227	447	419	531	661	每股净资产	1.341	1.733	2.605	3.257	4.027	5.166
少数股东损益	53	59	69	80	95	110	每股经营现金净流	0.612	0.794	1.308	1.102	1.078	1.309
归属于母公司的净利润	173	169	378	339	436	551	每股股利	0.135	0.160	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	3.6%	2.8%	4.8%	3.7%	3.9%	4.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	29.76%	22.42%	33.47%	24.01%	24.93%	24.56%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	6.92%	5.45%	10.60%	8.38%	8.86%	9.35%
净利润	226	227	447	419	531	661	投入资本收益率	17.78%	17.90%	26.44%	21.14%	21.43%	22.22%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	45	79	89	69	61	63	主营业务收入增长率	23.11%	23.96%	30.06%	16.92%	21.92%	21.26%
非经营收益	56	58	22	38	18	13	EBIT增长率	67.37%	5.15%	62.37%	-12.05%	21.57%	21.49%
营运资金变动	-61	-20	10	-48	-142	-168	净利润增长率	107.75%	-2.63%	124.44%	-10.29%	28.34%	26.39%
经营活动现金净流	266	345	568	478	468	568	总资产增长率	7.60%	23.59%	15.40%	13.51%	21.44%	19.72%
资本开支	-31	-87	-113	11	-44	-45	资产管理能力						
投资	-15	-85	-17	-1	0	0	应收账款周转天数	36.5	38.6	47.6	45.0	45.0	45.0
其他	11	18	24	5	5	5	存货周转天数	74.5	64.2	47.6	50.0	50.0	50.0
投资活动现金净流	-35	-154	-106	15	-39	-40	应付账款周转天数	50.9	52.0	52.1	50.0	50.0	50.0
股权募资	0	0	0	0	-45	0	固定资产周转天数	21.0	23.0	18.8	15.8	12.6	10.0
债权募资	56	-79	-265	-109	21	-129	偿债能力						
其他	-159	-97	-84	-51	-105	-99	净负债/股东权益	47.33%	35.49%	-2.64%	-27.11%	-34.90%	-43.01%
筹资活动现金净流	-104	-176	-349	-161	-129	-228	EBIT利息保障倍数	6.5	5.5	11.9	10.7	13.5	18.6
现金净流量	127	14	113	333	300	300	资产负债率	72.65%	71.13%	63.75%	59.10%	57.59%	54.32%

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	5	11	12	14
买入	0	5	12	12	20
持有	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.64	1.60	1.58	1.60

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 2009-04-21	买入	12.73	N/A
2 2009-04-23	买入	12.03	N/A
3 2009-05-19	买入	12.23	13.00 ~ 13.00
4 2009-08-20	买入	12.95	N/A
5 2009-10-26	买入	16.63	N/A
6 2010-01-28	买入	20.58	N/A
7 2010-03-29	买入	21.92	N/A
8 2010-04-23	买入	26.59	N/A

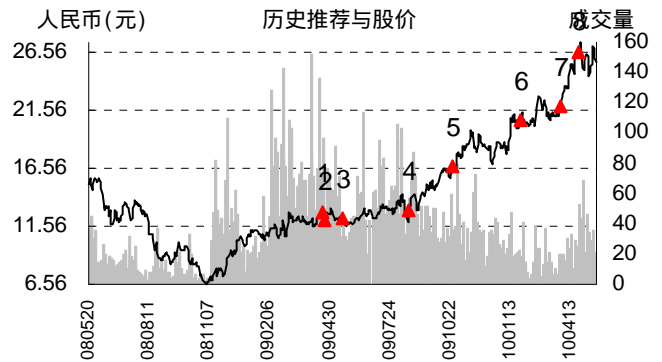
来源：国金证券研究所

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、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“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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金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。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室