

分析师：涂羚波

执业证书编号：S0050208010103

Tel: 010-59355910

Email: tulb@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)

海普瑞(002399.SZ)

估值之惑？

核心观点

●公司自上市以来，受到多方面负面因素的影响，股价持续下跌。5月14日晚，公司就市场关注的FDA认证问题，作出了澄清公告。我们认为：公司是一家在肝素钠行业竞争力很强的企业，在产业链中有非常强的话语权。目前公司2010年动态市盈率仅36.8倍，而国内特色原料药海正药业、华海药业2010年动态市盈率已达39倍。公司产品属生物制药中技术壁垒最高的动物源性产品，行业发展路径与上述两家企业完全不同，产业壁垒、核心竞争力、未来成长性均超过以上两家公司，价值存在低估。

●公司未来三年的盈利增长主要来源于：2010年主要来源于FDA级产品价格的提升，2011、2012年来源于募集资金项目产能的扩张。公司未来还将向下游制剂产业延伸，制剂生产线将适时注入公司，为公司的可持续性发展提供了保证。我们预计公司2010-2012年每股盈利分别为3.80元、6.13元、8.76元，对应动态市盈率36.41、22.54、15.78。公司每股净资产17.57元，具有很强的股本扩张能力，给予“推荐”评级。按照2010年50倍市盈率估值，合理价位190元。

0

投资评级

本次评级：	推荐
跟踪评级：	未评级
目标价格：	190元

市场数据

市价(元)	138.20
上市的流通A股(亿股)	0.32
总股本(亿股)	4.00
52周股价最高最低(元)	127.0-188.88
上证指数/深证成指	2696.63/10330.14
2009年股息率	0.00%

52周相对市场表现

2009-5-17~2010-5-17


 — 上证综指 — 海普瑞 — 0

相关研究

公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2224.12	3781	5861	8205
增长率(%)	411.03	70.00	55.00	40.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	809.06	1518.55	2453.38	3504.47
增长率(%)	401.30	87.69	61.56	42.84
毛利率(%)	48.27	52.00	54.00	55.00
净资产收益率(%)	75.96	58.78	48.71	41.03
EPS(元)	2.25	3.80	6.13	8.76
P/E(倍)	68.34	36.41	22.54	15.78
P/B(倍)	46.69	29.48	23.66	19.15

来源：公司年报、民族证券

公司自上市以来，受到高股价、美国 FDA 的认证问题等多方面的影响，股价持续下跌，对海普瑞的估值也存在极大分歧。笔者从市场关心的几个问题阐述以下观点：

一、FDA 的认证问题？

就市场中争议颇多的美国 FDA 的认证问题，2010 年 5 月 14 日，公司发布澄清公告，公司是国内唯一一家按照上述 FDA 的完整认证程序通过 FDA 认证，并持有 FDA 的药品评价及研究中心（CDER）的认可函件，目前仍然是我国唯一一家通过美国 FDA 认证的肝素钠原料药生产企业，以原料药的方式直接出口至美国制剂生产厂生产肝素制剂。

百特事件后时间后美国 FDA 彻查了提供原料药的供应商，国内常州 SPL 被美国出具警告信，被禁止向美国出口肝素。国内只有海普瑞检查完全合格，是美国肝素制剂的原料药的唯一供应商。

二、公司应该怎样估值——原料药还是生物制品？

公司产品兼具生物制品和原料药的双重特点，但肝素属于生物制药中技术壁垒最高的动物来源性产品，行业发展路径与特色原料药如海正药业、华海药业，以及大宗原料药如浙江医药、新合成等模式显著不同，决定其市场地位的核心因素是质量而非成本。尤其是百特事件后，凸现了肝素原料药产品质量和稳定性的重要性。

公司产品以零缺陷通过了美国 FDA 检查，成为国内唯一的肝素制剂的原料药供应商，不仅美国大剂量标准肝素制剂产品的生产全部使用公司的产品，欧洲知名生产企业也提出合作意向，公司已奠定了在肝素产业的领导地位，议价能力大幅提升。

同时，公司受邀参与美国药典肝素钠标准的修订工作，新标准将进一步提高产品技术和药政壁垒，一旦公布实施，公司的市场竞争优势将进一步增强，议价能力也将进一步提高。可见，公司在肝素产业链中有着很强的话语权。

目前，国内生产特色原料药的企业海正药业、华海药业，产品是合成或半合成的化学仿制药，2010 年业绩预计分别为 0.73 元、0.70 元，2010 年动态市盈率均为 39 倍。而公司产品为动物体来源的生物制品，产业壁垒、核心竞争力、未来成长性均超过以上两家企业，而 2010 年动态市盈率只有 36.8 倍，价值存在低估。

三、产品价格是否存在较强的周期性？

公司拥有肝素钠原料药的专有提取和纯化技术，能够将我国质量差异较大的肝素粗品制成质量统一，并符合产品进口国《药典》标准和客户特定技术指标要求的肝素原料药，这是公司发展的核心竞争力。同传统工艺相比，该技术具有产品质量更稳定、收率更高、成本更低等优势。

百特事件后，制剂厂商对质量的重视远远超过对产品价格重视程度，同时，制剂产品的价格是原料药价格数十倍，因而，下游厂商对原料药的价格弹性并不十分敏感。同时，产品质量的高壁垒，也决定了肝素钠原料药产业目前仍是供不应求的产业。我们认为，随着该产品质量标准的不断提高，行业的进入壁垒和集中度仍将提高，价格还将延续上升趋势。

基于行业的特征和上游原料的限制，和大宗原料药和特色原料药不同，产品不存在明显的周期性。

四、公司持续增长的能力？

公司不仅拥有面向全球市场销售的通行证，也是全球标准的参考制定者。伴随着 FDA 标准的不断提高，行业壁垒仍将提高，公司的市场占有率仍将进一步提升，这也为公司未来盈利增长提高了很好的外部环境。

同时，公司还将依托在肝素原料药领域的世界龙头地位，向下游制剂产业链延伸。公司实际控制人控股的两家企业多普乐实业、天道医药将共建年产 5000 万支产能规模的低分子肝素制剂生产线，并适时注入上市公司。如果该产品通过 FDA 药政注册，将完善公司产业链，进一步增强公司在肝素细分领域的领导者地位，极大提升公司的盈利能力。

预计公司 2010 年至 2012 年盈利增长来源于：09 年下半年 FDA 价格未进行调整，2010 年业绩增长主要来源于 FDA 级产品价格的提升；而随着募集资金项目的产能扩大，后两年的盈利增长主要来源于产量的提升。

我们预计公司 2010-2012 年每股盈利分别为 3.80 元、6.13 元、8.76 元，对应动态市盈率 36.41、22.54、15.78，公司每股净资产 17.57 元，具有很强的股本扩张能力，给予“推荐”评级。按照 2010 年 50 倍市盈率估值，合理价位 190 元。

附：深圳市海普瑞药业股份有限公司澄清公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露内容的真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

一、 传闻情况

近期，国内个别媒体刊登了涉及本公司的文章，其主要内容为：

记者采访了美国食品和药物管理局（FDA）发言人瑞雷（Karen Riley），瑞雷指出，从 FDA 的 DMF（药物主控文件）库可以看出，得到 FDA 许可的中国肝素钠原料药企业绝不止海普瑞一家。记者从瑞雷转发的 DMF 数据库文件中发现，中国得到 FDA 许可的肝素钠原料药生产企业至少有 5 家。

二、 澄清说明

经核实，对上述媒体报道澄清如下：

（一）关于原料药生产企业进行 FDA 认证程序的说明

肝素钠原料药的 FDA 认证是指完成了下列一系列步骤而取得作为美国肝素钠制剂原料药供应商的资格，产品肝素钠原料药作为美国肝素钠制剂的原料药进入美国。需要按顺序完成以下步骤：

- 1、场地注册(Site registration)
 - 2、产品注册 (Drug List)
 - 3、向 FDA 申报药品主文件 (DMF) 并获得 DMF 号
 - 4、DMF 被制剂产品销往美国的制剂厂引用进而被激活，即制剂厂向 FDA 申报拟使用某原料药厂的原料药的补充申报
 - 5、FDA 对原料药厂进行 GMP 现场检查
 - 6、原料药厂通过 FDA 的 GMP 现场检查
 - 7、制剂厂用原料药厂的原料药生产的制剂获得 FDA 批准
 - 8、每年的维护任何一家原料药生产企业都有权利向 FDA 递交 DMF 文件，FDA 会给递交者一个 DMF 号，并且在其官方网站公示，但这不代表 FDA 许可其生产的产品可以作为原料药供给制剂厂而进入美国市场。
- 如果第 5 个步骤完成后，即原料药厂通过 FDA 的 GMP 现场检查，FDA 会以书面函件形式通知原料药生产企业。
- 第 7 个步骤完成以后，制剂企业即可使用 FDA 批准的原料药厂提供的原料药，生产可在美国市场销售的制剂，但并不会在 FDA 网站公示。

（二）海普瑞作为原料药企业通过 FDA 认证的过程

- 1、海普瑞于 2003 年 3 月 18 日在 FDA 完成场地注册(Site registration)；
- 2、海普瑞于 2003 年 4 月 30 日在 FDA 完成 Drug List；
- 3、海普瑞于 2004 年 11 月 17 日向 FDA 申报药品主文件(DMF)，并于 2005 年 1 月 13 日收到 FDA 受理函，并被分配了 DMF 号：17845；
- 4、2004 年 12 月 8 日 American Pharmaceutical Partners, Inc. (APP, 美国标准肝素制剂生产企业，海普瑞客户)向美国 FDA 提交了肝素钠制剂的补充新药申请，旨在将海普瑞增加为肝素钠原料药供应商；FDA 向 APP 确认于 2005 年 2 月 18 日收到了上述申请；
- 5、2005 年 3 月 8 日，FDA 发出对海普瑞原料药 GMP 的现场检查通知，检查时间为 4 月 25 日—28 日；
- 6、2005 年 4 月 25 日—28 日，海普瑞通过 FDA 对肝素钠原料药 GMP 的现场检查。2005 年 6 月 27 日，FDA 的药品评价及研究中心（CDER）向海普瑞发出 FDA 认证信函和 EIR 报告；
- 7、2005 年 5 月 27 日，FDA 向 APP 发出通知，批准 APP 将海普瑞作为其肝素钠注射液的原料药生产厂商；
- 8、此后，海普瑞作为美国肝素制剂的原料药供应商，定期递交年报、不定

期更新 DMF、接受 FDA 的例行现场检查并获得通过。

据本公司了解，截止本公告出具之日，本公司是国内唯一一家按照上述 FDA 的完整认证程序通过 FDA 认证，并持有 FDA 的药品评价及研究中心（CDER）的认可函件，目前仍然是我国唯一一家通过美国 FDA 认证的肝素钠原料药生产企业，以原料药的方式直接出口至美国制剂生产厂生产肝素制剂。

三、重要提示

《证券时报》和巨潮资讯网（www.cninfo.com.cn）为本公司指定的信息披露媒体，公司所有信息均以在上述指定媒体刊登的正式公告为准，敬请广大投资者注意投资风险。

特此公告。

深圳市海普瑞药业股份有限公司

董事会

二〇一〇年五月十四日

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1255	2829	5357	8949
现金及等价物	445	1523	3393	6240
应收帐款	198	336	521	729
存货	579	914	1357	1859
其它流动资产	33	55	86	120
非流动资产	122	193	271	338
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及其他	119	189	264	328
投资性房地产	0	0	0	0
无形资产	3	4	7	9
其它非流动资产	0	0	0	0
资产总计	1374	3023	5628	9288
流动负债	230	259	297	341
短期借款	180	180	180	180
应付帐款	1	1	1	2
其它流动负债	50	78	116	159
非流动负债	76	174	288	399
长期借款	64	155	259	360
其它非流动负债	12	19	29	39
负债合计	306	434	585	740
少数股东权益	5	5	5	5
归属于母公司所有者权益	1065	2583	5037	8541
负债和股东权益	1377	3022	5628	9287

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	372	1094	1895	2886
净利润	809	1519	2453	3504
资产减值准备	0	0	0	0
折旧和摊销	9	19	27	34
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	15	23	35	49
营运资本变动	-460	-467	-621	-701
投资收益	0	0	0	0
投资活动现金流	-81	-91	-104	-101
资本支出	-81	-91	-104	-101
其它	0	0	0	0
融资活动现金流	-7	76	78	62
权益性融资	-47	0	0	0
负债净变化	55	98	113	112
财务费用	-15	-23	-35	-49
现金净增加额	284	1078	1869	2848
期初现金余额	161	445	1523	3393
期末现金余额	445	1523	3393	6240

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2224	3781	5861	8205
营业成本	1150	1815	2696	3692
营业税金及附加	1	2	3	4
销售费用	4	4	6	8
管理费用	94	151	234	328
财务费用	15	23	35	49
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	960	1787	2886	4123
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	962	1787	2886	4123
所得税	153	268	433	618
净利润	809	1519	2453	3504
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所	809	1519	2453	3504
EBITDA	975	1809	2921	4172
EPS（元）	2.02	3.80	6.13	8.76

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	411.0%	70.0%	55.0%	40.0%
营业利润	385.0%	86.1%	61.6%	42.8%
归属母公司净利	401.3%	87.7%	61.6%	42.8%
获利能力				
毛利率	48.3%	52.0%	54.0%	55.0%
净利率	36.4%	40.2%	41.9%	42.7%
ROE	76.0%	58.8%	48.7%	41.0%
ROIC	61.3%	52.2%	45.1%	38.9%
偿债能力				
资产负债率	22.3%	14.3%	10.4%	8.0%
流动比率	5.5	10.9	18.0	26.3
速动比率	2.9	7.4	13.4	20.8
营运能力				
总资产周转率	1.6	1.3	1.0	0.9
应收帐款周转率	11.2	11.2	11.2	11.2
应付帐款周转率	1973.1	1973.1	1973.1	1973.1
每股指标(元)				
每股收益	2.02	3.80	6.13	8.76
每股经营现金	0.93	2.73	4.74	7.21
每股净资产	2.66	6.46	12.59	21.35
估值比率				
P/E	68.3	36.4	22.5	15.8
P/B	36.7	29.5	23.7	19.1
EV/EBITDA	87.2	47.0	29.1	20.4

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备 8 年医药行业的从业经验，以及 8 年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的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征价。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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn