



嘉林药业借壳，摇身成降血脂龙头

- **事件：**公司公告重大重组预案，主要包括重大资产出售及置换、发行股份购买资产、股份转让、募集配套资金环节，交易属于借壳上市，完成后公司股本将增至 14.95 亿股，核心资产为嘉林药业。
- **交易完成后上市公司核心资产为嘉林药业。**在本次交易的业绩承诺中，嘉林药业每年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于 6.5 亿元、7.8 亿元、9.4 亿元。嘉林药业为优秀的化药生产商，其当前核心产品阿乐尚处于高速增长期，后续研发项目众多，实现原嘉林药业股东的业绩承诺是大概率事件。借壳登陆资本市场后融资渠道拓宽，可借助上市公司平台实现外延式发展，未来发展值得看好。
- **嘉林为国内降血脂龙头，核心产品阿托伐他汀保持 40% 以上的销量增长。**1) 嘉林药业为国内降血脂龙头企业，在降血脂行业市占率约 9%，仅次于辉瑞和阿斯利康；2) 阿乐（通用名为阿托伐他汀钙片）系嘉林药业的核心产品，为辉瑞同类降血脂药物立普妥在国内的首仿药，该药原为国家二类新药，为国内首仿研制。人口老龄化和疾病谱变化催动抗血脂药物市场持续扩容，阿托伐他汀占据调脂治疗领域领先地位，辉瑞的立普妥从 2002 至 2010 年九年一直占据全球药物销量第一名，峰值销量达 130 亿美元。3) 目前，国内阿托伐他汀钙片仅有辉瑞、嘉林药业和新东港三个批文，相比而言，嘉林的价格相对辉瑞更为便宜，在当前招标降价的趋势下更占优势，近期最高人民法院判决辉瑞专利无效亦为嘉林市占率的提升提供了保障；而相对国内企业来说，嘉林为质量标准起草单位，竞争优势更为突出。我们认为凭借优异的性价比，嘉林的市场份额将进一步提升，未来增长空间仍显广阔，销售体系改变后销量增加效应显著，预计未来 3 年仍将保持 20% 以上的增速。
- **研发产品酝酿长期增长动力。**公司储备产品众多，长期增长动力充足。嘉林研究所已完成和正在研发的新药品种 100 余个，为嘉林药业的产品升级提供强有力的技术保障。红惠新医药目前已针对脑卒中开展了 1 类新药的开发和创新，若研发成功将会给嘉林药业带来良好的经济效益。
- **业绩预测与估值：**我们预测公司 2015—2017 年公司备考 EPS 分别为 0.37 元、0.44 元和 0.53 元，对应 PE 分别为 33 倍、27 倍、23 倍，当前估值水平处于低位，我们看好嘉林药业登陆资本市场后的后续发展，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**重大重组失败风险，核心产品单一风险，嘉林药业业绩不及预期风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	900.69	1080.83	1297.00	1556.40
增长率	-10.90%	20.00%	20.00%	20.00%
归属母公司净利润（百万元）	444.12	546.38	661.26	797.56
增长率	130.78%	23.03%	21.02%	20.61%
每股收益 EPS（元）	0.30	0.37	0.44	0.53
净资产收益率 ROE	—	—	—	—
PE	36	29	25	21
PB	—	—	—	—

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱国广

执业证号：S1250513070001

电话：021-68413530

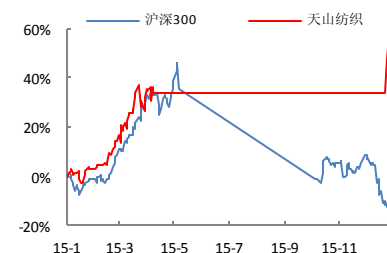
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

联系人：张肖星

电话：021-68415020

邮箱：zxixing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：西南证券

基础数据

总股本(亿股)	4.67
流通 A 股(亿股)	3.63
52 周内股价区间(元)	8.1-13.62
总市值(亿元)	50.91
总资产(亿元)	20.15
每股净资产(元)	2.28

