

华海药业（600521） 西药

——承接专利药企业转移之路的最大受益者

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	25.68	元
------	----	------	---	-----	-------	---

投资要点：

- 全球专利药解禁大潮已近，公司转型面临难得机遇。未来几年，每年将会有若干重磅炸弹及产品到期，这将改变现有医药市场格局，以原料药生产及仿制药生产的企业面临难得发展机遇。我们认为，公司将抓住这一难得机遇，加速从原料药供应商到制剂生产商的转型，未来高毛利的制剂产品比重将逐步扩大。
- 公司07年底与默克签定的爱滋病药的OEM生产，将在2010年开始生产，这是我国承接专利药企业生产的一个标志，成功完成对华海来说是上了一个台阶，以后谈判会更有筹码。另外公司还将陆续与一些世界专利药巨头签定一系列OEM的协议，这将使公司成为这场专利药企业转移的最大受益者。
- 盈利预测与投资评级。公司是全国特色原料药生产的龙头企业之一，随着国际专利药解禁大潮的到来，公司产品面临巨大的市场需求。此外，金融危机的影响也将加速国际制药巨头将部分研发及生产向以中国为代表的低成本市场转移，公司有望借助这一历史性机遇加速从原料药供应商向制剂生产商的转型。我们预计公司09、10、11年将实现每股收益0.51元、0.64元、1.20，股价对应市盈率为50、40、21倍，给予“推荐”投资评级。
- 公司最大的风险来自股东。目前第一大股东持股30%（现任董事长），第二大股东持股25%，机构合计25%，其它20%。2010年3-4月要进行领导层的换届选举，如果第二大股东成为公司的管理者，公司的发展将发生战略性的变化，因为二大股东对华海的定位是原料药企业。这势必会遏制公司的长远发展。

2010 年 1 月 6 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	26.00/11.92
上证指数/深圳成指	3282.18/13517.38
50 日均成交额(百万元)	72.14
市净率(倍)	7.06
股息率	0.78%

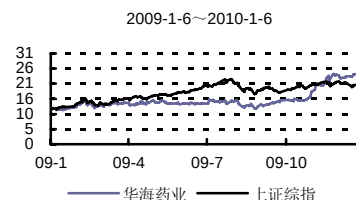
基础数据

流通股(百万股)	299.23
总股本(百万股)	299.23
流通市值(百万元)	7684.13
总市值(百万元)	7684.13
每股净资产(元)	3.64
净资产负债率	38.09%

股东信息

大股东名称	陈保华
持股比例	26.10%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员：	刘晓明
电 话：	021-51097188-1931
电 邮：	
联系人：	赵喜娟
电 话：	(86-21) 51097188-1952
电 邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：	中国上海市浦东南路379号金穗大厦15F（200120）

目 录

第 1 部分 公司概况	4
1.1 公司股权结构	4
1.2 公司主要产品	5
1.3 研发能力	6
第 2 章 特色原料药升级之路	8
2.1 公司目前原料药情况	8
2.2 原料药企业向制剂生产企业转变是企业发展必由之路	8
2.3 制剂获得 FDA 认证 公司迈出产业升级重要一步	10
第 3 章 承接专利药企业转移之路	10
3.1 专利药企业转移背景	10
3.2 全球专利将陆续到期，公司发展面临难得机遇	11
3.3 公司在承接制剂生产转移上的进展	12
3.4 “印度模式” 值得借鉴	12
3.3.1 Ranbaxy——15 年增长 30 倍的奇迹	13
3.3.2 Piramal Healthcare ——股价 8 年上涨 8 倍	14
第 4 章 盈利预测与投资评级	14
4.1 盈利预测假设	14
4.1.1 2010 年是公司业绩快速增长的一年	14
4.1.2 2011 年将是公司业绩爆发式增长的一年	14
4.1.3 2011 年以后	15
4.2 投资评级	15
第 5 章 风险因素	16
附注：	17

图表目录

图表 1 股权结构图	4
图表 2 公司产品结构构成	6
图表 3 公司主要产品毛利率变化情况	6
图表 4 药品生产各阶段利润构成情况	8
图表 5 近 10 年全球医药市场销售额	9
图表 6 近几年专利药解禁规模	11
图表 7 印度原料药企业的升级之路	13
图表 8 近年国内医院沙坦类药物销售收入及增长情况	18

表格目录

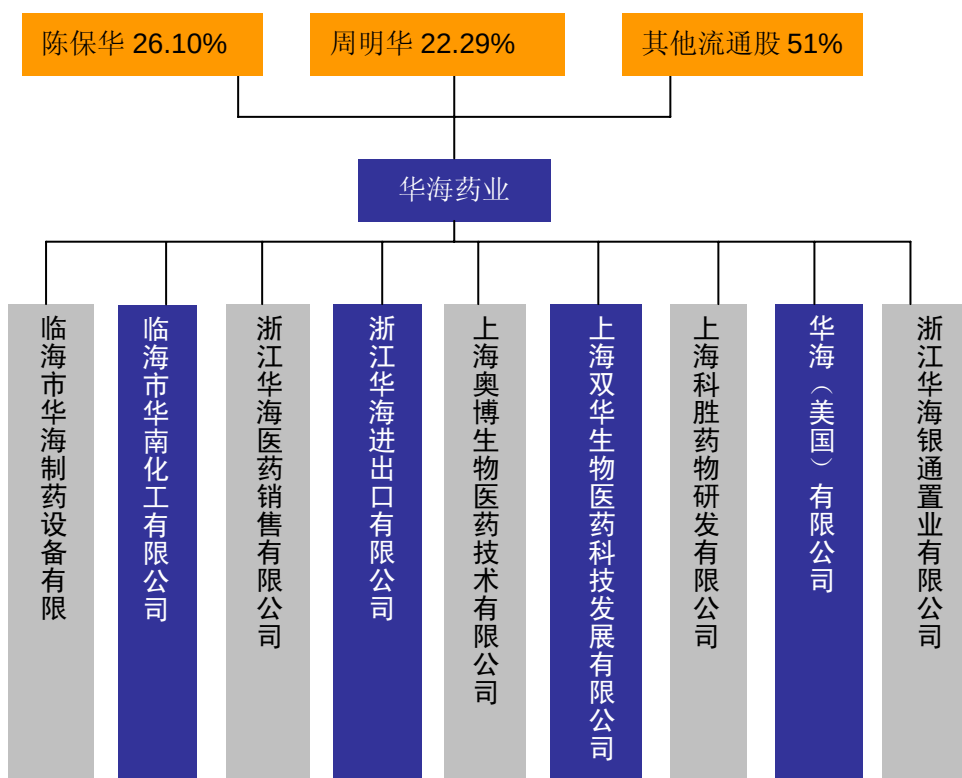
表格 1 公司各子公司经营情况	5
表格 2 公司产品通过认证情况	7
表格 3 公司制剂发展主要模式	10
表格 4 沙坦类药物专利到期情况	12
表格 5 中国制药企业的国际产业升级路径	12
表格 6 公司沙坦类药物产能及销售情况	15
表格 7 普利类药物主要生产厂家	17

第 1 部分 公司概况

1.1 公司股权结构

华海药业股权结构简单，董事长陈保华持有公司 26.1% 的股份，为公司第一大股东，为公司实际控制人。公司治理结构的稳定。产品发展思路和产业升级路线清晰。作为国内化学原料药子行业的优秀企业、特色原料药细分领域的代表型公司，一直以来财务结构稳健（负债率 33.42%），盈利能力突出（净利率 15.71%、净资产收益率 8.94%）。公司将逐渐实现从原料出口到制剂出口的产业升级，打开公司在全球制药产业链中的发展空间，公司的估值水平也将逐步向一线医药股水平提升。

图表 1 股权结构图



资料来源：公司公告、国元证券整理

表格 1 公司各子公司经营情况

子公司	持股比例	业务性质	经营范围
临海市华南化工有限公司	100%	医药化工	D-3-乙酰巯基-2-甲基丙酰氯、有机中间体（不含危险化学品及易制毒化学品）制造
浙江华海医药销售有限公司	100%	商品流通	中成药、化学原料药、化学药制剂、抗生素、生化药品、诊断药品批发
浙江华海进出口有限公司	100%	进出口贸易	自营和代理各类商品及技术的进出口业务，但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外；经营进料加工和“三来一补”业务；经营对销贸易和转口贸易
上海奥博生物医药技术有限公司	90%	科研开发	生物、医药产品的研究、开发和技术转让，医药中间体（非药品及化工产品）的研发及销售，从事货物与技术的进出口业务。（涉及许可经营的凭许可证经营）
上海双华生物医药科技发展有限公司	100%	医药化工	生物、医药产品的研究开发，相关领域的“四技”服务，医药中间体的销售（涉及许可经营的凭许可证经营）
上海科胜药物研发有限公司	100%	科研开发	生物、医药产品的研发及技术转让，医药中间体的销售，从事货物及技术的进出口业务（涉及许可经营的凭许可证经营）
华海（美国）有限公司	100%	进出口贸易	药品及中间体贸易
浙江华海银通置业有限公司	60%	房地产业	房地产开发、经营
临海市华海制药设备有限公司	80%	制造加工	化工生产专用设备、制药专用设备制造,金属压力容器制造、安装

资料来源：公司公告、国元证券整理

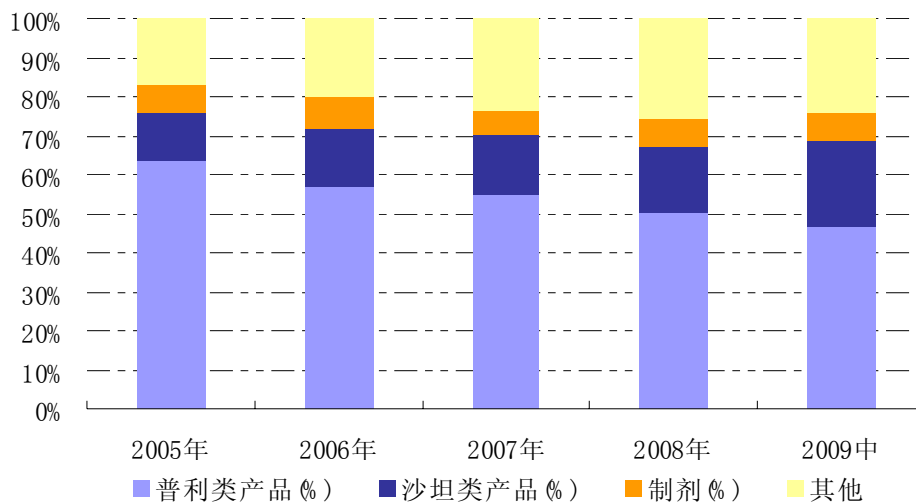
1.2 公司主要产品

华海药业是以心脑血管类药物生产为主的大型制药企业，其产品分原料药及制剂两部分。上市以前，原料药大部分销往非规范市场（如中东、南美、东南亚等），近几年，随着公司通过美国及欧洲一系列质量认证，公司产品开始销往欧美等规范市场，进入规范市场后，供求关系开始稳定，对价格敏感度下降，价格也开始上升。此外公司还尝试进军国内外制剂市场，但目前所占比重还不高。

公司目前产品主要分为普利类及沙坦类两大系列，其合计销售收入占整体销售额的 70%以上。普利类产品曾经是公司的销售明星，但该产品系列经过多年高速增长，已经进入成熟期，未来将保持平稳的增长。沙坦类是公司新的利润增长点。沙坦是

