

**证券研究报告—动态报告/公司快评**

医药保健

**海正药业 (600267)**
**推荐**

制药与生物

中报业绩预增点评

(维持评级)

2011年7月8日

# 持续增长又添一架马车，提高业绩预测

**证券分析师:** 贺平鸽 0755-82133396 hepg@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026  
**联系人:** 杜佐远 0755-82130473 duzyuan@guosen.com.cn

## 事项:

海正药业 8 日公告: 预计 2011 年中报业绩增长 50% 以上, 主要原因是公司继续加大优势品种的国内外市场开拓力度, 获得更多订单, 因此产品销售收入增长, 实现净利润大幅增长。

### 我们的观点:

我们预计公司中报业绩增长 50%-55% 之间, 快速增长的主要原因是: 国内制剂平稳增长, 原料药出口较快增长, 合同定制大幅增长超预期, 同时毛利率有所提升、费用率下降。纵观海正药业的过去、现在及未来, 其业绩驱动因素不断丰富: 2007 年之前: 单纯依靠原料药出口; 2007-2010 年: 国内制剂快速成规模; 2011-2013: 合同定制大幅增长; 2013 年以后: 实现制剂独立出口, 基因工程药物和创新药物逐步上市。公司后续在谈合同订单充足, 2011 年新签已公告的订单下半年将逐步确认收入, 从 2011 年开始, 合同定制将成为驱动业绩增长的又一架马车。提高 2011-2013 年 EPS 至 1.00 (+6%)、1.38 (+9%)、1.85 (+12%), 同比增长 43%、38%、35%, PEG 0.99。维持中长期“推荐”评级, 一年期目标价 45-48 元 (12PE33-35)。

## 评论:

### ■ 各项业务稳步推进

- ✓ **分业务来看:** 以国内制剂为主的抗肿瘤药保持平稳增长, 已形成规模; 抗感染药以培南类为主, 制剂利润贡献占比已经超过原料药, 毛利率不断提升; 心脑血管维持现有规模; 抗寄生虫药是未来增长最快的一大类, 主要是承接的合同订单大都属于此类; 内分泌药正处于非规范市场向规范市场转型的时期, 毛利率往上走, 同时收入快速增长。
- ✓ **制剂出口:** 2010 年申请 4 个, 2011 年计划报 10 个, 考虑收购现成的文号, 在谈 7 个, 其中 3 个比较确定。从 2011 年起, 海正计划每年申报 10 个国际品种, 争取 2015 年累积 50 个, 其中 40 个 FDA 品种, 5 个欧盟品种, 5 个为 WTO 组织采购品种。
- ✓ **富阳基地:** 原料药基地的 2 条生产线已经投入生产, 2011 年目标是 4 条线全部投产。口服固体制剂项目预计 2012-2013 年通过 FDA 认证, 在此之前, 公司先投入生产国内制剂, 承接一部分外企在国内制剂项目, 等过认证后再做国外市场。注射剂项目预计 2013-2014 年通过 FDA 认证, 在此期间, 先生产国内制剂、承接台州一部分产能、以及承接外企在国内制剂项目。外企因原研药降价越来越重视成本, 希望在国内找企业代工, 但外企对生产车间等要求高, 海正是国内为数不多的能做代工的企业, 因此在价格谈判方面有优势。外企尤其是在抗肿瘤药注射剂方面面临较大的产能瓶颈, 而海正正好符合他们的要求。目前海正在和一些外企在谈, 公司有

一定的优势，精选价格理想的项目。

- ✓ **创新药物：**2011年估计2个上临床，创新药物包括降血脂、抗肿瘤等，同类产品都是全球销量很大的品种。
- ✓ **基因工程药物：**安百诺(注射用重组人II型肿瘤坏死因子受体-抗体融合蛋白)3期临床，明年下半年估计报生产。同类品种是中信国健的益赛普，国内上市的首个治疗类风湿关节炎，2005年上市，中信国健2010年收入4亿，增长40%，净利润1.5-2亿，同比翻倍，主要是益赛普贡献，预计占90%以上。

#### ■ 合同定制：业绩增长的又一架马车，盈利能力有保证

- ✓ **合同定制逐步贡献利润，并从原料药向制剂延伸：**合同定制收入从2005年的0.2亿元增长到2010年的2.5亿元，年均增长69%，逐步贡献利润。合作伙伴增加至4家，主要品种有恩拉霉素、万古霉素，新增卷曲霉素、潮霉素、锐劲特等品种，并且项目转移从API向制剂延伸。
- ✓ **2011年新签已公告的订单下半年将逐步确认收入：**1) 3000万美元/年订单：礼来动物保健品部 Elanco 动物保健药的原料药已经开始供货，与辉瑞的兽药原料药、与某制药企业合作开发的新抗肿瘤药物中间体预计2011年开始供货。2) 1500-2500万美元/年订单：与辉瑞亚太公司CA兽用药，预计2011年供货。3) 新签的订单下半年将陆续体现收入，大部分是兽药，毛利率通过技术改进和规模效应将逐步上升。
- ✓ **后续订单充足：**公司目前订单充足，最近两年主要是原料药合同定制，2011年将有利制剂合同定制。
- ✓ **合同定制盈利能力有保证：**公司是跨国制药企业理想的合作方，在订单定价方面有一定的议价能力，同时公司精选有合理利润的订单，加上后续的技术提高和规模效益，合同订单的盈利能力有保证。(参考案例：印度制药企业 Dishman)。
- ✓ **订单流程：**签订合同后，公司开始生产，然后供货，再是确认收入，一般实际供货量会大于合同签订量。

#### ■ 与辉瑞合作意义深远

公司近期公告拟与辉瑞共同出资2.95亿美元成立合资企业，短期主要从事国内仿制药业务，长期辉瑞有望成为海正制剂出口的重要合作伙伴，具有重大意义。海正具有丰富的国内制剂批文、产品梯队以及国内销售队伍，而辉瑞拥有辉瑞全球强大的研发、销售、品牌，双方的合作有望实现双赢。

#### ■ 业绩驱动因素不断丰富，提高业绩预测，维持中长期“推荐”评级

纵观海正药业的过去、现在及未来，其业绩驱动因素不断丰富：2007年之前：单纯依靠原料药出口；2007-2010年：国内制剂快速成规模；2011-2013：合同定制大幅增长；2013年以后：实现制剂独立出口，基因工程药物和创新药物逐步上市。公司后续在谈合同订单充足，2011年新签已公告的订单下半年将逐步确认收入，从2011年开始，合同定制将成为驱动业绩增长的又一架马车。提高2011-2013年EPS至1.00(+6%)、1.38(+9%)、1.85(+12%)，同比增长43%、38%、35%。维持中长期“推荐”评级，一年期目标价45~48元(12PE33~35)。

相关研究报告：

《国信证券-海正药业-600267-2010年报点评：厚积，以待薄发》——2011-03-29

《国信证券-海正药业-600267-2010年三季报点评：业绩低于预期，给予耐心和期待》——2010-10-25

《国信证券-化学制药行业深度报告：乘全球制药产业转移之风，探中国药企产业升级之路》——2010-09-15

《国信证券-海正药业-600267-事项点评：步入产业升级收获期》——2010-08-26

《国信证券-海正药业10中报点评：未来发展，还看制剂业务》——2010-08-03

表 1: 海正药业分产品预测

收入预测	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>抗肿瘤药</b>						
收入	572	557	667	773	889	1032
增长率	8.8%	-2.5%	19.6%	16.0%	15.0%	16.0%
毛利率	87.7%	89.2%	85.9%	86.5%	86.8%	87.0%
<b>抗感染药</b>						
收入	393	566	535	642	758	879
增长率	-8.9%	43.8%	-5.4%	20.0%	18.0%	16.0%
毛利率	32.0%	43.9%	53.2%	57.0%	59.5%	61.0%
<b>心血管药</b>						
收入	281	324	316	316	316	316
增长率	-18.8%	15.3%	-2.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	17.5%	18.7%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
<b>抗寄生虫药</b>						
收入	230	295	402	603	844	1140
增长率	70.5%	27.9%	36.5%	50.0%	40.0%	35.0%
毛利率	18.6%	22.5%	33.4%	35.8%	37.0%	38.0%
<b>内分泌药</b>						
收入	119	185	255	332	431	552
增长率	60.9%	55.3%	38.1%	30.0%	30.0%	28.0%
毛利率	30.0%	48.2%	51.3%	53.0%	54.0%	55.0%
<b>其他药品</b>						
收入	36	54	75	109	163	260
增长率	95.3%	50.0%	38.1%	45.0%	50.0%	60.0%
毛利率	62.7%	52.5%	44.7%	50.0%	56.0%	60.0%
<b>海正产品小计</b>						
收入	1631	1980	2250	2775	3401	4179
增长率	6.6%	21.4%	13.6%	23.3%	22.6%	22.9%
毛利率	47.7%	50.0%	53.9%	55.4%	56.3%	57.0%
<b>非海正药品</b>						
收入	1460	1935	2216	2548	2930	3370
增长率	16.5%	32.6%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	4.8%	3.8%	3.9%	4.0%	4.1%	4.2%
<b>主营业务合计</b>						
收入	3091	3916	4465	5323	6332	7549
增长率	11.0%	26.7%	14.0%	19.2%	19.0%	19.2%
毛利率	27.4%	27.1%	29.1%	30.8%	32.2%	33.5%
<b>非主营业务</b>						
收入	91	88	79	79	79	79
增长率	64.9%	-3.7%	-9.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	54.7%	54.9%	38.2%	38.2%	38.2%	38.2%
<b>收入合计</b>						
收入	3182	4003	4545	5402	6411	7628
增长率	12.1%	25.8%	13.5%	18.9%	18.7%	19.0%
毛利率	28.22%	27.76%	29.25%	30.9%	32.2%	33.5%

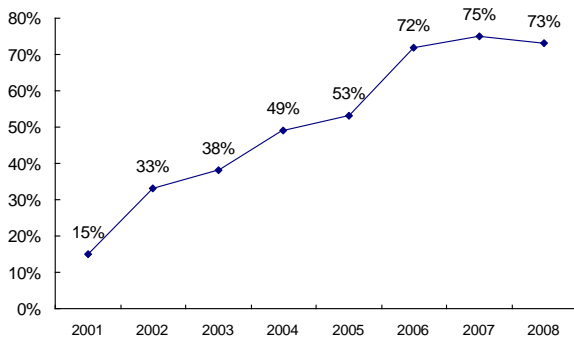
数据来源: 公司资料, 国信经济研究所预测

## 案例：印度 Dishman 公司

### ——全球 CRAMS 业务的标杆企业

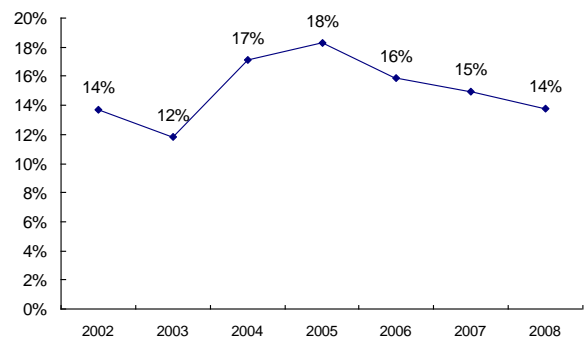
Dishman 是印度乃至全球少数以 CRAMS (合同研发和合同定制) 为主的制药企业。公司成立于 1983 年, 2001 年成为苏威制药的全球合同定制伙伴, 开始了公司承接全球 CRAMS 的幸福之门, 2006 年 8 月收购 Carbogen Amcis, 以建立合同研发平台, 增强合同研发实力。目前 Dishman 已与全球前十大制药公司中的七家签订 CRAMS, 而近期又宣布将供应阿斯利康 14 个 APIs。与全球制药巨头的合作使公司 CRAMS 所占收入比例从 2001 年的 15% 上升到 2008 年的 73%。

图 1: CRAMS 所占收入比重不断升高



资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所

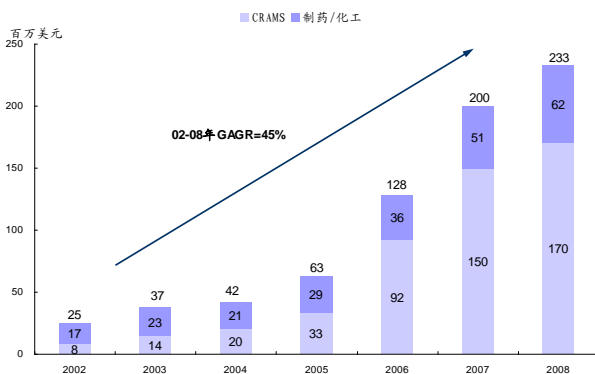
图 2: Dishman 净利率颇高



资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所

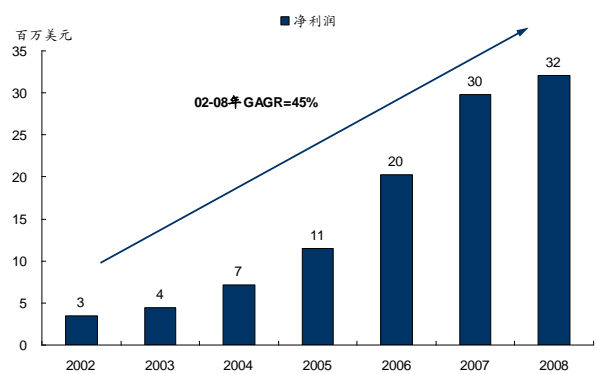
承接 CRAMS, 2002-2008 年公司销售收入 GAGR45%, 净利润 GAGR45%, 增长十分迅速。而且公司的净利率可以达到 15% 左右, 颇为赚钱。随着未来十年 CRAMS 的高速发展, 公司将步入下一个黄金发展期。

图 3: Dishman 销售收入



资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所

图 4: Dishman 净利润



资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所

**附表 1: 财务预测与估值**

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	494	1282	977	1509	<b>营业收入</b>	<b>4545</b>	<b>5402</b>	<b>6411</b>	<b>7628</b>
应收款项	755	898	1065	1268	营业成本	3215	3732	4344	5072
存货净额	655	779	894	1041	营业税金及附加	26	34	40	48
其他流动资产	95	112	133	159	销售费用	282	319	372	435
<b>流动资产合计</b>	<b>1999</b>	<b>3071</b>	<b>3069</b>	<b>3976</b>	管理费用	536	602	705	829
固定资产	3345	4147	4840	4870	财务费用	55	91	82	76
无形资产及其他	383	370	357	345	投资收益	42	22	27	35
投资性房地产	38	38	38	38	资产减值及公允价值变动	(40)	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	157	157	157	157	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5922</b>	<b>7783</b>	<b>8461</b>	<b>9385</b>	营业利润	433	627	874	1183
短期借款及交易性金融负债	726	700	700	700	营业外净收支	17	17	17	17
应付款项	530	630	723	841	<b>利润总额</b>	<b>450</b>	<b>644</b>	<b>891</b>	<b>1200</b>
其他流动负债	324	382	440	513	所得税费用	76	110	151	204
<b>流动负债合计</b>	<b>1579</b>	<b>1712</b>	<b>1863</b>	<b>2055</b>	少数股东损益	9	12	17	23
长期借款及应付债券	1506	1406	1306	1206	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>366</b>	<b>522</b>	<b>723</b>	<b>973</b>
其他长期负债	92	128	163	198					
<b>长期负债合计</b>	<b>1598</b>	<b>1533</b>	<b>1469</b>	<b>1404</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>3177</b>	<b>3246</b>	<b>3331</b>	<b>3459</b>	<b>净利润</b>	366	522	723	973
少数股东权益	46	56	70	88	资产减值准备	9	(15)	0	0
股东权益	2698	4482	5060	5838	折旧摊销	260	206	300	362
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5922</b>	<b>7783</b>	<b>8461</b>	<b>9385</b>	公允价值变动损失	40	20	20	20
					财务费用	55	91	82	76
					营运资本变动	15	(106)	(117)	(147)
					其它	(4)	25	14	18
					<b>经营活动现金流</b>	<b>684</b>	<b>652</b>	<b>939</b>	<b>1227</b>
					资本开支	(812)	(1000)	(1000)	(400)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(953)</b>	<b>(1000)</b>	<b>(1000)</b>	<b>(400)</b>
					权益性融资	0	1366	0	0
					负债净变化	280	(100)	(100)	(100)
					支付股利、利息	(181)	(104)	(145)	(195)
					其它融资现金流	<b>(76)</b>	<b>(26)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
					<b>融资活动现金流</b>	<b>122</b>	<b>1136</b>	<b>(245)</b>	<b>(295)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(146)</b>	<b>788</b>	<b>(305)</b>	<b>532</b>
					货币资金的期初余额	641	494	1282	977
					货币资金的期末余额	494	1282	977	1509
					企业自由现金流	(133)	(306)	(29)	848
					权益自由现金流	71	(507)	(197)	685

资料来源: 国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示:

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询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

### 证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。