相关研究

1. 交易完成后核心资产为嘉林药业

公司此次公告的重大资产重组主要分为以下几个环节：

（1）重大资产出售及置换：8 亿元的置出资产与美林控股持有的嘉林药业 47.7% 股权中的等值部分进行资产置换；剩余的 1.2 亿置出资产则直接出售予公司现有控股股东凯迪投资。

（2）发行股份购买资产：置入资产超过置出资产中置换金额的 75.7 亿元部分由天山纺织向嘉林药业股东发行股份购买，发行价为 8.65 元/股，合计发行 8.9 亿股。

（3）股份转让：公司现有控股股东凯迪投资和凯迪矿业合计向嘉林药业控股股东美林控股转让 7500 万股上市公司股票。

（4）募集配套资金：向认购对象非公开发行不超过 1.5 亿股股份募集配套资金不超过 15.1 亿元，发行价格为 9.93 元/股，用于嘉林药业的未来发展。

交易属于借壳上市，完成后核心资产为嘉林药业，公司的实际控制人将变更为美林控股的实际控制人张湧先生。

表 1：交易前后股权结构图

股东名称	交易前		交易后	
	股数（万股）	持股比例（%）	股数（万股）	持股比例（%）
美林控股			49000	32.8%
嘉林药业其他股东			50577	33.8%
配套资金认购对象			10641	7.1%
凯迪投资及凯迪矿业	27571	59%	20271	13.4%
上市公司其他股东	19178	41%	19178	12.8%

数据来源：公司公告，西南证券

发行股份购买资产的交易对方业绩承诺：若本次重组于 2016 年度内实施完毕，则在 2016 年度、2017 年度及 2018 年度，嘉林药业每年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于 6.5 亿元、7.8 亿元、9.4 亿元。如果嘉林药业实际净利润小于当期累积承诺净利润，则交易对方将对以上盈利承诺未实现数按照约定的计算公式进行股份补偿。

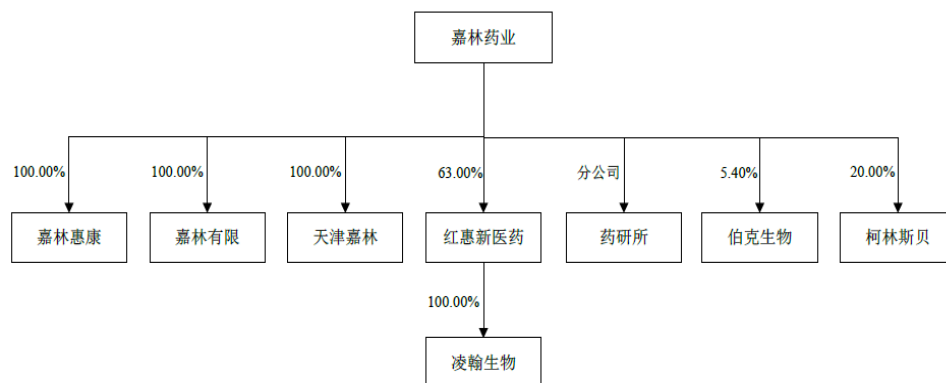
我们认为：嘉林药业为优秀的化药生产商，其当前核心产品阿乐尚处于高速增长期，后续研发项目众多，实现原嘉林药业股东的业绩承诺是大概率事件。借壳登陆资本市场后融资渠道拓宽，可借助上市公司平台实现外延式发展，未来发展值得看好。

2. 嘉林药业为国内降血脂龙头，后续发展动力充足

2.1 主营化药，呈现全产业链格局

嘉林药业主营药品的研发、生产和销售，旗下共有 3 家全资子公司、1 家控股子公司、1 家孙公司、2 家参股公司和 1 家分公司。

图 1：嘉林药业子公司概况



数据来源：公司公告，西南证券

从各子公司的业务分布及定位来看，公司已经形成研发——原料药生产——制剂生产——药品销售的药品制造全产业链格局。

表 2：嘉林药业核心子公司定位

	定位
嘉林惠康	其他制药公司药品的批发销售业务，暂不批发销售嘉林药业自身生产的药品
嘉林有限	定位为制剂生产基地。最近三年嘉林有限的生产厂房处于在建阶段，预计于 2017 年建成投产
天津嘉林	定位于原料药生产基地。最近三年天津嘉林的生产厂房处于在建阶段，预计于 2017 年建成投产
红惠新医药	2014 年 7 月收购，定位为新产品研发中心，是推动嘉林药业产品创新和市场拓展的技术核心力量

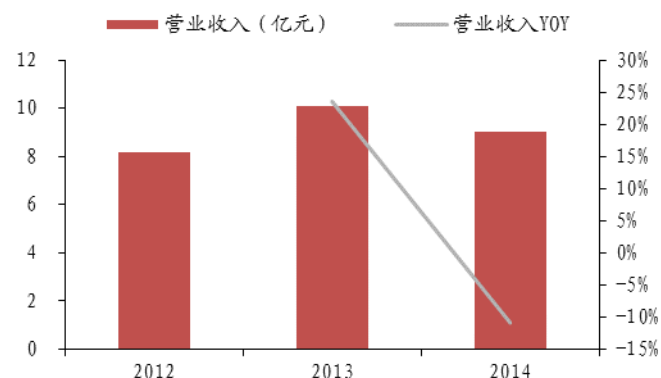
数据来源：公司公告，西南证券

2.2 销售体系改变催动业绩高速增长

2014 年，嘉林药业营业收入同比下滑 11%，净利润同比增长约 1.3 倍。净利润相对营业收入的高速增长主要源于公司从 2013 年 11 月开始转变了销售模式，由以前的自营推广销售模式为主改为以经销商推广销售模式为主，过渡期公司销售额有所下滑，模式转换也导致产品销售单价大幅下降，从而呈现出营业收入和毛利率的同步下滑。

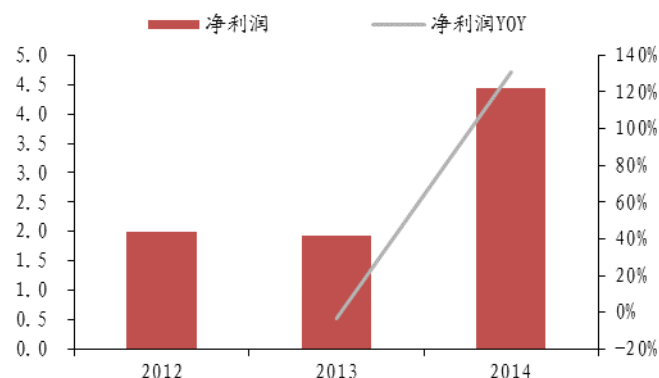
而受益于销售体系的改变，公司核心产品阿托伐他汀销量增速在 40% 以上的，销售费用也出现大幅下降，净利润呈现出高速增长。我们认为销售体系改变后公司销量增加、销售费用下降，实为长期业绩增长的信号，过渡期调整结束后，公司营收将重拾增长。

图 2: 嘉林药业营业收入及增速



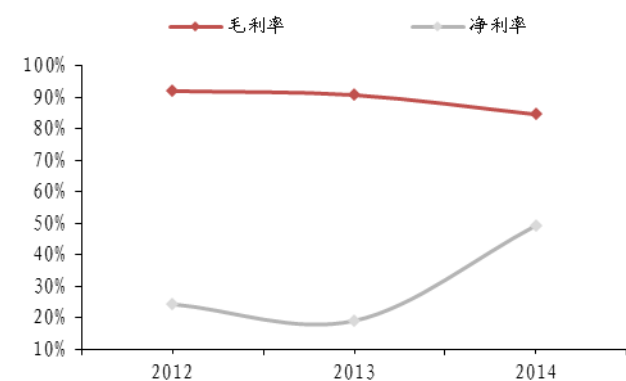
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 3: 嘉林药业净利润及增速



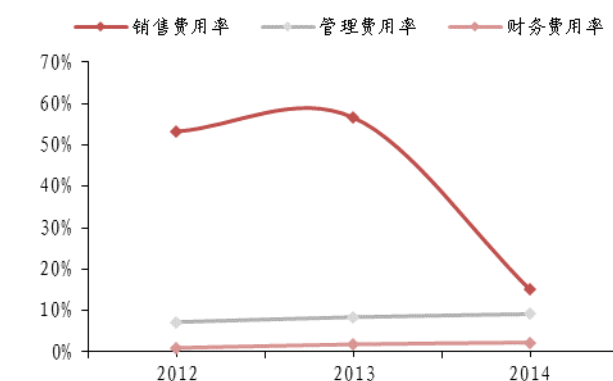
数据来源: 公司公告, 西南证券

图 4: 嘉林药业毛利率及净利率概况



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 5: 嘉林药业费率概况



数据来源: 公司公告, 西南证券

目前, 嘉林药业的产品主要由海南康宁经销推广, 原从嘉林药业离职的销售推广人员大部分被海南康宁接收。我们认为营销模式的转变一方面是基于对国内药品销售市场反商业贿赂和加强风险控制的考虑; 另一方面, 公司核心产品阿乐 (阿托伐他汀) 为辉瑞同类降血脂药物立普妥在国内的首仿药, 亦为降血脂领域的核心品种, 在前期辉瑞的推广下市场认知度已较高, 产品周期较为成熟。采取经销推广更能节约销售费用, 最大化企业效益。

2.3 核心产品阿托伐他汀保持 40%以上的销量增长

目前, 嘉林药业专注于心脑血管药物、抗肿瘤药物等领域, 嘉林药业正在生产和销售的药品包括阿乐 (10mg)、阿乐 (20mg)、盐酸曲美他嗪胶囊、凡乐片一型、凡乐片二型、硫唑嘌呤片、盐酸胺碘酮片、羟基脲片和秋水仙碱片等, 均属于处方药。

表 3: 嘉林药业产品线

商品名称	功能分类	适应症	竞争概况
阿乐 (通用名: 阿托伐他汀钙片)	调血脂药	治疗原发性高胆固醇血症、混合性高脂血症、高甘油三酯血症; 防止动脉粥样硬化	目前国内有 3 个批文, 国家乙类医保
盐酸曲美他嗪胶囊	抗心绞痛药	(1) 心绞痛发作的预防性治疗; (2) 眩晕和耳鸣的辅助性对	5 类新药, 目前国内有 2

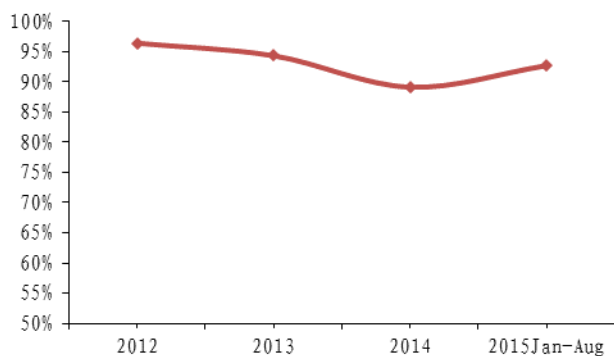
商品名称	功能分类	适应症	竞争概况
		症治疗；（3）适用于冠脉功能不全，心绞痛陈旧性心肌梗死。	个批文，国家乙类医保
凡乐片（通用名：泛昔洛韦片）	抗病毒药	用于治疗带状疱疹和原发性生殖器疱疹。	目前国内有 11 个批文，国家乙类医保
硫唑嘌呤片	免疫抑制药	（1）急性慢性白血病；（2）后天性溶血性贫血，特发性血小板减少性紫癜，系统性红斑狼疮；（3）慢性类风湿性关节炎、慢性活动性肝炎（与自体免疫有关的肝炎）、原发性胆汁性肝硬化；（4）甲状腺机能亢进，重症肌无力	目前国内有 4 个批文，国家甲类医保
盐酸胺碘酮片	抗心率失常药	适用于危及生命的阵发性室性心动过速及室颤的预防，也可用于其他药物无效的阵发性室上性心动过速、阵发心房扑动、心房颤动，包括合并预激综合征者及持续心房颤动、心房扑动电转复后的维持治疗。 可用于持续房颤、房扑时室率的控制。除有明确指征外，一般不宜用于治疗房性、室性早搏。	目前国内有 27 个批文，国家甲类医保
羟基脲片	抗肿瘤药	（1）对慢性粒细胞白血病（CML）有效，并可用于马利兰耐药的 CML；（2）对黑色素瘤、肾癌、头颈部癌有一定疗效，与放疗联合对头颈部及宫颈鳞癌有效。	目前国内有 9 个批文，国家甲类医保
秋水仙碱片	抗痛风药/抗肿瘤药	治疗痛风性关节炎的急性发作，预防复发性痛风性关节炎的急性发作。	目前国内有 14 个批文，国家甲类医保

数据来源：公司公告，西南证券

阿乐（通用名为阿托伐他汀钙片）系嘉林药业的核心产品，是辉瑞同类降血脂药物立普妥在国内的首仿药，该药为新一代他汀类调/降血脂药，原为国家二类新药，为国内首仿研制，并享受了 8 年的行政保护期，自 1999 年 9 月 29 日至 2007 年 9 月 28 日。

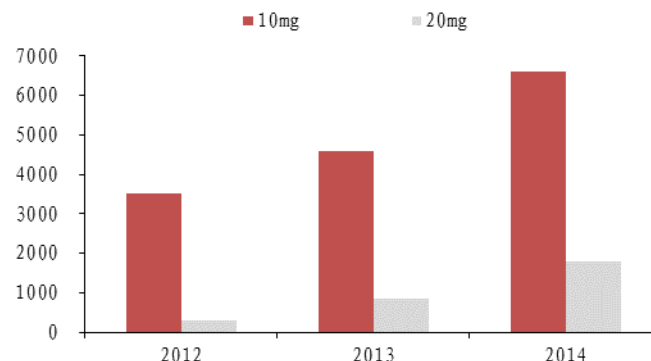
目前，阿乐占据公司营业收入比例在 90% 以上，依然保持高速增长的趋势，2012 年-2014 年度的销量增长率均在 40% 以上。

图 6：阿托伐他汀占据公司营业收入比例在 90% 以上



数据来源：公司公告，西南证券

图 7：公司阿托伐他汀销售额稳步提升（瓶）



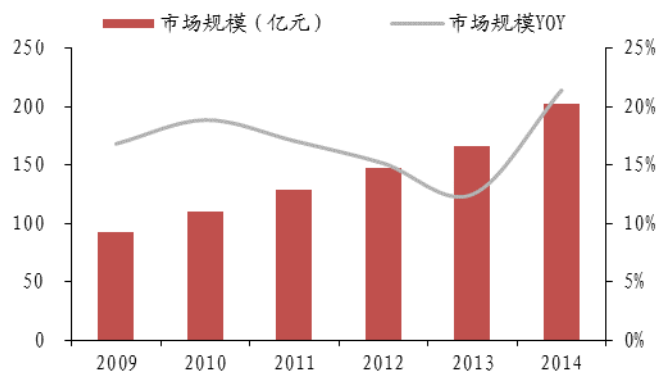
数据来源：公司公告，西南证券

我们认为阿乐未来增长的驱动力主要来自以下几个方面：

➤ 人口老龄化和疾病谱变化催动抗血脂药物市场持续扩容

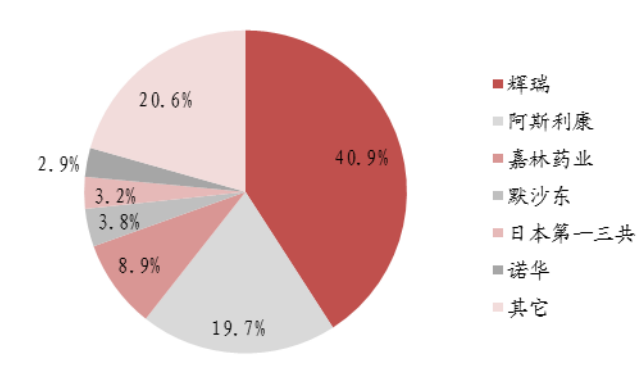
随着人口老龄化加剧与疾病谱的变化,我国降血脂药物市场规模自 2009 年的 92 亿元增长到 2014 年的 202 亿元,年复合增长率约为 17%。而该市场目前主要是以进口及合资药为主导,国产仿制药为辅,前十品牌多为原研厂家品牌,嘉林药业市场份额为 8.9%,位列第三。

图 8: 2009-2014 年降血脂药物市场规模及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 9: 2009-2014 年降血脂药物市场格局



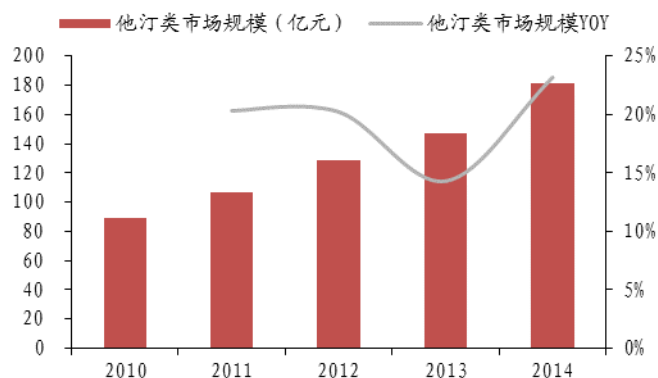
数据来源: 公司公告, 西南证券

➤ 阿托伐他汀占据调脂治疗领域领先地位, 嘉林市场份额有望进一步提升

在降血脂药物中, 他汀类药物的副作用不多, 在调脂治疗领域占据绝对领先地位, 占据降血脂药物约 90% 的市场份额, 增速也略高于降血脂药物市场整体增速。其中, 阿托伐他汀相比于其他他汀类药物在治疗效果、药物不良反应以及循证医学证据等方面具有绝对的优势, 得到医生们的首肯。辉瑞的立普妥从 2002 至 2010 年九年一直占据全球药物销量第一名, 峰值销量达 130 亿美元。

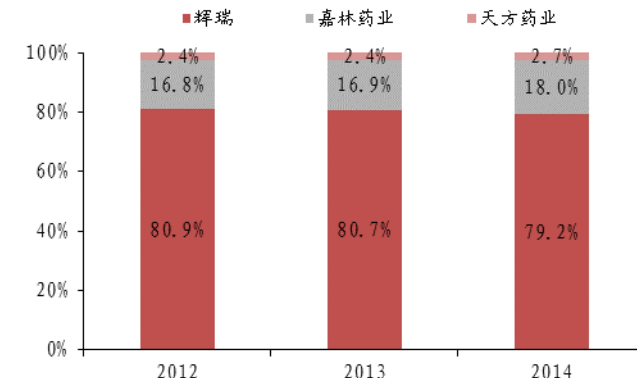
目前, 国内的他汀市场主要被辉瑞、嘉林药业和天方药业占据, 嘉林药业稳居第 2。反商业贿赂与招标降价为国内制药企业的业务增长提供了契机, 随着国内产品的崛起, 原研厂商辉瑞的市场份额逐步下降。

图 10: 2009-2014 年他汀类药物市场规模及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 11: 国内他汀类药物市场格局



数据来源: 公司公告, 西南证券

目前，国内阿托伐他汀钙片仅有辉瑞、嘉林药业和新东港三个批文，相比而言，嘉林药业的价格相对辉瑞较为便宜，在当前招标降价的趋势下更占优势，近期最高人民法院判决辉瑞专利无效亦为嘉林市占率的提升提供了保障。

而相对国内企业来说，嘉林药业为质量标准起草单位，核心竞争力突出。我们认为凭借优异的性价比，嘉林药业的市场份额将逐步上升，未来增长空间仍显广阔。

表 4：阿托伐他汀钙片部分地区招标中标价概况

规格	地区	中标价（元）	生产企业
20mg*7 片	重庆	45.7	嘉林药业
		64.27	辉瑞
	四川	60.18	辉瑞
		44.49	嘉林药业
10mg*7 片	四川	45.09	辉瑞
		25.68	新东港
		24.98	嘉林药业

数据来源：药智网，西南证券

2.4 储备产品众多，长期增长动力充足

嘉林药业的研发平台主要有嘉林药业医药生物技术研究所以及北京红惠新医药科技有限公司，分别负责其现有产品的技术改进升级和国际医药行业新技术的开发。

嘉林药业医药生物技术研究所以是嘉林药业下属专门从事药品研发的研发机构，已完成和正在研发的新药品种有 100 多个，为嘉林药业的产品升级提供强有力的技术保障。

表 5：嘉林药业部分在注册的新药及应用领域

	注册分类	应用领域
安立生坦	化药 3.1	2007 年 6 月获得美国 FDA 批准上市；并获得孤儿药地位用于治疗肺动脉高压，2014 年全球市场规模约 7 亿美元 2010 年 CFDA 批准 GSK 的安立生坦在中国注册，商品名 Volibris（凡瑞克），尚无国内企业批文
酒石酸阿福特罗	化药 3.1	原研是住友制药-Sepracor 的 Brovana，于 2006 通过 FDA 上市，为首个获准采用喷雾器喷雾药液的长效 β_2 激动剂，用于慢性阻塞性肺部疾病，尚无国内企业批文
布南色林	化药 3.1	由大日本住友制药株式会社开发的口服 D2/5-HT2 受体阻断剂，具有完全创新的化学结构，临床用于抗精神病用药，现已在日本上市，尚无国内企业批文，预计国内抗精神病用药预计可达到 80 亿元市场规模
盐酸哌地司琼	化药 3.1	日本杏林制药开发，2004 年 9 月在日本首次上市。用于预防致吐化疗引起的急性恶心、呕吐，尚无国内企业批文
非布索坦	化药 3.1	抗痛风药，2009 年 FDA 批准由武田制药上市，国内有 6 个批文，预计未来将成为抗痛风药物市场的主导药物
氟达拉滨	化药 3.1	是 FDA 批准的首个专用于治疗儿童白血病的药物，2005 年在美国上市。
富马酸卢帕他定	化药 3.1	抗过敏，2003 年 3 月 15 日首次在西药上市。目前国内已有 4 个批文
氯氯地平阿托伐他汀钙片	化药 3.2	心血管复方制剂
阿托伐他汀钙非诺贝特片	化药 3.2	心血管复方制剂
阿折地平	化药 3.1	一线高血压治疗药，国内已有 6 个批文

数据来源：药智网，西南证券

北京红惠新医药科技有限公司定位于为嘉林药业的新产品研发中心，目前已针对脑血管疾病（脑卒中）开展了一类新药的开发和创新，目前已基本完成了Ⅰ代脑保护新药的临床前初步研究，已进入深入的研究。Ⅱ代脑保护是针对抗血栓开发的新药，目前处在研发初期。红惠新医药计划在未来5年内完成这2个一类新药的临床申报，如果新药研发成功预计将会给嘉林药业带来良好的经济效益。

3. 盈利预测

由于公司未披露备考现金流量表，我们无法对财务报表进行完整的预测。因此暂仅对利润表进行预测，关键假设如下：

- （1） 营销渠道调整步入正轨，公司收入重拾增长，预计增速在20%左右；
- （2） 期间费用率与2014年保持一致。

本次交易实施完毕后公司股本将增加至14.95亿股，我们预测公司2015—2017年备考EPS分别为0.37元、0.44元和0.53元，对应PE分别为36倍、30倍、25倍，当前估值水平处于低位，我们看好嘉林药业登陆资本市场后的后续发展，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6: 公司备考利润表预测

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	900.69	1080.83	1297.00	1556.40
营业成本	139.15	166.98	200.38	240.46
营业税金及附加	17.00	20.40	24.48	29.38
销售费用	135.56	151.32	175.09	205.44
管理费用	82.35	98.83	118.59	142.31
财务费用	20.46	17.50	17.50	17.50
资产减值损失	2.01	3.00	3.00	3.00
投资收益	15.37	15.00	15.00	15.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	519.54	637.81	772.95	933.31
其他非经营损益	4.63	5.00	5.00	5.00
利润总额	524.17	642.81	777.95	938.31
所得税	80.06	96.42	116.69	140.75
净利润	444.12	546.38	661.26	797.56
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	444.12	546.38	661.26	797.56
EPS	0.30	0.37	0.44	0.53
PE	36	29	25	21

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn