

海正药业 (600267.SH)

化学制药行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

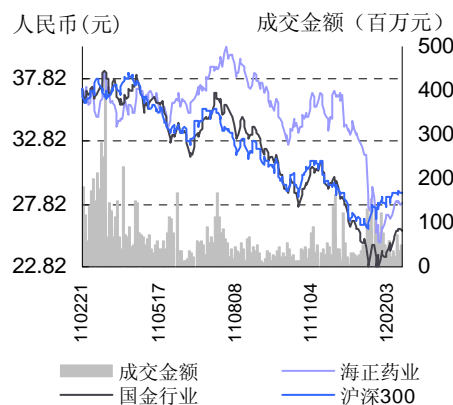
市价(人民币): 27.86元

模式创新不断获得突破;

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	483.78
总市值(百万元)	14,621.43
年内股价最高最低(元)	40.37/24.75
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

1. 《环保事件不改公司长期投资价值》, 2012.1.5
2. 《一季度高增长,费用控制卓有成效》, 2011.4.25
3. 《年报略超预期,国内市场再成推动力》, 2011.4.10

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

燕智 联系人
(8621)60870946
yanz@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.563	0.756	0.960	1.250	1.570
每股净资产(元)	4.94	5.58	8.70	9.95	11.52
每股经营性现金流(元)	0.98	1.06	1.30	1.61	2.08
市盈率(倍)	49.58	36.90	29.08	22.32	17.77
行业优化市盈率(倍)	63.67	69.15	55.15	55.15	55.15
净利润增长率(%)	39.39%	34.35%	37.68%	30.24%	25.63%
净资产收益率(%)	11.39%	13.56%	11.02%	12.56%	13.62%
总股本(百万股)	483.78	483.78	524.82	524.82	524.82

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **国内制剂: 与辉瑞组建合资公司。**2012年2月18日,海正药业与辉瑞公司签订了出资组建合资公司的意向书,其中海正等相关方持股51%。合资公司将充分利用海正的产品、生产优势和辉瑞的品牌、销售优势,开拓国内外的品牌仿制药市场。我们认为这是一次非常有意义的模式探索,发挥双方优势。国内外医药行业都会因此增加了一个非常有竞争力的仿制药巨头。对海正而言,这是快速做大国内制剂的一次良机。
- **海外制剂: 制剂出口模式成果渐现。**公司在“特色原料药向制剂出口转型”的道路上探索了多年:生产基地方面的投入、海外合作伙伴的寻找、产品注册方面的储备、海外销售方面的经验积累,目前已经到了即将收获的前期。1)欧洲市场上他克莫司上市一年多,积累了市场经验,公司将逐步探索由代工的利润分成模式向自主生产销售转型,实现完全意义上的制剂出口。我们预计今年他克莫司收入和利润的贡献都会有大幅增长。他克莫司的成功具有代表性意义,预示着公司以此模式推广其他制剂出口具备成功的可能。2)美国市场将通过ANDA的申报,依托美国公司,实现海正自主品牌的销售,难度虽然较大但美国市场的突破是值得期待的。
- **特色原料药: 合同定制成为新的增长点。**传统的特色原料药如肿瘤类、他汀类、培南类比较稳定,随着产品生命周期量增价减。但公司凭借多年积攒的国际形象和大企业的关系,逐步融入对方供应链体系中,获得合同定制订单。预计礼来、默克、辉瑞的贡献会带动今年业务的增长。

投资建议

- 我们看重的是海正模式的可行性,目前API合同订制、制剂国际出口、制剂国内合作都已现端倪,将逐步步入业绩兑现阶段。

估值

- 我们预测公司2011、2012年EPS为0.96元、1.25元,同比增长38%、29%,公司目前估值22倍,具有明显长线投资价值,维持“买入”评级。

风险

- 各种合作进程可能低于预期;海外原料药需求的波动。

海正药业：各种国际合作模式的不断创新者

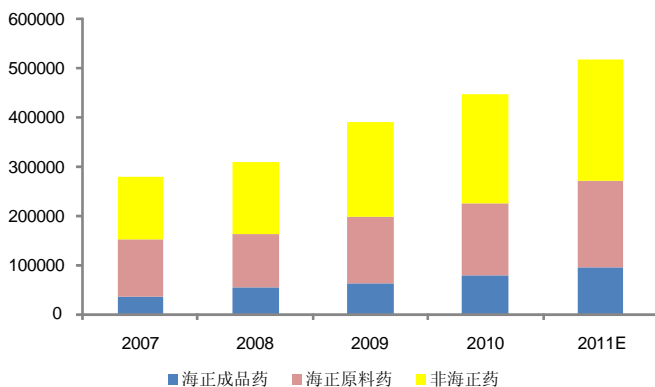
国内制剂：与辉瑞组建合资公司

- 2011年5月31日，公司与美国辉瑞（Pfizer Inc.）签订了关于拟共同出资组建合资公司的意向书，合作生产以提供高质量的药物，并通过全球的销售和营销平台实现有关药物更广泛的商业化，以及研究和开发专利到期药物。
- 2012年2月18日（北京时间），海正药业及全资子公司海正药业（杭州）有限公司（简称“海正杭州公司”）与 Pfizer Luxembourg Sarl（中文名称：辉瑞卢森堡公司）在美国加利福尼亚州洛杉矶市签订了《合资框架协议》。
- 双方拟设立合资公司名称为“海正辉瑞制药有限公司”（暂定名，以工商行政管理部门核准登记的公司名称为准），总投资2.95亿美元，注册资本2.5亿美元，其中，海正药业、海正杭州公司、辉瑞卢森堡公司分别以现金、实物等出资，各占合资公司注册资本的5%、46%、49%。按照双方制定的业务计划，合资公司设立伊始，海正药业及辉瑞公司分别将部分自有产品注入合资公司，以确保合资公司尽快在中国大陆开始生产、销售等商业运营。
- 投资方海正药业（杭州）有限公司为海正药业的全资子公司；辉瑞卢森堡公司是辉瑞有限公司间接拥有的全资子公司。合资公司的成立，有利于发挥海正药业在产品研发、高标准生产制造以及国内市场的品牌优势，以及辉瑞公司在全球品牌认知度和全球制剂产品强大推广能力的优势，进一步开拓国内外品牌仿制药市场，加速海正药业实现原料药到制剂一体化转型升级的步伐，同时获取良好的经济效益。

国内制剂是公司利润重要组成部分，此次合作开拓新思路

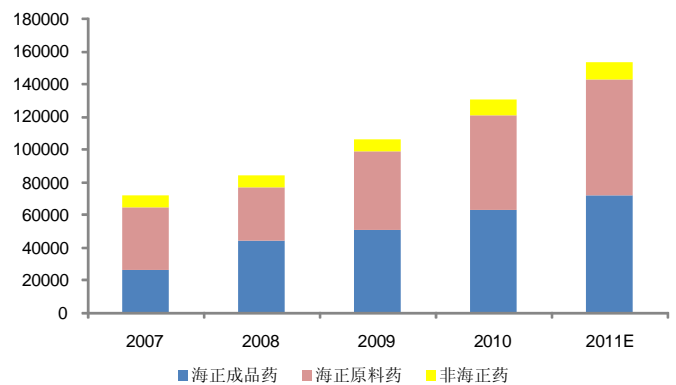
- 公司进行 API 原料药销售的同时，借助产品优势开发国内市场。近几年制剂销售为公司贡献近一半的利润。

图表1：公司销售收入构成



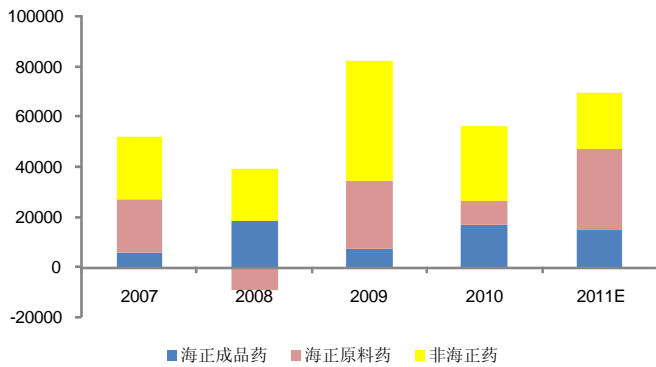
来源：国金证券研究所，公司年报

图表2：公司销售毛利构成

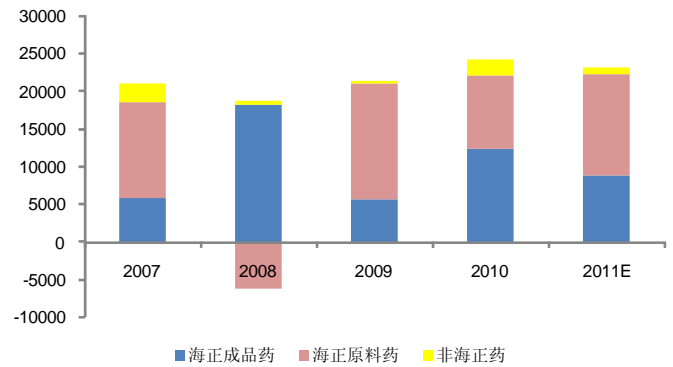


- 从增量贡献来看，制剂销售的重要性也愈发提高，尤其是在 2008、2010 年，如下图所示。

图表3: 公司销售收入增量构成



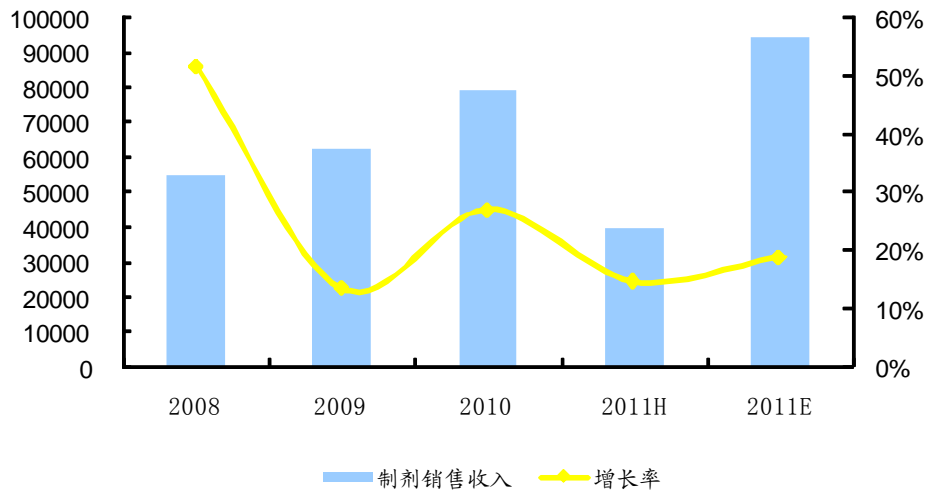
图表4: 公司销售毛利增量构成



来源: 国金证券研究所, 公司年报

- 公司此次与辉瑞进行合作, 为国内制剂的销售开拓了新的模式。凭借辉瑞的品牌、学术推广能力, 合资子公司有可能成为国内仿制药市场强势的新兴力量。海正药业凭借控股地位, 有望获得收入和利润的新的增长点。

图表5: 公司国内制剂业务销售收入统计



来源: 国金证券研究所, 公司年报

海外制剂出口模式逐步成型

- 公司在“特色原料药向制剂出口转型”的道路上探索了多年: 生产基地方面的投入、海外合作伙伴的寻找、产品注册方面的储备、海外销售方面的经验积累, 目前已经到了即将收获的前期。
- 欧洲市场上他克莫司上市一年多, 积累了市场经验, 公司将逐步探索由代工的利润分成模式向自主生产销售转型, 实现完全意义上的制剂出口。我们预计今年他克莫司收入和利润的贡献都会有大幅增长。他克莫司的成功具有代表性意义, 预示着公司以此模式推广其他制剂出口具备成功的可能。
- 美国市场将通过 ANDA 的申报, 依托美国公司, 实现海正自主品牌的销售。美国作为单一市场进入难度较大, 但一旦获得突破, 后续的市场潜力也较大, 值得期待。

合同订制推动特色原料药的增长

- 传统的特色原料药如肿瘤类、他汀类、培南类比较稳定，随着产品生命周期量增价减。但公司凭借多年积攒的国际形象和大企业的关系，逐步融入对方供应链体系中，获得合同订制订单。预计礼来、默克、辉瑞的贡献会带动今年业务的增长。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2011、2012 年 EPS 为 0.96 元、1.25 元，同比增长 38%、29%，公司目前估值 22 倍。我们看重的是海正模式的可行性，目前 API 合同订制、制剂国际出口、制剂国内合作都已现端倪，将逐步步入业绩兑现阶段。目前具有明显长线投资价值，维持“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	3,182	4,003	4,545	5,178	5,904	6,707	货币资金	404	641	494	1,400	967	970
增长率		25.8%	13.5%	13.9%	14.0%	13.6%	应收款项	533	723	755	856	964	1,095
主营业务成本	-2,284	-2,892	-3,215	-3,643	-4,121	-4,648	存货	563	580	655	674	751	838
%销售收入	71.8%	72.2%	70.7%	70.4%	69.8%	69.3%	其他流动资产	128	107	95	111	126	141
毛利	898	1,111	1,329	1,535	1,783	2,058	流动资产	1,629	2,050	1,999	3,042	2,808	3,045
%销售收入	28.2%	27.8%	29.3%	29.6%	30.2%	30.7%	%总资产	39.5%	39.4%	33.8%	40.7%	33.6%	33.2%
营业税金及附加	-20	-27	-26	-28	-32	-37	长期投资	25	30	168	169	168	168
%销售收入	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	2,206	2,740	3,345	3,881	4,990	5,560
营业费用	-188	-232	-282	-300	-342	-382	%总资产	53.5%	52.7%	56.5%	51.9%	59.7%	60.7%
%销售收入	5.9%	5.8%	6.2%	5.8%	5.8%	5.7%	无形资产	248	361	383	385	387	389
管理费用	-351	-411	-536	-544	-561	-570	非流动资产	2,493	3,148	3,923	4,437	5,547	6,120
%销售收入	11.0%	10.3%	11.8%	10.5%	9.5%	8.5%	%总资产	60.5%	60.6%	66.2%	59.3%	66.4%	66.8%
息税前利润 (EBIT)	339	441	486	663	847	1,069	资产总计	4,121	5,199	5,922	7,479	8,355	9,165
%销售收入	10.6%	11.0%	10.7%	12.8%	14.4%	15.9%	短期借款	1,243	704	726	486	600	411
财务费用	-82	-78	-55	-62	-76	-97	应付款项	624	656	772	761	850	1,004
%销售收入	2.6%	1.9%	1.2%	1.2%	1.3%	1.4%	其他流动负债	109	126	82	106	114	122
资产减值损失	-16	-20	-40	-24	-15	-14	流动负债	1,976	1,485	1,579	1,352	1,564	1,537
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	593	1,226	1,506	1,506	1,506	1,507
投资收益	0	-1	42	15	15	15	其他长期负债	4	57	92	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	9.3%	2.5%	1.9%	1.5%	负债	2,572	2,768	3,177	2,858	3,070	3,044
营业利润	241	343	433	591	771	973	普通股股东权益	1,513	2,391	2,698	4,568	5,224	6,048
营业利润率	7.6%	8.6%	9.5%	11.4%	13.1%	14.5%	少数股东权益	36	40	46	53	61	73
营业外收支	0	8	17	10	10	10	负债股东权益合计	4,121	5,199	5,922	7,479	8,355	9,165
税前利润	241	351	450	601	781	983							
利润率	7.6%	8.8%	9.9%	11.6%	13.2%	14.7%							
所得税	-40	-72	-76	-90	-117	-148							
所得税率	16.7%	20.5%	16.8%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	201	279	374	511	664	836							
少数股东损益	5	6	9	7	8	12							
归属于母公司的净利润	195	272	366	504	656	824							
净利率	6.1%	6.8%	8.0%	9.7%	11.1%	12.3%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	201	279	374	511	664	836	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.435	0.563	0.756	0.960	1.250	1.570
非现金支出	179	218	275	197	214	251	每股净资产	3.368	4.942	5.577	8.703	9.953	11.523
非经营收益	85	76	1	119	86	92	每股经营现金净流	0.493	0.978	1.056	1.295	1.615	2.081
营运资金变动	-244	-99	-140	-147	-116	-87	每股股利	0.100	0.120	0.150	0.000	0.000	0.000
经营活动现金净流	221	473	511	680	847	1,092	回报率						
资本开支	-647	-861	-815	-702	-1,299	-800	净资产收益率	12.91%	11.39%	13.56%	11.02%	12.56%	13.62%
投资	-7	0	-47	-1	0	0	总资产收益率	4.74%	5.24%	6.18%	6.73%	7.85%	8.99%
其他	4	-86	194	15	15	15	投入资本收益率	8.33%	8.03%	8.12%	8.52%	9.75%	11.30%
投资活动现金净流	-651	-947	-668	-688	-1,284	-785	增长率						
股权募资	11	654	0	1,366	0	0	主营业务收入增长率	12.09%	25.82%	13.51%	13.95%	14.00%	13.60%
债权募资	770	94	302	-331	114	-187	EBIT增长率	21.44%	30.25%	10.12%	36.43%	27.88%	26.17%
其他	-153	-182	-145	-121	-111	-117	净利润增长率	39.84%	39.39%	34.35%	37.68%	30.24%	25.63%
筹资活动现金净流	627	566	156	914	4	-304	总资产增长率	38.04%	26.14%	13.91%	26.30%	11.71%	9.70%
现金净流量	198	92	-1	906	-433	3	资产管理能力						
							应收账款周转天数	45.2	46.8	49.5	49.0	49.0	49.0
							存货周转天数	77.0	72.1	70.1	70.0	70.0	70.0
							应付账款周转天数	44.4	45.0	48.1	45.0	45.0	45.0
							固定资产周转天数	180.8	164.8	166.2	148.3	149.2	146.0
							偿债能力						
							净负债/股东权益	92.37%	53.05%	63.31%	12.80%	21.54%	15.49%
							EBIT利息保障倍数	4.1	5.7	8.9	10.6	11.1	11.1
							资产负债率	62.41%	53.25%	53.66%	38.22%	36.75%	33.22%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	21	22	39
买入	0	0	3	3	16
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.13	1.12	1.21

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-03-28	买入	23.62	N/A
2 2010-04-22	买入	28.35	N/A
3 2010-08-03	买入	27.23	N/A
4 2011-04-10	买入	36.37	N/A
5 2011-04-25	买入	36.87	N/A
6 2012-01-05	买入	28.59	N/A

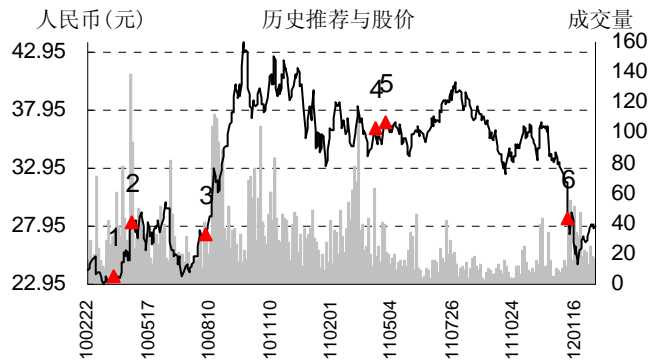
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B