

海普瑞（002399）调研简报

——产能释放推动明后年业绩增长

基本数据 2010-11-1

收盘价（元）	128.23
市盈率	39.54
市净率	6.477
每股净资产（元）	19.32
资产负债率 %	29.49%
总股本（亿股）	4
流通 A 股（亿股）	0.4
流通 A 股市值（亿元）	51.29

一年内股价走势：



研究员：李权兵

执业证书编号：S0270208080057

联系人：李守峰

电话：020-37865195

E-mail: lisf@wlzq.com.cn

报告日期：2010-11-1

事件：我们近日调研了海普瑞药业，与公司董秘就公司近几年业绩增长的原因、公司高速增长的态势能否延续、公司未来的增长路径及伊诺肝素钠仿制药的获批对公司产品销售的影响，进行了深入的交流。

投资要点：

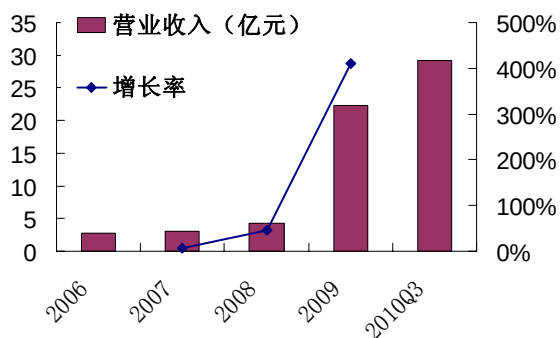
- **公司近几年业绩高速增长** 公司作为国内肝素原料药出口行业的龙头，受益于肝素类药物需求的持续增长、“百特肝素钠”事件后行业集中度的加强及肝素原料药价格的飙涨，业绩高速增长。
- **公司高速增长的态势将保持** 从需求上看，肝素类药物的市场需求尤其是血液透析方面仍将持续增长；供应上，肝素原料药行业存在较高的技术、认证、资金及品牌门槛，后来者很难进入，竞争格局稳定；肠来源的有限及下游制剂企业对原料药价格的不敏感，决定了肝素原料药价格将维持在高位。
- **公司未来的增长路径** 公司 FDA 等级肝素钠原料药产能将逐渐释放，销售上有保证；向上游延伸，毛利率将得到提升；向下游延伸，提升竞争力。
- **伊诺肝素钠到期不会影响肝素钠原料药的销售** 伊诺肝素钠的稳定增长带动公司肝素钠原料药的稳定增长；伊诺肝素钠仿制药的获批将增大该药的总销量，有利于公司肝素钠原料药价格的稳定及销量的增长。
- **给予公司“买入”评级** 预计公司 10-12 年的 EPS 为 3.54 元、5.69 元、7.43 元，对应于 10-12 年的 PE 分别为 35 倍、22 倍和 17 倍。公司当前股价为 128.23 元，鉴于公司未来几年成长的确定性以及进军制剂领域给市场带来的想象空间，给予“买入”评级。

海普瑞自上市以后市场质疑声不断，不管是质疑“天价发行”也好，还是质疑“FDA认证的唯一性”也好，最终都可以归结为一点，市场对公司能否延续高增长的神话是有疑虑的。带着这个问题，我们调研了海普瑞，与公司董秘进行了交流。

一、 近几年业绩高速增长的原因

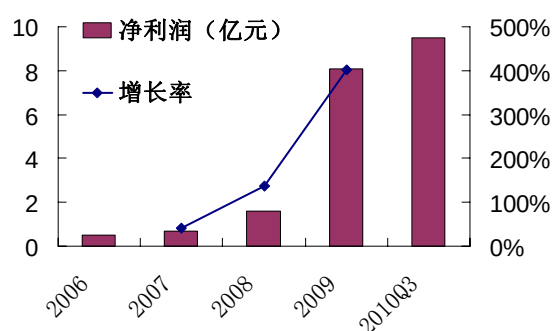
公司近几年业绩增长迅速，06—09年的营业收入分别为2.78、2.99、4.35、22.25亿元，复合增长率100%；2006-2009年净利润分别是0.48、0.68、1.61、8.09亿元，复合增长率156%。公司10年前三季度仍然实现了业绩的高速增长，实现营业收入29.25亿元，同比增长122.68%；归属于上市公司股东的净利润为9.50亿元，同比增长为104.88%。

图1：公司近几年营业收入情况



资料来源：万联证券整理

图2：公司近几年利润增长情况

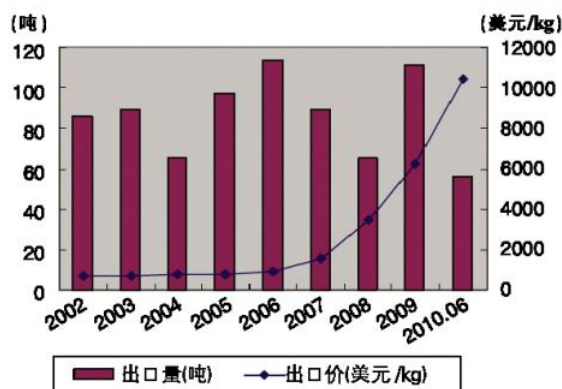


资料来源：万联证券整理

公司近几年业绩高速增长的原因在于：

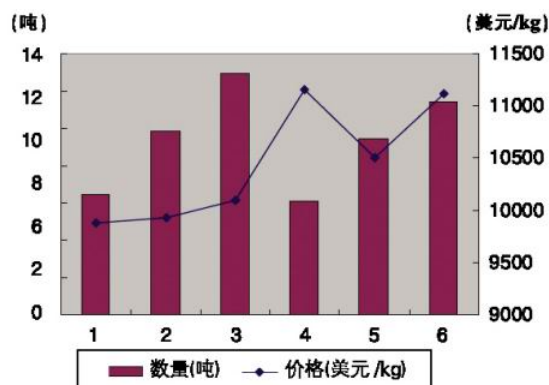
- 肝素类药物需求持续的增长。肝素类药物主要用于抗凝血或抗栓，全球肝素类药物市场以10.4%的复合增长率保持增长。
- “百特肝素钠”事件后，行业集中度加强。“百特”事件后，FDA对美国市场上销售的肝素类药物进行大规模的临床回顾性实验，海普瑞在大剂量肝素制剂中是惟一家没有临床不良反应的生产厂家。“百特”事件加速了行业洗牌，规模较小的中小厂家被淘汰，行业集中度加强。
- 国内肝素原料药的价格不断攀升。粗品肝素钠是从猪小肠中提取出来的，国外猪小肠利用率已经达到极限，只有中国在利用率上还有一定的增长空间，猪小肠的有限性决定了上游供应的偏紧。近几年，肝素粗品的价格不断上涨带动了肝素原料药价格的飙升，据医药经济报报道，肝素原料药价格已由2008年的1877.03美元/公斤涨到今年上半年的11116.65美元/公斤，上涨了接近600%。

图3：近年我国肝素类产品出口量价走势



资料来源：《医药经济报》

图4：10年上半年肝素类产品出口量价走势



资料来源：《医药经济报》

二、 公司高速增长能否延续

1、 肝素类药物的市场需求仍在增长

肝素的活性可分为与抗因子II a活性相关的抗血凝活性和与抗因子Xa相关的抗血栓活性。用于抗血凝活性的是大分子肝素制剂，主要应用在血液透析方面，肝素类药物是血液透析重症治疗的唯一有效药物。用于抗血栓活性的是小分子肝素制剂，应用在冠心病和静脉栓塞方面。随着人口老龄化程度的提高，两方面的需求都在增长，尤其是血液透析方面有着巨大的缺口。以国内为例，由于医疗水平比较低，实际去血液透析的人数占需要去血液透析的人数的比例是比较低的，再加上国内人口基数大，国内对肝素制剂有很大的增长空间。

2、 国内竞争格局稳定，较高行业门槛有效的阻止了新进入者

从现有的竞争对手看，目前的竞争格局已经比较稳定。我国出口市场大部分被海普瑞、南京健友和常州千红这三家企业占据。海普瑞的客户主要是赛诺菲、APP及Sandoz等，南京健友主要以加工过的肝素粗品销售给美国辉瑞，常州千红的客户主要集中在欧洲。三家企业的客户对产品的要求不一样，加上肝素原料药市场还在增长，国内前三家的客户之间很少有交叉，没有直接的冲突。

对于新进入者来说，肝素原料药做为生物制剂的上游，对安全性要求较高，已经形成了很高的技术门槛、认证门槛、资金门槛及品牌门槛。较高的行业门槛阻止了新进入者。

➤技术上，由于中国肝素粗品生产不规范、杂质成分复杂，肝素原料药生产企业需要拥有针对中国肝素粗品这些特点的提取和纯化技术，后续还需要一系列的质量控制及质量检验的操作规程，新进入企业需克服以上技术门槛才能进入。

