

2011年6月3日

# 华东医药

## 受累于股改遗留问题的优秀企业

**A**
**未有评级**

000963.SZ - 人民币 24.04

胡文洲, CFA\*

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(27)	(5)	(21)	(10)
相对新华富时A50指数(%)	(24)	2	(16)	(11)

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	434
流通股(%)	46.8
流通股市值(人民币百万)	4,883
3个月日均交易额(人民币百万)	
净负债比率(%)	36.29
主要股东(%)	
中国远大集团有限责任公司	35.5

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*焦阳是本报告重大贡献者

**中银国际证券有限责任公司**  
 具备证券投资咨询业务资格

华东医药是集制药工业和医药商业为一体的综合性医药企业。公司的制药工业在免疫抑制、糖尿病、消化系统疾病三个领域拥有强力品种, 且是免疫抑制用药领域唯一可以与外资公司全面抗衡的本土企业; 公司的医药商业约占浙江省 1/3 的市场份额, 龙头地位明显。公司的产能正在逐渐成为制约公司发展的瓶颈问题, 由于股改遗留问题迟迟未得到解决, 公司获取资金能力有限, 成长受到了一定的限制。

### 要点

- 公司的免疫抑制用药领域拥有环孢素 A、吗替麦考酚酯、他克莫司、西罗莫司四个品种, 基本形成了完整的专科一线用药产品线, 2011 年在他克莫司放量的带动下, 有望重回 15% 以上的增速。
- 公司把糖尿病用药作为未来的重点发展领域, 目前已有阿卡波糖、盐酸吡格列酮、伏格列波糖、吡格列酮/二甲双胍复方制剂四个产品, 其中后两个产品分别为 2009 年、2010 年新获批产品, 未来销售将会有显著的放量。
- 公司的消化系统用药目前只有泮托拉唑一个品种, 2010 年增长 20.8%。该产品配有专门的销售团队, 预计未来公司在该领域将有新的品种上市以形成补充。
- 公司的医药商业在浙江省境内规模最大, 2009 年位列全国医药商业百强第 12 位, 区域龙头地位稳固。

### 主要风险

- 药品降价范围和幅度超出预期。
- 原有产品的市场竞争格局恶化。

### 图表 1. 投资摘要

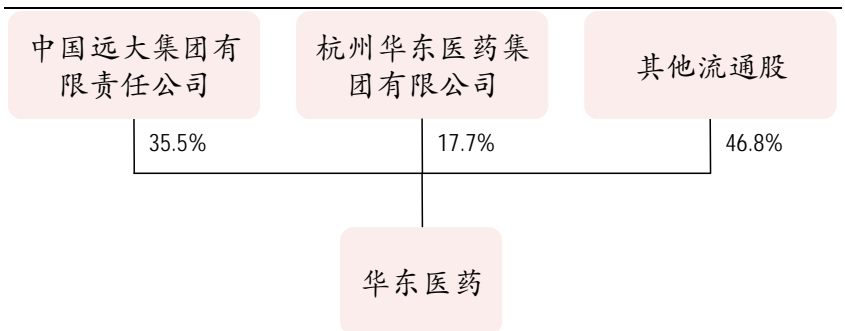
年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	7,825	8,972	10,806	13,143	15,983
变动(%)	30	15	20	22	22
净利润(人民币 百万)	378	317	403	511	637
全面摊薄每股收益(人民币)	0.87	0.73	0.93	1.18	1.47
变动(%)	124	(16)	27	27	25
市盈率(倍)	27.6	32.9	25.9	20.4	16.4

资料来源: 中银国际预测

## 公司概况

华东医药是集制药工业和医药商业为一体的综合性医药企业，于2000年1月27日上市，公司总股本4.34亿，中国远大集团有限责任公司和杭州华东医药集团有限公司为第一、二大股东，分别持有35.5%和17.7%的上市公司股权。其中远大集团属于战略投资者，公司的董事长、法人代表、总经理、董事会多数席位、大部分高管均来自二股杭州华东医药集团。

图表 2. 华东医药股权结构图

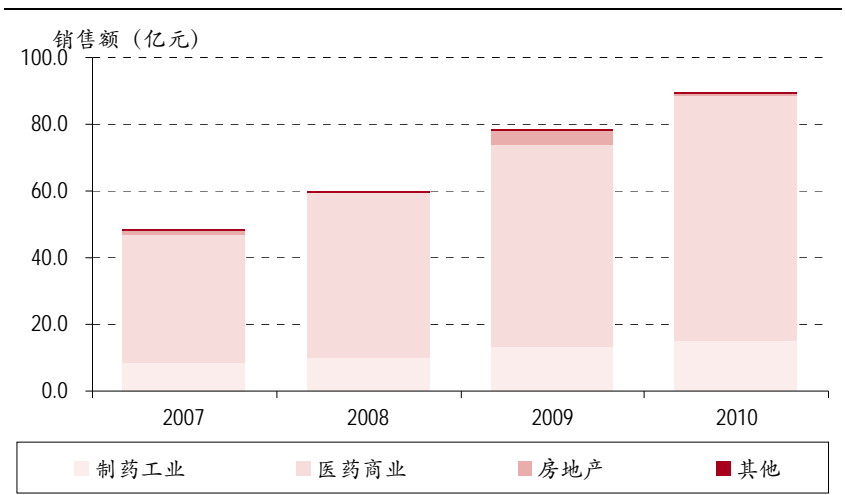


资料来源：公司资料及中银国际研究

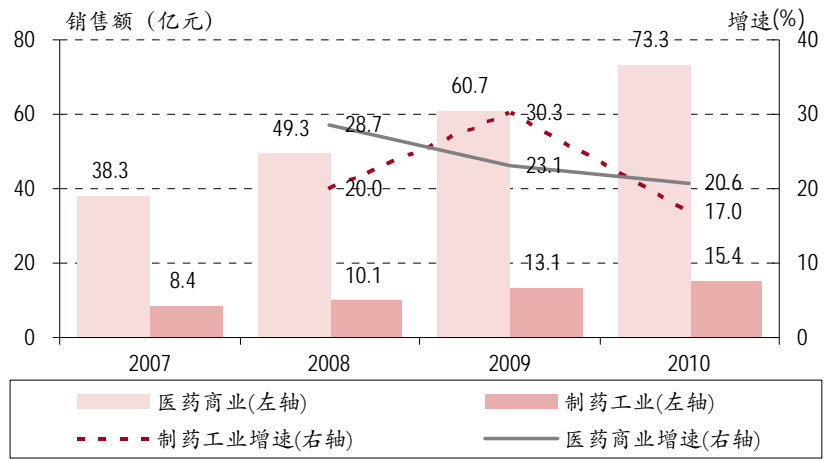
## 业务概况

华东医药业务涵盖制药工业和医药商业两大领域，2010年工业销售额15.37亿元，同比增长17%；医药商业营业收入73.26亿元，同比增长21%。2010年之前，公司曾拥有部分房地产业务，该业务已于2010年4月将该业务剥离，目前公司无房地产相关业务。

图表 3. 华东医药营业收入结构图



资料来源：公司资料及中银国际研究

**图表 4.华东医药主要业务增长情况**


资料来源：公司资料及中银国际研究

## 制药工业

公司的制药工业制药集中在四个领域，分别为免疫抑制、糖尿病治疗、消化系统用药、原料药。

**图表 5.华东医药的主要产品**

领域	主要产品
免疫抑制	环孢素 A、吗替麦考酚酯、他克莫司、西罗莫司、百令胶囊
糖尿病	阿卡波糖、盐酸吡格列酮、伏格列波糖、吡格列酮/二甲双胍复方制剂
消化系统	泮托拉唑
原料药	奥硝唑

资料来源：公司资料及中银国际研究

公司的免疫抑制用药产品线齐全，其中环孢素 A、吗替麦考酚酯、他克莫司为一线用药，西罗莫司为二线用药，百令胶囊为辅助用药。免疫抑制用药属于典型的临床品种，使用者对价格不敏感，对品种和品牌的粘度很强。

环孢素 A 是免疫抑制用药中的老品种，目前国内市场的竞争格局比较稳定，华东医药和诺华各占 40% 左右的市场，华北制药和丽珠集团占据一定的市场份额。过去，环孢素 A 一直是免疫抑制治疗的基本药物，近年来有逐步被他克莫司替代的趋势。公司的环孢素类产品 2010 年销售额在 2 亿元以上，最近几年比较稳定，我们认为免疫抑制药物领域的用户黏度很强，存量患者和少量新增患者的使用将会使环孢素 A 的销售保持稳定。

吗替麦考酚酯是免疫抑制三联用药和四联用药中的常用品种，公司的市场占有率为 20%左右，年销售额超过 1 亿元，最主要的竞争对手是罗氏，另有 5-6 家国内公司占据较小的市场份额。该品种在 2008-2009 年增长很快，2010 年增速下滑至 17%，我们认为该品种未来的增速约为 15-20%。

他克莫司是最有潜力的免疫抑制药物，原研厂为日本藤泽药品，目前国内销售额约 7 亿元。他克莫司作为环孢素 A 的替代品，肝毒性明显小于环孢素 A，正逐渐成为二联、三联、四联用药的基础品种。华东医药的他克莫司于 2009 年上市，2010 年销售额约为 3,000 万元，预计 2011 年增速超过 100%，未来增速仍在 50%以上，有望占据 30-40%的市场份额。

西罗莫司的作用机制与其它免疫抑制剂截然不同，通常作为环孢素 A 和吗替麦考酚酯的替代品，用于耐受性较差的个体。西罗莫司非常规治疗方案用药，销售额基数较低，但近年来增速很快。西罗莫司的原研厂为惠氏，目前国内华北制药、浙江医药、福建科瑞均有产品获批。我们认为西罗莫司有一定的市场开发价值，预计未来 2 年将保持 30%左右的增长。

公司的百令胶囊一直作为免疫抑制用药的辅助药品，已上市销售多年，2009 年以前的增速为 20%左右。百令胶囊为人工发酵虫草菌粉制成，药典所列主治为用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、咯血、腰背酸痛，慢性支气管炎的辅助治疗。由于人工虫草菌粉的使用领域非常广泛，目前百令胶囊已用于肿瘤科、肝病科、呼吸科、内分泌科、肾内科、保健科等多科室。公司也为百令胶囊组建了 200 人左右的销售团队，2010 年百令胶囊销售增长接近 30%，焕发了新的生机。未来三年，不考虑产能因素的影响，我们认为百令胶囊的销售增速将保持 25-30%。

免疫抑制用药主要用于器官移植领域。目前，我国在器官移植领域的法律法规仍有待健全，人们的思想观念仍比较保守，导致器官供体严重不足。我们认为这种情况短期难以发生实质性变化。公司在免疫抑制用药领域的发展主要来自于市场占有率的提高以及每年数量较少的新增器官移植患者。不过公司在免疫抑制领域的龙头地位非常明显，已经形成了很好的品牌效应，相关科室医生的认可度很高，未来如行业发生积极转变，公司将率先受益。

**公司在糖尿病治疗领域拥有 4 个主力品种，形成了很好的产品梯队。**

阿卡波糖是糖尿病治疗中的主力品种，也是公司在糖尿病用药中的最大品种。2010年以前，公司的阿卡波糖在国内主要竞争对手为拜耳制药和四川宝光，其中拜耳销售额超过12亿元，四川宝光市场份额较小。公司的阿卡波糖2010年销售约3亿元，同比增长15%，增速显著低于2009年。该品种为医保乙类处方药，单日服用价格较高的特点抑制了非医保用户的购买欲望，报销用户又对产品的价格较不敏感，限制了公司产品相对于拜耳的价格优势，因此近年市场份额未显著上升。目前已有多家企业向SFDA递交了阿卡波糖仿制申请，部分已经于2010年陆续获批，预计未来阿卡波糖的市场竞争将会加剧，药品售价未来几年可能下降。我们认为阿卡波糖未来的增速将保持15%左右。

盐酸吡格列酮是公司糖尿病用药的第二大品种，2010年销售接近5,000万元，同比增长30%以上。吡格列酮的市场竞争较为激烈，国内场产品获批的企业包括沈阳金龙、北京太平洋、沈阳施德等超过15家。我们认为，虽然吡格列酮增长较快，但竞争形势的严峻可能使得公司未来把主要精力放在新上市的吡格列酮/二甲双胍的销售上，由于目前吡格列酮销售基数较小，预计未来两年吡格列酮仍将保持25-30%的增长，但空间较为有限。

吡格列酮/二甲双胍是公司2010年获批的新药，该药由武田制药原研，但未在中国注册，华东医药在国内首先注册成功，目前国内获批的只有华东医药和江苏德源两家，在审的也只有武田的原研产品和江苏德源的缓释片。我们认为该品种较为宽松的竞争形势有望在近几年得以保持，公司很可能将该品种作为未来的重点品种进行推广。目前吡格列酮/二甲双胍正在招商，我们预计2011年销售额不超过1,000万，未来三年有望超过吡格列酮成为公司的第二大糖尿病用药品种。

伏格列波糖是公司的战略性补充品种，其作用机理与阿卡波糖相似，但市场认可度不如阿卡波糖，市场竞争程度比阿卡波糖激烈，目前已有包括扬子江药业、海正药业、北京太平洋等15家的企业获得各种剂型的生产批文。我们认为该品种将会在药品招标中与公司的阿卡波糖协同作战，保证公司糖尿病治疗药品在国内各省的全覆盖。

目前公司在糖尿病治疗领域有着约200人的销售团队，公司产品的品牌效应正在形成，预计未来糖尿病用药将是公司重要的发展方向。

公司的消化系统用药目前只有泮托拉唑一个品种，包括注射剂和胶囊两个剂型，2010年销售约为2.5亿元，同比增长22%。该药品的市场竞争极为混乱，目前拥有生产批文的企业达到数十家。拉唑类药物的市场规模约为40亿元，泮托拉唑对较为低端的奥美拉唑有一定的替代作用，且与竞争产品兰索拉唑和埃索美拉唑的价格相差不多，因此国内泮托拉唑的整体销售增长很快。目前公司产品的市场占有率紧随百克顿和扬子江药业排名第三，市场占有率约20%。预计未来三年公司泮托拉唑的增速为20%，增长主要来自泮托拉唑市场对奥美拉唑的替代以及公司产品市场占有率的维持。

泮托拉唑市场的主要风险是降价风险，相对于近有5家公司生产的注射用兰索拉唑和阿斯利康独家生产的注射用埃索美拉唑，几十家企业生产的泮托拉唑降价风险较大。公司消化系统用药的销售队伍约为100人，仅销售泮托拉唑一个大品种略显浪费，预计公司将会积极寻求其他消化系统用药品种。

公司的原料药业务主要集中在西安博华旗下的九州制药中，主要品种为奥硝唑。2010年该业务收入约为7,000万元，我们预计未来3年该业务的增速为10-15%。

公司正在计划发展抗癌药产品，目前两个品种正在申请中，分别为阿那曲唑和来曲唑。

阿那曲唑为阿斯利康原研药品，适用于晚期乳腺癌的治疗和早期乳腺癌的辅助治疗。目前国内市场由阿斯利康、扬子江药业、重庆华邦、浙江万马四个公司占据，海正药业和华东医药的产品正在报批。

来曲唑为诺华原研药品，是晚期乳腺癌的二线治疗药。目前国内市场由诺华和恒瑞医药占据，海正药业、重庆圣华曦和华东医药的产品正在报批。

我们认为公司正在试探性的迈入抗癌药领域，尽管目前报批的品种并非传统意义的大品种，但相对来说品种的市场竞争程度也较为缓和，且初期的销售可以利用百令胶囊现有的销售队伍和渠道，对公司是一种攻守兼备选择。

## 医药商业

公司的医药商业一直牢牢占据着区域龙头的位置，与英特集团各占浙江省 1/3 的份额，且份额略高于英特集团。我们认为浙江省的医药商业竞争格局已经确立，短期不会有重大变化，同时浙江省作为国内最发达的省份之一，由于居民较为富裕，包括基层医疗的医药卫生行业增速也高于国内平均水平。因此，华东医药的医药商业业务增长将超越行业品均增速，预计未来 3 年将保持 21-22% 的增长。

## 股改遗留问题

近两年，很多医药类上市公司进行了再融资，加快了发展的步伐。受累于股改遗留的问题，公司始终无法进行再融资，目前资金状况较为吃紧。以 2010 年为例，无论是在以品种见长的医药工业企业中，或是在医药商业区域龙头中，高达 6,000 万元的财务费用都较为罕见。同时，资金紧张也使得公司很快将面临产能瓶颈，百令胶囊的原料可能会在 2013 年遭遇到瓶颈问题，一些非主要品种的制剂生产也有可能在未来 1-2 年受到限制。

我们认为目前的局面对于大股东、二股东、广大流通股股东都是最不利的选择。仅从商业利益的角度考虑，解决股改遗留问题的基础已经具备，等待的只是在合适的时机出现有创造性的提案。

## 主要风险

公司的阿卡波糖和泮托拉唑降价预期较强，未来如降价幅度超过预期，则有可能对公司业绩产生负面影响。此外，阿卡波糖和他克莫司市场近期均有新的竞争者加入，公司的产品销售可能受到冲击。

## 结论

我们认为华东医药是国内专科仿制药和区域医药商业龙头的代表性企业，具有长期投资价值。目前公司股价并未包含未来可能的器官移植行业发生积极转弱的预期，也不包含股改遗留问题近期得以解决的预期，且与其他制药公司 A 股一样包含了部分的药品降价预期，相对于公司良好的基本面，现阶段公司的股价具有很好的安全边际。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

### 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

### 相关关联机构:

#### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

#### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 2867 6333  
传真: (852) 2147 9513

#### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

#### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

#### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

#### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371