



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药：化学药

王军

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001
(8621) 2032 8310
jun.wang_sh@bocichina.com

海普瑞调研纪要

近日我们调研了海普瑞(002399.CH/人民币 18.52, 未有评级), 和公司管理层进行了沟通, 纪要如下:

1. 公司介入上游粗品生产环节, 进一步巩固肝素钠原料药龙头地位。公司的主要产品是肝素钠原料药, 是由猪小肠中提取的粗品转化而来。我国每年猪出栏量约 6 亿头, 其中约 4 亿条猪小肠被用来提取肝素粗品。由于我国生猪养殖的总量虽大但屠宰市场很分散, 导致猪小肠市场和粗品市场均呈现分散状态, 没有明显的龙头企业, 缺乏质量规范。公司上市后投资约 2 亿元建立成都和山东两家粗品生产基地介入上游环节, 其重要性在于既可保证公司获得一定量来源稳定的粗品, 又可在公司对外采购粗品时起到价格示范作用。预计两家基地完全投入使用后, 能够满足公司 20-30% 的粗品需求; 建立基地的长期意义在于提高壁垒扩大公司竞争优势。公司的粗品基地以 GMP 标准要求生产, 在今后药品全产业链质量可控和可追溯的大趋势下, 越先提出标准并执行标准的企业, 越在制定行业标准时具有话语权, 越有利于提升在行业中的地位。公司高标准介入上游是着眼于长远扎扎实实做好肝素钠原料药的发展战略的具体表现。成都基地 2012 年开始生产, 当年收入 4,287 万元, 亏损 1,100 多万元, 今年力争实现盈亏平衡。
2. 公司的盈利能力主要受下游制剂企业的影响, 今年来自主要客户赛诺菲的订单仍不乐观, 新客户开拓工作将在未来 1-2 年显现明显效果, 届时公司的客户结构将改善。在猪小肠——粗品——肝素钠原料药——制剂这条产业链中, 下游环节对上游环节处在强势地位, 公司等肝素钠原料药生产企业对粗品供应商具有强势议价权, 但制剂企业对公司具有议价权。在粗品供应商和公司等肝素钠原料药生产企业之间, 由于粗品市场分散而肝素钠原料药寡头垄断, 因此肝素钠原料药处在强势地位; 由于肝素钠原料药在全球范围内竞争, 而在全中国范围, 制剂的集中度高于原料药集中度, 制剂生产企业对肝素钠原料药供应商具有话语权。“克赛”(伊诺肝素钠)是赛诺菲的专利药, 年销售额约 30 亿美元, 是全球销售额最大的肝素类药物之一。近年由于“克赛”等肝素类药物在各地的专利陆续到期, 大量仿制药出现, “克赛”等专利药价格和销量受到冲击, 全球肝素类药物市场销量增速明显快于销售额增长, 目前普通肝素制剂销售额年增速 1-2%, 低分子肝素制剂销售额增速 5-7%, 呈现低速增长态势。公司对赛诺菲的依赖程度高, 赛诺菲的是公司最大的客户, 公司 2012 年来自赛诺菲的订单金额达 1.67 亿美元, 占全年公司收入的 66.25%。我们估计, 由于“克赛”的销售继续受到仿制药冲击, 赛诺菲向上游转嫁价格压力, 公司今年对赛诺菲的出口量基本稳定, 但价格低于去年。今年 1 季度公司毛利率为 33.68%, 低于去年同期的 39.57%, 主要受出口价格影响。公司一直在努力开拓新客户, 考虑认证周期因素, 我们判断未来 1-2 年将有新的大客户, 从而有效改善公司的客户结构。
3. 公司的主要客户具有稳定性。除了赛诺菲, 山德士、APP 等全球著名医药企业也是公司的客户。由于在规范市场药品原料药的供应商注册程序复杂, 因此, 药品生产企业除非具有很强的动机, 否则一般不会轻易更换供应商。公司具有质量优势、工艺技术优势、规模优势, 进一步增强了和这些主要客户之间的稳定性。

4. 预计未来一段时期肝素钠原料药的价格在 20,000-25,000 元/单位维持区间震荡。肝素钠原料药的辉煌期在 2010 年前，价格从 5,000 元/单位上涨至 5,0000 元/单位，此后由于下游仿制药价格冲击致使制剂企业向上游转嫁价格压力，以及肝素钠原料药供给增加，目前价格已经回到了 20,000-25,000 元/单位的区间。由于仿制药价格冲击的高峰期已过，加之成本提高、供给基本稳定等因素，预计肝素钠原料药价格向下的空间不大，但仍不具备明显向上的动力，除非发生大规模猪疫情，或者下游发现新的重要用途。
5. 制剂业务取得初步进展。和公司有关的肝素类制剂业务有两方面，一是下属子公司成都海通药业，主要生产和经营普通肝素制剂。成都海通药业 2012 年收入为 0，净利润-1,061 万元。该公司已于 2012 年 7 月已获得 GMP 认证，并完成生产销售前的相关内部准备工作，今年正在参与各地招标，目前已通过招标进入北京市场；二是同一控制人下属的天道公司，主要研发和生产低分子肝素钠制剂，目标是国外市场，目前在进行药政申报前的准备工作。根据公司的招股说明书承诺，当天道的销售额以及和公司的关联交易达到一定程度，天道公司将注入海普瑞。我们判断，由于普通制剂竞争激烈，海通药业难以出现爆发性增长，今年收入贡献有限；天道公司的低分子肝素钠制剂海外申报和获批尚需时日。
6. 影响公司今年盈利的其它因素。公司产品销量的 90% 出口国外，今年以来人民币快速升值使得汇兑损失明显高于去年，影响公司盈利；另外，FDA 级别的生产线今年有 2 个月的检修期。FDA 级别产品 2012 年收入占比 13%。检修期的具体时间长短和提前备货情况将充分考虑销售需求，但仍然会对当期销售有影响。
7. 其他业务发展情况。公司 2011 年成立了君圣泰公司，主要从事多肽类新药研发，计划今年完成新药临床前研究工作。同时，公司会择机进入生物医药领域，主要是心脑血管及相关领域，公司一直在积极寻找相关产品和项目。公司账面资金 60 多亿元，是公司进军生物医药领域的坚实资金后盾，虽然如此，但公司在选择产品和项目方面仍然非常谨慎。
8. 公司发展战略。以领先的工艺技术和严格的质量管理体系为基石，继续打造坚实的肝素原料药产业平台。依托该产业平台的建立，积极发展肝素原料药的上下游产业，构建肝素全产业链一体化经营构架，做强做大肝素主业。在做强做大肝素主业的同时，公司将择机通过研发、并购、合作和技术引进等多种方式，进入生物医药的相关产业领域，最终实现肝素产业及相关产业协同发展的经营格局。

初步结论：公司通过向上游粗品领域扩张，提升生产标准，以及巩固和开拓下游客户，使得肝素原料药龙头地位不断巩固；公司向肝素制剂领域和多肽等生物制药领域的发展谨慎，对业绩的贡献还需时日。综合考虑下游需求和价格、行业供需，以及汇率等因素，我们认为今年是公司的业绩低点，初步预计每股收益 0.68 元，目前股价对应市盈率为 27.24 倍，估值仍然较高。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371