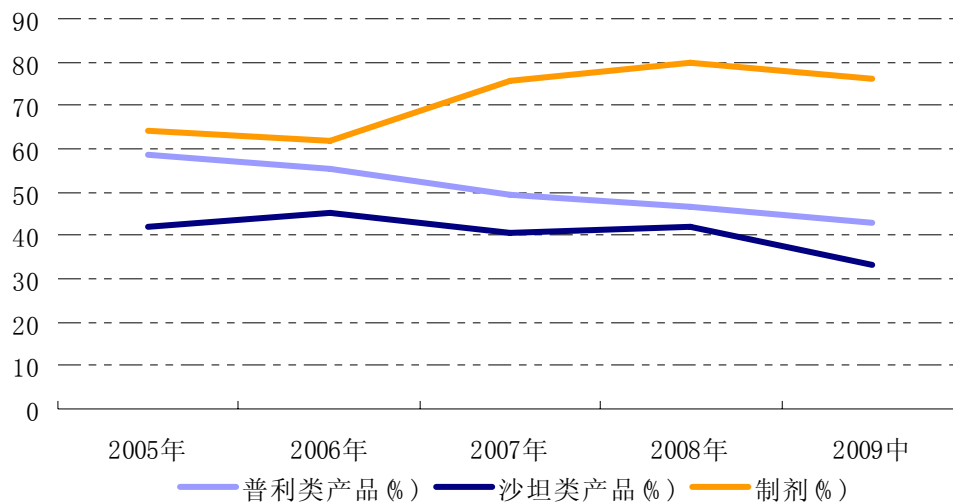
现在到未来 20 年内，最大一个系列的专利药集中到期的品种，公司为此也做了充足的准备，将会陆续有新产品推出。我们认为，公司沙坦类产品未来将保持 30% 以上的增长速度，并且有超预期可能。

图表 2 公司产品结构构成



资料来源：公司公告、国元证券整理

图表 3 公司主要产品毛利率变化情况



资料来源：公司公告、国元证券整理

1.3 研发能力

公司初创于 1989 年，是国家级高新技术企业和省政府确认的“五个一批”重点企业，设有国家级企业技术中心、博士后工作站，是首批“国家环境友好企业”中唯一一家医化企业。目前科研队伍中博士占 7%-8%，硕士占 30%，现在有三个副总分管制剂、分析化验、工艺开发（新产品开发）。公司近年科研经费每年投入都超过 2000 多万元，08 年达 4000 余万元。建立了省级浙江华海医药高新技术研究开发中心，同时还分别与中科院上海有机化学研究所、上海医药工业研究院建立了联合研

究开发中心,成立了上海奥博生物医药科技有限公司和上海科胜药物研发有限公司等产品研发公司,华海还与有关科研院所、高等院校保持着长期良好的技术合作关系。

公司管理健全,所有产品均已通过国家 GMP 认证,是国内通过国际药品质量认证最多的企业之一。2007 年 6 月公司抗艾滋病药物奈韦拉平以零缺陷通过了美国 FDA 认证,成为中国首家制剂通过 FDA 认证的制药企业,具有中国化学制剂行业里程碑式的意义。此外,6 个原料药及固体制剂通过了澳大利亚 TGA 认证,原料药和制剂通过了欧盟 GMP 认证,数个产品获得了 COS 证书,并且有部分产品通过了韩国 KFDA 认证以及丹麦官方、法国官方和意大利官方的认证。

表格 2 公司产品通过认证情况

时间	通过认证情况
2000 年 07	原料药(准)认证
2001 年 9 月	厄贝沙坦(原料药)通过国家 GMP 认证
2002 年 6 月	卡托普利(原料药)通过国家 GMP 认证
2002 年 8 月	口服固体制剂车间(片剂、胶囊剂)通过国家 GMP 认证(准)
2003 年 1 月	马来酸依那普利、赖诺普利(原料药)通过国家 GMP 认证
2003 年 10 月	去羟肌苷、尼莫地平(原料药)及制剂车间通过国家 GMP 认证
2003 年 11 月	公司 6 个原料药及固体制剂车间通过澳大利亚 TGA 检查
2004 年 4 月	硫酸苄地那韦、奈韦拉平、富马酸酮替芬、盐酸帕罗西汀(原料药)通过国家 GMP 认证
2004 年 10 月	盐酸多巴酚丁胺(原料药)通过国家 GMP 认证
2005 年 4 月	依那普利通过韩国 KFDA 认证
2005 年 6 月	氯沙坦钾(原料药)通过国家 GMP 认证
2005 年 10 月	阿托塞米(原料药)通过国家 GMP 认证
2005 年 12 月	利培酮(原料药)通过国家 GMP 认证
2006 年 3 月	重酒石酸间羟胺、奈韦拉平、硫酸苄地那韦(原料药)通过国家 GMP 认证
2006 年 5 月	卡托普利、依那普利、赖诺普利和雷米普利等四个产品通过丹麦官方现场审计
2006 年 6 月	福辛普利钠(原料药)通过国家 GMP 认证
2006 年 8 月	华南公司通过 ISO9000 质量管理体系认证
2006 年 10 月	氯沙坦钾、厄贝沙坦(原料药)通过国家 GMP 认证
2007 年 1 月	澳大利亚官方 TGA 审计 产品包括:卡托、依那、赖诺、西酞普兰、阿拉明.(全为原料药)
2007 年 3 月	意大利官方 AIFA 审计 产品为喹那普利(原料药)
2007 年 3 月	美国官方 FDA 审计
2007 年 5 月	法国官方审计,产品为氯沙坦钾(原料药)
2007 年 6 月	德国汉堡官方审计,产品为多奈哌齐(原料药、制剂)

资料来源:公司公告、国元证券整理

第 2 章 特色原料药升级之路

2.1 公司目前原料药情况

华海的沙坦类原料药已经 5 家仿制药企业的第一供应商。理论上，氯沙坦在专利药到期后能有多大程度的放量取决于仿制药客户的制剂占有率，但是对应的原料药的需求量也是很可观的。

目前，FDA 仅批转了 5 家企业的氯沙坦制剂认证，分别是 TEVA、ROXANE、LEK、ZYDUS、AUROBINDO，即使未来仍会批准其他企业的认证，但是总体上认证的数量不会太多。

2.2 原料药企业向制剂生产企业转变是企业发展必由之路

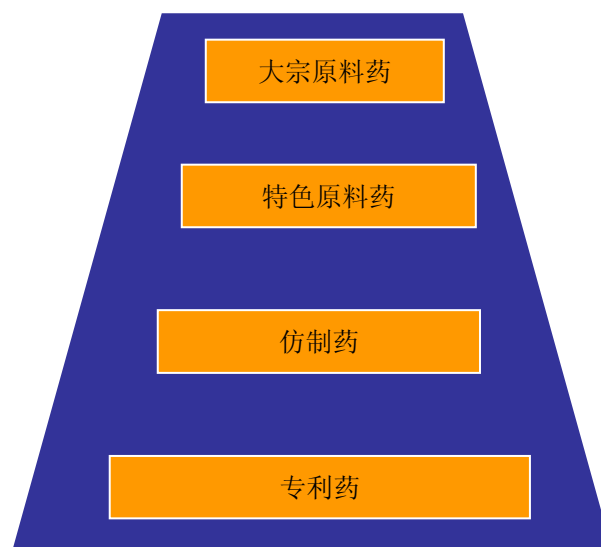
对于原料药，业内一直将原料药生产企业划分为大宗原料药和特色原料药两个子行业。大宗原料药是指青霉素、维生素、激素等大吨位、不涉及专利问题的传统化学原料药，而特色原料药则是指为非专利药企业及时提供专利刚刚过期产品的原料药。其中特色原料药利润要高于大宗原料药。

中国作为世界上最大的原料药出口国之一，出口的原料药商品（主要包括化学原料药、生化原料和植物提取物）已遍及世界各地，其中欧盟、亚洲和北美是最大的原料进出口贸易地区。在产品结构上，2007 年化学原料药占药品类出口份额的 80% 左右。中国之所以能够成为原料药出口大国，主要是以低成本优势及牺牲环境为代价取得的。但近年来，随着我国《制药工业污染物排放标准》的实施，使得原料药企业成本增加 5%-10%。而且目前多数企业难以达到新标准的要求，全国至少要投入上百亿元改造现有面对这多重的压力，此外，随着人们生活水平的提高，用工成本在中国也成不断上升趋势，这就要求原料药生产企业进行转型，向高毛利的制剂领域进军。

原料药企业向制剂生产企业转型可以带来以几点好处：

- 首先，从整个医药的产业链来看，处于最低端的原料药利润最少，其次是特色原料药、仿制药，利润最高的是专利药。以辛伐他汀为例，其原料药和制剂销售收入差 500 倍之多。

图表 4 药品生产各阶段利润构成情况

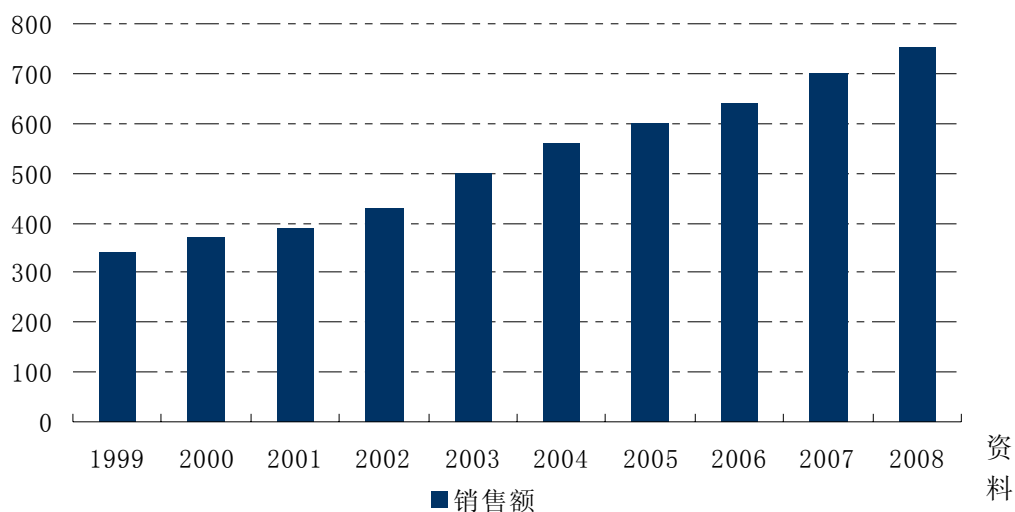


资料来源：国元证券整理

- 其次，通过制剂转型，原料药企业不仅提升盈利能力，巨大的市场和需求的稳定性还可以解决因原料药价格波动引发的业绩波动。因为原料药的本质是化工产品，因此其市场竞争与医药产业的其他企业相比具有截然不同的特点。原料药企业的产品受制于周期性和成长空间限制。以海正为例，2003 年，辛伐他汀专利到期，作为全球少数具备生产条件的厂家，海正立即获得大笔定单，产销量呈现爆炸式增长。但在随后的 3 年左右时间里，他汀原料药毛利率从最高的 65% 下降到现在的 25%，使得海正的业绩出现了巨大的波动。
- 最后，制剂的市场规模和产品的附加值远高于原料药，企业可由此实现价值增长。

综上所述，原料药生产企业进行产业升级是企业发展的必由之路。

图表 5 近 10 年全球医药市场销售额



来源：IMS Health Datamonitor 国元证券整理

2.3 制剂获得 FDA 认证 公司迈出产业升级重要一步

从中间体到原料药再到制剂，由低附加值的原料药出口转向高附加值的制剂生产，这是原料药厂商向制剂转型的必由之路，而其中从原料药生产到制剂生产的转型是最为关键的一环，在这一点上，华海走在了最前面。早在 02 年开始，公司就开始启动对美国出口制剂的 FDA 的认证，经过近 5 年时间，耗资近一亿美元，07 年 6 月 25 日，华海药业生产的抗艾滋病药品奈维拉平获得了美国 FDA 认证，这是中国第一个获得 FDA 认证的药品，这对华海来说具有重要的意义，对中国制药企业也是具有里程碑意义的大事。FDA 是（美国）食品药品监督管理局的英文缩写，它是目前国际上对品质要求最高的药品认证，通过美国 FDA 认证，意味着世界上几乎所有的国家，都将会认同其质量保证体系达到了国际最高标准，这也为公司向欧盟等规范市场销售制剂打开了方便之门。

公司制剂发展有以下三种模式可供选择，目前来讲，公司还是以转移生产为主，正逐渐向联合申报这种模式延伸，未来，公司将实现自产制剂海外出口。

表格 3 公司制剂发展主要模式

模式名称	具体情况
直接申报	申报制剂生产文号，然后直接进行制剂海外销售。
与客户联手	与客户联手申报，公司负责提供产品，国外厂商负责销售。目前公司已经开始进行了这方面的尝试。
转移生产	专利药企业转移

资料来源：国元证券整理

第 3 章 承接专利药企业转移之路

3.1 专利药企业转移背景

华海药业是我国承接国际专利药企业生产基地转移的先锋企业，公司早在 07 年成为国内第一家拥有美国 FDA 生产制剂认证的企业，而且到目前为止也只有华海一家。

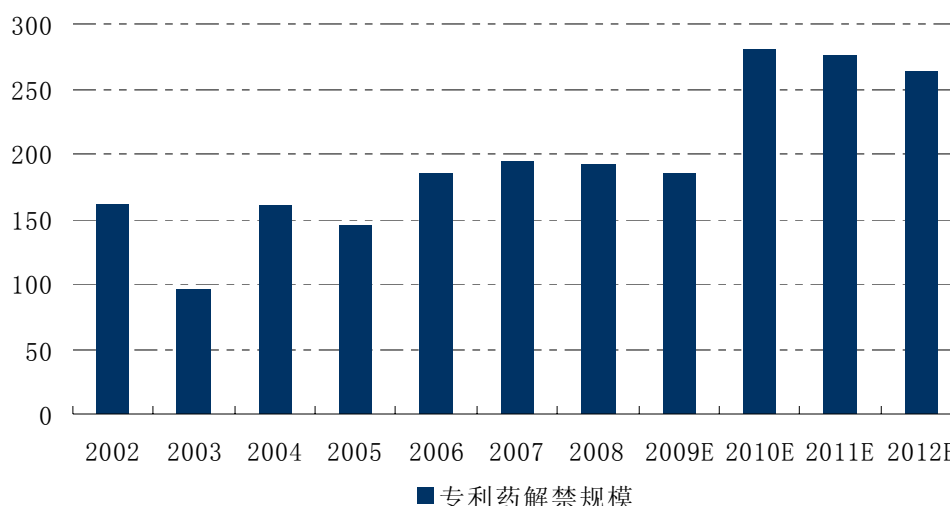
国际原料药基地生产转移的原因：1、印度企业逐渐缩小了与国际专利药企业的

差距（15 年前印度企业只有 1-2 亿美金的销售收入，现在龙头企业拥有 80-90 亿美金的销售收入），对这些医药巨头构成了威胁，所以预把生产基地转移到与之差距比较大的中国；2、生产基地的转移可以为这些医药巨头节省 30%的成本，这对金融危机打击下的企业具备相当的诱惑力。

3.2 全球专利将陆续到期，公司发展面临难得机遇

据 Datamonitor 的报告,2000 年—2010 年是“重磅炸弹”药品专利到期的高峰期，仅 2007 年就有 35 个“重磅炸弹”药品专利到期，内容涵盖溃疡病用药、降压药、降脂药、抗菌药、抗肿瘤药等多个品种，其市场销售额预计将达 820 亿美元。在专利药研发越来越困难的今天，如此大规模的专利药解禁对于仿制药厂来说是个千载难逢的机会，各家都在积极申报生产批文，这将对原料药市场形成巨大需求。此外，在国际金融危机的影响下，很多巨头也加快了原料药及部分制剂生产向发展中国家转移的步伐，对于华海这样的特色原料药企业来讲，面临难得的发展机遇。一方面，巨大的市场需求使得公司原料药需求大增，可以为公司积累资金，另一方面，随着国际制药巨头将部分制剂生产向发展中国家转移，公司也将加快缩小与世界一流水平的距离，为公司向制剂生产转型积累技术资本。

图表 6 近几年专利药解禁规模



资料来源：Datamonitor IMS Health 国元证券整理

表格 4 沙坦类药物专利到期情况

药物名称	生产厂家	专利到期时间
氯沙坦	默克	2010
依普沙坦	SKB	2010
厄贝沙坦	施贵宝 赛诺菲	2011
缬沙坦	诺华	2012
坎地沙坦	武田制药	2012
替米沙坦	勃林格殷格翰	2014

资料来源：国元证券整理

3.3 公司在承接制剂生产转移上的进展

1. 公司表示定单已经排到了 2018 年，签定单到生产一般需要 2 年的时间，因此现在的定单可以保证 2020 的生产。
2. 公司 07 年底与默克签定的爱滋病药的 OEM 生产，将在 2010 年开始生产，这对公司来说非常重要，这是我国承接专利药企业生产的一个标志，成功完成对华海来说就上了一个台阶，以后谈判会更有筹码。
3. 另外公司还将陆续与一些世界专利药巨头签定一系列 OEM 的协议。

3.4 “印度模式”值得借鉴

表格 5 中国制药企业的国际产业升级路径

中国制药企业的国际产业升级路径	
中国模式	恒瑞医药将走出中国模式，依靠仿制药在国内市场发展，向创新药升级，5 年左右创新药会占一定比重。开始尝试创新药到美国 FDA 申报临床，并推进仿制药制剂美国 FDA 认证，通过自身队伍，最终将创新药卖到国际市场。
印度模式	仿制药从国内市场走向国际市场，产品从原料药向制剂升级，承接合同研发和合同生产，挑找专利药专利，也仅有国际中型制药企业。海正药业和华海药业走的是印度模式。
日本模式	从仿制到仿创再到创新，日本制药企业创新药自身仅覆盖本土市场，国外市场都外包给国际大公司，因此日本仅有国际中型制药企业。

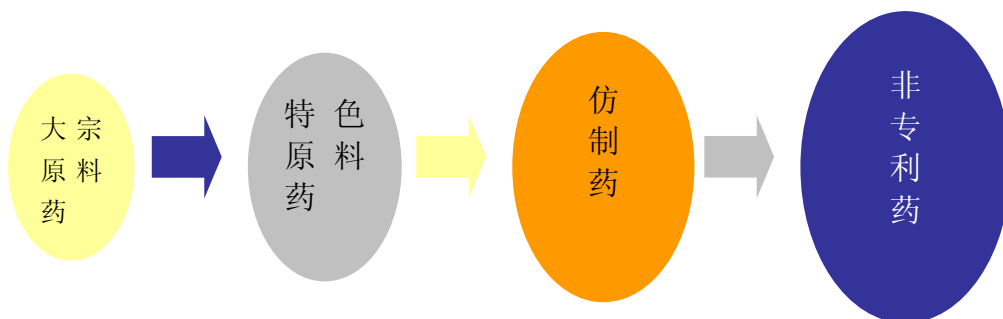
资料来源：国元证券整理

原料药的生产企业目前主要集中在中国、印度以及以意大利为代表的南欧国家。中国和印度都是医药工业基础薄弱的发展中大国，是借助人力成本、环境成本优势在国际的原料药市场中不断扩大占有率的典型代表。但印度的原料药企业早在十几

年前开始了由原料药企业向制剂生产转型的过程，目前已经涌现了诸如南新、阮氏、太阳等具有世界影响力的仿制药企业，并且凭借着高成长性为投资者带来丰厚的回报。因此，印度的发展模式对中国具有重要的借鉴价值。

印度的产业升级，在发展之初，印度也经历了产业升级的阵痛，为了把重心放在研发领域，他们甚至将来自身的一些基础原料药的生产和资金转向更为便宜的中国企业。从中国购买青霉素、6-APA、7-ACA 中间体，进而生产阿莫西林、氨苄西林和头孢曲松等原料药。但是，经过了转型的痛苦后，印度企业远远走在了中国的前面，到目前为止印度已经有 36 家企业通过了美国 FDA 认证，有 38 个制剂品种获得了美国 FDA 的批准。

图表 7 印度原料药企业的升级之路



资料来源：国元证券整理

3.3.1 Ranbaxy——15 年增长 30 倍的奇迹

南新(Ranbaxy)1961 年成立，1973 年上市；南新是印度转型最成功的药企，从 15 年前默默无闻的印度小原料药企业成长为全球仿制药前五的药企，2007 年实现的营业收入已经达 664 亿卢比（约合 13.7 亿美元），净利润更是高达 79 亿卢比（约合 1.62 亿美元）。

南新的发展路径是：为礼来代工在印度销售的制剂-建立美国药品申请平台以打开美国市场-研发制剂产品在美国销售-提前研发避专利药品以获得专利到期后 180 天的独占销售权-自有专利药品进入美国销售。而与股价市场表现相对应的是，在制剂转型的阶段，南新收入的复合增长率远远超过其他阶段。1984 年美国《药品价格竞争和专利期修正案》推动南新国际化发展；1988 年南新阿莫西林、环丙沙星获得 FDA 认证；1991 年南新强力霉素第一次获得美国专利；南新效仿以色列梯瓦公司，截至 2006 年已有 28 种仿制药获得美国核准(包括葛兰素的西力欣和辉瑞的立普妥)；

南新海外出口市场 70 余个国家，在 7 个国家建厂；海外市场业务比重达 78%，美国占 36%，成为巴西和法国非专利药品最大供应商。

在制剂转型过程中，南新股价由 1990 年的不足 20 卢比一直攀升到最高超过 600 卢比，上涨幅度超过 30 倍。

3.3.2 Piramal Healthcare ——股价 8 年上涨 8 倍

Piramal 是印度第四大制药商，印度 CMO 领投企业。2006 年获辉瑞 12 个产品、金额 3.5 亿美元分 5 年执行的 CMO 合同。07 年获礼来 CMO 合同。09 年获诺华每年超过 1 亿美元 CMO 合同，估计该合同将在 2010 或 2011 年达成。05-09 年 Piramal CMO 销售额从 2000 万美元上升至 2.45 亿美元，CAGR86%，占收入比重从 7% 上升至 32%。2002-2009 年公司销售收入 CAGR19%。05-11 年 6 年收入增长 3 倍。

03 年公司开始发展合同生产，股价和估值均大幅提升，05 年底、06 年初公司估值一度高达 40-45 倍。01-09 年 8 年公司股价上涨 8 倍。

第 4 章 盈利预测与投资评级

4.1 盈利预测假设

4.1.1 2010 年是公司业绩快速增长的一年

原料药方面

公司将新建 130 吨沙坦的原料药产能，逐步成为全球最大的沙坦原料药提供商。仿制药制剂方面：

最大单品种氯沙坦 2010 年专利到期，缬沙坦 2011 年到期，厄贝沙坦 2012 年到期。公司可以开始逐步仿制沙坦制剂，销往规范市场，毛利率是现在原料药的一倍。但为了保持住作为印度仿制药巨头的合作关系，公司可能采取与其它公司合作的方式来生产制剂，与印度企业同台竞争。

在普利类产品上，公司正在与印度企业谈耐诺普利合作的事项。

OEM 方面

给默克的代加工业务可以贡献 1-2 亿元的收入，净利率在 50% 左右，净贡献 EPS 为 0.15-0.3 元。

4.1.2 2011 年将是公司业绩爆发式增长的一年

预计承接专利药转移的订单开始贡献业绩，按照 50%的净利润率，此部分可贡献 EPS 有望最高超过 1 块钱。

自身原料药的自然增长 10%，可以做到 0.66 元。

氯沙坦可以做仿制药，销往规范市场，又是一块新增的贡献。

4.1.3 2011 年以后

目前前 10 大医药巨头已经一半与公司开始谈判，未来每年增加 1 亿美元的销售收入希望很大。只要闸门一打开，定单连续性可以期待。

表格 6 公司沙坦类药物产能及销售情况

名称	公司产能(吨)	原研药厂	2007 年销售额（亿美元）	专利到期时间
氯沙坦	50	默克	33.5	2009.8
缬沙坦	25-30	诺华	50.12	2012.3
厄贝沙坦	25-30	赛诺菲	12.7	2011.9

资料来源：公司公告、国元证券整理

4.2 投资评级

- 公司是全国特色原料药生产的龙头企业之一，随着国际专利药解禁大潮的到来，公司产品面临巨大的市场需求。此外，金融危机的影响也将加速国际制药巨头将部分研发及生产向以中国为代表的低成本市场转移，公司有望借助这一历史性机遇加速从原料药供应商向制剂生产商的转型。我们预计公司09、10、11年将实现每股收益0.51元、0.74、1.20元，股价对应市盈率为50、40、21倍，给予“推荐”投资评级。

第 5 章 风险因素

制剂销售不确定性较大。公司的优势在于原料药领域，制剂业务是公司近几年逐步开展起来的。但由于公司销售队伍较小，且对制剂销售比较陌生，因此制剂销售额有低于预期的可能。

公司最大的风险来自股东。目前第一大股东持股 30%（现任董事长），第二大股东持股 25%，机构合计 25%，其它 20%。2010 年 3-4 月要进行领导层的换届选举，如果二股东成为公司的管理者，由于第二大股东对华海的定位就是原料药企业，因此公司的发展将发生战略性的变化。

附注：

普利类药品基本情况

普利类药物是 ACE 抑制剂，可通过作用于肾素-血管紧张素系统来有效调节控制血压、治疗充血性心衰，并能较好地预防心肌梗死的发生、改善心梗的预后，因此在国外应用十分广泛。从第一只普利类药物——卡托普利（开博通）于 1981 年由百时美施贵宝公司首先开发上市至 1998 年，全球共计有 16 只普利类药物陆续上市。

卡托普利：托普利作为一只历史悠久的普利类降血压老药，价格低廉，能为国内众多低收入病人所接受，也是临床医生的首选降压药品之一。近年来，国内外医学界将卡托普利与氢氯噻唑或吲达帕胺等降血压老药组成复方制剂治疗原发性高血压病取得良好效果，这些新用法大大拓展卡托普利的用量。卡托普利在我国最早由江苏常州制药厂仿制成功并在上世纪 90 年代在国内上市，目前国内已有多家制药厂获卡托普利原料药的生产批文，前 3 家最大的卡托普利原料药生产商依次为浙江华海药业、江苏常州制药厂和山东潍坊制药厂，这三家总产量约占国内总产量的 80% 以上。其原料药占全球卡托普利总产量的近一半。

依那普利：依那普利是继卡托普利后第二只上市的 ACE 抑制剂药物，由于其不含巯基，病人服后不会引起咳嗽和脸部潮红等副作用，因此受到了欢迎，自上市以后增长很快，在西方国家已基本取代卡托普利用于临床。我国依那普利主要生产商主要有：浙江华海药业、江苏常州制药厂、河北石家庄制药集团等。

赖诺普利：赖诺普利是依那普利的赖氨酸盐，在国内市场销量较小，主要用于出口。赖诺普利国内主要生产商有浙江华海药业、广东新北江药业和上海延安制药厂等几家。

表格 7 普利类药品主要生产厂家

名称	主要生产厂家
卡托普利	浙江华海药业、江苏常州制药厂、山东潍坊制药厂
依那普利	浙江华海药业、江苏常州制药厂、河北石家庄制药集团
赖诺普利	浙江华海药业、广东新北江药业、上海延安制药厂

资料来源：国元证券整理

沙坦类药品基本情况

沙坦类是继普利类药之后用于临床的抗高血压药物，是全球心血管市场中的主流品种。目前，在所有降压药物中，沙坦类的耐受性最好，其安全性与安慰剂相似，不良反应轻微、短暂，有助于患者坚持服药治疗，被誉为是目前最理想、最有潜力的抗高血压药物。自 1994 年 DuPont/Merck 公司研发的第一个产品洛沙坦钾在瑞典上市以来，沙坦类药物发展迅速，到目前为止相继有缬沙坦、坎地沙坦、依贝沙坦、依普沙坦、他索沙坦、替米沙坦等制剂批准上市。行业内的专家认为，沙坦是现在到未来 20 年内，最大一个系列的专利药集中到期的品种，从 09 年开始就会有产品陆续到期，每年大概 1-2 个产品，持续 15 年左右。

氯沙坦钾：氯沙坦钾是由默克公司开发的第一代口服非肽类血管紧张素 II 受体抑制剂，是抗高血压的一线用药，其药效强、作用时间长、耐受性好、具有极少发生干咳不良反应的优点，在全球沙坦类药物中名列榜首。1994 年 6 月首先在瑞典上市，现已在全球 75 个国家作为临床治疗药物广泛应用。该品的专利已于 2000 年 4 月到期。

缬沙坦：缬沙坦是第二个 Ang II 受体抑制剂，由瑞典汽巴制药和瑞士诺华公司开发，1996 年获得美国 FDA 批准，首先在德国上市。该品 1997 年在英、美、瑞士、

阿根廷等国临床使用，1998 年在日本上市。

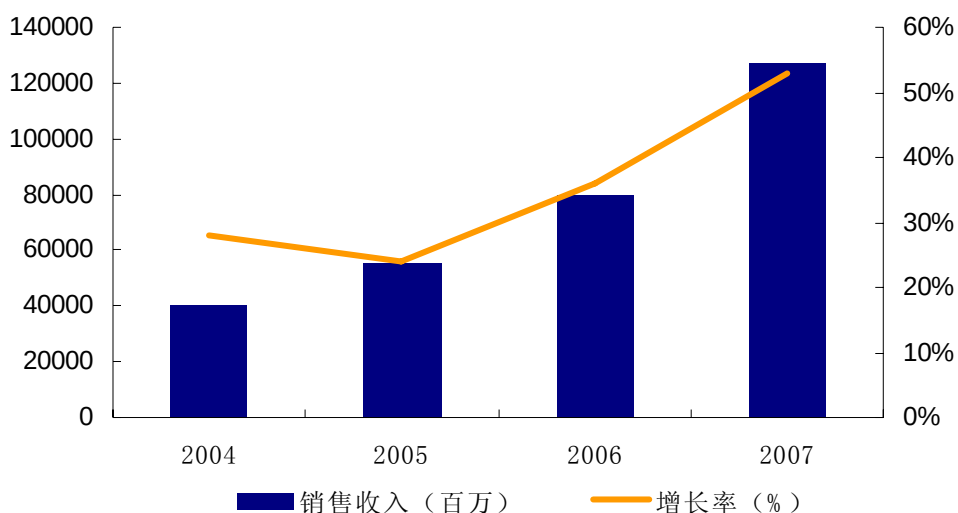
厄贝沙坦：厄贝沙坦为长效及强效 AT1 受体抑制剂，口服后迅速吸收，副反应小，比氯沙坦钾和缬沙坦的降压效果更好。厄贝沙坦是法国赛诺菲圣德拉堡与百时美施贵宝公司共同开发的产品，1997 年先后在英国、德国、意大利和西班牙上市，尔后在多国上市。该药还是欧盟首次批准用于治疗高血压、2 型糖尿病、肾病患者的主要降压用药。

地沙坦：是 20 世纪末由日本武田公司研发成功的新产品，并与阿斯利康公司合作开发，1997 年底在瑞典首先上市，同年在芬兰、丹麦、英国用于临床治疗，1998 年后在美、法、意、日、加拿大、西班牙、澳大利亚多国上市。

依普沙坦：依普沙坦由史克必成(SKB)公司于 1997 年开发成功，1998 年在德国上市，商品名 Teveten。该药为选择性 AT1 受体抑制剂，临床研究表明，其口服吸收迅速。据 Datamonitor 预测，依普沙坦 2010 年销售收入可达 6 亿美元。

替米沙坦：替米沙坦由德国勃林格殷格翰、葛兰素惠康开发的选择性 AT1 受体抑制剂，1999 年 3 月首先在美国上市，同月在德国获准上市，2000 年 2 月在英国上市。该药能特异性抑制 AT—II 的作用，从而可完全阻滞肾素—血管紧张素系统，是抗高血压新药。上述公司还在开发替米沙坦与氢氯噻嗪的复方制剂。

图表 8 近年国内医院沙坦类药物销售收入及增长情况



资料来源：SFDA、国元证券整理

主要财务报表预测

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	845	966	1323	1973
现金	150	182	228	512
应收账款	150	195	279	392
其他应收款	9	10	15	20
预付账款	33	42	53	72
存货	499	533	742	967
其他流动资产	4	5	6	8
非流动资产	673	750	809	732
长期投资	0	0	0	0
固定资产	371	538	637	580
无形资产	101	101	101	101
其他非流动资产	201	111	71	51
资产总计	1518	1716	2131	2705
流动负债	411	382	576	790
短期借款	200	200	319	477
应付账款	39	41	58	75
其他流动负债	171	141	199	238
非流动负债	4	140	140	140
长期借款	0	140	140	140
其他非流动负债	4	0	0	0
负债合计	415	522	716	930
少数股东权益	15	15	15	15
股本	299	299	299	299
资本公积	253	253	253	253
留存收益	536	627	848	1208
归属母公司股东权益	1088	1179	1400	1761
负债和股东权益	1518	1716	2131	2705

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	84	107	98	183
净利润	150	151	221	360
折旧摊销	60	64	91	107
财务费用	24	14	22	25
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-154	-107	-235	-310
其他经营现金流	4	-14	-0	0
投资活动现金流	-137	-142	-150	-30

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	801	895	1211	1708
营业成本	430	501	666	888
营业税金及附加	6	9	12	16
营业费用	23	26	34	48
管理费用	148	170	218	307
财务费用	24	14	22	25
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	168	176	259	423
营业外收入	7	8	8	8
营业外支出	8	6	7	7
利润总额	168	178	260	424
所得税	18	27	39	64
净利润	150	151	221	360
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	150	151	221	360
EBITDA	252	253	372	555
EPS (元)	0.50	0.51	0.74	1.20

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	13.4%	11.7%	35.3%	41.0%
营业利润	-8.8%	4.5%	47.3%	63.0%
归属于母公司净利润	13.7%	0.7%	46.2%	63.1%
获利能力				
毛利率 (%)	46.3%	44.0%	45.0%	48.0%
净利率 (%)	18.7%	16.9%	18.2%	21.1%
ROE (%)	13.8%	12.8%	15.8%	20.5%
ROIC (%)	15.0%	11.9%	14.5%	20.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	27.3%	30.4%	33.6%	34.4%
净负债比率 (%)	48.25%	65.13%	64.15%	66.33%
流动比率	2.06	2.53	2.30	2.50
速动比率	0.84	1.13	1.01	1.27
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.55	0.63	0.71

资本支出	139	150	150	30	应收账款周转率	5	5	5	5
长期投资	0	-8	0	0	应付账款周转率	12.81	12.41	13.40	13.32
其他投资现金									
流	2	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	78	67	98	132	每股收益(最新摊薄)	0.50	0.51	0.74	1.20
					每股经营现金流(最新摊薄)				
短期借款	46	0	119	157		0.28	0.36	0.33	0.61
长期借款	0	140	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.64	3.94	4.68	5.88
普通股增加	69	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-69	0	0	0	P/E	45.58	45.26	30.97	18.98
其他筹资现金									
流	33	-73	-22	-25	P/B	6.29	5.80	4.89	3.89
现金净增加额	16	32	46	285	EV/EBITDA	27	27	19	12

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn