

调整产品结构，分享全球生产转移盛宴

——海翔药业(002099)公司投资价值分析

核心观点

1、调整产品结构，聚焦高毛利大市场产品。自06年上市以来，公司一直致力于产品结构调整，重点发展高毛利产品，积极向产业链的下游延伸。08年川南基地投产后，4-AA（4-乙酰氧基氮杂环丁酮）产量迅速提高，公司产品结构得到明显优化，高毛利率的抗生素收入和毛利占比提高，低毛利率的精细化学品和抗病毒类收入和毛利占比下降。

2、4-AA 进入需求放量期，公司稳居行业龙头。4-AA 是所有碳青霉烯（培南）类抗生素的关键中间体。由于细菌耐药性问题日益严重，培南类抗生素增长迅速，并带动 4-AA 需求放量。公司是国内最早实现 4-AA 国产化的企业之一，产量和出口量居国内首位。未来，公司计划将产能扩大到 300 吨以上。随着规模扩大和技术水平提高，公司行业龙头地位将进一步稳固，价格话语权提升。为提高产品价值，公司积极向产业链的下游延伸。目前培南侧链收入占培南类总收入的 10% 以上。

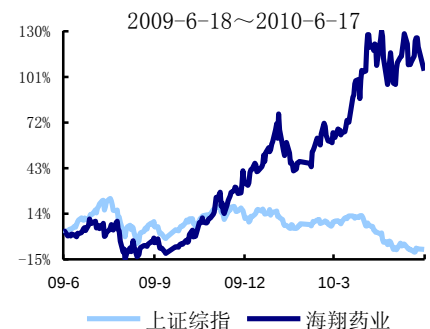
3、合同定制业务，分享全球生产转移盛宴。公司与德国勃林格殷格翰 (BII) 签订《战略生产联盟协议》，为 BII 公司生产抗血栓新药达比加群。2009 年合同定制实现收入 3500 万元。随着达比加群销量增长，合同定制业务将逐年增加。该项目除了为公司带来一定收益外，对公司积累合同生产经验，提高项目管理能力起到积极作用。凭借此次合同生产经验，公司将逐步融入全球医药生产的大联盟，为继续获得其它原研药厂生产转移订单打下基础。

4、克林霉素需求平稳增长，成本上升驱动提价。2009 年，克林霉素成功取代林可霉素进入基本药物目录，未来增速将加快，原料药需求将保持平稳增长。因环保监管趋严和粮食价格上涨等因素，克林霉素上游主要原材料林可霉素价格上涨。若公司能借此顺势提价，对业绩影响将是积极的。

5、股权激励提升管理效率，驱动业绩释放。2009 年 12 月，公司通过股票期权激励计划。此次激励对象十分广泛，股权激励对象合计达到 102 人，占公司总人数的 7%。广泛的股权激励有效统一管理层、核心技术人员和企业之间利益，有利于提高公司的管理效率。由于股权激励的行权价格为 10.71 元/股，而且行权条件与业绩挂钩，因此管理层有充足的动力提升和释放业绩。

6、给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。我们预测公司 10-12 年每股收益为 0.44、0.65、0.87 元，按照 6 月 18 日 16.48 元/股的收盘价计算，对应 10-12 年动态市盈率分别为 37 倍、25 倍和 19 倍。虽然当前公司的估值优势并不明显，但公司正处于业绩拐点初期，具有较高业绩弹性，因此我们首次给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	16050.00
流通A股(万股)	12193.44
52周内股价区间(元)	7.06-19.69
总市值(亿元)	27.56
总资产(亿元)	9.96
每股净资产(元)	3.48
目标价	6个月 12个月

相关报告

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	893	1051	1207	1393
同比增速(%)	-15.96	17.68	14.78	15.45
净利润(百万)	30	71	104	140
同比增速(%)	19.03	133.97	46.41	34.78
EPS(元)	0.19	0.44	0.65	0.87
P/E	87	37	25	19

研究员: 徐昊

电话: 010-84183293

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号: S0940210060003

联系人: 潘蕾

电话: 010-84183157

Email: panlei@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

1 调整产品结构，聚焦大市场高毛利品种	4
2 4-AA 进入需求放量期，公司稳居行业龙头	7
2.1 4-AA 进入需求放量期	7
2.2 稳居行业龙头，积极向下游延伸	10
3 合同定制业务分享国际生产转移盛宴	11
3.1 承接国际生产转移——机遇与挑战并存	11
3.2 与 BII 战略合作走向深入	12
3.3 积累经验，分享国际生产转移盛宴	14
4 克林霉素需求平稳，成本上升驱动提价	14
5 股权激励提升管理效率，驱动业绩释放	16
6 盈利预测与估值	17
6.1 盈利预测	17
6.2 投资建议	18
7 风险提示	18
7.1 原料药价格波动风险	18
7.2 合同定制订单风险	18

图表目录

图 1: 2008-2009 年贸易类收入和毛利	4
图 2: 2003-2009 年精细化学品收入和毛利变化	4
图 3: 2008-2009 年抗病毒类收入和毛利	5
图 4: 2006-2009 年驱虫类收入和毛利	5
图 5: 2008-2009 年公司收入结构	5
图 6: 2006-2009 年公司毛利结构	5
图 7: 抗生素、心血管类和降糖类产品升级	5
图 8: 2006-2009 年抗生素收入和毛利率变动	6
图 9: 2006-2009 年三种抗生素收入变动	6
图 10: 2005-2008 年全球培南制剂销售额	7
图 11: 2003-2008 年国内样本医院培南制剂收入增长	7
图 12: 大肠埃希氏菌与肺炎克雷伯菌的 EBSL 发生率	8
图 13: 1030 株产 EBSL 耐药菌对不同药物的敏感性	8
图 14: 2008 年主要培南品种的销售额 (单位: 亿美元)	9
图 15: 2005-2009 年美罗培南和亚胺培南出口量	9
图 16: 2008 年各培南品种的市场份额	9
图 17: 2008 年主要培南生产企业的市场份额	9
图 18: 2008 年各培南品种的市场份额	10
图 19: 2006-2009 年 4-AA 出口量 (单位: 吨)	10
图 20: 2009 年 1-3 季度出口份额	10
图 21: 2008 年-2010 年 4-AA 价格走势	10
图 22: 2007-2009 年 3 季度培南类侧链及中间体出口量 (单位: kg)	11
图 23: 全球因专利到期而造成的销售额损失 (亿美元)	11
图 24: 全球前 15 强企业专利药在 2013 年前到期比例	11
图 25: 达比加群逐步替代华法林产生的销售额 (单位: 亿美元)	14
图 26: 2009 年 1-5 月主要企业出口份额	15
图 27: 2009 年 1-5 月克林霉素系列出口构成	15
图 28: 盐酸林可霉素国内报价 (单位: 元/bou)	16
图 29: 盐酸克林霉素国内报价 (元/kg)	16
表 1: 海翔药业主要产品类别	4
表 2: 已经递交 DMF 文件并处于激活状态的原料药品种	6
表 3: 已通过 COS 认证产品	6
表 4: 适合直接使用培南类抗生素治疗的情况	8
表 5: 已经进入医保的碳青霉素品种	8
表 6: 4 种培南在美国专利到期时间	9
表 7: 2008 年川南分厂产品目录及设计产能	12
表 8: 达比加群全球临床进展	13
表 9: 达比加群与华法林、低分子肝素钠对比	13
表 10: 克林霉素粉针与林可霉素注射液对比	15
表 11: 主要克林霉素生产企业情况	15
表 12: 海翔药业股权激励计划授权对象	16
表 13: 海翔药业股权激励行权业绩条件	17
表 14: 海翔药业分产品收入和毛利预测	17
表 15: 同类上市公司估值指标比较 (单位: 元、倍)	18

1 调整产品结构，聚焦大市场高毛利品种

公司前身是 1979 年成立的黄岩县海门日用化工厂，2004 年 5 月 13 日由浙江海翔医药化工有限公司整体变更设立海翔药业股份有限公司。2006 年 12 月，公司在深圳中小板上市。目前公司的产品类别包括：抗生素类、精细化学品类、抗病毒类、心血管类、驱虫类、降糖类等。

表 1：海翔药业主要产品类别

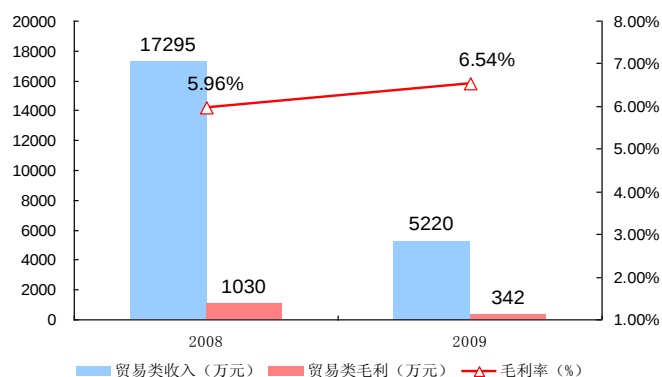
产品类别	产品
抗生素类	盐酸克林霉素、克林霉素磷酸酯、克林霉素棕榈酸酯 甲砒霉素、氟苯尼考 4-AA
驱虫类	布帕伐醌、氯索龙
抗病毒类	联苯双酯、联苯醇酸、环丙乙炔
精细化学品类	2-氯代烟酸、BIT、苯乙酮
降糖类	伏格列波糖、瑞格列奈
心血管类	氟伐他汀、菲诺贝特中间体、达比加群中间体
其他	MTA、恩诺沙星碱、氟尼辛葡甲胺盐、盐酸曲马多

资料来源：公司招股书、国都证券研究所

公司目前正处于由化学中间体生产企业向特色原料药企业的升级转型阶段。自 08 年新管理层上任以来，公司一直致力于产品结构的调整优化：扩大高毛利大市场品种，缩小低端，低毛利品种。

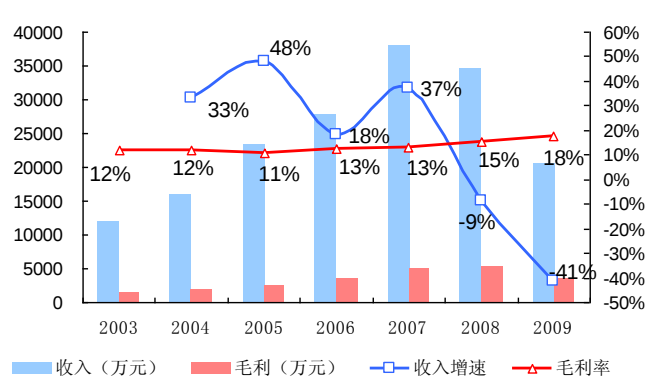
从产品类别可以看出，抗病毒类的环丙乙炔、精细化学品中烟酸系类、BIT 系列、苯乙酮系列以及贸易化工品都属于低端品种。09 年以来，这部分收入已开始缩小。2009 年贸易类收入大幅减少了 69.82%，导致精细化工品收入减少 41.29%，但由于新增毛利较高的中间体定制订单，毛利率反而上升了 2.79 个百分点。

图 1：2008-2009 年贸易类收入和毛利



资料来源：公司公告、国都证券研究所

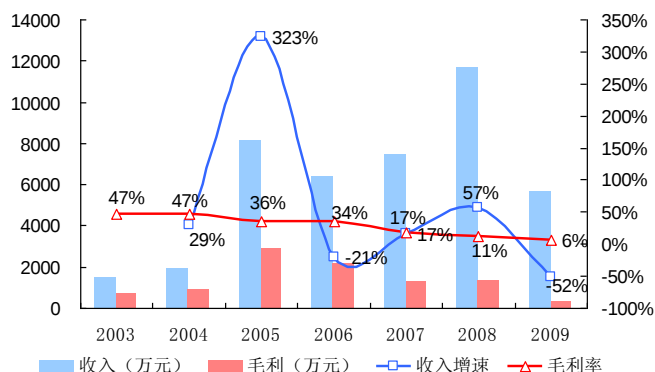
图 2：2003-2009 年精细化学品收入和毛利变化



资料来源：公司公告、国都证券研究所

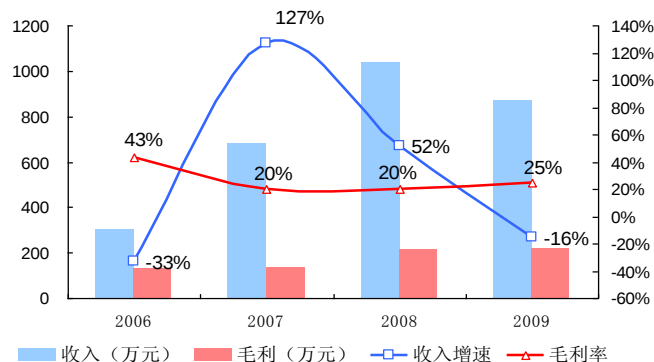
市场前景小，附加值低的抗病毒类和驱虫类也属于调整缩小部分。2009 年抗病毒类收入下降了 51.73%，占总收入比下降 4.68 个百分点至 6.31%，驱虫类收入也下降了 15.73%，占总收入比已降至 1% 以下。

图 3：2008-2009 年抗病毒类收入和毛利



资料来源：公司公告、国都证券研究所

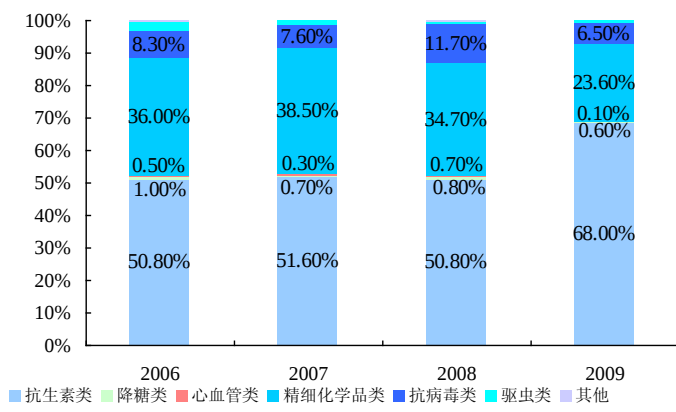
图 4：2006-2009 年驱虫类收入和毛利



资料来源：公司公告、国都证券研究所

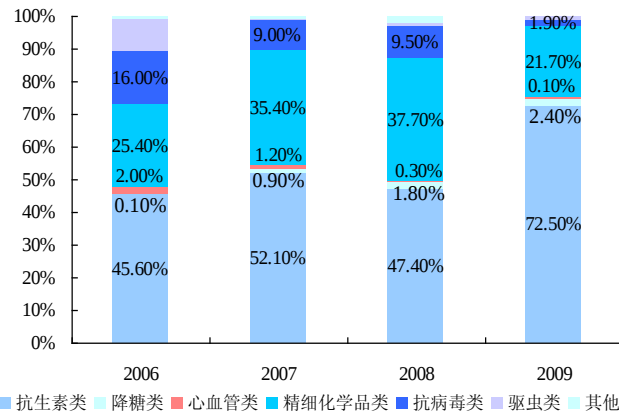
抗生素类、心血管类和降糖类多属于大市场高毛利产品，因此被选为公司重点发展领域。同时川南分厂建设完成，4-AA 扩产和技改成功使这部分收入比重明显提高。2009 年，抗生素类、心血管类和降糖类产品收入和毛利占比已提高到 68.70% 和 75.00%。

图 5：2008-2009 年公司收入结构



资料来源：公司公告、国都证券研究所

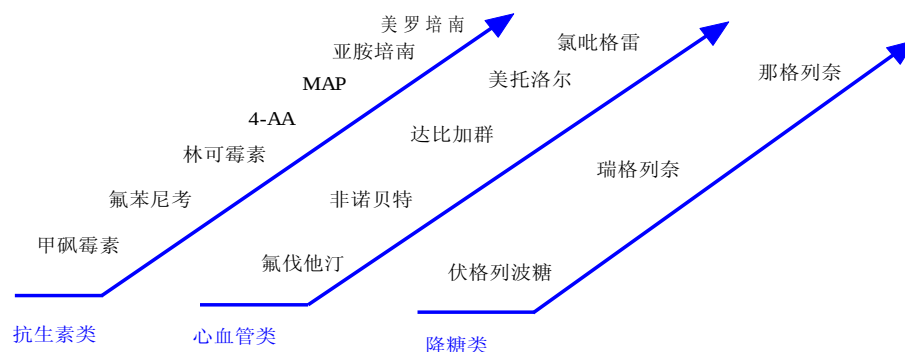
图 6：2006-2009 年公司毛利结构



资料来源：公司公告、国都证券研究所

我们细致分析了具体产品收入构成和毛利率变动。虽然产品价格一直下跌，但因为新产品及时上市和扩产，抗生素、降糖类和心血管类的综合毛利率反而上升。

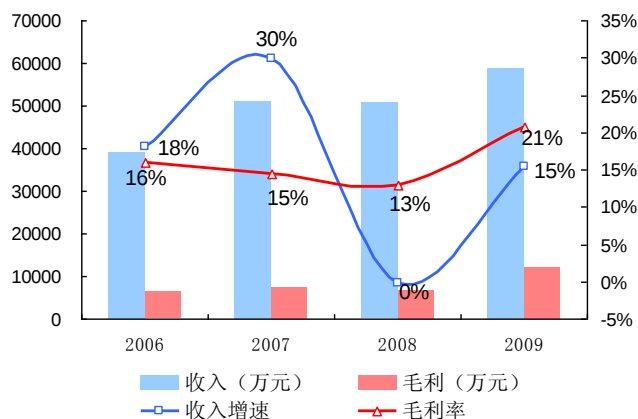
图 7：抗生素、心血管类和降糖类产品升级



资料来源：公司网站、国都证券研究所

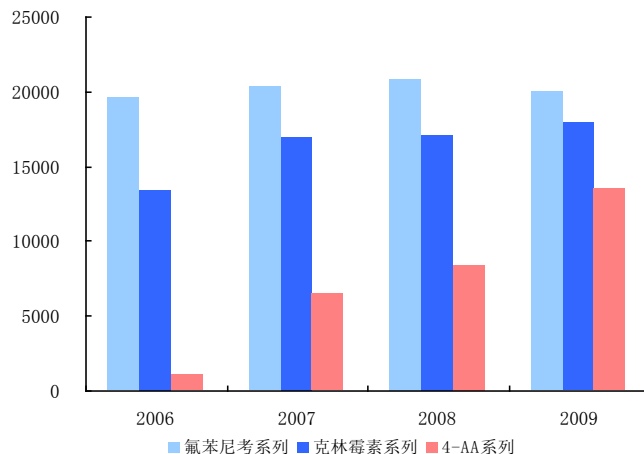
从抗生素收入和毛利变动可见，高毛利的 4-AA 成倍增长是 2009 年抗生素业务毛利提高的关键。同时，生产工艺突破使得克林霉素、氟苯尼考和 4-AA 收率提高，推动了毛利率的提升。

图 8：2006-2009 年抗生素收入和毛利率变动



资料来源：公司公告、国都证券研究所

图 9：2006-2009 年三种抗生素收入变动



资料来源：公司公告、国都证券研究所

为进一步拓宽国际市场渠道，提升高端产品比重，2009 年，公司进一步加快主要产品在欧美、韩国、日本和国内市场的注册，年内两个产品取得 FDA 认证，瑞格列奈和氟尼辛葡甲胺取得 COS 认证。截至目前，公司向 FDA 递交 DMF 文件的原料药已经有 14 个，获得 CEP 证书 4 件。

表 2：已经递交 DMF 文件并处于激活状态的原料药品种

备案时间	化学名	英文通用名	类别	DMF 号
2003/8/28	盐酸克林霉素	CLINDAMYCIN HYDROCHLORIDE	抗生素	16815
2005/12/20	聚卡波非钙	CALCIUM POLYCARBOPHIL	消化系统用药	19064
2006/9/28	氯舒隆	CLORSULON USP	兽用抗虫药	19817
2007/4/12	卡洛芬	CARPROFEN	解热镇痛	20449
2007/8/4	克林霉素磷酸酯	CLINDAMYCIN PHOSPHATE	抗生素	20937
2007/10/1	瑞格列奈	REPAGLINIDE	降糖药	20999
2007/10/1	阿托伐醌	ATOVAQUONE	兽用驱虫药	21001
2007/12/6	盐酸曲马多	TRAMADOL HYDROCHLORIDE	镇痛药	21249
2008/7/14	5-氨基-2-硝基三氟甲苯	NIFELINE	中间体	21794
2008/8/13	盐酸克林霉素棕榈酸酯	CLINDAMYCIN PALMITATE HYDROCHLORIDE	抗生素	21896
2008/9/22	盐酸度洛西汀	DULOXETINE HYDROCHLORIDE	抗抑郁药	22086
9/10/2009		KETO	亚胺培南中间体	23107

资料来源：FDA、国都证券研究所

表 3：已通过 COS 认证产品

注册时间	化合物代码	化合物名	类别	认证编号
29/04/2009	1696	氟尼辛葡甲胺	兽用解热镇痛药	R0-CEP 2007-108-Rev 00
30/11/2009	2135	瑞格列奈	降糖药	R0-CEP 2008-201-Rev 00
16/12/2008	996	克林霉素磷酸酯	抗生素	R1-CEP 2000-256-Rev 00
19/03/2009	582	克林霉素盐酸盐	抗生素	R1-CEP 2000-255-Rev 00

资料来源：EDQM、国都证券研究所

凭借着产品认证、EHS 建设方面的优势，2009 年公司在海外欧美高端市场拓展顺利，成功巩固和加强了日本市场，开拓了东欧新市场，新增两家原研厂为新合作伙伴。到目前为止，公司已经与全球主要的仿制药厂都建立业务关系，出口业务比重上升，客户构架更加合理，市场趋于高端。

2.4-AA 进入需求放量期，公司稳居行业龙头

4-AA（4-乙酰氧基氮杂环丁酮）是所有碳青霉烯类（培南）抗生素的关键共同中间体。最早由日本开发成功，后由海翔药业和深圳海滨制药实现国产化。

2.1 4-AA 进入需求放量期

我们长期看好 4-AA 放量增长原因主要有以下两点：

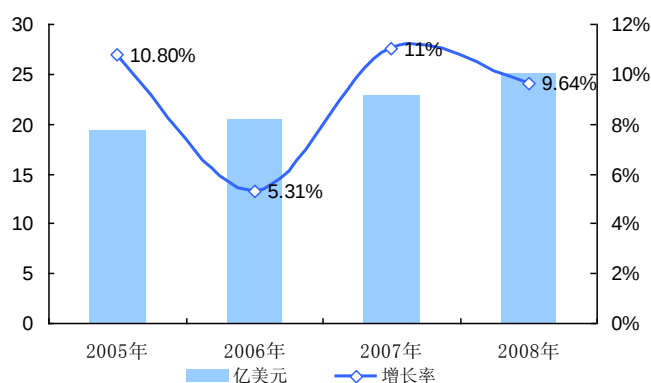
- 1) 多因素推动培南类制剂快速增长，新增产能带动 4-AA 需求增加。
- 2) 国产 4-AA 价格成本降低，质量提高，打破日本垄断，逐步抢占国际市场。

国内培南制剂快速增长，新增产能带动 4-AA 需求增加。培南是一类含碳青霉烯环的新型广谱 β -内酰胺类抗生素，而且是迄今为止抗菌谱最广、抗菌活性最强的抗生素，因此扮演着抗临床重症感染最后一道防线的重要角色。而近几年耐药菌问题的严峻使得本类药物在全球及国内的使用量迅速增长。

近年来，碳青霉烯类药物市场高速增长，Datamonitor 公司调研数据显示，培南类在 2008 年的全球市场销售额已经达到 25 亿美元，2004-2008 年复合增速为 9.33%。

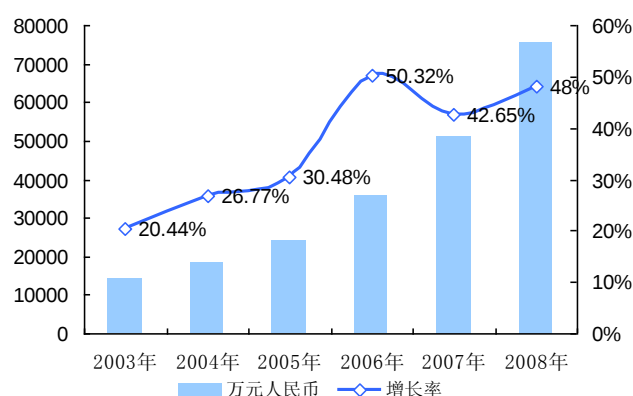
国内培南市场容量也达到 27 亿元，来自样本医院市场的数据显示，2005-2008 年培南制剂复合增长率达到 42.65%，而 09 年全身抗生素在样本医院销售额增速只有 24% 左右。

图 10: 2005-2008 年全球培南制剂销售额



资料来源：Datamonitor、国都证券研究所

图 11: 2003-2008 年国内样本医院培南制剂收入增长



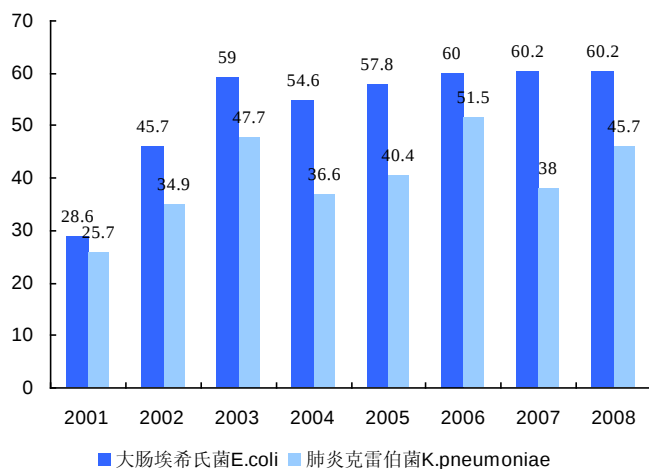
资料来源：SFDA 南方所、国都证券研究所

我们预计未来培南快速增长的趋势仍将持续。主要基于以下 3 方面因素：

1) 抗生素滥用导致细菌耐药性问题日益严重。由于抗生素处方的监管不足，以及商业利益的驱动，中国滥用抗生素现象非常严重。世界卫生组织调查显示，中国住院患者抗生素药物使用率高达 80%，其中使用广谱抗生素和联合使用两种以上抗生素的占 58%，远远高于 30% 的国际水平。滥用抗生素的直接恶果就是耐药性的日渐严重。2008 年，国内大肠埃希氏菌和肺炎克雷伯菌的 EBSL（产超广谱 β -内酰胺酶的耐药菌）发生率已经

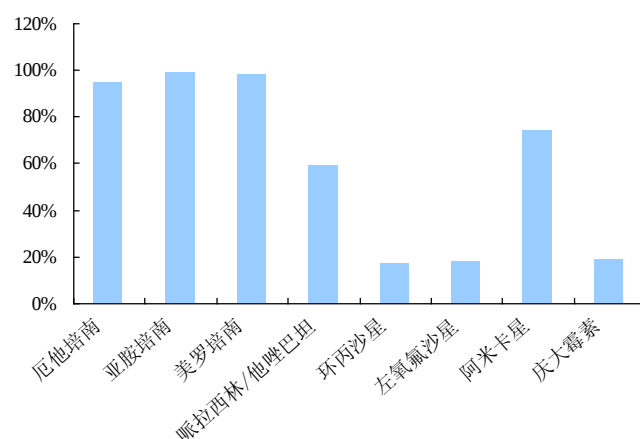
分别达到 60.2%和 45.7%。

图 12: 大肠埃希氏菌与肺炎克雷伯菌的 EBSL 发生率



资料来源: Chinanet、国都证券研究所

图 13: 1030 株产 EBSL 耐药菌对不同药物的敏感性



资料来源: Chinanet、国都证券研究所

2) 公司市场营销推动新治疗概念推广, 即“早期恰当使用强有力的抗生素治疗, 降阶梯, 短疗程”。如果按照这个观念, 培南有成为一线治疗用药的可能;

表 4: 适合直接使用培南类抗生素治疗的情况

序号	适合直接使用培南类抗生素治疗的情况
1	晚发获得性肺炎
2	疑有多药耐药菌感染, 包括产 ESBL 和 AmpC (β 内酰胺酶) 的耐药菌
3	近期曾经住院治疗
4	居住在疗养院
5	近期使用过抗生素
6	具有感染多药耐药菌的危险因素
7	以往抗生素治疗失败

资料来源: Appropriate Empiric Antimicrobial Therapy of Nosocomial Pneumonia: The Role of the Carbapenems. Respiratory Care、复旦大学附属中山医院、国都证券研究所

3) 比阿培南、法罗培南进入 09 版医保目录, 美罗培南和亚胺培南价格下跌, 使更多的患者能够承受。

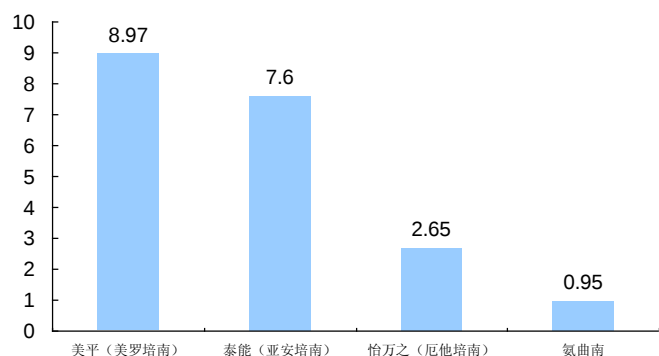
表 5: 已经进入医保的碳青霉索品种

序号	通用名	剂型	医保类别	限定支付范围
1	比阿培南	注射剂	乙类	限其他抗生素治疗无效的重度感染
2	法罗培南	口服常释剂型	乙类	限其他抗生素治疗无效的重度感染
3	美罗培南	注射剂	乙类	限其他抗生素治疗无效的重度感染
4	帕尼培南倍他米隆	注射剂	乙类	限其他抗生素治疗无效的重度感染
5	亚胺培南西司他丁	注射剂	乙类	限其他抗生素治疗无效的重度感染

资料来源: 国家发改委、国都证券研究所

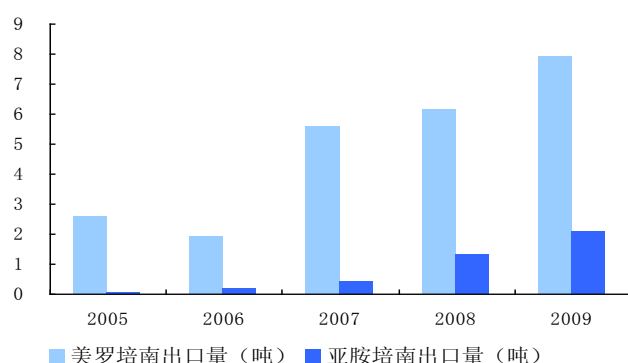
从下游培南市场格局分析可见, 美罗培南和亚胺培南仍是 4-AA 主要的下游产品。2008 年在国际市场上销售额超过 5 亿美元的培南品种只有美罗培南和亚胺培南。出口数据也显示, 美罗培南和亚胺培南仍是主要出口品种。2009 年亚胺培南在美国的专利已经到期, 而美罗培南专利也将于 2010 年 6 月到期, 培南仿制药上市将带动 4-AA 需求增加。

图 14: 2008 年主要培南品种的销售额 (单位: 亿美元)



资料来源: SFDA 南方所、国都证券研究所

图 15: 2005-2009 年美罗培南和亚胺培南出口量



资料来源: 健康网、国都证券研究所

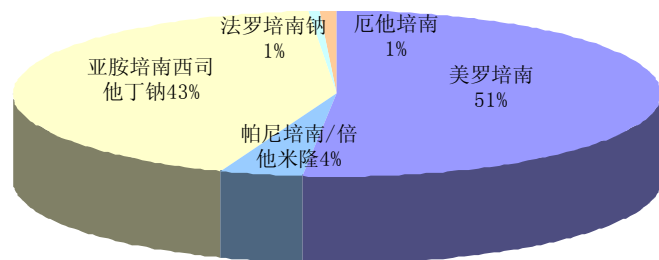
表 6: 4 种培南在美国专利到期时间

通用名	美国药品申请号	美国专利号	专利到期时间
亚胺培南	50587	5147868	2009-09-15
美罗培南	50706	4943569	2010-07-21
多尼培南	22106	5317016	2012-08-14
厄他培南	41488	7342005	2013-08-02

资料来源: 美国专利局、国都证券研究所

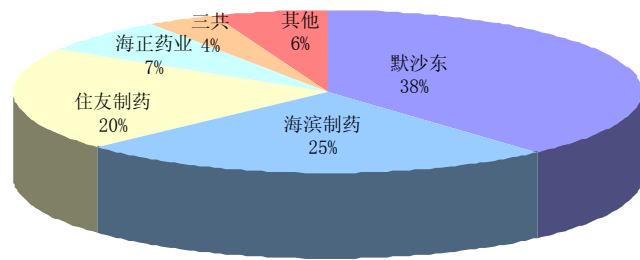
在国内市场上, 主流品种同样也是美罗培南和亚胺培南。据华源医药网统计, 2008 年两品种合计占有碳青霉素市场的 94.32%。在各企业中, 海正药业和海滨制药等国内企业也占据一定的份额。

图 16: 2008 年各培南品种的市场份额



资料来源: 华源医药网、国都证券研究所

图 17: 2008 年主要培南生产企业的市场份额



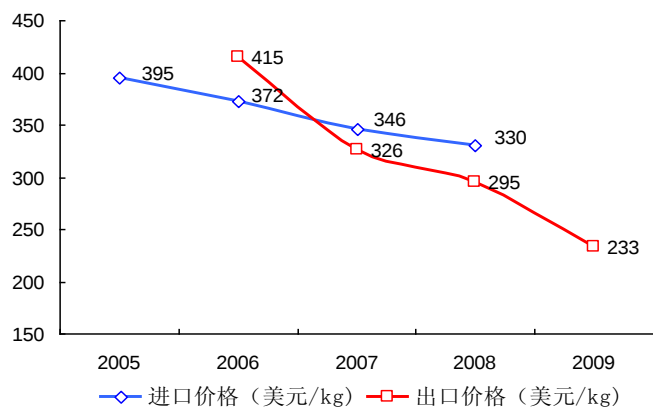
资料来源: 华源医药网、国都证券研究所

目前培南企业中具备完整产业链的生产企业只有深圳海滨制药等少数企业, 大部分企业仍需对外采购 4-AA, 因此生产培南企业的增加以及产能扩大, 对 4-AA 需求将增加。截至 2010 年 5 月, 国家药监局已批准的培南原料药批文 19 件、制剂 35 件。2010 年审批中心又新增培南类申请 8 件。良好的市场前景和高利润正吸引着新产能不断加入。

我们看好 4-AA 的另一理由是国产 4-AA 价格成本逐年降低, 质量提高, 逐步抢占国际市场。在国际市场上, 日本曹达公司是最大 4-AA 生产企业, 在成本和质量上都具有优势, 因此在 08 年之前国内企业合成培南均需要从日本进口 4-AA。2007 年, 国内 4-AA 生产工艺取得新的突破, 成本迅速降低, 国产价格首次低于进口价格。08 年之后, 国产 4-AA 已基本取代进口。

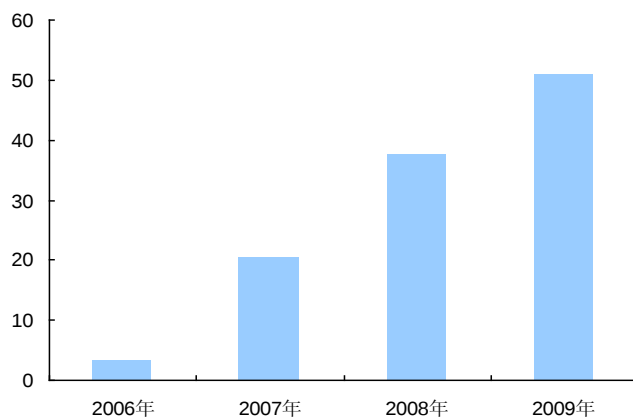
与此同时，4-AA 出口迅速增长。2007 年，4-AA 出口实现爆发式增长，比 2006 增长了 5.45 倍。到 2009 年，4-AA 出口量已超过 50 吨。随着国产 4-AA 质量提高和成本的降低，中国企业将逐步抢占日本企业的市场份额。另一方面，4-AA 价格下降，国产培南的出口竞争力加强，也同样拉动对 4-AA 的需求。

图 18: 2008 年各培南品种的市场份额



资料来源：健康网、国都证券研究所

图 19: 2006-2009 年 4-AA 出口量 (单位: 吨)



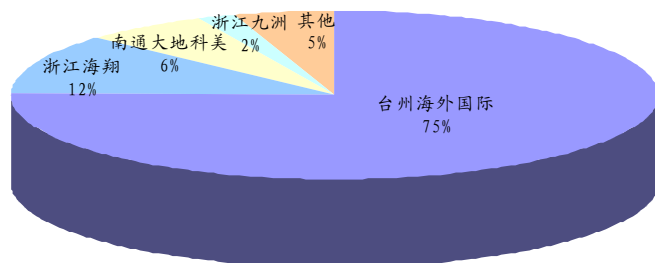
资料来源：健康网、国都证券研究所

2.2 稳居行业龙头，积极向下游延伸

目前国内生产 4-AA 的企业较多，包括原料药企业和化工企业 20 多家，但具备规模以上的企业只有海翔药业、新东港、大地科美和浙江九州，其中公司产能规模最大，处于龙头位置。到 2009 年 10 月，公司产能已经达到 10 吨/月，09 年实际生产了约 75 吨。未来公司计划将产能扩大到 300 吨以上。随着规模扩大和技术水平提高，公司行业龙头地位将进一步稳固，价格话语权提升。

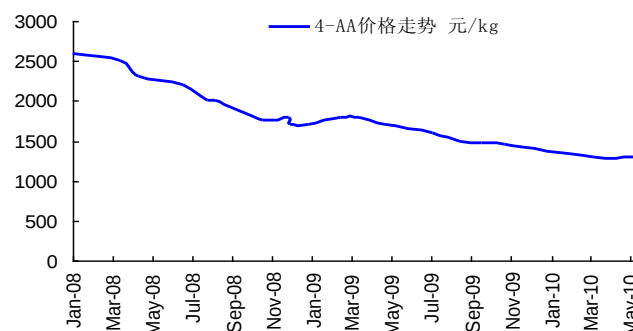
产品价格方面，长期来看 4-AA 价格走势不断下跌。但近期价格下跌幅度已明显缩窄。目前国内价格在 1300 元/kg，出口报价在 230 美元/kg 左右徘徊。考虑到近期石油化工产品价格仍处于高位阶段，在取得技术突破前，4-AA 价格将保持稳定。

图 20: 2009 年 1-3 季度出口份额



资料来源：健康网、国都证券研究所
注：台州海外出口大部分来自海翔药业

图 21: 2008 年-2010 年 4-AA 价格走势

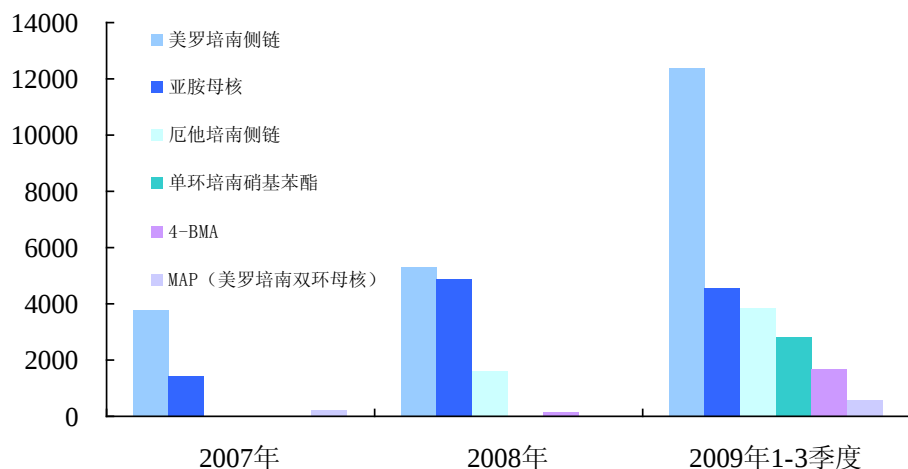


资料来源：健康网、国都证券研究所

公司在培南产业链上另一发展方向是向下游产品延伸。2009 年，MAP（美罗培南双环母核）等培南侧链已经占培南类总收入的 10% 以上。美罗培南、法罗培南、厄他培南

和多尼培南等培南原料药也顺利完成小试。

图 22: 2007-2009 年 3 季度培南类侧链及中间体出口量 (单位: kg)



资料来源: 健康网、国都证券研究所

3 合同定制业务分享国际生产转移盛宴

合同定制业务是生产外包 (CMO) 的一种代表模式, 双方签订长期生产合同, 约定供货期限和供货量。

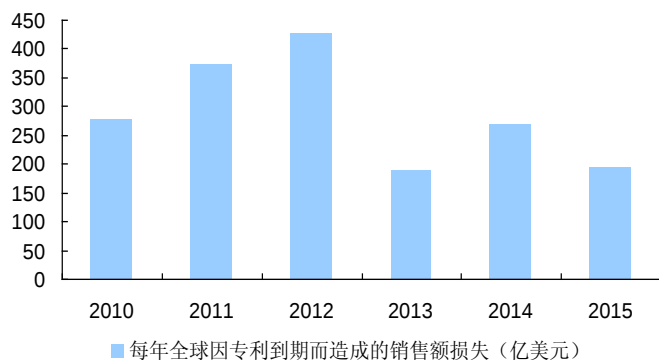
3.1 承接国际生产转移——机遇与挑战并存

据毕马威公司的市场调研显示, 2008 年全球制药业合同制造和研发服务 (CRAMS) 收入估计达到 1500 亿美元, 在 2008 年后的 5 年中, 每年以 12% 的速度增长。其中, 2008 年全球处方药合同制造市场收入估计约为 400 亿美元。

目前印度外包市场大约为 17.7 亿美元, 中国稍逊于印度, 规模大约 15 亿美元左右, 市场份额只有 2%, 但各方面因素正在驱动合同生产向印度和中国等新兴亚洲国家转移:

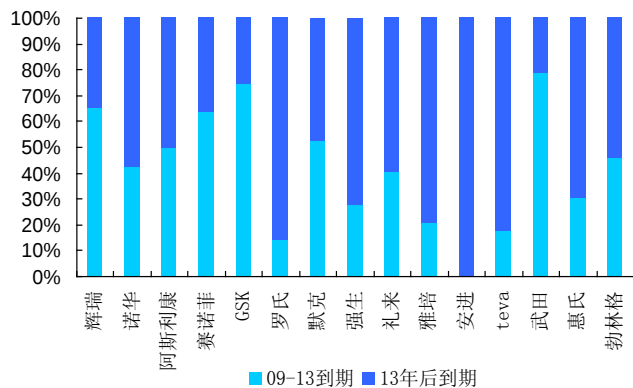
1) 全球经济低迷和大量专利药到期驱使原研药企业选择研发或者生产外包的方式降低成本。与此同时, 许多在欧美的医药资产被剥离清算, 大量的固体制剂、液体制剂、糖浆剂、活性化合物生产线被出售。前景不明的新药和即将到期的专利药被大量外包。

图 23: 全球因专利到期而造成的销售额损失 (亿美元)



资料来源: 健康网、国都证券研究所

图 24: 全球前 15 强企业专利药在 2013 年前到期比例



资料来源: 健康网、国都证券研究所

2) 中国和印度的成本优势非常明显。不考虑原料、能源和环保等因素。在人力成本上, 中国和印度就具有足够的优势。目前在欧美等发达国家, 全职化学或制剂工作人员的成本大约占据了总成本的 50%~60%, 而在中国这比例可能 15% 都不到。

3) 经过多年发展, 部分中国和印度的企业已经积累了一定的合同生产经验, 质量控制和供应链保障能力都有了很大的提高。同时工人生产效率提高, 使中国和印度的性价比优势逐步显现。

对于中国企业而言, 面对国际生产转移市场, 既是机遇也是挑战。

一方面, 合同生产对供应方的认证和生产保障能力要求高, 因此产品定价往往高于普通 API 出口, 订单利润率高而且相对稳定。另一方面, 生产合同往往锁定供应期限和供货量, 有效减少市场竞争和需求波动的风险。

挑战也是同时存在的。首先, 在满足相关认证和 EHS 建设的同时, 对生产商的项目管理能力、供应链保障能力、质量安全控制能力提出了更高的要求。在这面对比印度企业, 中国企业仍有不足。其次, 生产转移项目也有不确定性。即使合同期、供货量、合同价格是相对稳定的, 但上游成本波动也可能使企业亏损, 而且合同往往要求生产商使用专一生产线, 增加了成本控制难度。

3.2 与 BII 战略合作走向深入

2008 年 8 月 8 日, 公司与德国勃林格殷格翰国际有限公司 (以下简称 “BII 公司”) 在浙江省台州市签订了《战略生产联盟协议》。根据协议, 从 2008 年 9 月起, 公司将在川南新厂区为 BII 公司逐步投资建设专用车间, 并计划在 2009 年开始为 BII 公司生产合同产品。BII 公司将为公司提供专用知识和技术支持。

2009 年上半年, 专用车间建设完成, BII 公司已开始商业化采购中间体。**2009 年 BII 对两项产品累计采购总额约 3500 万元。**

虽然公司没有公告该中间体的具体名称, 但我们从川南分厂的环评报告和 BII 申请的专利得知两项产品为合成抗血栓新药达比加群的两个关键中间体, 产能设计为 50 吨。

表 7: 2008 年川南分厂产品目录及设计产能

序号	产品	产能 (吨)
1	瑞格列奈	1
2	卡洛芬	10
3	阿托伐醌	10
4	达比加群	50
5	T1620	50
6	聚卡波菲钙	300
7	4,4'-二氟二苯甲酮	300
8	奈韦拉平	100

资料来源: 环评报告、国都证券研究所

达比加群, 商品名 pradoxal, 是 BII 近期开发的口服抗凝血药物。根据 Pharmaprojects 杂志显示, 2008 年达比加群已经在欧盟大部分成员国完成注册, 在英国和德国率先销售, 但在美国和日本仍在三期临床阶段。

表 8：达比加群全球临床进展

国家名称	状态	上市时间	国家名称	状态
德国	上市	2008	希腊	注册
英国	上市	2008	爱尔兰	注册
美国	III 期临床		意大利	注册
日本	III 期临床		卢森堡	注册
挪威	III 期临床		荷兰	注册
澳大利亚	III 期临床		新西兰	注册
奥地利	注册		葡萄牙	注册
比利时	注册		西班牙	注册
巴西	注册		瑞典	注册
加拿大	注册		芬兰	注册
丹麦	注册		法国	注册

资料来源：Pharmaprojects、国都证券研究所 注：更新时间 2009 年 5 月 27 日

作为新一代口服抗凝血药物，达比加群具有其他抗凝药所不具备的优势。凭借一系列的优势，达比加群有望替代华法林和低分子肝素钠成为抗凝药物中的领军产品。

表 9：达比加群与华法林、低分子肝素钠对比

项目	口服抗凝药		注射抗凝药
	达比加群	华法林	低分子肝素钠
抗凝效果	即时、可靠、降低中风险好于华法林及依诺肝素	效果不稳定	即时、可靠
适用范围	心颤、静脉栓塞，肺栓塞	心颤、静脉栓塞，肺栓塞	静脉栓塞，急性冠脉综合症
用药检测	不需要	需要	不需要
出血风险	风险低于华法林组	有出血风险	出血风险与达比加群相当，但易导致血小板减少
是否需要调整剂量	不需要	需要	不需要
病人依从性	好	较差	医院内短期使用
药物相互作用	较少	较多	较少
药代动力学	稳定容易检测但生物利用度低	不稳定检测难	生物利用度高

资料来源：pubmed、国都证券研究所

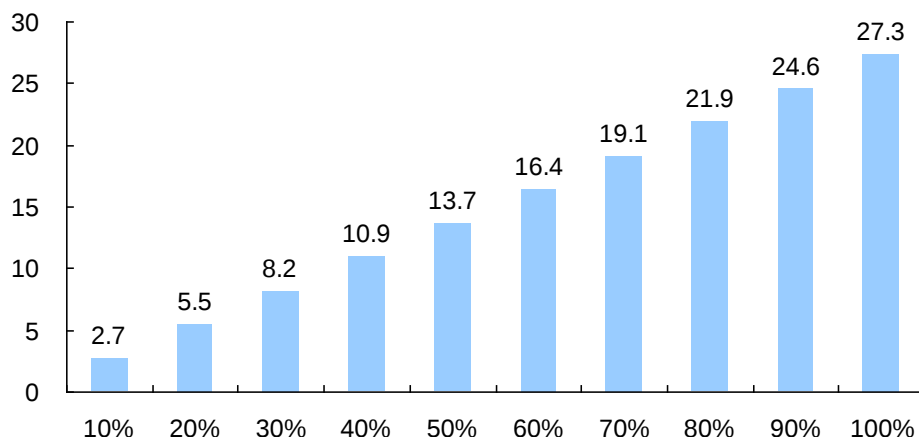
目前达比加群被批准适应症仅为关节置换术后血栓形成的预防，房颤患者的中风预防仍在临床试验阶段。但 BII 公司在 2009 年 9 月公布的 RE-LY® 临床研究的数据显示，达比加群对房颤患者卒中预防效果超越华法林——卒中显著减少的同时出血并发症更少。因此我们认为新适应症的获批以及在美国上市应该是指日可待的事。

至于达比加群的销量，因为目前只在英德两国上市，而且受适应症的限制，销售额预计不足 1 亿美元，但我们认为达比加群的市场增长潜力是巨大的。2008 年，华法林的全球销售额大约为 5.27 亿美元，按照 60 美分/片/5mg 计算，华法林的销量为 8.78 亿片。按照英国皇家药学会公布的达比加群单价 2.1 英镑/片/110mg 计算，完全替代华法林后，达比加群的市场销售额将达到 27.3 亿美元。

由于美国上市时间未定，市场对达比加群销量增速存在一定的分歧，而根据 Business Insights 公司预测，到 2013 年达比加群的销售额大约为 6.5 亿美元。需要注意的是近期上市的口服抗凝药中，还包括德国拜耳的利伐沙班（Rivaroxaban），利伐沙班的抗凝效

果与达比加群相当，而且生物利用度高，将是较强的竞争品种。

图 25：达比加群逐步替代华法林产生的销售额（单位：亿美元）



资料来源：国都证券研究所

3.3 积累经验，分享国际生产转移盛宴

公司此次能够成为 BII 公司生产联盟中一员意义重大。我们认为主要体现在以下两个方面：

一方面，合同定制业务增厚公司业绩。随着达比加群销量增长，合同订单将逐年增加，对业绩贡献逐渐显现。一旦新适应症的获批或者在美国上市被批准，合同订单将出现爆发式增长。

另一方面，通过此次合作，公司积累了合同生产经验，为承接其他原研药企业的合同定制业务奠定基础。

我们认为，此次合作只是公司承接合同定制业务，实现产业升级的一个开端。公司将凭借此次合作逐步融入国际生产转移的潮流之中，实现产业的升级。

4 克林霉素需求平稳，成本上升驱动提价

克林霉素是由林可霉素 7 位上的羟基被氯取代后所得的衍生物，其制品有盐酸林可霉素、克林霉素棕榈酸酯和克林霉素磷酸酯，是一个具有口服剂、注射剂、输液、外用和儿童专用口服剂的多剂型抗感染药物。

目前克林霉素制剂的全球销售额为 6 亿多美元。美国和日本分别占全球消费市场份额的 50% 和 25%，其次是欧洲市场。国内方面正处于用盐酸克林霉素、克林霉素磷酸酯和克林霉素棕榈酸酯替代林可霉素的推行阶段。2008 年国内林可霉素产量大约为 4000 吨，估计用于人用制剂为 600-700 吨。这部分市场将逐渐被克林霉素所替代。

在 09 年公布的基本药物目录中，克林霉素成功替代林可霉素进入目录。随着基本药物制度推行，克林霉素替代林可霉素的速度将加快，对原料药的需求将平稳增长。

表 10: 克林霉素粉针与林可霉素注射液对比

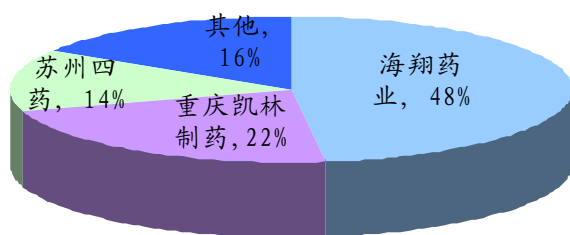
项目	注射用盐酸克林霉素	盐酸林可霉素注射液
适应症	呼吸道、泌尿道感染,皮肤软组织感染,女性生殖道及盆腔感染和腹腔感染及败血症等	呼吸道感染、骨髓炎、关节和软组织感染、胆道感染及败血症
抗菌能力	主要针对革兰氏阳性菌和厌氧菌, 抗菌活性比林可霉素强 4 倍	主要针对葡萄球菌、链球菌、肺炎链球菌及部分厌氧菌
医保情况	基本药物目录, 甲类医保	甲类医保
零售价格	1.3 元/支, 粉针, 600mg/支	14-15 元/支, 注射液, 600mg/支

资料来源: 国家发改委、国都证券研究所

2009 年克林霉素的出口量大约在 300 吨左右。在 2009 年 1-5 月份的出口市场中, 盐酸克林霉素的市场份额最大, 约占到总体的 70%以上, 克林霉素磷酸酯及克林霉素棕榈酸酯约占 20%。出口的目的国有加拿大、德国、比利时和墨西哥, 占总出口量的 60%以上。

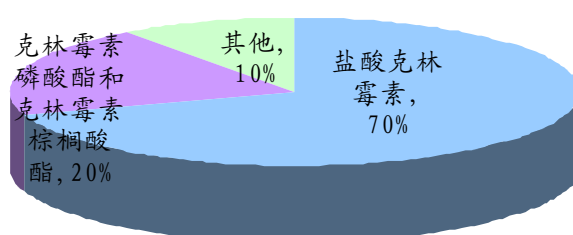
目前, 国内克林霉素主要生产厂家有: 浙江海翔医药化工有限公司、苏州第四制药有限公司及重庆凯林制药有限公司等。这三家企业在克林霉素的出口份额中占到 80%以上, 浙江海翔约占 48%, 重庆凯林制药紧随其后, 约占 22%。苏州四药约占 14%。

图 26: 2009 年 1-5 月主要企业出口份额



资料来源: 健康网、国都证券研究所

图 27: 2009 年 1-5 月克林霉素系列出口构成



资料来源: 健康网、国都证券研究所

表 11: 主要克林霉素生产企业情况

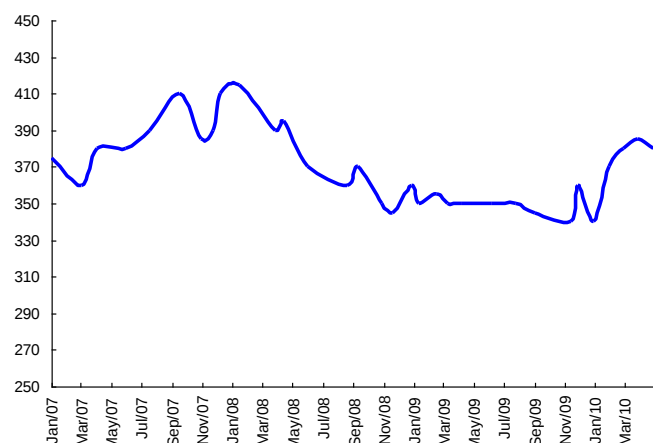
生产企业	产能	认证情况
海翔药业	180 吨	DMF, CEP
苏州四药	<100 吨	DMF, CEP
重庆凯琳	75 吨	DMF, CEP
南阳普康	少量生产	DMF

资料来源: 健康网、国都证券研究所

价格方面, 因为合成原料林可霉素价格上涨, 成本上升, 克林霉素价格从 09 年的 500 元/kg, 提高至 560 元/kg。上游林可霉素价格上涨的主要原因是南阳普康因环保问题被迫处于半停产状态。由于环保支出费用较高, 而且近期粮食价格上涨, 维持当前价格对企业更为有利, 因此我们认为南阳普康完全复产的可能性较少, 价格将继续维持。

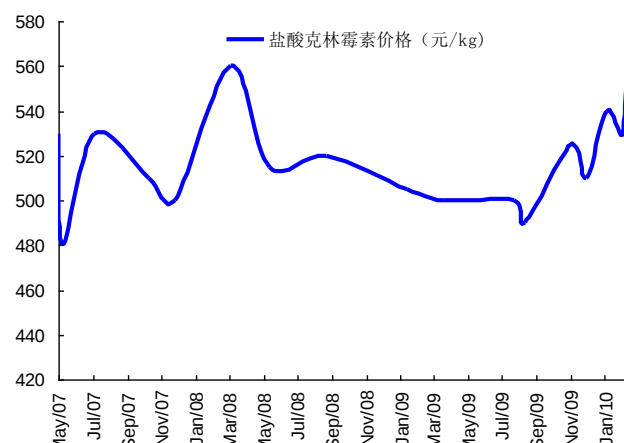
从克林霉素和林可霉素历史价格波动可以看出, 两品种价格基本联动。克林霉素生产企业可以通过提价消化林可霉素价格上升的影响。若公司能借此机会顺势提价, 对公司业绩影响将是积极的。

图 28: 盐酸林可霉素国内报价 (单位: 元/bou)



资料来源: 健康网、国都证券研究所

图 29: 盐酸克林霉素国内报价 (元/kg)



资料来源: 健康网、国都证券研究所

5 股权激励提升管理效率, 驱动业绩释放

为进一步推动公司产品结构调整, 提高管理绩效和实施产业升级, 2009 年 12 月, 公司管理层制定了《浙江海翔药业股份有限公司首期股票期权激励计划》。

该计划拟授予激励对象 500 万份股票期权, 每份股票期权拥有在本计划有效期内的可行权日按照行权价格 10.71 元购买一股海翔药业股票的权利。此次激励对象十分广泛, 除了 5 名高管外, 97 名核心管理、技术人员与业务骨干被选为激励对象。按照 2009 年年报公告的总人数 (1407 人) 计算, 此次激励人数占公司目前总人数的 7.25%。我们认为广泛的股权激励将有效统一管理层、核心技术人员和企业之间利益, 有利于提高企业的管理效率。

表 12: 海翔药业股权激励计划授权对象

序号	姓名	职务	获授的股票期权数量 (万股)	股票期权占授予股票期权总量的比例 (%)	标的股票占授予时公司总股本的比例
1	罗煜竑	董事长	65	13	0.40%
2	李维金	总经理	45	9	0.28%
3	潘庆华	副总经理	25	5	0.16%
4	罗颜斌	财务总监兼董事会秘书	25	5	0.16%
5	贾强	副总经理	25	5	0.16%
		核心管理、技术人员与业务骨干及董事会认为应当激励的其他员工 (合计 97 人)	315	63	1.96%
		总数	500	100	3.12%

资料来源: 公司公告、国都证券研究所

同时, 此次激励计划对个人及公司提出业绩考核的要求, 并作为股票行权必须条件。从行权的业绩条件来看, 公司对净利润考核以 2009 年业绩为基数。2010 年按照净利润

增长 30% 计算为 3939 万元，由于 09 年基数较低实现这一指标的难度不大。另一考核指标为净资产收益率。我们按照 09 年末的净资产 5.62 亿计算，9% 的净资产收益为 5058 万元，相当于利润增长 67%，明显实现这一指标的难度较高。

从 10.71 元/股的行权价格考虑，假设大盘给予原料药企业的 PE 只有 30 倍。则支撑行权价格的业绩必须在 0.357 元/股以上，对应 2010 年业绩为 5730 万元。因此我们认为公司在 2010 年有充分的提升和释放业绩的动力。而在后续几年，业绩可能保持一个稳定的释放速率。

表 13: 海翔药业股权激励行权业绩条件

行权期	行权的业绩条件	行权期	可行权数量
第一个行权期	2010 年度相比 2009 年度，净利润增长率不低于 30%，且净资产收益率不低于 9%。	自授权日起满一年后的下一交易日起至授权日起满两年的交易日当日止。	获授期权总量的 25%
第二个行权期	2011 年度相比 2009 年度，净利润增长率不低于 60%，且净资产收益率不低于 9.5%。	自授权日起满两年后的下一交易日起至授权日起满三年的交易日当日止。	获授期权总量的 25%
第三个行权期	2012 年度相比 2009 年度，净利润增长率不低于 90%，且净资产收益率不低于 10%。	自授权日起满三年后的下一交易日起至授权日起满四年的交易日当日止。	获授期权总量的 25%
第四个行权期	2013 年度相比 2009 年度，净利润增长率不低于 120%，且净资产收益率不低于 11%。	自授权日起满四年后的下一交易日起至授权日起满五年的交易日当日止。	获授期权总量的 25%

资料来源：公司公告、国都证券研究所

6 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

我们看好 4-AA 放量增长，预计抗生素收入增长在 15% 以上，而且毛利率稳步提升；合同定制业务快速扩大，2010 年翻倍增长，2011 年和 2012 年增长分别达到 60% 和 40%。降糖药也保持 35% 以上的快速增长，新产品上市后增速加快。心血管药方面，由于新产品获批和出口尚未明确，维持当前规模。其他产品不作为公司发展的重点，预计规模将缩小。

表 14: 海翔药业分产品收入和毛利预测

单位万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
抗生素类	50871	50795	58570	70735	82344	96498
增长率		-0.15%	15.31%	20.77%	16.41%	17.19%
毛利率	14.51%	12.88%	20.71%	20.00%	21.00%	22.00%
API 合同定制			3500	8000	12800	17920
增长率				128.57%	60.00%	40.00%
毛利率				50.00%	50.00%	50.00%
精细化学品类	37973	34675	20357	19339	18372	17454
增长率		-8.69%	-41.29%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	13.23%	15.03%	17.82%	17.00%	18.00%	18.00%
抗病毒类	7454	11678	5637	5355	5087	4833

增长率		56.67%	-51.73%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	17.17%	11.19%	5.75%	6.00%	6.00%	6.00%
心血管类	1045	659	71	71	71	71
增长率		-36.94%	-89.28%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	8.80%	7.28%	27.23%	27.00%	27.00%	27.00%
降糖类	318	409	541	730	1096	1643
增长率		28.62%	32.28%	35.00%	50.00%	50.00%
毛利率	55.66%	60.15%	75.35%	75.00%	80.00%	80.00%
驱虫类	682	1036	873	873	873	873
增长率		51.91%	-15.73%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	19.65%	20.27%	24.69%	25.00%	25.00%	25.00%
其他	245	790	158	158	158	158
增长率		222.45%	-80.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	33.88%	31.27%	10.15%	10.00%	10.00%	10.00%
总和	98588	100042	86207	105261	120800	139449
增长率		1.47%	-13.83%	22.10%	14.76%	15.44%
毛利率	14.37%	13.80%	18.76%	21.44%	23.55%	25.25%

资料来源：公司公告、国都证券研究所

6.2 投资建议

根据以上分产品的收入假设，我们预计 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.44 元、0.65 元和 0.87 元。按照 6 月 18 日 16.48 元/股的收盘价计算，对应的市盈率为 37 倍、25 倍和 19 倍。我们选择了与公司同属特色原料企业而且共同受益于国际生产转移的海正药业和华海药业进行对比。虽然当前公司的估值优势并不明显，但公司正处于业绩拐点初期，具有较高业绩弹性，因此我们首次给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

表 15：同类上市公司估值指标比较（单位：元、倍）

公司代码	公司简称	股价		每股收益		市盈率		
		2010-6-18	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
600267	海正药业	25.7	0.72	0.86	1.1	36	30	23
600521	华海药业	14.54	0.45	0.62	0.85	32	23	17
002099	海翔药业	16.48	0.44	0.65	0.87	37	25	19

资料来源：公司公告、国都证券研究所

7 风险提示

7.1 原料药价格波动风险

由于技术在不断进步，从长期来看，4-AA 价格是不断下降的。若公司技术革新慢于行业，在价格下跌过程中，毛利率有下降风险。其他产品如氟苯尼考价格周期波动大，而且占公司收入比重高，若价格大幅下跌，对业绩将产生不利的影响。

7.2 合同定制订单风险

达比加群在美国和日本仍处于临床阶段，若在临床试验过程中发生严重不良反应事件，合同定制订单将受到严重影响。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	567	748	744	917	营业收入	893	1051	1207	1393
现金	123	165	175	196	营业成本	726	826	923	1041
应收账款	188	209	238	260	营业税金及附加	4	4	5	6
其它应收款	1	4	4	5	营业费用	13	15	17	20
预付账款	12	10	15	14	管理费用	96	102	117	135
存货	211	325	274	402	财务费用	15	17	19	22
其他	32	35	38	39	资产减值损失	5	4	4	4
非流动资产	429	439	451	452	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	357	359	366	366	营业利润	34	84	122	165
无形资产	48	63	61	62	营业外收入	4	4	5	6
其他	20	12	20	20	营业外支出	4	4	5	6
资产总计	996	1187	1195	1369	利润总额	34	84	122	165
流动负债	402	423	441	444	所得税	4	13	18	25
短期借款	210	237	215	205	净利润	30	71	104	140
应付账款	89	97	111	123	少数股东损益	0	0	0	0
其他	103	88	115	115	归属母公司净利润	30	71	104	140
非流动负债	32	31	31	31	EBITDA	93	144	187	232
长期借款	30	30	30	30	EPS (元)	0.19	0.44	0.65	0.87
其他	2	1	1	1	主要财务比率				
负债合计	434	453	471	474		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	3	2	2	3	成长能力				
股本	161	161	161	161	营业收入	29.3%	17.7%	16.6%	31.1%
资本公积金	227	227	227	227	营业利润	14.4%	145.4%	46.4%	34.8%
留存收益	171	206	258	328	归属母公司净利润	18.4%	134.0%	46.4%	34.8%
归属母公司股东权益	559	732	722	893	获利能力				
负债和股东权益	996	1187	1195	1369	毛利率	18.7%	21.4%	23.6%	25.2%
现金流量表					净利率	3.4%	6.8%	8.6%	10.1%
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	5.4%	9.7%	14.4%	15.7%
经营活动现金流	98	117	163	168	ROIC	5.4%	8.5%	12.4%	14.1%
净利润	30	71	104	140	偿债能力				
折旧摊销	44	44	45	45	资产负债率	43.6%	38.2%	39.5%	34.6%
财务费用	15	17	19	22	净负债比率	20.8%	14.0%	9.6%	4.4%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.41	1.77	1.69	2.07
营运资金变动	5	-20	-10	-45	速动比率	0.86	0.98	1.03	1.13
其它	4	5	5	5	营运能力				
投资活动现金流	-53	-67	-65	-56	总资产周转率	0.89	0.96	1.01	1.09
资本支出	54	68	66	57	应收帐款周转率	5.12	5.30	5.40	5.60
长期投资	0	0	0	0	应付帐款周转率	94.00	96.00	96.00	96.00
其他	1	1	1	1	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-24	-26	-25	-25	每股收益	0.19	0.44	0.65	0.87
短期借款	-46	-26	-25	-25	每股经营现金	6.39	7.20	7.81	8.85
长期借款	30	0	0	0	每股净资产	3.50	4.57	4.51	5.58
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	87.29	37.30	25.48	18.90
其他	-9	0	0	0	P/B	4.71	3.60	3.66	2.96
现金净增加额	21	24	73	87	EV/EBITDA	28.49	18.34	14.17	11.38

资料来源：公司报表、国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
夏茂胜	商业、纺织服装	xiamasheng@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
冯翔	宏观研究	fengxiang@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com