



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

医药保健
Healthcare

2010 年 11 月 10 日

海普瑞 (002399) 调研报告

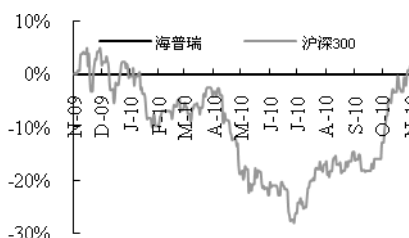
——立足肝素钠原料药，布局产业上下游

评级：增持

市场数据

当前价格 (元)	128.6
52 周价格区间 (元)	105.00 188.88
总市值 (百万)	51452.86
流通市值 (百万)	5156.86
总股本 (万股)	40010
流通股 (万股)	4010
日均成交额 (百万)	151
近一月换手 (%)	74.43
Beta (2 年)	0.00
第一大股东	深圳市乐仁科技有限公司
公司网址	www.hepalink.com

收益率比较



相关报告:

1. 《海普瑞 (002399) 新股定价报告——全球肝素钠原料药领导者》，2010 年 4 月 21 日
2. 《海普瑞 (002399) 2010 年 3 季报点评——业绩符合预期，高速增长有望延续》，2010 年 10 月 25 日

魏芳

执业证书编号: S0370207120041

胡骥 (协助)

+86 755 83025665

huji@jyzq.cn

执业证书编号: S0370110030028

盈利预测	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	2224.12	4114.63	5637.04	7948.23
主营收入增长率%	411.03%	85.00%	37.00%	41.00%
净利润 (百万元)	809.06	1373.75	1858.93	2614.41
净利润增长率%	401.30%	69.80%	35.32%	40.64%
每股收益 (元)	2.022	3.434	4.646	6.534

资料来源: 金元证券研究所

投资要点

- 公司 10 年增长主要依赖肝素钠原料药涨价，未来两年逐步扩产推动业绩高速增长

公司今年收入和利润的高增长主要是因为去年 3 季度开始肝素钠原料药价格大幅提升推动，产量和销量扩大不明显。公司 IPO 募投项目 12 年达产，肝素钠原料药产能将达到 10 万亿单位，相比目前翻倍。因为新生产设备验证和调试工作量巨大，扩产采用在现有生产线基础上添加设备扩大产能的方式，产能将是比较均匀的逐步释放，利于市场消化。

- 肝素原料药需求旺盛，价格可能保持稳定或继续上涨；公司目前因产能有限放弃订单较多，增加产能市场可以消化

国外因为猪小肠利用率基本饱和，肝素产能不会有明显增长。中国因为集中屠宰只占生猪屠宰的 60%，而集中屠宰是未来的趋势，因此未来肝素供应的增长主要来自中国。海普瑞拥有技术和资金、大客户等多重优势将是未来增长最快的公司。

下游需求未来仍将保持旺盛，山德士（公司是山德士的供应商）仿制的依诺肝素钠在美国获批对下游需求有一定刺激。我们认为肝素钠原料药未来价格可能保持稳定甚至继续上涨。

- 药典标准的升级，短期影响销量，推升价格，长期利好有技术优势企业

美国药典升级，验证项目增加使得去年底和今年一季度公司在美国销量大幅减少，同时明显推动了肝素钠原料药价格上涨。但公司在较短时间内迅速通过各项验证，从今年下半年开始公司在美国的销量已经开始大幅提升。

欧盟标准正待升级，原计划今年推出，由于存在一定阻力，可能推后。升级后有望再次推动价格上涨，并给公司带来扩大市场份额的机会。

- **原材料肝素粗品价格企稳**

今年1季度粗品价格达到高点后小幅下降，目前价格在35000-40000之间。预计今年底到明年价格将保持稳定或略有下降。由于原材料库存的滞后反应，今年三季度报表基本反映原材料价格的最高点，三季度毛利率处于低点。

- **公司已充分准备扩产后上游肝素粗品的供应问题**

公司在保持供应商稳定的同时通过两家控股子公司成都深瑞和山东瑞盛提供肝素粗品，两家公司建成后加上已有供应商的供应量每年可达7万亿单位，供应基本可以满足扩产需求。肝素粗品的采购占用大量资金，是公司主要的生产成本，IPO超募资金有利于公司储备粗品应对未来两年的大幅扩产。

- **进入下游制剂领域孕育重大机会**

今年9月公司与成都通德合资成立海通药业，生产销售肝素类制剂。成都通德前身是成都第三制药厂，以相关技术和资产出资，占注册资金51%。公司出资980万元，占49%。海通药业目前已在寻找合适销售企业开始销售产品。

因为国内目前主要肝素类药物专利限制较少，药典对肝素类药物分类过粗，进入门槛较低。随着肝素钠原料药的涨价，肝素类制剂利润较薄。但另一方面，国内需求增长很快，每年以30%的速度增长，远高于全球10%的增长率。目前国内肝素类制剂市场容量约38亿，其中肝素制剂约4亿，低分子制剂34亿。随着2009年肝素类药物进入医保目录，快速增长的趋势有望延续。

