



核心产品优势明显，二线产品放量提速

2015.01.25

研究员：唐爱金 分析师：王亮
电话：020-88836115 010-57385534
邮箱：tangaij@gzgzhs.com.cn wangl_a@gzgzhs.com.cn
执业编号：A1310514080002

投资要点：

● **84 亿收购嘉林药业，彻底转型医药公司公告以 8.65 元/股发行 8.76 亿股和资产置换方式总计 83.69 亿收购嘉林药业 100% 股权，同时拟置出原有的毛纺织及矿业全部资产与负债，由盈利能力弱的纺织矿业企业变身为盈利能力强及发展潜力大的医药上市公司，此外，9.93 元/股发行 1.52 亿股募集配套资金 15.09 亿用于嘉林药业项目研发与产能改造。嘉林股东承诺 2015~2017 年度实现扣非后净利润分别不低于 4.998 亿元、6.5 亿元、7.8 亿元。**

● **核心产品阿托伐他汀钙（阿乐）市场前景可观，有望持续增长阿托伐他汀钙是一种降血脂药物，主要用于治疗高脂血症等心血管疾病。目前，我国心血管疾病患者总人数达 1.6 亿，而目前长期和周期性接受降脂治疗的人群仅占 39%。随着社会老龄化的到来，预计阿托伐他汀钙的增速将超过 10%。公司的阿乐性价比较高，2011 年-2013 年的年均增长率达 27.93%。在国家鼓励进口产品替代的政策导向下，未来三年有望继续保持 20% 以上的增长，预计 2018 年阿乐将实现 20 亿以上的营收。**

● **羧基脲片和硫唑嘌呤片等二线心血管重磅药品促业绩持续成长目前，公司的二线产品包括盐酸胺碘酮片、羧基脲片、秋水仙碱片、泛昔洛韦片、硫唑嘌呤片等 5 种药品。其中，盐酸胺碘酮片、秋水仙碱片和泛昔洛韦片生产企业众多，竞争激烈，且招标价格低，利润空间少；而羧基脲片和硫唑嘌呤片的市场竞争相对较少，主要生产厂家数均不超过 5 家，价格空间又相对较高，有望成为公司新的利润增长点。公司正努力加大二线产品的营销推广力度、加快新品研发和上市，不断丰富公司产品线，未来公司业绩成长可期。**

● **研发项目和产业化项目同步进行，产能扩大助业绩成长提速公司目前正通过资本运作募集配套资金不超过 15.09 亿元，连同自有资金 1.19 亿元，用于多个研发项目和产业化项目，包括嘉林有限制剂生产基地建设项目、天津嘉林原料药生产基地及研发中心建设项目、心脑血管及肿瘤等领域治疗药物研发项目和企业研发技术中心研发平台改造提升项目。加大研发创新助公司产品布局，同时制剂生产基地建设项目可有效解决公司核心产品阿乐产能不足的问题，满足不断扩大的产品销售规模的需要，进一步抢占更多市场份额，带动业绩成长。**

● **盈利预测与估值：假定公司收购嘉林资产成功，并成功募集资金，则股本总计 14.95 亿，根据嘉林药业业绩承诺测算，公司 15-17 年 EPS 分别为 0.33 元、0.43 元、0.52 元，目前股价对应 36.17、27.83、23.20 倍 PE。给予“谨慎推荐”评级。**

● **风险提示：阿乐市场竞争不达预期，其他心脑血管及肿瘤药物研发与推广不达预期风险、药品事故风险。**

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	994.96	1262.01	1640.63	2111.84
同比(%)	-4.14%	26.84%	29.95%	28.72%
归属母公司净利润	354.87	499.95	649.96	779.48
同比(%)	108.28%	40.96%	30.06%	20.03%
ROE(%)	2.03%	42.81%	35.48%	29.86%
每股收益(元)	0.05	0.33	0.43	0.52
P/E	268.48	33.17	27.83	23.20

谨慎推荐（首次）

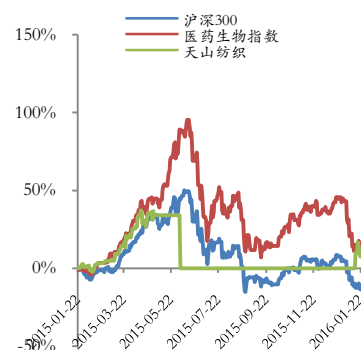
现价：10.89

目标价：

股价空间：

医药生物行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
天山纺织	7.56	7.56	7.56
医药生物	-22.72	-16.13	-23.78
沪深 300	-20.52	-13.72	-25.88

基本资料

总市值（亿元）	50.91
总股本（亿股）	14.95
流通股比例	77.7%
资产负债率	31.60%
大股东	新疆凯迪投资
	新疆凯迪矿业
	30.24%
大股东持股比例	28.74%

相关报告



目录

1. 上市公司 84 亿收购嘉林制药，转型医药企业	3
2. 嘉林是心脑血管领域与抗肿瘤领域的高新技术企业	3
2.1 嘉林股权结构及子公司	3
2.2 国内降/调血脂药领域的龙头企业	4
2.3 营收主要来自心血管产品，销量维持高增长	5
3. 阿托伐他汀（阿乐）市场前景可观，有望持续增长	7
3.1 阿托伐他汀钙市场近 150 亿，增速超 10%	8
3.2 阿乐国内市场占有率第二，性价比高	8
4. 二线产品促业绩持续成长	10
5. 研发项目和产业化项目同步进行，产能放大助业绩成长提速	11
6. 投资建议	12

图表目录

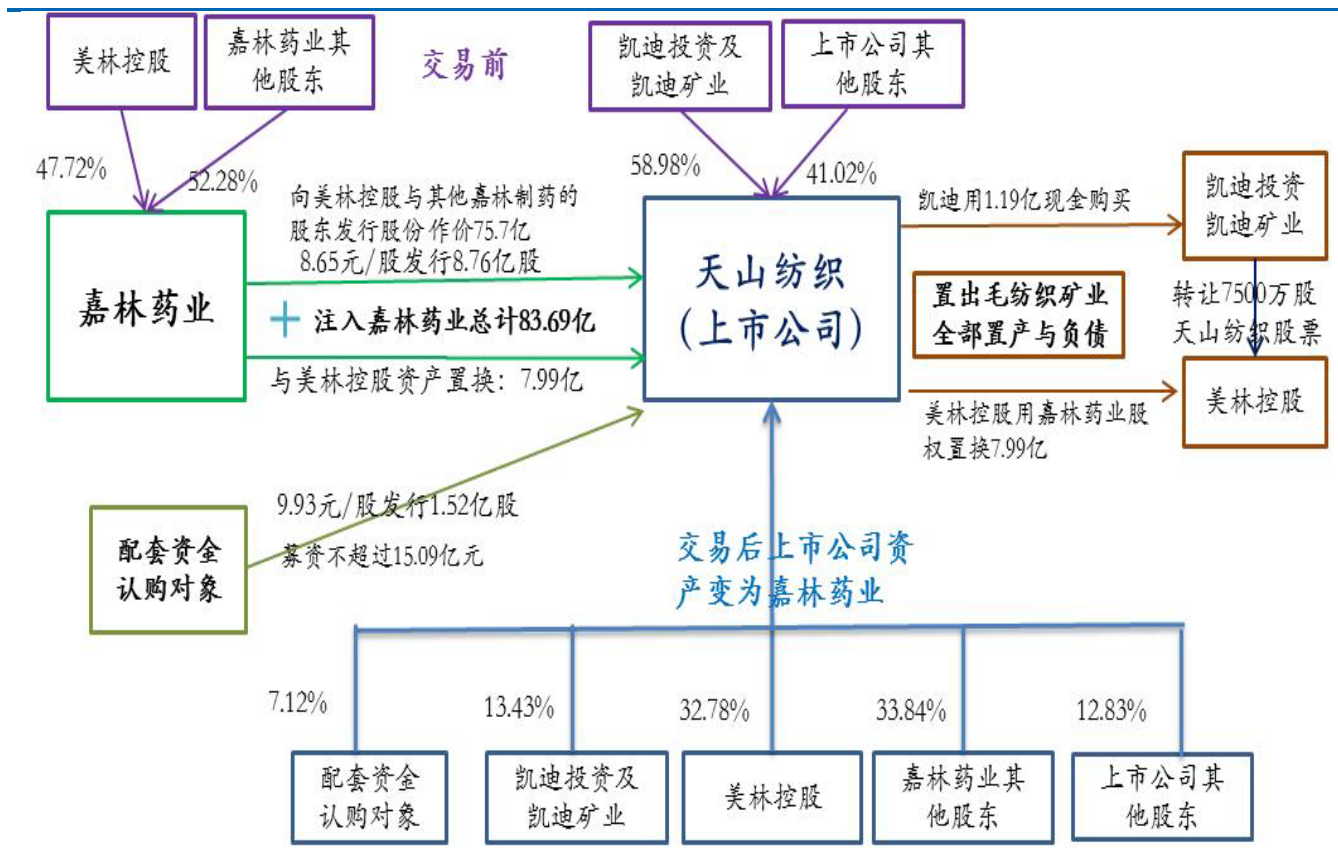
图表 1. 天山纺织重大资产重组概况	3
图表 2. 嘉林药业原股权结构图	4
图表 3. 嘉林药业下属企业	4
图表 4. 公司主要产品的基本信息	5
图表 5. 公司近年收入（万元）及营收增速	6
图表 6. 公司主营产品销售情况	6
图表 7. 公司主要产品的销量、收入及价格变动情况	6
图表 8. 公司近年主要产品及综合毛利率	7
图表 9. 公司近年三项期间费用率情况	7
图表 10. 中国居民心血管疾病患病率	7
图表 11. 我国人口老龄化不断加重	8
图表 12. 降血脂药物与阿托伐他汀市场规模与增长率	8
图表 13. 国内持有阿托伐他汀钙片注册文号的厂家	8
图表 14. 阿托伐他汀的市场竞争格局	9
图表 15. 各家产品的中标价	9
图表 16. 各个药品品种的中标价	10
图表 17. 公司的 4 个在投项目	11
图表 18. 公司在研项目研发进度	11

1. 上市公司 84 亿收购嘉林制药，转型医药企业

2015 年 12 月 14 日，天山纺织发布公告，作价 83.69 亿注入嘉林药业资产，收购嘉林药业 100% 股权，同时拟置出原有的毛纺织及矿业全部资产与负债，由盈利能力弱的纺织矿业企业变身为盈利能力强及发展潜力大的医药上市公司。

整个交易过程如下图：上市公司通过向嘉林药业股东发行股份，8.65 元/股，8.76 亿股作价 75.7 亿，并以原有的资产与美林控股持有嘉林药业 47.72% 的股权等值置换 7.99 亿，嘉林药业总体作价 84 亿注入上市公司；同时上市公司原有资产与负债全部置出，有一部分与美林控股置换嘉林药业股权，另一部份 1.19 亿出售给原有股东凯迪投资及凯迪矿业。此外凯迪投资与凯迪矿业转让 7500 万天山纺织上市公司股权给美林控股；并以 9.93 元/股发行 1.52 亿股，募集配套资金 15.09 亿用于支付本次重组的中介机构费用后拟用于嘉林有限制剂生产基地建设项目、天津嘉林原料药生产基地及研发中心建设项目、心脑血管及肿瘤等领域治疗药物的研发及企业研发技术中心研发平台改造提升项目。

