

医药/必需消费

海翔药业 (002099)

在上升曲线之初，潜力巨大

易镜明

021-38676779

yijingming@gtjas.com

S0880208080357

本报告导读：

国际合作定制突破、培南类原料药 4-AA 增长迅速

投资要点：

- 公司是浙江台州一家特色原料药民营生产企业，主要涉及抗生素、心血管等特色原料药。在 2009 年新管理层上任之后，对海翔的产品结构进行了大刀阔斧的转型，公司总体战略：1、加大培南系列产品的研发与销售力度；工艺改进，降低成本；2、高端定制加工将深入发展 3、加快国际市场注册步伐和产业链的上下游一体化，向制剂发展。
- 公司 2009 收入构成：抗生素 5.85 亿（其中 4AA 收入 2 亿），精细化工类 1.68 亿，心血管类达比加群中间体等 0.35 亿；10 年公司业务结构发生较大变化，我们预计 10 年公司净利润 1 亿，其中达比加群中间体和 4AA 占据 70% 以上的比重。
- 我们对达比加群非常看好：达比加群销售额（BII 09 年 1 亿美元）有望超越依诺肝素（依诺肝素 08 年全球销售额是 44 亿美元）。依据是：1、疗效与依诺肝素相似，但口服的用药更加方便；2、BII 的全球品牌和地位；3、基于市场和疗效，达比加群是 BII 最重视的新药 4、适应症在继续扩大 5、销售的国家有望大幅扩大
- 培南类中间体：2009 年全球培南类抗生素的销售额达到了 30 亿美元，占抗生素药物销售额的 10% 左右。目前随着关键培南的美国专利到期，公司判断培南类市场需求很快会扩到 1000 吨，而目前全球的产能是 400-500 吨，公司的产能是月产 18 吨（年化 216 吨），作为龙头企业，有望最大程度享受行业的快速增长。
- 投资建议：1、公司的主导品种弹性大，因此从投资的角度讲公司的进攻性强，在国际合作定制突破、培南类原料药 4-AA 增长迅速的背景下，我们认为公司处于上升曲线之初，潜力巨大 2、从市值角度讲，具有可比性的海普瑞 520 亿，公司目前只有 34 亿，3、预计 10、11 年 EPS 分别为 0.63、0.89 元，给予增持评级，按照 11 年 30 倍 PE 目标价 26.7 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,063	893	1,072	1,308	1,563
(+/-)%	2.7%	-16.0%	20.0%	22.0%	19.5%
经营利润 (EBIT)	52	49	125	173	224
(+/-)%	-17.7%	-6.1%	155.6%	38.6%	29.4%
净利润	26	30	101	143	188
(+/-)%	-17.6%	18.4%	233.0%	41.7%	31.5%
每股净收益 (元)	0.16	0.19	0.63	0.89	1.17
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.31	0.45	0.59

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	4.9%	5.5%	11.6%	13.2%	14.3%
净资产收益率 (%)	4.7%	5.4%	15.7%	19.4%	22.0%
投入资本回报率 (%)	7.8%	7.3%	17.1%	21.3%	25.1%
EV/EBITDA	39.4	38.2	20.9	15.6	12.3
市盈率	133.6	112.8	33.9	23.9	18.2
股息率 (%)	0.5%	0.5%	1.5%	2.1%	2.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：26.70

上次预测：15.00

当前价格：21.30

2010.08.04

交易数据

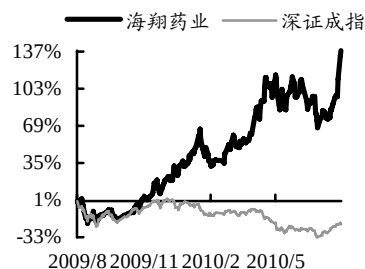
52 周内股价区间 (元)	7.06-21.90
总市值 (百万元)	3,419
总股本/流通 A 股 (百万股)	161/122
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	76%
日均成交量 (百万股)	3
日均成交值 (百万元)	53

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	577
每股净资产	3.59
市净率	5.9
净负债率	37%

EPS (元)	2009A	2010
Q1	0.02	0.11
Q2	0.07	0.18
Q3	0.03	0.16
Q4	0.07	0.18
全年	0.19	0.63

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	42%	22%	142%
相对指数	25%	25%	164%

相关报告

《原料药产品初具特色》

2006.12.07

模型更新时间: 2010.08.04

股票研究

必需消费

医药

海翔药业 (002099)

评级: 增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 26.70

上次预测: 15.00

当前价格: 21.30

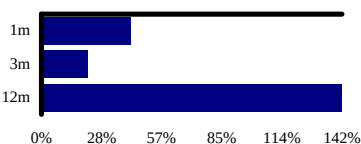
公司网址

www.hisoar.com

公司简介

公司地处浙江省台州市, 主营业务为生产化学合成医药原料药和精细化学品 (包括中间体)。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

7.06-21.90

市值 (百万)

3,419

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业收入

营业成本

税金及附加

营业费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

长期负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

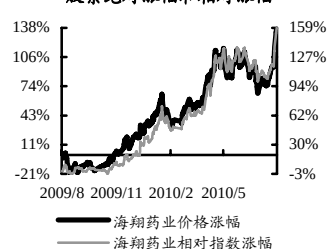
EV/EBITDA

P/S

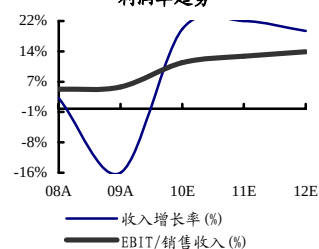
股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,063	893	1,072	1,308	1,563
营业成本	924	726	813	971	1,144
税金及附加	3	4	4	5	6
营业费用	13	13	15	18	22
管理费用	69	96	115	140	167
EBIT	52	49	125	173	224
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	22	15	10	10	10
营业利润	30	34	115	163	214
所得税	4	4	14	20	26
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	26	30	101	143	188
货币资金、交易性金融资产	132	123	199	219	266
其他流动资产	452	444	492	594	705
长期投资	4	4	4	4	4
固定资产合计	353	357	398	427	445
无形资产及其他资产	49	48	46	44	41
资产合计	1,013	996	1,147	1,286	1,453
流动负债	464	402	459	496	536
长期负债	1	32	41	51	61
股东权益	547	562	647	739	856
投入资本(IC)	664	673	730	813	892
NOPLAT	45	43	110	152	197
折旧与摊销	38	44	45	54	63
流动资金增量	16	5	32	65	71
资本支出	71	1	73	73	73
自由现金流	169	93	259	344	403
经营现金流	70	78	126	143	190
投资现金流	(70)	0	(72)	(73)	(72)
融资现金流	(14)	(44)	22	(51)	(71)
现金流净增加额	(14)	34	76	19	47
收入增长率	2.7%	-16.0%	20.0%	22.0%	19.5%
EBIT 增长率	-17.7%	-6.1%	155.6%	38.6%	29.4%
净利润增长率	-17.6%	18.4%	233.0%	41.7%	31.5%
利润率					
毛利率	13.1%	18.7%	24.1%	25.7%	26.8%
EBIT 率	4.9%	5.5%	11.6%	13.2%	14.3%
净利润率	2.4%	3.4%	9.4%	10.9%	12.0%
净资产收益率(ROE)	4.7%	5.4%	15.7%	19.4%	22.0%
总资产收益率(ROA)	2.5%	3.0%	8.8%	11.1%	12.9%
投入资本回报率(ROIC)	7.8%	7.3%	17.1%	21.3%	25.1%
存货周转天数	89	119	102	99	100
应收账款周转天数	57	75	69	66	66
总资产周转天数	332	405	360	335	315
净利润现金含量	2.75	2.58	1.25	1.00	1.01
资本支出/收入	6.69%	0.06%	6.81%	5.58%	4.67%
资产负债率	46.0%	43.6%	43.6%	42.5%	41.1%
净负债率	22.8%	20.9%	14.1%	11.0%	5.2%
PE	133.6	112.8	33.9	23.9	18.2
PB	6.3	6.1	5.3	4.6	4.0
EV/EBITDA	39.4	38.2	20.9	15.6	12.3
P/S	3.22	3.83	3.19	2.61	2.19
股息率	0.5%	0.5%	1.5%	2.1%	2.7%

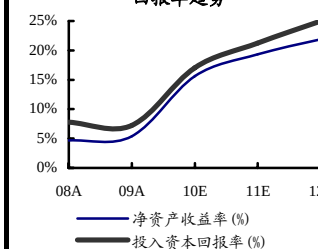
股票绝对涨幅和相对涨幅



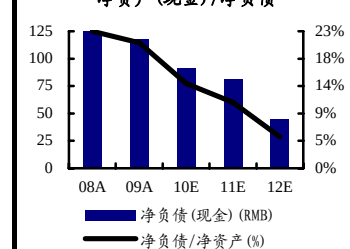
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 投资要点

- 1、公司股权结构理顺，股权激励有利于公司发挥凝聚力
- 2、主要的盈利品种：10 年公司的盈利结构发生较大变化--心血管类达比加群将上升到 1.5 亿收入，净利润占公司比重 40%以上；抗生素类中 4AA 收入和毛利率都将大幅上升，也占净利润比重 30%以上。公司的关键点是这两项业务
- 3、4-AA： I、2009 年全球培南类抗生素的销售额达到了 30 亿美元，占抗生素药物销售额的 10%左右。08 年国内医院购药规模达到 22.46 亿元，同比增长 32.44%，目前两个关键培南专利相继到期，需求有望快速扩大到 1000 吨，而目前全球的产能是 400 多吨，供需情况发生变化后，价格有望企稳，量有望快速扩大。II、国内价格主要是海翔主导，公司优势在于规模大（产能 216 吨）、技术先进、收率提高比对手快因此对价格承受能力比对手强。在收率不断提升的背景下，尽管价格压低，但公司自己的盈利能力比 09 年增强（毛利率提升了 8 个百分点），我们预计 4AA 业务 11 年利润增速有望保持 40%以上。
- 4、达比加群 09 年 BII 的销售额为 1 亿美元，该品种有望超过依诺肝素（依诺肝素 08 年全球销售额是 44 亿美元），依据是：
I、疗效优于华法林，与依诺肝素相似，但口服的用药比注射用依诺肝素方便、患者痛苦小 II、BII 的全球品牌和地位 III、基于市场和疗效，达比加群是 BII 最重视的新药 IV、适应症在继续扩大 V、销售的国家有望大幅扩大：FDA 认证即将进行，从已有的实验数据看，获批可能性很大，欧盟和美国的认证将大幅提高达比加群的全球销售
- 5、投资建议： I、公司的主导品种向上弹性大，因此从投资的角度讲公司的进攻性强，在国际合作定制突破、培南类原料药 4-AA 增长迅速的背景下，我们认为公司处于上升曲线之初，预计 10、11 年 EPS 分别为 0.63、0.89 元，目前股价相当于 11 年 23 倍 PE，给予增持评级，按照 11 年 PE 30 倍目标价 26.7 元。II、从市值的角度：作为肝素类原料药全球供应商的海普瑞市值 520 亿，而作为培南类原料药和达比加群原料药全球供应商的海翔药业市值目前为 34 亿，作为快速增长的特色原料药供应商，海翔市值被低估。

2. 公司简介

公司是浙江台州一家很有特色的原料药民营企业，是全国医药工业企业创新能力百强企业之一，位列全国化学原料药企业销售收入 100 强的第 26 位。公司产品上看，主要涉及抗生素、精细化工、抗病毒、心血管、驱虫和降糖类原料药。

表 1: 公司主要产品列表

类别	产品名称
抗生素类	克林霉素系列: 盐酸克林霉素、克林霉素磷酸酯、克林霉素棕榈酸酯等 甲砒霉素系列: 氟苯尼考、甲砒霉素、甲砒霉素棕榈酸酯盐酸盐等
	培南类中间体: 4-AA
抗病毒类	联苯双酯、联苯醇酸、环丙乙炔等
精细化工类	烟酸系列、BIT 系列、苯乙酮系列等
心血管类	氟伐他汀、菲诺贝特中间体、 达比加群中间体 等
驱虫类	布帕伐醌、阿托伐醌等
降糖类	伏格列波糖、瑞格列奈等

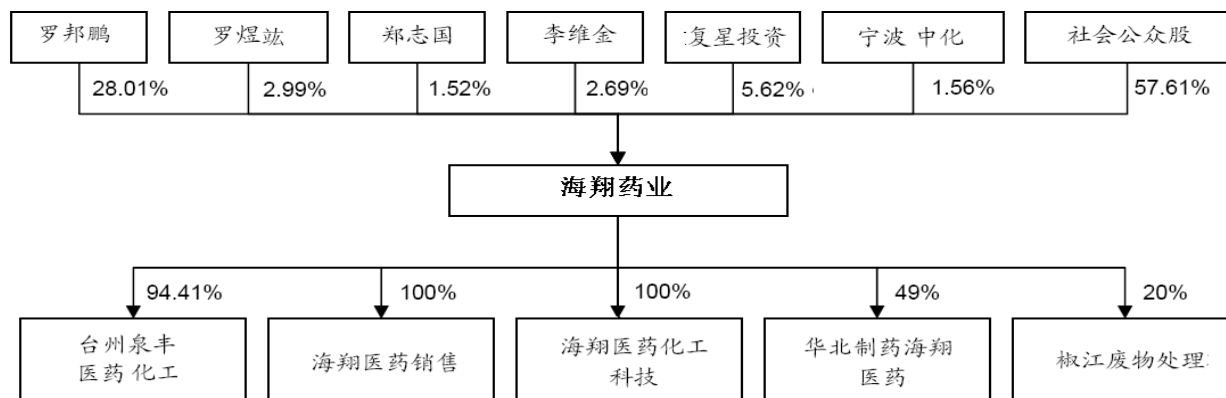
数据来源: 公司年报, 国泰君安证券

公司在 07、08 年曾一度因为产品结构过于分散, 竞争力不强以及管理层变动而导致业绩下滑。在 2009 年, 新的管理层上任之后, 对海翔的产品结构进行了大刀阔斧的转型, 加强研发创新, 聚焦高附加值高毛利率产品, 将现有业务中毛利率较高、竞争力较强的抗生素、心血管药作为公司未来发展的重点, 而逐步收缩精细化工、驱虫及抗病毒等低毛利率、低竞争力业务。另一方面, 公司走出了一条国际合作的新路, 与德国勃林格殷格翰国际有限公司 (简称“BII 公司”) 签订了《战略生产联盟协议》, 为 BII 生产降糖新药达比加群的原料药中间体, 从而迈入了为国际大型药企合同定制的新纪元。

公司管理层变动

目前, 公司的大股东罗邦鹏持有 28.01% 的股权, 其子罗煜竑持有 2.99% 的股权, 罗邦鹏是海翔的创始人, 罗煜竑是海翔药业的第二代接班人。在 08、09 年公司管理层交接的过程中, 出现了一些分歧, 间接导致了公司业绩的下滑, 原高管中除了李维金 (目前担任公司总经理) 以外, 郑志国 (罗邦鹏女婿)、张智岳、孙剑、赵大同等高管相继离开海翔。罗煜竑在 2009 年成功重组了管理层核心, 实现了管理层的平稳过渡。

图 1: 公司股权结构图:



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券

3. 公司业绩概述

09 年公司实现营业收入 89336 万元，毛利率 19.43%（同比上升 5.62 个百分点），实现净利润 3030 万元，同比增加 18.38%。公司 10 年中报预增 236% 即 eps 0.29 元，净利润 4676 万元，我们预计全年净利润在 1 亿左右，即 0.63 元。超预期的因素在于：1、公司低毛利率的贸易类产品基本被淘汰，募集资金项目 4-AA 及其他培南类产品销售收入比计划增加（4AA 收入同比增幅 100%，毛利率也提高），产品结构得到显著改善，综合毛利率大幅提高。2、达比加群：2010 年海翔将供应 150 吨达比加群中间体，收入达到 1.5 亿，我们估计达比加群能贡献约 4000-4500 万左右的净利润。随着达比加群迈向重磅炸弹品种的行列，公司将跟随达比加群的快速发展而发展。

公司 2009 的收入构成：抗生素 5.85 亿（其中 4AA 收入 2 亿），精细化工类 1.68 亿，抗病毒类 0.56 亿，心血管类达比加群等 0.35 亿；毛利构成：抗生素占比 72.5%，精细化工类 9.9%。毛利率情况：抗生素业务 20.7%。

我们预计 10 年将发生较大变化，心血管类达比加群将上升到 1.5 亿收入，净利润占公司比重 40%以上；抗生素类中 4AA 收入和毛利率都将大幅上升，也占净利润比重 30%以上。公司的关键点是这两项业务，因此我们后面将展开讨论

图 2：公司 2007-2010 年 1Q 收入和净利润（万元）

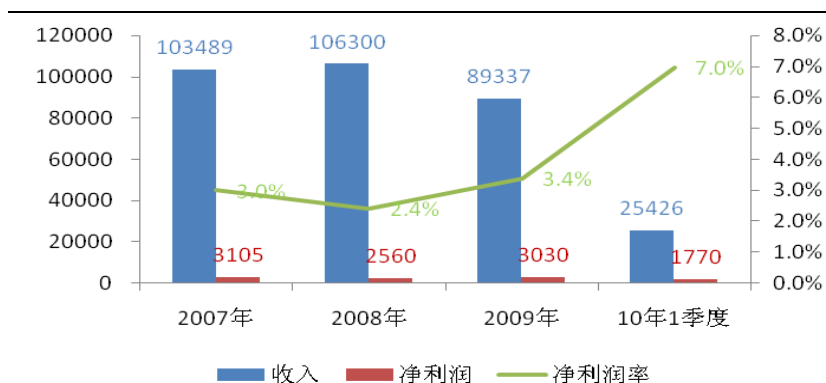


图 3：2007-2009 年公司主营收入构成

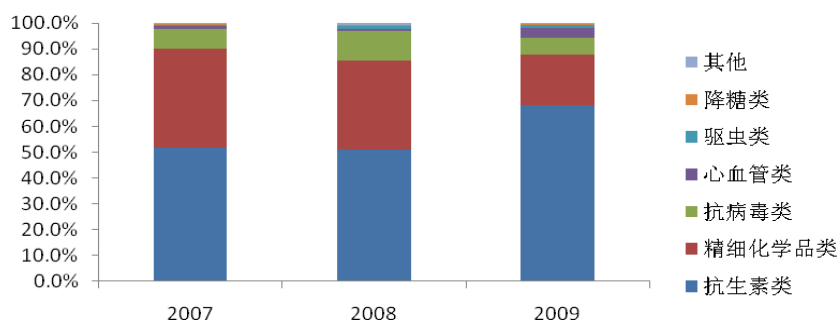
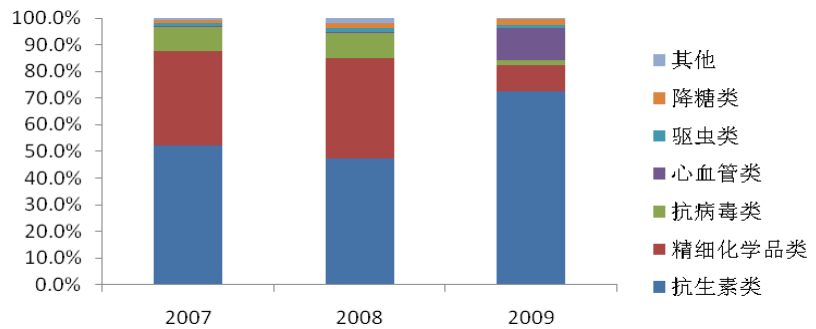


图 4：2007-2009 年公司主营毛利构成



数据来源：公司年报，国泰君安证券

4. 公司重点业务分析

4.1. 抗生素业务——公司传统业务增长的主引擎

抗生素是公司的主要收入来源，占 2009 年主营收入的 68%。在抗生素传统业务中，克林霉素系列和甲砒霉素（主要是氟苯尼考）系列产品是公司的传统强项，09 年收入分别为 2 亿多，1 亿多，毛利率均为 13%；其中，公司克林霉素产量居国内第一，年出口量约占全国出口总量额的 70%；甲砒霉素系列国内产量第一，60%以上出口。培南类中间体 4-AA 是公司最近几年开发的新品种，属于高毛利率产品，其下游培南类抗生素需求增长迅速，4-AA 在公司抗生素业务中的占比逐年增大，09 年收入 2 亿，10H 同比收入增幅达到 100%，成为公司最重要的盈利增长点之一。

4.2. 培南类中间体 4-AA——公司抗生素业务中的新贵

培南类抗生素在终端市场快速增长，4-AA 是合成所有培南类抗生素的关键中间体，随着培南类产品应用越来越广泛，预计全球 4-AA 的需求将不断放量，4-AA 很有可能成为未来海翔药业的明星药物。

● 4 - A A 下游培南类药物市场分析

培南类药物（carbapenems，又称碳青霉烯类抗生素）问世于 20 世纪 80 年代，是一类非典型 β -内酰胺类抗生素，是迄今开发的抗菌药物中抗菌谱最广、抗菌作用最强的一类抗生素，具有广谱、强效、细菌耐药发生率等特点。

2009 年全球培南类抗生素的销售额达到了 30 亿美元，占抗生素药物销售额的 10% 左右。培南类能够在短期内迅速崛起，分得抗感染市场一杯羹，得力于头孢类等上市多年药物带来的耐药性问题。培南类由于应用时间较短，抗药性未明显加强，能有效解决耐药性问题，并且它适用于全身各处的感染，不良反应较少，所以它被称为“抗生素的最后一道防线”，是抗感染药物中非常重要的一支新生力量。

自第一只培南类药物——亚胺培南上市以来，迄今为止，全球已上市的培南不过七八只，且均为发达国家所开发，按上市年份排列依次为：亚胺培南、帕尼培南、美罗培南、法罗培南、厄他培南、比阿培南和多尼培南。

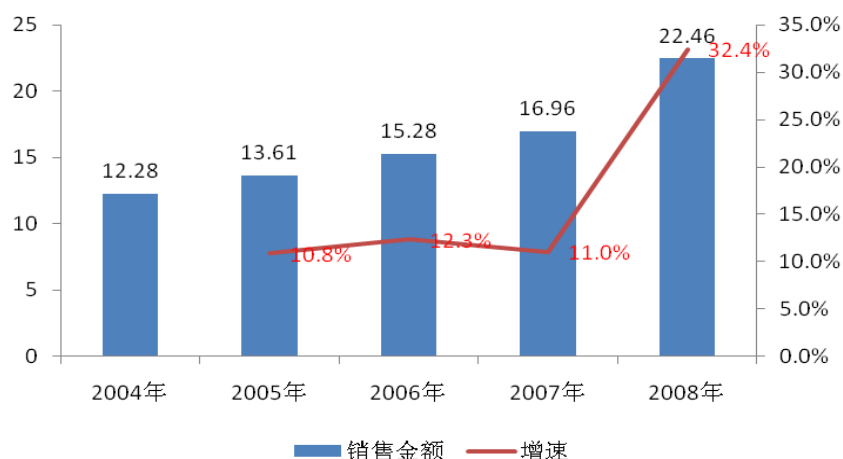
表 2：主要培南类药物

名称	研制公司	最早上市国家	最早上市时间
亚胺培南(imipenem)	美国默克公司	德国	1985
帕尼培南(panipenem)	日本三共制药公司	日本	1994
美罗培南(meropenem)	日本住友制药公司与英国 ICI 制药公司开发	意大利	1994
厄他培南(ertapenem)	美国默克公司	美国	2001
法罗培南(faropenem)	日本 Suntory 公司	日本	1997
比阿培南(biapenem)	美国氰胺公司研制开发	日本	2002
多尼培南 (Doripenem, S-4661)	日本盐也义公司	日本	2005

数据来源：华源医药网，国泰君安证券

在中国国内市场，培南类作为抗感染类相对新的类别，是近两年研究热点，市场增长势头迅猛，2005-2008 年医院购药平均增长率为 24.13%，08 年医院购药规模达到 22.46 亿元，同比增长 32.44%，市场处于稳定增长期。培南类在抗感染药物中的比重也日益增加，已由 2003 年的 3.16% 增长到 2007 年上半年的 4.38%。在抗感染药物市场中，培南类中的代表药物——美罗培南和亚胺培南/西司他丁钠所占份额节节攀升，2008 年排名前 20 位抗感染药物中，两者以 2.39% 和 1.95% 的市场份额分列第 10 位和第 16 位。

图 5：2004-2008 年中国培南类药物医院购药规模（亿元）



数据来源：华源医药网，国泰君安证券

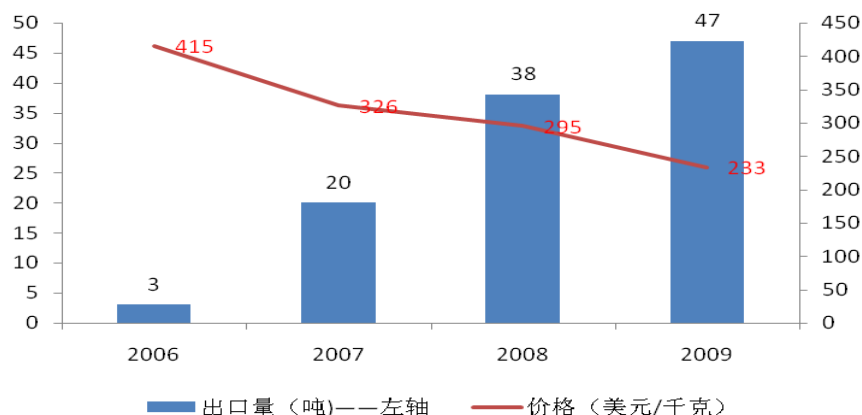
目前亚胺培南的美国专利已经于 2009 年到期，美罗培南也将于 2010 年 6 月份过期。需求有望快速扩大。

● 中间体 4-AA 市场分析

日本是世界上最早开发成功 4-AA 的国家，在 2007 年之前，全球只有日本具有生产 4-AA 的能力，进口产品价格高居不下，一般在 600 美元/公斤左右。2007 年后，海翔等中国企业逐渐掌握了核心生产工艺技术，大幅降低了 4-AA 的成本，逐步抢占日本公司的市场份额。目前，海翔拥有全球最大的 4-AA 产能，月产能 18 吨，年产约 216 吨/年，未来产能有望翻番。由于较高的技术门槛和巨大投入，目前国内只有少数几家生产厂商。4-AA 国内生产厂家主要是浙江海翔（216 吨）、海滨制药（40 吨，其中一半自用）、浙江九洲（30 吨）和新东港（30 吨）。

我国 09 年的出口量已经在 47 吨左右，全球的 4AA 产能 400 多吨，国内价格主要是海翔主导，公司优势在于规模大、技术先进、收率提高比对手快因此对价格承受能力比对手强。在收率不断提升的背景下，尽管海翔将价格压低，但公司自己的盈利能力比 09 年增强（毛利率提升了 8 个百分点），未来盈利的快速增长值得期待。公司判断：培南类市场需求很快会扩到 1000 吨，而目前全球的产能是 400 多吨，供需情况发生变化后，价格和毛利率都有望企稳或者提升。

图 6：2006-2009 年我国 4-AA 出口情况



数据来源：华源医药网，国泰君安证券

4-AA 总结：1、培南类市场需求很快会扩到 1000 吨，而目前全球的产能是 400 多吨，供需情况发生变化后，价格有望企稳。2、国内价格主要是海翔主导，公司优势在于规模大、技术先进、收率提高比对手快因此对价格承受能力比对手强。在收率不断提升的背景下，尽管海翔将价格压低，但公司自己的盈利能力比 09 年增强（毛利率提升了 8 个百分点），我们预计 4AA 业务 11 年利润增速有望保持 40% 以上。

4.3. 达比加群中间体开辟国际合作新道路

2009 年公司心血管药销售收入为 3,570 万元，销售收入占比为 4%，是公司未来的重要增长点。心血管药中销售给 BII 公司的达比加群中间体销售收入 3017 万元，占据了公司心血管药物销售收

入的绝大部分。

达比加群：激动人心的重磅炸弹品种

德国勃林格殷格翰公司介绍：2009 年实现销售额 127 亿欧元，比上年增长 9.7%，是全球前 15 大制药公司中增长最快的公司。2009 年，勃林格殷格翰处方药业务占公司业务总额的 80%以上，销售额超过 100 亿欧元。其中，处方药核心产品思力华（慢性阻塞性肺疾病）、哈乐（良性前列腺增生）、美卡素（抗高血压）及森福罗（帕金森/不宁腿综合症）的总销售额达 60 亿欧元，增长率达 17.5%；2009 年用于新药研发的费用达到 22 亿欧元，比上年增加 1 亿欧元，也就是其将处方药业务销售额的 21%投入于研发，其自有产品线中 5 个具有治疗前景的创新药物在临床研究中已取得了非常正面的数据。达比加群是公司下一阶段最为重要的新药，这 5 个新药的排序是：新型口服直接抗凝血抑制剂达比加群酯（PRADAXA），正在开发用于房颤患者卒中预防的新适应症；GIROSA(氟班色林)用于女性性欲低下的适应症也在进一步开发；两个肿瘤化合物均也取得了良好的进展，主要应用于肺癌、乳癌、卵巢癌和大肠癌(BIBW2992 已进入 III 期临床阶段，它是第一个新一代酪氨酸激酶抑制剂；属于血管舒张抑制剂类的 BIBW1120 也已在 III 期临床阶段)；属于二肽基肽酶-4 抑制剂类的糖尿病药物 Linaliptin 的 III 期上市临床也已完成。

● 达比加群

达比加群酯由德国勃林格殷格翰公司开发，于 2008 年 4 月在德国和英国率先上市，是继华法林之后 50 年来上市的首个新类别口服抗凝血药物，是直接凝血酶抑制剂，具有可以口服、强效、无需特殊检测、药物相互作用少等优点，被认为是抗凝血治疗领域和潜在致死性血栓预防领域的一项重大进展，具有里程碑意义。

● 达比加群的需求——抗血栓药物市场分析

血栓是血管性疾病中发病率和死亡率最高的因素之一，动脉性疾病中包括了心肌梗塞、中风等，静脉血栓栓塞（VTE）又包括深部静脉血栓和肺动脉栓塞。

包括抗血小板聚集、抗凝和溶栓在内的抗凝血药物主要用于预防和治疗血栓。抗凝血药物针对凝血连锁反应中的不同因子，主要用作动脉和静脉系统的血栓性疾病的短期和长期治疗。而抗凝血药最普遍的法是预防房颤患者发生中风。

抗血栓药物在国际医药市场上多年稳居销售额首位，且市场增长潜力巨大。2008 年全球抗血栓药物市场销售额为 197.06 亿美元，较 2007 年增长 10.77%；2012 年销售额预计将达到 291.98 亿美元，2008 年至 2012 年期间，年均复合增长率预计为 10.33%。另外，全球抗血栓药物市场呈现高度集中的特征，2008 年单品种销售排

名前 5 位药品的市场份额合计超过销售总量的 79.54%。

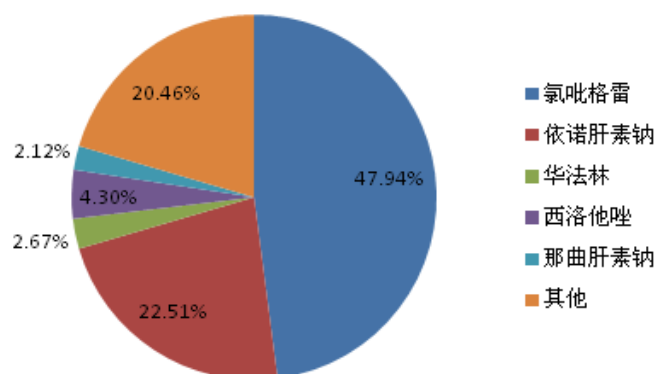
表 3: 2006 - 2008 年全球抗血栓药物销售排名前 5 位药品销售及增长情况

药品名称	抗血栓药物类型	06年销售额 (百万美元)	07年销售额 (百万美元)	08年销售额 (百万美元)	复合增长率
氯吡格雷	抗血小板类药物	7079	8093	9447	15.52%
依诺肝素钠	肝素类药物	3435	3991	4435	13.88%
华法林	肝素类药物	530	520	527	-0.28%
西洛他唑	抗血小板类药物	666	738	847	12.77%
那曲肝素钠	肝素类药物	385	368	418	4.2%

数据来源: 全球抗血栓药物市场调研报告, 国泰君安证券

目前, 临床使用的抗血栓药物依据治疗的侧重点不同主要分为抗血小板类药物、肝素类药物、溶栓类药物三大类。近年来, 抗血小板类药物的市场销售额保持较快增长, 如氯吡格雷和西洛他唑; 肝素类药物的市场销售额呈快速增长态势, 如依诺肝素钠和那曲肝素钠, 占抗血栓药物市场份额不断提高; 溶栓药物的市场销售额增长远低于前两大类药物, 占抗血栓药物市场份额持续降低。

图 8: 2008 年抗血栓药物市场份额



数据来源: 全球抗血栓药物市场调研报告, 国泰君安证券

疗效比较: 和依诺肝素类似、优于华法林

与注射型依诺肝素比较: 《柳叶刀》发表了临床研究 RE-NOVATE 的研究报告。RE-NOVATE 是 RE-VOLUTION 研究的子研究之一, 而 RE-VOLUTION 研究是血栓栓塞疾病方面最大的临床研究, 全球超过 2.7 万名病人参与。RE-NOVATE 报告证明, 每天口服一次达比加群酯、持续给药中位时间为 33 天时, 与注射型依诺肝素在降低全髌关节置换术后静脉血栓 (VTE) 形成方面疗效相同, 而且具有相似的较低出血特征。研究证实, 达比加群酯用于现有治

疗指南推荐的全髋关节置换术后扩展期(28~35天)具有预防血栓的疗效。

与华法林比较: 09年12月6日, 美国血液学会年会上宣布了里程碑式的 RE-COVER 研究的优异结果, 并在《新英格兰医学杂志》上同步在线发表。RE-COVER 研究是用于评估研发中的全新口服凝血酶直接抑制剂达比加群酯治疗急性静脉血栓栓塞(VTE)的最前沿临床研究项目。这一全球性、III期、随机、双盲、平行分组研究共纳入2539名患者, 研究结果显示, 在预防VTE复发方面, 达比加群酯(150毫克, 一天两次)的疗效与控制良好的华法林疗效相当。在安全性方面, 达比加群酯能够使大出血或具有临床相关性的非大出血显著减少37%($P=0.002$)。在获得以上优异结果的同时, 未见肝脏毒性证据。

扩大适应症:

动脉血栓方面最近正在取得非常正面的实验结果: Boehringer Ingelheim 公司近期在一项学术会议上公布了一项研究结果, Pradaxa (dabigatran etexilate, 达比加群酯)与华法林相比对发生致命性血栓低风险患者有更好的预防中风的效果。这项超过过去1.8万名受试者参加的试验表明, Pradaxa 与标准疗法相比降低了更多的中风发生数量, 无论是对于中风低风险与高风险患者。此项结果可能引导医生倾向于给患者处方 Pradaxa 作为预防药物。因为华法林的副作用, 约半数的低风险患者没有使用华法林。Boehringer 公司正在寻求在欧洲与美国在今年内批准 Pradaxa 用于心房颤动, 公司寻求于今年末或明年初上市 Pradaxa 用于心房颤动。Pradaxa 目前已在40多个国家批准用于髋关节与膝关节置换术患者预防血栓形成。

达比加群: 第一步取代华法林, 并且有望超越依诺肝素

依据是: 1、疗效优于华法林, 与依诺肝素相似, 但口服的用药比注射用依诺肝素方便、患者痛苦小, 依诺肝素08年全球销售额是44亿美元 2、BII的全球品牌和地位 3、基于市场和疗效, 达比加群是BII最重视的新药 4、适应症在继续扩大 5、销售的国家有望大幅扩大: FDA 认证即将进行, 从已有的实验数据看, 获批可能性很大, 欧盟和美国的认证将大幅提高达比加群的全球销售

● 公司此次国际合作的深远意义

从全球制药产业发展趋势来看, 未来更多的国际大型药企将会把他们的原料药制造业务外包给发展中国家, 此次与BII的成功合作表明公司的生产水平达到了国际制药巨头的要求, 也为公司今后与BII进一步合作打开了光明之路, 预计今后公司与BII的合作将会更加深入, 并且完全有可能和别的制药巨头形成合作关系, 公司的业务将向高端化发展。同时由于定制生产的毛利率较高, 并且具有稳定性, 将使公司业绩减少受原料药价格波动的负面影响, 保持业绩高速稳定发展。

BII 的达比加群产能: 海翔是最主要的, 其他的还有3家, 因为中

国成本低廉，因此和美国等地的工厂比较起来，海翔具有较大的优势。

模式的复制：2008 年 8 月 8 日，海翔与 BII 在浙江省台州市签订了《战略生产联盟协议》。根据该协议，从 2008 年 9 月起，海翔在川南新厂区为 BII 公司逐步投资建设专用车间，并在 2009 年开始为 BII 公司生产合同产品。BII 公司将为海翔提供专用知识和技术支持。BII 公司新品种众多，这种模式可能在 BII 公司复制。并且公司现在也和其他的公司有谈相关的合作。

4.4. 其他业务 克林霉素、氟苯尼考：有望保持稳定增长

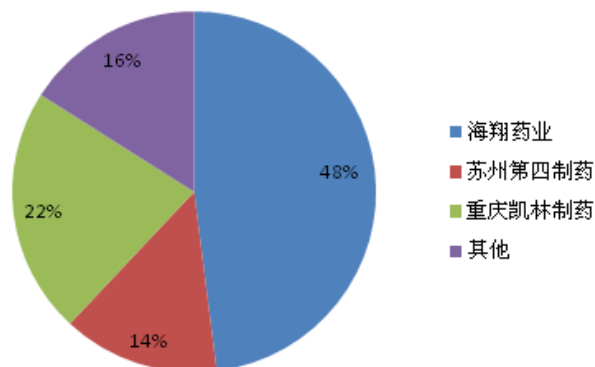
● 克林霉素市场分析

克林霉素是林可霉素的半合成衍生物，抗菌作用强于林可霉素，对革兰氏阳性菌和阴性菌都有良好的杀菌作用。盐酸克林霉素市场具有较好的潜力，主要原因在于它抗菌谱较广，副作用小，抗菌活性要比林可霉素大 4 倍多，但是用量小于林可霉素，此外，克林霉素磷酸酯肌注无痛感，深受患者青睐。在疗效上，克林霉素对厌氧菌有特效，由于近年来由厌氧菌引起的感染疾病及性病有上升趋势，也是克林霉素需求的增长点之一。

公司的盐酸克林霉素已经通过了欧盟 COS 和美国 FDA 认证，克林霉素磷酸酯也通过了 COS 认证，因此能够在国际规范市场销售。目前国际市场上，在欧美发达国家，克林霉素已完全代替了林可霉素，而我国及许多发展中国家则正处于用克林霉素替代林可霉素的阶段，克林霉素的市场销量逐年扩大。现在林可霉素还拥有每年约 2,000 吨的市场，因此克林霉素替代空间极大。

目前国内盐酸克林霉素主要生产厂家有：浙江海翔医药化工有限公司、苏州第四制药厂有限公司及重庆凯林制药有限公司等，海翔药业约占 48% 的出口市场份额。

图 9：盐酸克林霉素国内主要生产厂家出口占比



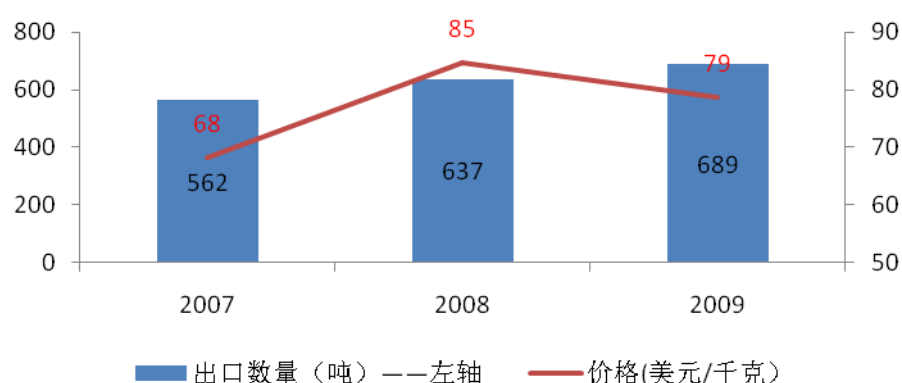
数据来源：健康网，国泰君安证券

● 氟苯尼考市场分析

氟苯尼考是在八十年代后期成功研制的一种新的兽医专用氯霉素类的广谱抗菌药，1990 年首次在日本上市，1993 年挪威批准该药治疗鲑的疖病，1995 年法国、英国、奥地利、墨西哥及西班牙批准用于治疗牛呼吸系统细菌性疾病。在日本和墨西哥还批准用作猪的饲料添加剂，预防和治疗猪的细菌性疾病。氟苯尼考与其他抗菌剂相比，具有抗菌谱广、吸收良好、体内分布广泛、耐药性低等特点，是目前国际上公认的一种最新型的饲用抗菌剂。氟苯尼考的市场正在不断扩大，预计全球市场规模能达到 2000 吨，销售额约 10 亿元。

2007-2009 年，氟苯尼考的出口量逐年上升，但随之价格出现下滑。2009 年氟苯尼考价格处于底部，很多中小厂家纷纷停产，行业集中度有所提高。目前主要的生产厂家包括海翔、张家港恒盛、浙江康牧等。2009 年海翔氟苯尼考出口量居全国首位，占全部出口量的 26.32%，09 年氟苯尼考募投项目完成后，公司产能从 200 吨增长到 500 吨，预计未来公司在氟苯尼考市场的市场份额将进一步增加。

图 10: 氟苯尼考出口情况



数据来源：健康网，国泰君安证券

4.5. 加大研发创新，加快 EHS 体系建设，加速国际认证

2009 年公司继续完善研发管理体系，全年共计投入研发费用近 3400 万元，占母公司销售收入的 4.41%，投入研发的产品和技改项目共计 53 个，新立项 10 项，其中外联项目 14 项，有 7 项完成或正在验收，重点聚焦高毛利大批量产品项目，以此构建短中长期结合的多产品梯队组合，丰富公司产品线。

表 6: 2007-2009 年公司研发投入

	2007	2008	2009
研发费用 (万元)	2000	3187	3400
占收入比重	2.1%	3.7%	4.4%

数据来源：公司年报，国泰君安证券

在 EHS 体系建设方面，公司进一步加大环保、职业健康和安全投入，完善体系建设，全年共投入 EHS 费用 2000 余万元，接待和通过官方和客户 EHS 审计共计 14 次，尤其是在 BI 和 PFIZER 两大客户的指导和帮助

下，EHS 水平进一步提高。2010 年 EHS 预算投入不低于 3000 万元。EHS 是国际药企对合作定制原料药厂家的重要考察标准之一，在 EHS 方面的加大投入有利于公司进一步开发国际合作生产业务。

另外，在产品认证方面，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，2009 年内两个产品取得 FDA 认证，两个产品取得 COS 认证，拓宽了国际市场渠道。2009 年公司在与国内大客户建立了战略合作关系的同时，国外欧美高端市场拓展成功，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。截止 2009 年末，已与全球主要的仿制药厂都建立了业务关系，出口业务比重上升，客户构架更加合理，市场趋于高端。

表 7: 公司主要产品认证情况

产品	认证	适应症
氟尼辛葡甲胺盐	欧盟COS认证	兽用解热镇痛药
克林霉素盐酸盐	欧盟COS认证, 美国FDA认证	抗感染药
克林霉素磷酸酯	欧盟COS认证	抗感染药
瑞格列奈	欧盟COS认证	降糖药

数据来源：公司年报，国泰君安证券

5. 股权激励：加速企业长远发展

海翔药业授予激励对象 450 万份股票期权，占公司股本总额的 2.80%，其中首次授予 406 万份，预留 44 万份，预留股票期权是为了实施公司发展与人才战略，搭建有竞争力的人力资源平台，吸引人才，同时激励今后为公司做出贡献的重要岗位和人才。首次授予的股票期权拥有在激励计划有效期内的可行权日按预先确定的行权价格 10.71 元和行权条件购买一股公司股票的权利。激励对象包括内部董事及高级管理人员以及核心管理、技术人员与业务骨干，首次授予的激励对象共计 75 人，占公司总人数 1407 人的 5.33%。

表 4: 公司股权激励对象

序号	姓名	职务	获授的股票期权数量（万份）	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	李维金	总经理	45	10.00	0.28
2	潘庆华	副总经理	25	5.56	0.16
3	罗颜斌	财务总监兼董事会秘书	25	5.56	0.16
4	贾强	副总经理	25	5.56	0.16
其他员工（合计 71 人）			286	63.56	1.78
预留股票期权			44	9.78	0.27

数据来源：公司公告，国泰君安证券

首次授予的股权期权计划分四期行权，每期可行权总量的 25%。

表 5: 公司股权激励草案

	行权业绩条件	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 %

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

6. 风险分析

- 公司与 BII 合作进度低于预期的风险
- 公司主产品克林霉素、氟苯尼考、4-AA 由于竞争激烈降价的风险

7. 投资建议

投资建议: 1、公司的主导品种弹性大, 因此从投资的角度讲公司的进攻性强, 在国际合作定制突破、培南类原料药 4-AA 增长迅速的背景下, 我们认为公司处于上升曲线之初, 2、从市值角度讲, 具有可比性的海普瑞市值 520 亿, 公司目前只有 34 亿, 3、预计 10、11 年 EPS 分别为 0.63、0.89 元, 给予增持评级, 按照 11 年 30 倍 PE 目标价 26.7 元。给予“增持”的投资评级。

作者简介:

易镜明:

医学博士，2006 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		