

**华东医药 (000963.SZ) 医药流通行业****评级：买入 维持评级****公司点评****李龙俊**分析师 SAC 执业编号：S1130210080003  
(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**分析师 SAC 执业编号：S1130210050004  
(8621)61038219  
lijingl@gjzq.com.cn

## 器官移植工作进一步深入

### 事件

日前，卫生部副部长黄洁夫表示，我国人体器官捐献和获取试点工作已经启动，并将首次尝试捐献者经济救助机制，今年 9-10 月将建成“心死亡”遗体器官捐献体系。

### 评论

**器官移植工作不断推进中：**我国将于今年 9 月左右建成“心死亡”遗体器官捐献体系，从而标志着捐献体系工作由试点向全国范围推开，范围大大扩大；此次黄洁夫还重点详细指出遗体器官捐献的补偿问题，这在我国是首次尝试，我们认为合理的补偿措施符合我国的国情，对提高器官捐献比例有重大意义；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，我国器官捐献将有望步入质变到量变的发展阶段。

**免疫抑制剂是巨大的潜力宝库：**目前国内免疫抑制剂行业的增速较慢，而实际上，器官移植患者的需求远远没有得到满足，造成器官移植的巨大供需缺口的原因是供体严重不足；目前我国器官捐献比例只有全球发达地区的 1/100 到 1/1000，器官捐献还有非常大的提升空间；同时，免疫抑制剂是终身用药，一旦器官捐献的瓶颈得到突破，免疫抑制市场将呈现爆发性地增长。

**公司是免疫抑制领域绝对的龙头：**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；同时，公司拥有国内最完备的免疫抑制剂产品线，充分满足患者组合用药的需求；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。

### 投资建议

我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.75 元、1.004 元和 1.269 元。

今年公司将陆续有多个新产品上市或拿批文，并计划融资投资建设新的生产基地；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。

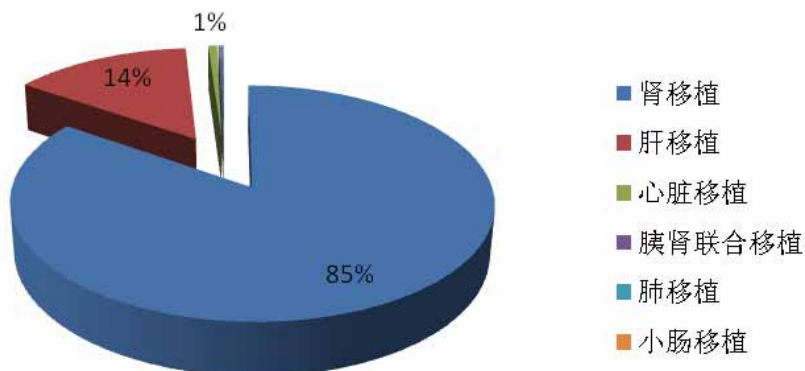
## 器官移植工作不断推进

- 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。
- 截至今年2月底，我国通过人体器官捐献体系已实现捐献37例。其中广东19例，为捐赠最多的省份，此外，天津、湖南、辽宁等省市也有捐赠。成功捐献大器官97个，肝脏30个，肾脏64个，心脏3个，角膜39个，皮肤若干。
- 黄洁夫副部长日前指出，我国将于今年9-10月完全建成“心死亡”遗体器官捐献体系，从而标志着试点工作向全国范围推广。
  - 目前我国已形成心脏死亡器官捐献法规，相应的机构正在国务院编制办批准之中，预计很快会实现，届时将委托第三方机构——中国红十字会负责我国器官捐献组织工作，其将依法承担相应责任，同时对包括人员、机构、资金等进行规范。
  - 红十字会可向器官移植接受方收取与开发捐献者系统相关的实际费用，以及与器官获取相关的实际费用。在卫生部和红十字会组织下，我国还将建立器官移植应对系统，包括受者管理系统、等待器官列表管理系统、捐献者管理系统和器官分配/匹配系统。
- 此次黄洁夫还重点详细指出遗体器官捐献的补偿问题，这在我国是首次尝试，我们认为合理的补偿措施符合我国的国情，对提高器官捐献比例有重大意义。
  - 目前相关机构正在制定在器官捐献之前、期间和之后对捐献者及其家人提供人文关怀和照顾的相应措施，确保遗体器官捐献工作合法、人道、尊严、体面和光荣，其中将包括救助补偿政策。
  - 因为器官捐献移植涉及必要的经费需求，还要考虑捐献者在医院医治中的医疗费用负担和捐赠者家庭的困难，因此将采取经济补偿政策，如住院医疗费用的减免、捐赠者家庭的医疗保险、困难救助、学费优惠、减少纳税、捐献者殓葬费用等都可以纳入考虑。
  - 此外，还可以采取精神鼓励和表彰的办法，如写感谢信、授予荣誉称号、建纪念公园等。
- 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、造血干细胞捐献以及无偿献血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以及完善对器官捐献者的补偿机制，将有效提高器官捐献比例。

## 免疫抑制剂：巨大的潜力宝库

- 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。

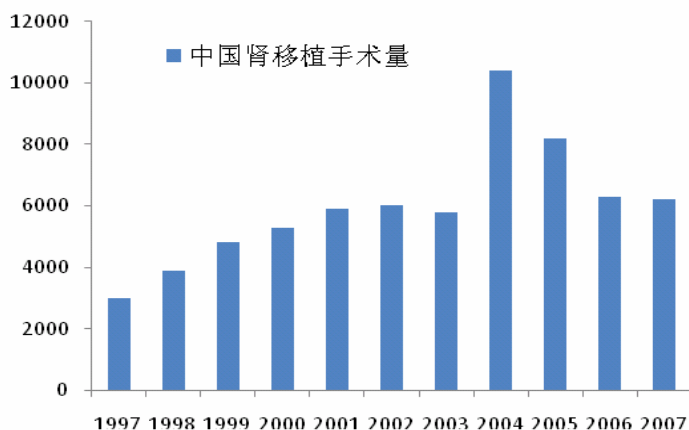
图表1: 器官移植收入以肾移植和肝移植为主



来源: 国金证券研究所

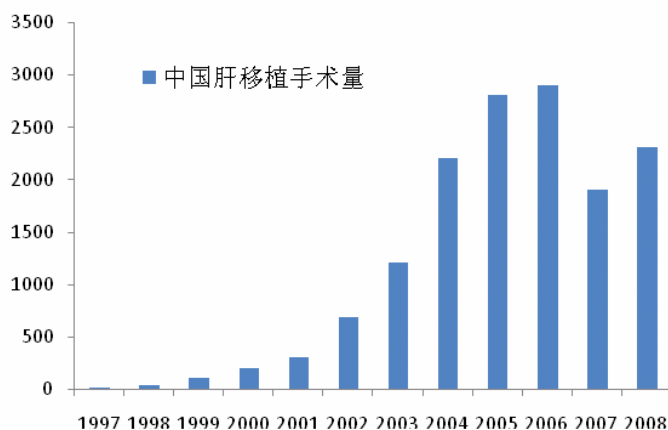
- 根据中国移植随访管理系统的数据库, 我国肾移植后 1 年、3 年、5 年生存率分别为 95.4%、89.3%、72.7%。另据中国肝移植注册系统的数据库, 我国大陆 25 家肝移植中心开展的肝移植中, 1 年、3 年、5 年生存率分别达 84%、80%、76%。

图表2: 中国肾移植手术量回归到 6000 多例



来源: 国金证券研究所

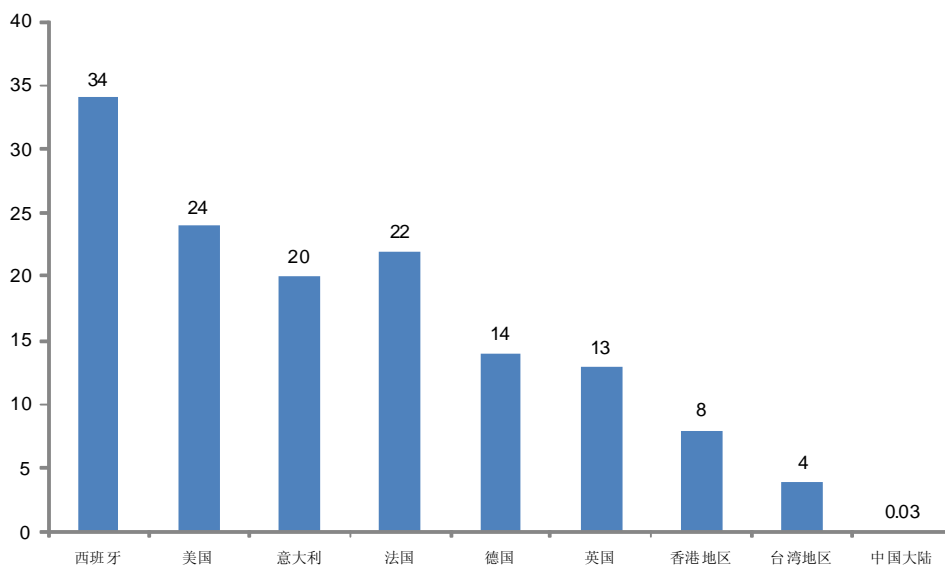
图表3: 中国肝移植手术量的发展速度比较快



- 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。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4：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）。

## 公司是免疫抑制的绝对龙头

- 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5：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：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6: 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) 田可 (华北制药)	骁悉 (罗氏)	普乐可复 (藤泽)	金水宝

来源: 国金证券研究所

- 免疫抑制剂的市场发展对公司影响非常大, 2009 年数据显示, 公司医药工业中有 50% 左右的销售收入来自于免疫制剂产品。我们认为, 公司坐在“免疫抑制劑”这座大金矿上, 一旦器官移植领域积累到从质变到量变的爆发阶段, 公司将受益匪淺。

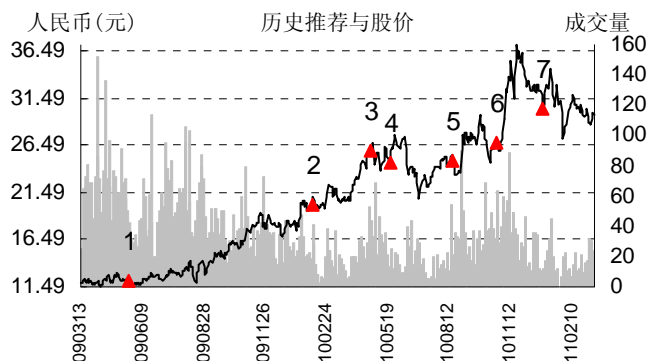
### 盈利预测及投资建议:

- 我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.75 元、1.004 元和 1.269 元。
- 今年公司将陆续有多个新产品上市或拿批文, 并计划融资投资建设新的生产基地; 考虑到公司在免疫抑制劑领域的龙头地位, 以及免疫抑制劑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。

**历史推荐和目标定价(人民币)**

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-05-19	买入	12.21	13.00 ~ 13.00
2	2010-01-28	买入	20.21	N/A
3	2010-04-23	买入	25.97	N/A
4	2010-05-21	买入	24.68	30.00 ~ 35.00
5	2010-08-18	买入	24.86	N/A
6	2010-10-25	买入	26.82	N/A
7	2010-12-27	买入	30.40	N/A

来源：国金证券研究所


**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	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室