图表1. 天山纺织重大资产重组概况



(资料来源：公司公告、广证恒生)

上市公司业务转型为医药企业，嘉林药业最近三年累计实现收入 28.55 亿元，累计实现归属于母公司的净利润 7.21 亿元，年均利润增长率高达 34.59%。若天山纺织本次重大资产重组于 2016 年 1 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日之间实施完毕，嘉林药业控股股东美林控股及上海岳野、新疆梧桐树承诺嘉林药业 2015~2017 年度实现扣非后净利润分别不低于 4.998 亿元、6.5 亿元、7.8 亿元，2018 年度承诺净利润不低于 9.37 亿元。

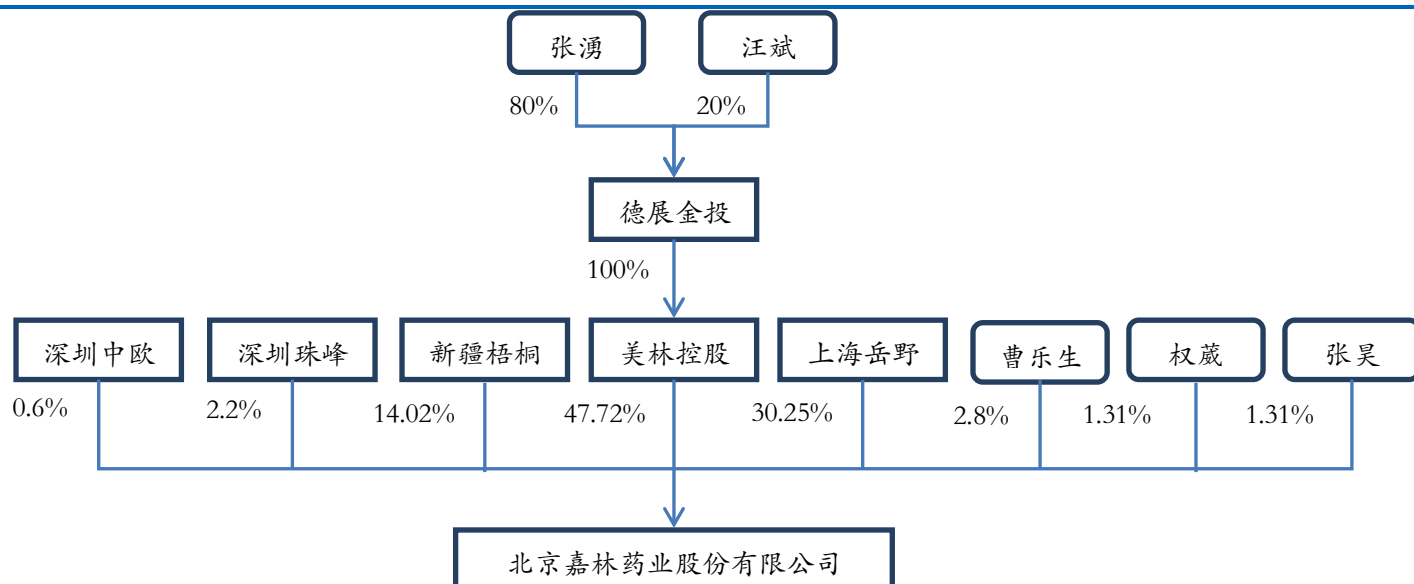
2. 嘉林是心脑血管领域与抗肿瘤领域的高新技术企业

2.1 嘉林股权结构及子公司

公司是一家民营企业，成立于 1977 年，2000 年整体变更设立股份公司。控股股东为美林控股，实际

控制人为张湧先生，张湧与汪斌为夫妻关系。张湧，男，现任美林控股董事局主席、嘉林药业董事长。张湧先生1986年至1991年为人民日报海外版干部，1991年至1995年组建北京及时推广公司并出任总经理，1995年组建北京美林长盛有限责任公司并出任董事长，1998年至今任美林控股董事局主席，2009年至今任嘉林药业董事长。

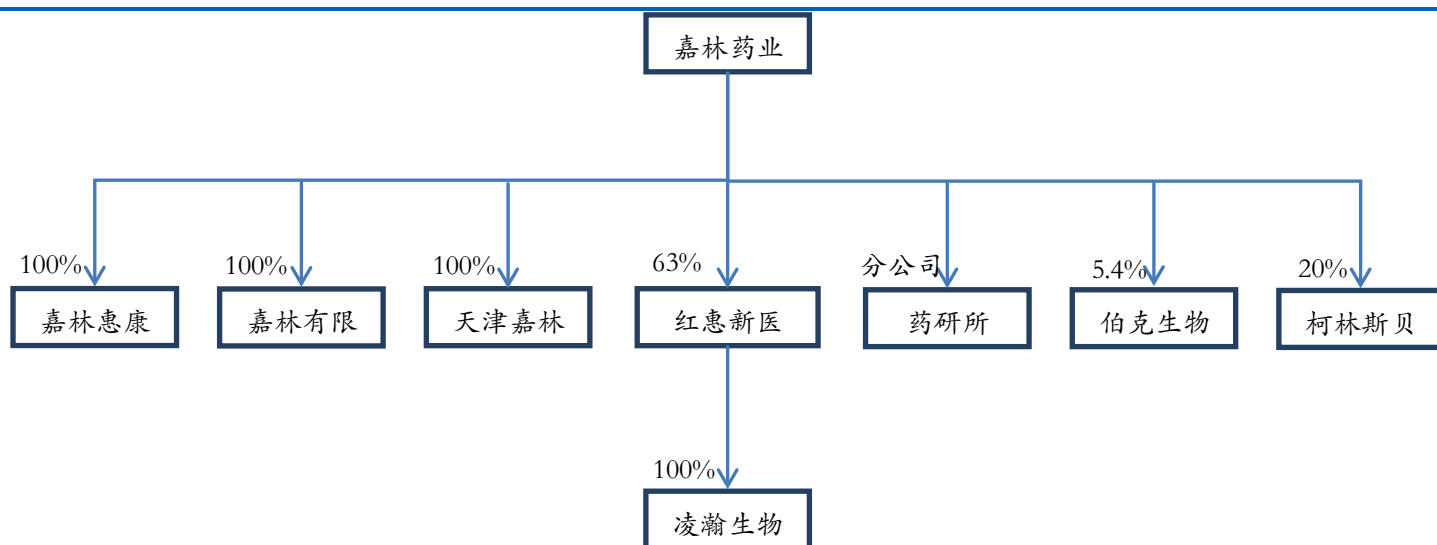
图表2. 嘉林药业原股权结构图



(资料来源：公司公告、广证恒生)

目前，嘉林药业共有3家全资子公司、1家控股子公司、2家参股公司和1家分公司。其中，嘉林惠康为药品批发，由于最近三年连续亏损，其药品批发业务自2015年4月终止；嘉林有限和天津嘉林分别定位为嘉林药业药品的制剂生产基地和原料药生产基地，两者的厂房最近三年均处于在建阶段，预计于2017年建成投产；红惠新医药定位为嘉林药业的新产品研发中心，是推动嘉林药业产品创新和市场拓展的技术核心力量。

图表3. 嘉林药业下属企业



(资料来源：公司公告、广证恒生)

2.2 国内降/调血脂药领域的龙头企业

嘉林药业主要制剂为心血管类和抗肿瘤类，还生产少部分免疫抑制药和抗病毒药。

公司在心血管领域有阿托伐他汀（阿乐）、盐酸曲美他嗪胶囊、盐酸胺碘酮片等首仿重磅产品，成功开发了一系列具有自主知识产权的以阿乐（通用名：阿托伐他汀钙片）为核心的药物品种。公司在调/降血脂药物市场连续多年位列国产药龙头地位，产品质量、品牌号召力、技术水平及生产工艺均处于市场先进水平。

抗肿瘤类产品主要有羟基脲片、秋水仙碱片等；抗病毒类产品有泛昔洛韦片（凡乐片）；免疫抑制类产品有硫唑嘌呤片等。

图表4. 公司主要产品的基本信息

产品名称	商品名	类别	主要用途
阿托伐他汀	阿乐	心血管类	治疗原发性高胆固醇血症、混合性高脂血症、高甘油三脂血症；防止动脉粥样硬化。
盐酸曲美他嗪胶囊	奉乐	心血管类	（1）心绞痛发作的预防性治疗；（2）眩晕和耳鸣的辅助性对症治疗；（3）适用于冠脉功能不全，心绞痛陈旧性心肌梗死。
盐酸胺碘酮片	-	心血管类	适用于危及生命的阵发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。
羟基脲片	-	抗肿瘤类	（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。
秋水仙碱片	-	抗肿瘤类/抗痛风类	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。
泛昔洛韦片	凡乐片	抗病毒类	用于治疗带状疱疹和原发性生殖器疱疹。
硫唑嘌呤片	-	免疫抑制类	（1）急慢性白血病，对慢性粒细胞型白血病近期疗效较好，作用快，但缓解期短；（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；（5）其他：慢性非特异性溃疡性结肠炎、节段性肠炎、多发性神经根炎、狼疮性肾炎、增殖性肾炎、Wegener氏肉芽肿等。

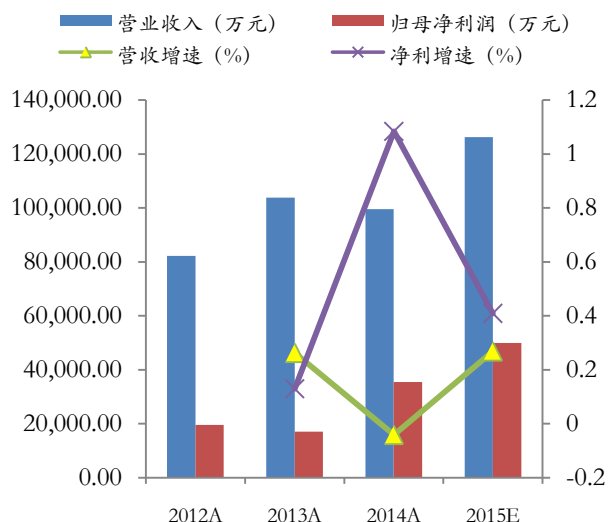
（资料来源：公司公告、广证恒生）

嘉林药业目前在生产销售的药品均为处方药，属于化学药的范畴，均列于《国家医保药品目录》内。其中，硫唑嘌呤片、盐酸胺碘酮片、羟基脲片和秋水仙碱片4种药品属于《国家医保药品目录》中的甲类药品，且列于《国家基本药物目录》内，其余3种药品阿乐（通用名：阿托伐他汀钙片）、盐酸曲美他嗪胶囊和凡乐片（通用名：泛昔洛韦片）属于《国家医保药品目录》中的乙类药品。

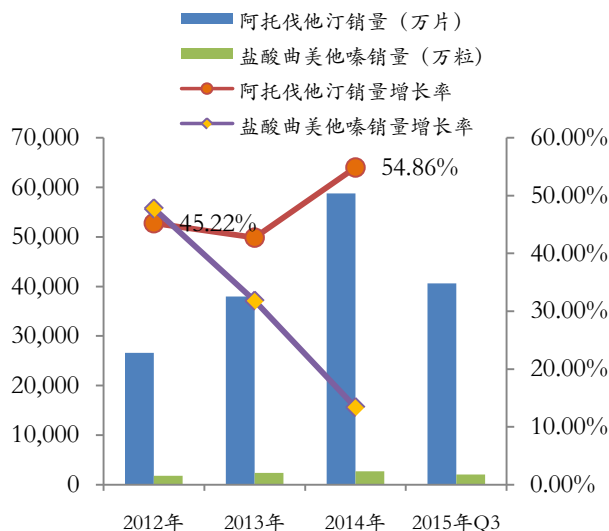
2.3 营收主要来自心血管产品，销量维持高增长

总体上，公司业务营收稳定，2012年~2014年营业收入基本稳定在10亿元左右，2015年前三季度总营收达6.97亿元。公司的盈利能力不断提升，2014年归属于母公司所有者的净利润达3.55亿元，增长

108.28%。其中公司的拳头产品阿乐近三年增长迅速,2012年~2014年的销量增长率分别达到45.22%、42.73%和54.86%,预计2015年~2017年销量增长率有望维持30~40%。公司另一明星产品盐酸曲美他嗪胶囊近年来的变现也颇为不俗,2012年~2014年的销量增长率分别为47.76%、31.77%、13.41%。

图表5. 公司近年收入(万元)及营收增速


(资料来源: WIND、广证恒生)

图表6. 公司主营产品销售情况


(资料来源: WIND、广证恒生)

公司的产品阿乐和盐酸曲美他嗪胶囊是公司的主要收入来源,两者的销售占比高达90%以上。为了增加公司的收入来源,公司正不断加大其他药品的销售力度、引进其他药品品种、加快研发新药进度等措施不断提高其他药品的销售占比,努力降低对阿乐等产品的依赖性,故阿乐产品(含10mg和20mg)和盐酸曲美他嗪胶囊合计取得的销售收入占营业收入的比例在2012年~2014年内总体上呈现下降的趋势,其他二线产品的销售占比在逐渐上升,公司的收入来源不断丰富。

图表7. 公司主要产品的销量、收入及价格变动情况

年度	产品名称	收入(万元)	营收占比	单价(元/盒)
2015年1-8月	阿乐(10mg)	39,954.78	57.34%	9.39
	阿乐(20mg)	24,647.41	35.37%	15.95
	盐酸曲美他嗪胶囊	547.32	0.79%	7.97
	合计	65,149.51	93.50%	
2014年	阿乐(10mg)	60,176.57	60.48%	9.11
	阿乐(20mg)	28,507.41	28.65%	15.92
	盐酸曲美他嗪胶囊	726.46	0.73%	8.03
	合计	89,410.44	89.86%	
2013年	阿乐(10mg)	74,591.45	71.86%	16.27
	阿乐(20mg)	23,331.91	22.48%	27.88
	盐酸曲美他嗪胶囊	1,583.27	1.53%	19.85
	合计	99,506.64	95.87%	
2012年	阿乐(10mg)	68,960.48	83.90%	19.65
	阿乐(20mg)	10,295.74	12.53%	35.63
	盐酸曲美他嗪胶囊	1,312.54	1.60%	21.69
	合计	80,568.77	98.03%	

(资料来源: 公司公告、广证恒生)

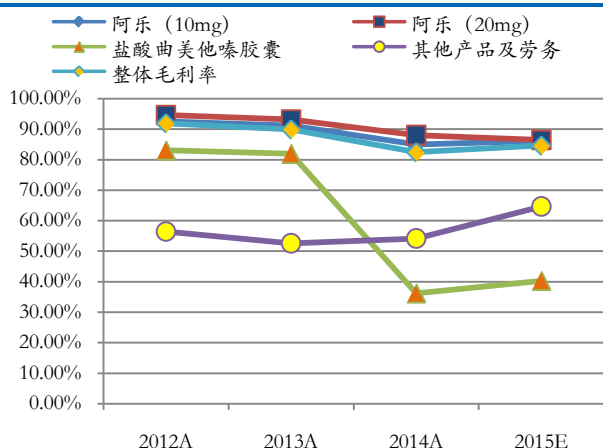
受产品降价的影响,公司产品的毛利率有所下降,但整体仍维持在80%以上的较高水平。其中,盐酸

曲美他嗪胶囊由于还处于销售扩张期，尚未形成规模效应，成本费用呈上升趋势，故毛利率下降。

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，公司逐步对自身的销售模式进行调整，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的市场营销模式，以争取更快的放量，争夺更多的市场，提升市场占有率，量大后形成规模效应从而公司销售费用率大幅降低，从2013年的58.4%降低至2014年27.67%，2015年前三季度进一步降低至22.41%，虽然阿乐和盐酸曲美他嗪胶囊的销售单价呈下降趋势，毛利率有下滑，但利润率却上升，利润增长得以保障。

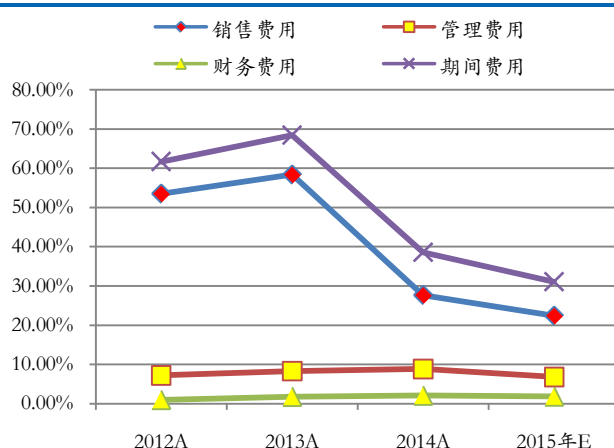
由于公司自2014年起采取经销商代理推广模式，销售费用率下降50%以上，期间费用率也因此下降至38.58%。2015年前三季度，期间费用率略微下降，为31.03%，其中销售费用22.41%，管理费用6.78%。公司营业利润率（营业利润/收入）达40.87%，且近年来逐年上升，利润空间较大大。

图表8. 公司近年主要产品及综合毛利率



(资料来源: 公司公告 广证恒生)

图表9. 公司近年三项期间费用率情况



(资料来源: 公司公告 广证恒生)

3. 阿托伐他汀（阿乐）市场前景可观，有望持续增长

心血管疾病是危害人类健康（特别是中老年）最常见、最严重的疾病之一，血脂异常是动脉粥样硬化、冠心病以及其它心脑血管疾病的重要危险因素，降血脂药可降低这些疾病的发生率和死亡率，对心血管疾病的防治产生积极的作用和深远的影响。目前，随着人们对血脂异常综合征的进一步认识和高血脂人群的增多，降血脂药已经成为现代药物研发的重点之一。在调血脂药新药频频问世的形势下，中国降血脂药物市场已经进入良性发展轨道。

降血脂药在我国具有巨大的市场需求。根据近年卫生部在全国范围内进行的中国居民营养与健康状况调查显示，18岁以上居民总患病率为18.6%，全国患者总人数达1.6亿，而目前长期和周期性接受降脂治疗的人群仅占39%。按照每人每日平均服药费用计算，降血脂药的市场空间潜力巨大。

图表10. 中国居民心血管疾病患病率

患病群体	血脂异常患病率	高胆固醇血症患病率	胆固醇边缘性升高率	高甘油三酯血症患病率	低高密度脂蛋白血症患病率
18岁以上	18.6%	2.9%	3.9%	11.9%	7.4%
男性	22.2%	2.7%	3.9%	14.5%	9.3%
女性	15.9%	3.2%	3.9%	9.9%	5.4%
18~44岁人群	17.0%	1.8%	2.6%	10.9%	7.3%
45~59岁人群	22.9%	4.7%	5.9%	15.7%	7.2%
60岁以上人群	23.4%	6.1%	6.2%	4.8%	7.0%
城市	21.0%	4.1%	5.1%	14.2%	7.1%
大城市	20.2%	4.5%	5.2%	13.3%	6.6%

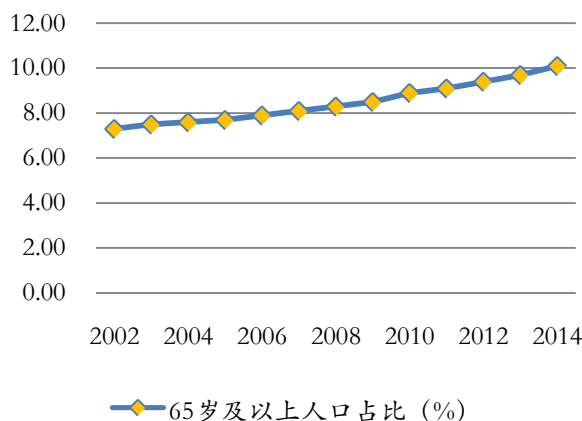
中小城市	21.3%	3.9%	5.1%	14.6%	7.4%
农村	17.7%	2.4%	3.3%	10.9%	7.5%
一类农村	18.6%	4.0%	5.0%	12.8%	6.3%
二类农村	16.5%	2.0%	3.0%	9.4%	7.6%
三类农村	22.2%	2.0%	2.6%	14.3%	10.1%
四类农村	17.2%	1.7%	2.6%	11.1%	7.2%

(资料来源: 米内网 广证恒生)

3.1 阿托伐他汀钙市场近 150 亿，增速超 10%

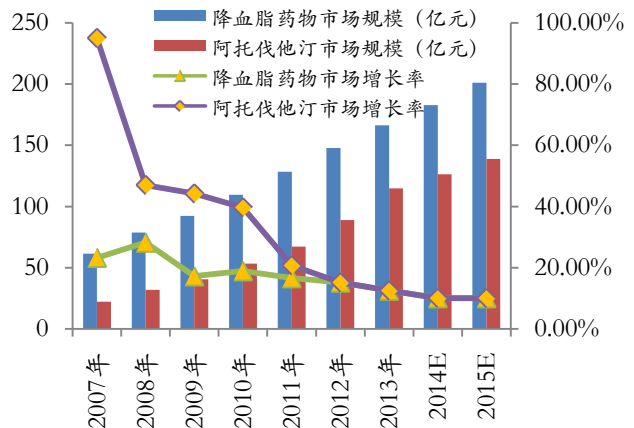
我国 2013 年降血脂药市场规模为 166.25 亿元，相比 2007 年的 61.45 亿元涨幅 170.55%。过去降血脂药的市场容量增速均超过 10%，预计未来仍将保持在 10% 以上。在降血脂药物中，阿托伐他汀的份额逐年增加，2007 年阿托伐他汀钙片的份额为 35.96%，到 2013 年，阿托伐他汀的份额为 69.04%，阿托伐他汀目前市场规模 114.77 亿元，随着社会老龄化的到来，由高血脂引发的高血压等疾病的比例逐渐上升，预计阿托伐他汀增速也将超过 10%，未来 4 年可增长至 240 亿以上。

图表11. 我国人口老龄化不断加重



(资料来源: 国家统计局 广证恒生)

图表12. 降血脂药物与阿托伐他汀市场规模与增长率



(资料来源: 降血脂药市场研究报告 广证恒生推测)

3.2 阿乐国内市场占有率第二，性价比高

到目前为止，CFDA 已正式批准了 6 家制药公司持有阿托伐他汀注册文号。原研企业是辉瑞，其有 10mg/20mg/40mg 三个规格，商品名为“立普妥”；制剂生产厂商国内有浙江新东港药业的优力平，北京嘉林药业的阿乐、河南天方药业的尤佳、广东百科制药有限公司，国外的 LEK 制药的“斯洛文尼亚”。共计 6 家，其中 2 家外企，4 家国内产商生产。

图表13. 国内持有阿托伐他汀钙片注册文号的厂家

序号	产地	商品名	产品规格/剂型	生产厂家
1	国产	优力平	10mg/片剂	浙江新东港药业股份有限公司
2		阿乐	10mg/片剂	北京嘉林药业股份有限公司
			20mg/片剂	
3		尤佳	10mg/胶囊剂	河南天方药业股份有限公司
			20mg/胶囊剂	

4		京舒	10mg/ 片剂	广东百科制药有限公司
5	美国/爱尔兰/中国	立普妥	10mg/ 片剂	Pfizer Inc.
			20mg/ 片剂	
			40mg/ 片剂	
6	斯洛文尼亚	山乐汀	10mg/ 片剂	Lek Pharmaceuticals d.d.
			20mg/ 片剂	
			40mg/ 片剂	

(资料来源: CFDA 广证恒生)

2011 年, 立普妥的专利到期, 阿托伐他汀的仿制药陆续上市。河南天方药业在 2005 年获批, 09 年下半年上市, 分为 10mg (胶囊剂) 和 20mg (胶囊剂) 两个规格, 价格基本与阿乐的片剂持平, 目前的市场份额在 2~3% 之间, 销售规模大概 1 亿元左右。其优势是独家剂型, 如果能守得住价格体系和独家位置, 未来有望迎来大的发展。目前, 阿托伐他汀市场已经形成辉瑞、嘉林和天方三者抗衡的局面, 今后还会有越来越多的企业获得生产批文, 市场竞争日趋激烈。

图表14. 阿托伐他汀的市场竞争格局

厂家	商品名	市场份额			
		2011年	2012年	2013年	年均增长率
辉瑞	立普妥	79.53%	80.87%	80.72%	29.01%
嘉林药业	阿乐	18.49%	16.75%	16.91%	27.93%
天方药业	尤佳	1.99%	2.38%	2.37%	258.31%

(资料来源: 米内网 广证恒生)

相比其他厂家的产品, 嘉林制药的阿乐性价比较高, 价格比辉瑞的立普妥便宜三分之一以上。其临床应用的疗效与安全性跟立普妥没有显著差别, 只是两者的化学结构有所区别, 前者是无定型, 后者是结晶型, 阿乐也因此能被更好的吸收。阿乐目前市场占有率近 20%, 市场排名第二, 第一位是立普妥 (占领 70% 以上的市场份额)。公司采取差异化的竞争路线, 运用低价竞争的策略定位中低端市场, 不断向基层渗透, 并一举进入《国家社会医保报销目录》乙类药物的适用范围, 从立普妥手中抢下了 20% 的市场份额。2011 年-2013 年的年均增长率达 27.93%, 在国家鼓励进口产品替代的政策导向下, 未来 3 年有望继续保持 20% 以上的增长, 预计 2018 年阿乐将实现 20 亿以上的营收。

图表15. 各家产品的中标价

生产厂家	商品名	产品规格/剂型	平均中标价
浙江新东港药业股份有限公司	优力平	10mg/ 片剂	30
北京嘉林药业股份有限公司	阿乐	10mg/ 片剂	28
		20mg/ 片剂	47
河南天方药业有限公司	尤佳	10mg/ 胶囊剂	25
		20mg/ 胶囊剂	44
广东百科制药有限公司	京舒	10mg/ 片剂	36
Pfizer Inc.	立普妥	10mg/ 片剂	47
		20mg/ 片剂	65
		40mg/ 片剂	112
Lek Pharmaceuticals d.d.	山乐汀	10mg/ 片剂	25
		20mg/ 片剂	58

		40mg/片剂	104
--	--	---------	-----

(资料来源：招标数据库 广证恒生)

嘉林药业的市场份额有望继续攀升，原因有三：第一，医保支付方式调整加速“阿乐”对原研的替代。第二，与辉瑞的立普妥相比，价格优势明显。阿乐产品虽然价格更低，但是在疗效和安全性上与立普妥没有显著差别，在需要长期服药的低收入人群市场，有难以比拟的竞争优势。第三，与天方的尤佳相比，营销模式更为成熟。天方虽然有胶囊剂的独家剂型，但是在进口替代立普妥的片剂时，由于临床数据不同，要在学术营销层面获得处方权很难，加上天方的渠道销售能力较弱，与采取成熟的经销商推广模式的嘉林相比并没有竞争优势。嘉林的市场份额已是天方的8倍之多，具有更高的品牌知名度和影响力。

4. 二线产品促业绩持续增长

目前，公司的二线产品包括盐酸胺碘酮片、羟基脲片、秋水仙碱片、泛昔洛韦片、硫唑嘌呤片等5种药品。其中，盐酸胺碘酮片、秋水仙碱片和泛昔洛韦片生产企业众多，竞争激烈，且招标价格低，利润空间少；而羟基脲片和硫唑嘌呤片的市场竞争相对较少，主要生产厂家数均不超过5家，价格空间又相对较高，有望成为公司新的利润增长点。公司正努力加大二线产品的营销推广力度、加快新品研发和上市，不断丰富公司产品线，未来公司业绩成长可期。

图表16. 各个药品品种的中标价

药品名称	CFDA 批文数	主要生产厂家	商品名	规格	平均中标价(元)
盐酸胺碘酮片	28	赛诺菲	可达龙	0.2g	25.00
		山东信谊制药	鲁平	0.2g	30.00
		武汉五景药业	-	0.2g	14.35
		北京嘉林	-	0.2g	8.03
羟基脲片	9	齐鲁制药	-	0.5g	55.00
		山西远景康业制药	-	0.5g	54.36
		山西顺天制药	古稷	0.5g	55.10
		北京嘉林	-	0.5g	55.86
秋水仙碱片	16	云南植物药业	-	0.5mg	6.13
		昆明制药集团	-	0.5mg	27.75
				1mg	12.31
		广东彼迪药业	-	0.5mg	4.20
		北京嘉林	-	0.5mg	7.50
泛昔洛韦片	19	四川百草生物	-	0.125g	18.78
		辉瑞制药	海正韦克	0.125g	26.94
		山东罗欣药业	-	0.125g	12.73
		丽珠集团	丽珠风	0.25g	22.86
				0.125g	13.43
		嘉林药业	凡乐片	0.25g	21.92
				0.125g	13.2
硫唑嘌呤片	6	上海信谊药厂	-	50mg	45.64
		葛兰素史克	依木兰	50mg	213.04
		华润国康	-	50mg	213.00
		北京嘉林	-	100mg	28.89

(资料来源：招标数据库 广证恒生)

总体来看，公司二线产品的中标价格均处于行业中下游水平，在药品价格持续下降的趋势下，符合政策预期，未来有望实现基层渗透，快速放量，为公司业绩增长接力“第二棒”。

5. 研发项目和产业化项目同步进行，产能放大助业绩成长提速

公司目前正通过资本运作募集配套资金不超过 15.09 亿元，连同自有资金 1.19 亿元，用于多个研发项目和产业化项目，包括嘉林有限制剂生产基地建设项目、天津嘉林原料药生产基地及研发中心建设项目、心脑血管及肿瘤等领域治疗药物研发项目和企业研发技术中心研发平台改造提升项目。

图表17. 公司的 4 个在投项目

序号	项目名称	预算总投资额（万元）	实施主体
1	嘉林有限制剂生产基地建设项目	115,951.08	嘉林有限
2	天津嘉林原料药生产基地及研发中心建设项目	43,219.21	天津嘉林
3	心脑血管及肿瘤等领域治疗药物研发项目	14,100.00	嘉林药业
4	企业研发技术中心研发平台改造提升项目	5,799.28	嘉林药业

（资料来源：公司公告 广证恒生）

其中，嘉林有限制剂生产基地建设项目可有效解决公司核心产品阿乐产能不足的问题，满足不断扩大的产品销售规模的需要。目前，公司的生产能力有限，员工需要两班生产甚至是加班生产，才能勉强供应销售需求。此外，现有厂房有限的建筑面积，严重制约着高效率的、先进的生产设备的引进。未来，阿乐仍然是公司的业绩支撑点，随着其产能扩大，有望进一步抢占更多的市场份额，带动公司业绩持续成长。

另外，心脑血管及肿瘤等领域治疗药物研发项目符合公司的战略发展需要，巩固公司在心脑血管及肿瘤药物领域的领先地位。该项目主要是进行阿托伐他汀钙片、盐酸依福地平及片、安立生坦及片、丁酸氯维地平和乳剂、苯磺酸氨氯地平阿托伐他汀钙片、依折麦布阿托伐他汀片、盐酸吡西卡尼及片、注射液、非诺贝特酸及片、盐酸吡地司琼及片、富马酸二甲酯及片、富马酸卢帕他定及片、盐酸奥洛他定及片的研究，取得国家食品药品监督管理总局批准并进行产业化。

图表18. 公司在研项目研发进度

项目名称	研发进度
盐酸依福地平片	临床试验
盐酸英（吡）地司琼及片	临床试验
盐酸奥洛他定及片	报产研究及市场开发
安立生坦及片	临床前研究
丁酸氯维地平和乳剂	临床前研究
5/10mg氨氯地平阿托伐他汀钙片	临床试验
10/10mg氨氯地平阿托伐他汀钙片	临床试验
5/20mg氨氯地平阿托伐他汀钙片	临床试验
依折麦布复方	临床前研究
吡西卡尼注射液	临床试验
吡西卡尼胶囊	临床试验
非诺贝特酸及片	临床前研究
富马酸二甲酯	临床前研究
富马酸卢帕他定	报产研究及市场开发
阿乐技术升级研究	报产研究及市场开发

（资料来源：公司公告 广证恒生）

通过该项目，公司可完成对苯磺酸氨氯地平阿托伐他汀钙、安立生坦、酒石酸阿福特罗和盐酸吡地司琼四种药品的研发及产业化。既满足企业进行药物临床前研究和临床研究的需要，又通过小试和中试研究，

为在研产品的临床试验提供药物，积累规模化生产的技术储备，并可以利用公司的中试生产线进行现行新产品小规模化生产，以了解产品的市场情况，为产品大规模投放市场奠定良好的基础。

6. 投资建议

公司是国内降/调血脂药领域的龙头企业，随着人们对血脂异常综合征的进一步认识和高血脂人群的增多，公司的拳头产品阿托伐他汀（阿乐）有望进一步扩大市场份额，提升公司业绩水平。相比于市场上的同类产品，公司的阿乐性价比较高，凭借公司出色的营销能力，预计2015年~2017年销量增长率分别为40%、34%、33%。公司的二线产品羧基豚片和硫唑嘌呤片均已上市销售，目前处于市场推广期，随着药品招标新方案的实施，公司产品性价比高优势突出，未来有望成为公司新的利润增长点，接力公司成长的“第二棒”。公司近期计划投资多个研发项目和产业化项目，包括嘉林有限制剂生产基地建设项目、天津嘉林原料药生产基地及研发中心建设项目、心脑血管及肿瘤等领域治疗药物研发项目和企业研发技术中心研发平台改造提升项目，提升公司的药品研发水平同时为公司储备新产品，逐步布局产品线，加快药品产业化的进程。

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼
电话：020-88836132，020-88836133
邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。