国外市场方面，公司主要股东名下两家公司天道和多普乐主要从事低分子制剂，上市时承诺达到一定规模后注入上市公司。天道和多普乐主要目标是生产低分子肝素钠制剂进入国外市场。山德士仿制药依诺肝素钠在美国顺利获批，对天道和多普乐的低分子肝素钠仿制药获批有积极影响，但因资质等方面的影响仍然有相当的难度。

考虑公司原料药较大的业绩基数，我们认为制剂要贡献可观的业绩尚需等待时机。国内市场必须等国内药典升级，市场状况好转。国外市场空间更大，但公司缺乏制剂经营经验，低分子仿制药在美国和欧洲获批存在一定难度。

- **人民币升值对公司影响不大**

公司产品以出口为主，但议价能力强，产品以人民币定价和结算，一般需预付款。

● 公司在管理和技术上投入加大

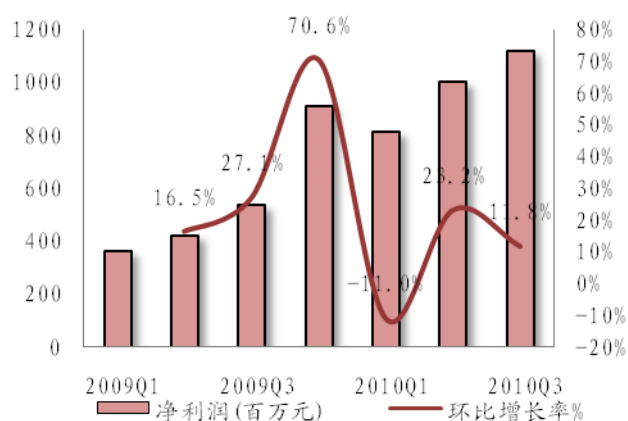
500 万在香港设立子公司加强国际交流。公司目前技术已达到国际先进水平，我们认为公司上市后在技术、工艺以及肝素应用方面与发达国家的交流将进一步加强。

请埃森哲做公司人力资源顾问，公司激励机制和管理水平有望显著提高。

● 投资建议

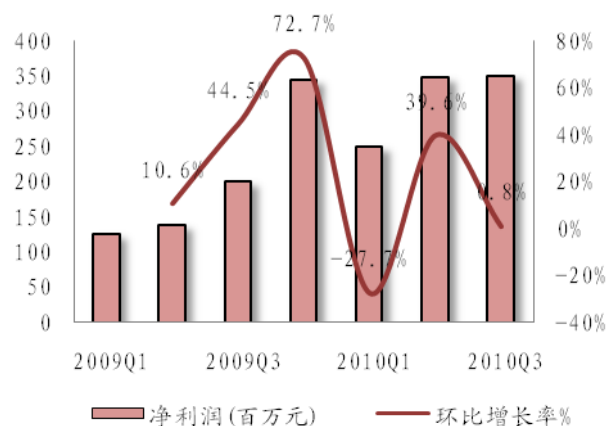
我们预计公司 10-12 年摊薄每股收益为 3.43, 4.65, 6.53 元，对应估值分别为 37 倍, 27 倍, 19 倍。通过深入调研，我们认为公司快速增长有望持续，进入下游制剂领域扩宽了公司未来的成长空间。维持“增持”评级。

图 1 公司单季度营业收入及环比增长率



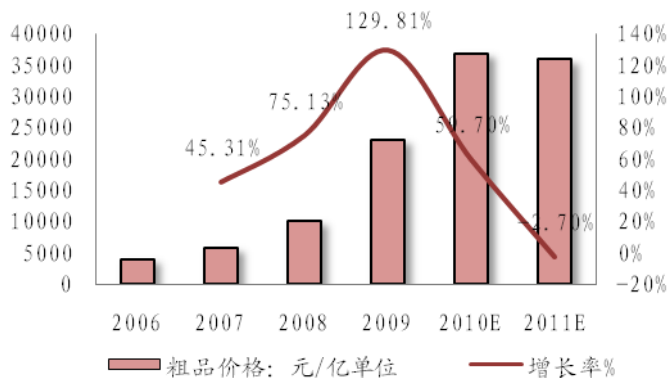
来源：公司报表，金元证券研究所

图 2 公司单季度净利润及环比增长率



来源：公司报表，金元证券研究所

图 3 肝素粗品价格预测及同比增长率



来源：招股说明书，金元证券研究所

表 1 利润表

单位: 百万

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	299.38	435.22	2224.12	4114.63	5637.04	7948.23
减: 营业成本	195.26	190.82	1150.47	2324.77	3213.11	4530.49
营业税金及附加	0.39	0.30	1.02	1.89	2.59	3.66
营业费用	2.02	2.33	3.70	6.84	9.37	13.21
管理费用	17.28	36.17	94.17	174.21	238.67	336.53
财务费用	9.62	7.74	15.01	-9.25	-13.68	-11.43
资产减值损失	1.62	-0.03	-0.01	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	73.19	197.89	959.77	1616.17	2186.97	3075.78
加: 其他非经营损益	0.36	-0.48	2.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	73.55	197.41	961.79	1616.17	2186.97	3075.78
减: 所得税	5.39	36.02	152.73	242.43	328.05	461.37
净利润	68.16	161.39	809.06	1373.75	1858.93	2614.41
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	68.16	161.39	809.06	1373.75	1858.93	2614.41

来源: Wind, 金元证券研究所

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.