➤在认证上，以原料药的形式进入美欧市场需要FDA认证或CEP认证，肝素钠原料药的FDA认证8大步骤分别为：场地注册、产品注册、向FDA申报药品主文件（DMF）并获DMF号、DMF被制剂产品销往美国的制剂厂引用进

而被激活、FDA对原料药厂进行GMP现场检查、制剂厂用原料药厂的原料药生产的制剂获得FDA批准、每年的维护，只有通过第7个步骤，才可以向美国的制剂企业供应肝素钠原料药。

➤ 资金上，新建肝素原料药生产企业除了需要约3亿左右的固定资产投资外，由于近年来肝素粗品价格涨幅较大，肝素生产周期加上检测周期较长，还需要投入大量的流动资金。以当前肝素价格进行粗略的估算，新建一个年产1万亿产能的企业就需要铺设4亿左右人民币的流动资金。大量的资金需要也阻止了后来者的进入。

➤ 品牌上，由于肝素制剂做为生物制剂的特殊性，在安全性上要求特别高。下游制剂企业在选择供应商上通常会比较谨慎，对有多年原料药生产经验的企业品牌认可度高。新进入者需要很多年积累才能建立品牌。

3、 价格将维持在高位

肝素粗品只能来源于猪小肠，国外猪小肠的利用率已经达到饱和，只有国内在利用率上还有一定的提升空间，肝素粗品的供应是有限的，而市场需求是在不断增长的，由此判断肝素原料药将长期处于供小于求的状况。

另一方面，下游制剂企业在对肝素原料药价格并不敏感，以赛诺菲为例，肝素钠原料药成本占伊诺肝素钠销售收入的比例在5%以下，在肝素钠原料药成本上涨的情况下，伊诺肝素钠的毛利率并没有受到影响；同时因为更换供应商需要重新验证和申报，制剂企业一般也不会选择其它供应商来压价。因此在很长的一段时间里，肝素原料药价格将维持在高位。

三、 公司未来的增长路径

1、 产能逐步释放，销售有保障

公司募投资金主要用于扩增符合FDA等级与CEP等级原料药的产能，FDA等级原料药产能将由原来的1万亿单位扩增至5万亿单位。公司是在原有车间生产线并联一条新生产线扩增新产能，采用这种方式只需在向FDA申报的DMF年报中更新新增加的设备，不用重新申请FDA认证，将原来需要5年多的工期缩短为2年。预计从明年开始，公司将逐步的释放新产能。

从需求上看，APP是公司FDA等级肝素钠原料药的主要客户。APP是美国最大的标准肝素制剂生产厂商，在美国《药典》关于肝素标准的第一次修订正式生效后，APP需要重新根据《药典》建立新的验证方法，因此上半年公司仅向APP发了三个月的货。随着验证工作的结束，APP恢复对公司FDA等级原料药的大批量采购，价格上也将高于普通等级肝素钠。

由于公司受邀参与美国《药典》的修正，《药典》的修正对公司是一种利好，可以减缓其它企业进入美国市场，FDA等级的原料药销售将有保证。FDA等级肝素钠原料药产能的释放将有力的支撑公司11-12年业绩的增长。

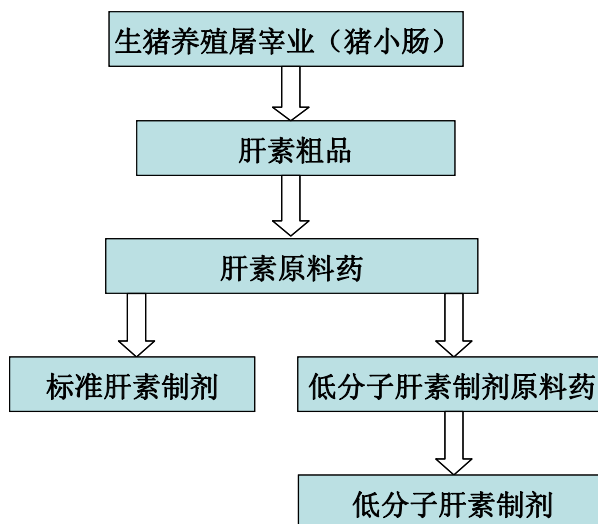
2、 向上游延伸，提升毛利率

肝素钠原料药生产的成本有90%都是来源于粗品肝素钠，近几年随着粗品肝素钠价格不断飙涨，肝素原料药生产企业的成本压力也在加大。公司分别成立控股子公司“成都深瑞”和“山东盛瑞”，并于近日对“成都深瑞”进行增资。“成都深瑞”的注册资本由3000万元增加到8000万元，本次增资将加快子公司肝素钠原料药和肠衣生产基地的建设进度。四川和成都都是养猪大省，这两个生产基地建成后，预计从明年下半年开始为公司提供生产约2万亿单位肝素钠原料药的粗品肝素钠，占公司募投项目达产后粗品肝素钠需求的1/5。上游原料部分实现自给有利于公司降低生产成本，提高毛利率。

3、 向下游延伸，提升竞争力

肝素类药物包括标准肝素制剂和低分子肝素制剂，是肝素产业链的最下游，也是技术含量最高的产品。由肝素粗品转换为肝素制剂，产品价值大幅度上升，据测算，由肝素粗品转化为肝素原料药，再由肝素原料药转化为肝素制剂，产品价值提高了至少数十倍。公司研发主要投入到肝素钠制剂的研发上，同时公司在10年9月通过了与成都通德药业有限公司合资成立药品生产企业，主要生产、销售小容量注射剂、乳剂产品，公司进军肝素钠制剂领域的意图明显，未来有望实现原料药与制剂一体化，提升公司的竞争力。随着赛诺菲伊诺肝素钠专利保护于2012年过期，肝素制剂或将成为公司新的业绩增长点。

图5：肝素类药物产业链



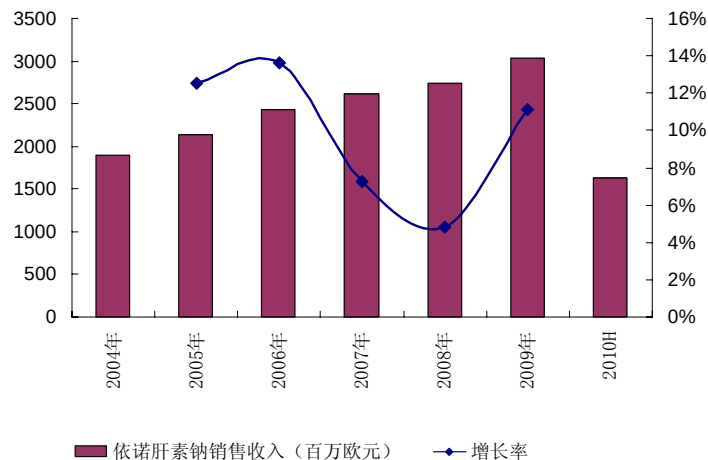
资料来源：公司招股书，万联证券

四、 伊诺肝素钠的专利到期不会影响公司原料药的销售

公司的普通等级肝素钠并不“普通”，而是根据赛诺菲的要求特别定制的，主要用于其伊诺肝素钠的生产。赛诺菲采购的肝素钠原料药用于裂解为伊诺肝素钠，因此在结构完整性上要求高，工艺技术上比较难，因

此售价并不低。公司普通等级肝素钠主要是销往诺菲，销量随着伊诺肝素钠销量的增长而增长。2009年的赛诺菲普通等级采购金额占到海普瑞公司销售收入的67.68%。目前伊诺肝素钠是低分子肝素钠中最畅销的产品，市场份额占全世界的70%以上。赛诺菲伊诺肝素钠呈稳定增长态势，2009年的全球销售收入达到30.43亿欧元。

图6:赛诺菲伊诺近几年伊诺肝素钠销售收入情况



资料来源：Bloomberg，万联证券整理

2010年7月，美国FDA批准了Sandoz的全球首个伊诺肝素钠仿制药上市，早于赛诺菲到2012年的专利保护期。生物仿制药在申报时要保证原料药的一致性和可追溯性，Sandoz在申报时正是采用的海普瑞的原料药和DMF文件。公司与Sandoz签有长期备忘协议，未来Sandoz极有可能从海普瑞采购肝素钠原料药用以生产仿制药。尽管仿制药的获批可能会影响赛诺菲伊诺肝素钠的销量，但从总量上说此类产品的销量将增加，这将增大对肝素钠原料药的需求，有利于价格的稳定或进一步的上涨。

五、 业绩预测与评级

估值假设：

- 公司FDA等级和普通等级肝素钠原料药价格维持在高位，我们保守估计FDA等级原料药价格将维持在100000元/亿单位，普通等级肝素钠原料药价格维持在80000元/亿单位。
- FDA等级肝素钠产能从明年开始逐步释放产能，2011-2013年产能分别释放20%、30%、50%。
- “深瑞”和“盛瑞”两个粗品肝素钠生产基地的建成后，于2011年下半年开始投产，预计提供2万单位的肝素粗品，公司11-12年毛利率分别提高0.8%和1.6%。

依据以上假设，我们预测公司10-12年的每股收益分别为3.54元、5.69元、7.43元，对应于10-12年的PE分

别为35倍、22倍和17倍，净利润的复合增长率为44.7%。

由于A股没有同类生物原料药上市公司可比，我们选择申万化学原料药企业作为参考。申万化学原料药企业10年的平均PE为43倍，10-12年的复合增长率为30.38%。考虑到公司增长率不低于大部分的化学原料药上市公司。给予公司10年PE为43倍，对应股价为152.22元。

表1：申万化学原料药企业的一致预期PE及净利润复合增长率

		PE			2010-2012 年净利润复合增长率
		2010	2011	2012	
SW 化学原料药	新华制药	29.49	25.70	23.38	12.31%
	西南合成	52.67	40.25	30.85	30.67%
	广济药业	41.97	31.32	32.71	13.26%
	新和成	17.75	15.56	13.94	12.86%
	京新药业	113.78	78.06	53.80	45.42%
	海翔药业	41.38	29.63	23.18	33.60%
	信立泰	48.73	35.84	27.22	33.79%
	仙琚制药	46.82	35.16	29.07	26.90%
	永安药业	31.74	24.72	19.56	27.40%
	浙江医药	11.88	10.54	9.28	13.17%
	天方药业	45.46	32.94	26.65	30.60%
	海正药业	51.81	38.43	28.50	34.83%
	现代制药	38.54	25.37	18.69	43.60%
	天药股份	56.17	43.33	31.81	32.87%
	华海药业	48.97	35.54	26.10	36.99%
	鲁抗医药	30.40	23.12	18.46	28.34%
	华北制药	34.66	20.17	13.56	59.89%
可比企业平均		43.09	32.10	25.10	30.38%
海普瑞		35.18	21.92	16.79	44.75%

资料来源：wind，万联证券整理

从成长性来看，公司210-2012年净利润的复合增长率为44.7%，按照PEG=1计算给予公司PE为45倍，对应的股价为159.3元。综合以上方法，我们认为公司的合理价格应该在152.22元——159.3元之间。公司当前价格为128.13元，鉴于公司今后几年的成长是确定的以及进军肝素制剂领域给市场带来的想象空间，给予公司“买入”评级。

六、 风险提示

- 1、公司新生产线不能如期提供新产能
- 2、上游原材料供应问题

报表预测（单位：百万元）									
资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	434	5312	7549	9227	营业收入	2224	4175	6400	8150
应收和预付款项	230	705	727	1094	减：营业成本	1150	2380	3584	4483
存货	579	1898	1833	2833	营业税金及附加	1	2	3	4
其他流动资产	0	0	0	0	营业费用	4	7	11	14
长期股权投资	0	42	42	42	管理费用	94	177	271	345
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	15	(58)	(146)	(190)
固定资产和在建工程	115	393	377	361	资产减值损失	(0)	0	0	0
无形资产和开发支出	3	2	2	1	加：投资收益	0	0	0	0
其他非流动资产	4	2	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
资产总计	1365	8352	10529	13558	其他经营损益	0	0	0	0
短期借款	180	0	0	0	营业利润	960	1668	2677	3495
应付和预收款项	48	191	141	263	加：其他非经营损益	2	0	0	0
长期借款	64	-16	-16	-16	利润总额	962	1668	2677	3495
其他负债	2	2	2	2	减：所得税	153	250	402	524
负债合计	295	178	128	250	净利润	809	1418	2275	2971
股本	360	401360	401360	401360	减：少数股东损益	0	0	0	0
资本公积	17	-395266	-395266	-395266	归属母公司股东净利润	809	1418	2275	2971
留存收益	688	2075	4302	7209	现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
归属母公司股东权益	1065	8169	10396	13303	经营性现金净流量	371	(272)	2140	1552
少数股东权益	5	5	5	5	投资性现金净流量	(55)	(335)	0	0
股东权益合计	1070	8175	10401	13308	筹资性现金净流量	(17)	5485	97	126
负债和股东权益合计	1365	8352	10529	13558	现金流量净额	299	4878	2237	1678

投资评级说明：

买入	预计6 个月内，股价表现优于市场指数15%以上
增持	预计6 个月内，股价表现优于市场指数5%-15%之间
观望	预计6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
卖出	预计6 个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

免责条款：

本报告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。本报告版权归万联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。