

海正药业(600267)

研究员: 彭海柱 执业证书编号: S0570510120025

范炳邑 执业证书编号: S0570510120061

☎ 025-83290883 ✉ penghaizhu@htsc.com.cn

http://t.zhangle.com/4059

海外订单驱动业绩 制剂转型提升价值

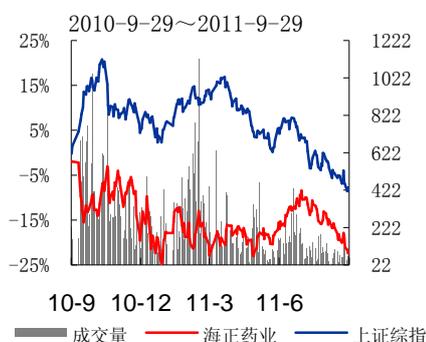
投资评级: 推荐(调高)

化学制药 II

当前价格(元): 34.22

目标价格(元): 39.39

股价走势图



相关研究

投资要点:

◆ **抗肿瘤药、抗感染药盈利能力突出, 内分泌药、抗寄生虫药增长强劲。**公司目前产品以原料药和国内制剂为主, 其中, 抗肿瘤、抗感染药物是公司利润主要来源, 两类产品为贡献了公司近 70% 的毛利润。而抗寄生虫药和内分泌药最近几年增长迅速, 去年收入增长率分别达到了 36.48% 和 38.11%。

◆ **海外合作渐入佳境。**公司今年 6 月公告拟与美国辉瑞公司共同投资设立合资公司, 合作生产以提供高质量的药物、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。8 月, 公司认购美国 PharmTak 优先股, 以弥补公司在高端仿制药制剂研发以及在规范药政市场注册能力的不足。此外, 公司还签订了多份千万美元级别的海外 API 订单。

◆ **向仿制药公司转型可期。**公司目前的中期战略是在“十二五”期间, 在全面释放“十一五”产品和产能储备并延伸到市场经营的基础上, 完成从国际原料药工厂到品牌仿制药公司的转型。公司目前原料药和制剂收入的比例大概在 2: 1 左右, 部分品种如抗肿瘤药、内分泌药制剂收入已经超过原料药收入。作为一家致力于向全球化制剂企业转型的原料药企业, 公司的优势在于研发的积累、海外文号申报的经验、以及广泛的国际合作。

◆ **给予“推荐”评级。**我们预计海正药业这三年 EPS 分别为 0.98、1.32、1.60, 对应的 P/E 分别为 34.77、25.83、21.39。给予公司股票“推荐”评级。

公司基本资料

总股本(万)	52481.82
流通 A 股(万)	48378.00
52 周内股价区间(元)	32.5-45.3
总市值(亿)	179.59
总资产(亿)	76.63
每股净资产(元)	7.97

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	45.45	53.20	59.20	65.37
+/-%	13.51	17.06	11.28	10.42
净利润(百万)	365.76	516.56	695.35	839.60
+/-%	34.32	41.23	34.61	20.75
EPS(元)	0.76	0.98	1.32	1.60
P/E	45.26	34.77	25.83	21.39

一、主要观点

我们认为海正药业股价有望超越市场 5-20%，给予公司推荐评级。主要原因如下：

1、API 订单充足保证公司业绩

公司多年以来坚持国际化路线、产品质量持续提升，在国际合作中积累了良好的信誉，目前公司 API 订单充裕，公司今年与辉瑞亚太生产有限公司、美国礼来公司动物保健品部、美国辉瑞公司兽药保健品部等企业签订的订单为公司带来了预计 4000 万美元的新增收入。目前，公司抗寄生虫药和兽药的 API 订单增长最为强劲，公司富阳生产基地今年年末将进行验收，明年年初预计可以投产，届时 API 产能压力将得到缓解。预计公司 API 业务最近几年还将保持强劲。

2、向制剂转型提升公司长期价值

公司目前原料药和制剂收入的比例大概在 2: 1 左右，制剂生产和销售已成规模，公司未来还将持续提升制剂类产品的比例。相比于其他向制剂转型的原料药企业来说，海正药业的优势在于其雄厚的研发实力、丰富的产品积累，以及高端国际平台的搭建。

3、尝试 OTC 市场，开拓其他盈利渠道

公司的奥利司他减肥片今年 8 月正式进军国内 OTC 市场，这是公司首个上市的非处方市场药物。非处方市场毛利率高、受众面广，公司目前正在着力开拓 OTC 市场，建设销售渠道和培养销售队伍。公司对于零售渠道的尝试将为其开拓更广阔的收入来源。

二、抗肿瘤药、抗感染药盈利能力突出，内分泌药、抗寄生虫药增长强劲

公司产品梯队丰富，其中原料药和国内制剂是主要的收入来源。原料药产品包括抗肿瘤药、抗感染药、心血管药、抗寄生虫药、内分泌药等几类，主要下游是海外制剂企业。目前，公司共有近30个原料药通过FDA认证，17个产品通过COS认证。国内制剂业务以抗肿瘤药、抗感染药和心血管药为主，覆盖面主要为处方药市场。

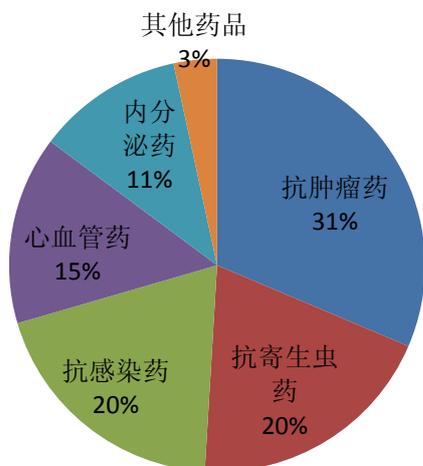
图表 1: 公司主要产品

产品大类	产品细分	具体产品
原料药	抗肿瘤药	阿那曲唑、比卡鲁胺、博来霉素、卡铂、柔红霉素、紫杉醇、多柔比星、表柔比星、吉西他滨、依达比星、
	抗感染药	阿莫西林、硫酸头孢喹肟、依诺沙星、亚胺培南、美罗培南、制霉菌素、舒巴坦钠、妥布霉素、托氟沙星
	心血管药	阿托他汀钙、氟伐他汀钠、洛伐他汀、美伐他汀、普伐他汀钠、辛伐他汀、
	抗寄生虫药	依维菌素、吡喹酮
	内分泌药	阿卡波糖
制剂	抗肿瘤药	阿那曲唑片、博来霉素、卡铂、柔红霉素、紫杉醇、多柔比星、表柔比星、吉西他滨、依达比星、来曲唑
	抗感染	美罗培南、亚胺培南/西司他汀、阿莫西林、异帕米星、硫酸妥布霉素、托氟沙星
	心血管类	阿托他汀片、氟伐他汀、伊索曼片、洛伐他汀片、普伐他汀钠片、辛伐他汀片
	免疫抑制剂	霉酚酸酯胶囊、霉酚酸酯片、西罗莫司片、他克莫司胶囊
	内分泌类	阿卡波糖片、奥利司他片
	其他	注射用硫酸卷曲霉素、通络生骨胶囊、别嘌醇片、硫酸氨基葡萄糖胶囊、尼美舒利胶囊

资料来源：公司网站

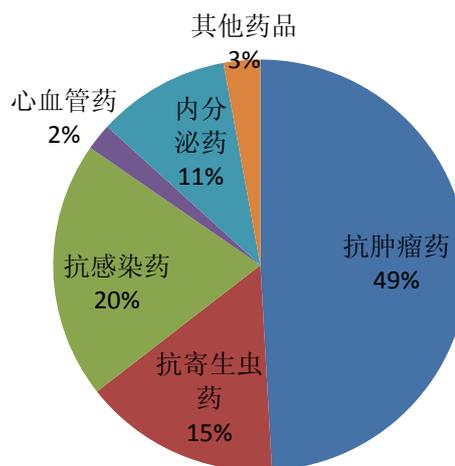
分产品来看，抗肿瘤、抗感染药物是公司利润主要来源，两类产品为贡献了公司近70%的毛利润。公司的抗肿瘤药以抗生素类抗肿瘤制剂为主，抗感染药以培南类制剂为主，产品毛利率都处于高位，最近几年还将是公司的主要收入来源。而抗寄生虫药和内分泌药最近几年增长迅速，去年收入增长率分别达到了36.48%和38.11%，且两类产品的毛利率都处于上升期，两类产品收入占比预计将逐步上升。

图表 2: 2011 年 1H 分产品营业收入占比



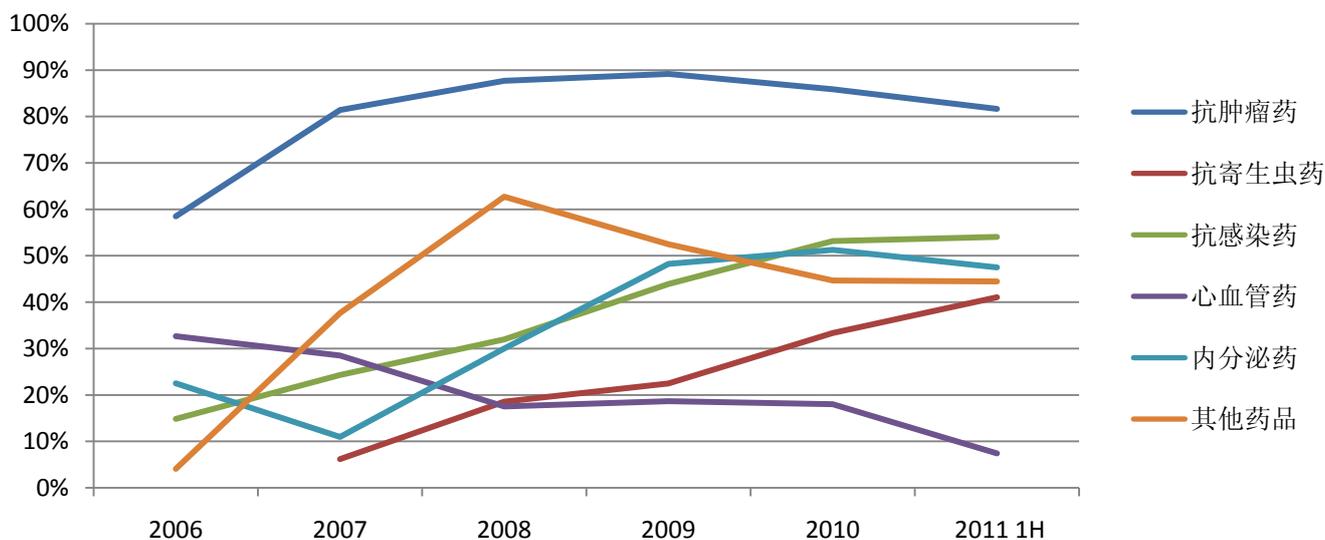
资料来源: Wind

图表 3: 2011 年 1H 分产品毛利润占比



资料来源: Wind

图表 4: 主要产品毛利率



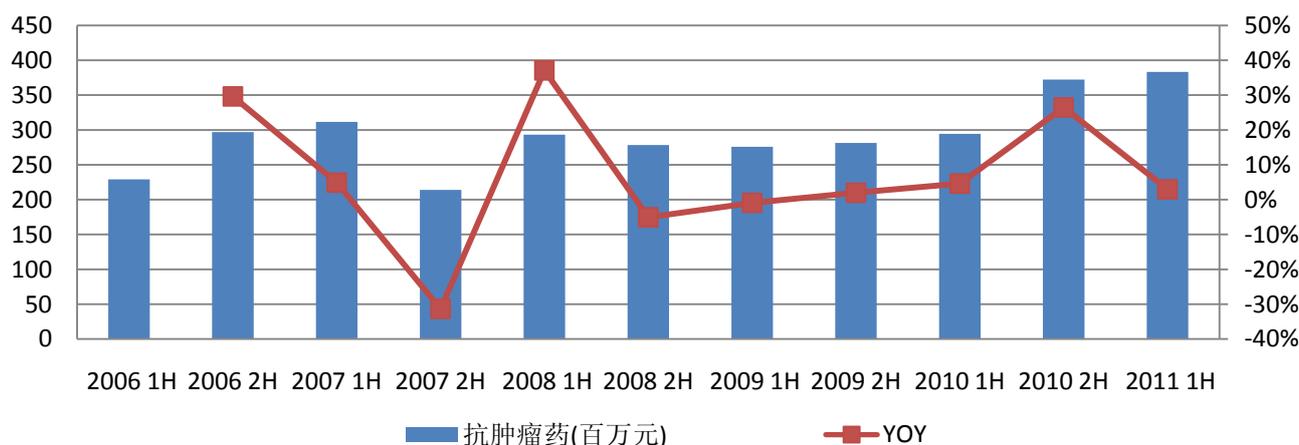
数据来源: Wind

1、抗肿瘤药: 细分市场龙头, 盈利能力出色

抗肿瘤药是公司收入的最大来源, 2011 年上半年销售收入占到公司总收入的 31%。由于公司抗肿瘤药盈利能力强, 07 年以来, 毛利率一直保持在 80% 以上, 今年上半年毛利率达到了 81.65%, 所以抗肿瘤药为公司贡献了 49% 的毛利润。公司在抗肿瘤药的国内制剂市场处于领先低位, 是抗生素类抗肿瘤药细分市场的龙头企业。

制剂方面，公司以阿霉素、博来霉素、柔红霉素、吡柔比星等品种为主，此外还推出了铂类、植物碱类、激素类、抗代谢类等其他品种的抗肿瘤药物，包括吉西他滨、卡铂、奥沙利铂、紫杉醇、多西他赛、阿那曲唑这些销量比较大的主流品种。原料药方面，公司最主要的品种是柔红霉素及其衍生的产品如伊达比星、吡柔比星、比卡鲁胺和来曲唑，这方面公司处于国际领先，订单充裕。预计公司未来几年抗肿瘤药物将保持 10% 左右的增长率，毛利率将保持稳定。

图表 5: 公司抗肿瘤药收入及收入增长率



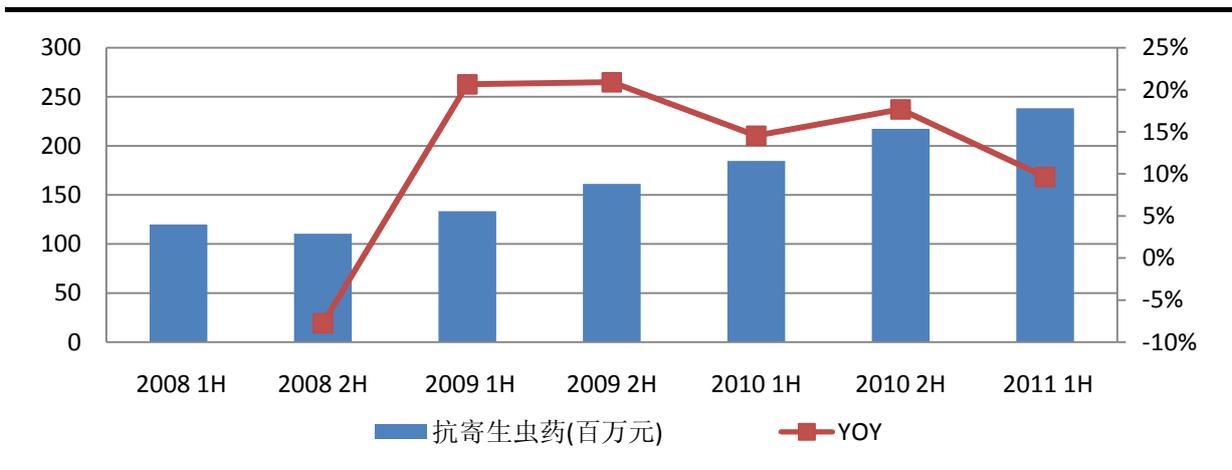
数据来源：公司公告

2、抗寄生虫药及兽药：海外订单主导，增长强劲

抗寄生虫药及兽药是目前公司增长最快的业务，2011年上半年公司抗寄生虫药及兽药收入达到 2.38 亿元，同比增长率达 29.03%，毛利率持续上升至 41.06%。

公司的抗寄生虫药及兽药产品以原料药为主，主要业务来源是海外厂商的转移生产。公司 09 年募集的 4.2 亿元的抗寄生虫药项目，已经于 2010 年底全部建成。此外，另一个自筹 2.6 亿元的动物保健品及出口制剂项目目前正在建设中，预计明年可以达产。今年第一季度，公司与美国礼来公司动物保健品部、美国辉瑞公司兽药保健品部及辉瑞亚太生产有限公司签订了兽用药的长期供货协议，预计每年将为公司带来 3500 万-4500 万美元的新增收入。公司目前兽药订单充足，瓶颈在于自身产能，公司富阳生产基地今年年末将进行验收，明年年初预计可以投产，届时产能压力将得到缓解。公司的该项业务预计还将保持高速增长，毛利润还有提升空间。

图表 6: 公司抗寄生虫药收入及收入增长率

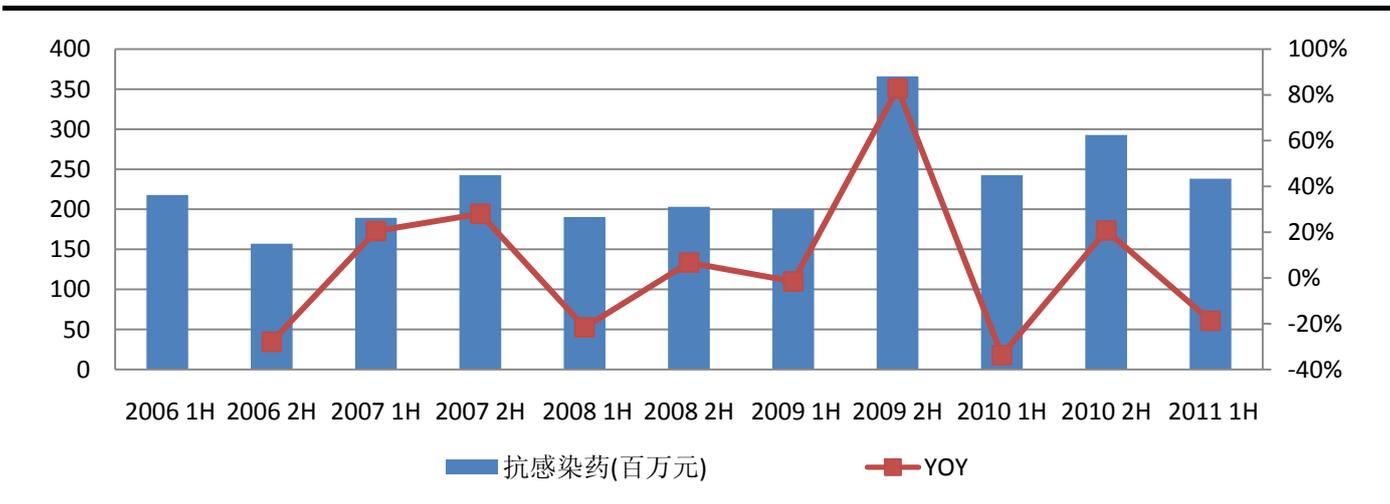


数据来源: 公司公告

3、抗感染药: 高端市场为主

抗感染药物是公司第二大品种,今年上半年收入和毛利润分别为 2.38 亿元和 1.29 亿元,毛利率为 54.06%。公司的抗感染药中国内利润占比应该大于原料有收入,而制剂以培南类为主。

图表 7: 公司抗感染药收入及收入增长率



数据来源: 公司公告

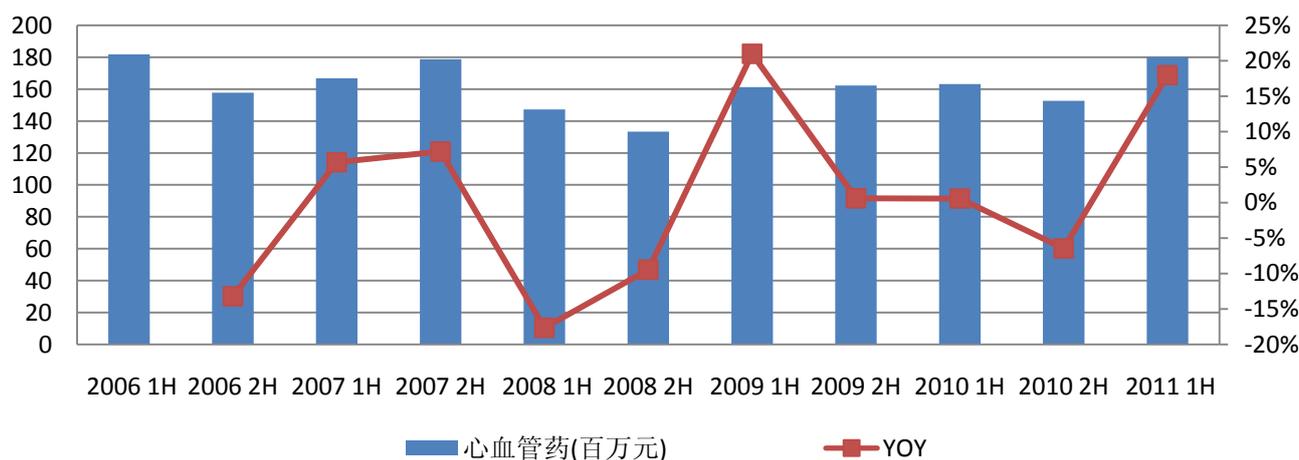
培南类抗生素具有抗菌谱广泛、抗菌活性强等特点,常用于重症感染的治疗。近几年由于细菌抗药性的增强,培南类药物的使用量也在增长,目前全球上市的主要有亚胺培南、美罗培南、帕尼培南、比阿培南、厄他培南以及多尼培南这 6 个品种。培南类药物全球市场近些年来高速增长,2010 年全球市场销售额接近 30 亿美元。由于培南类药物有一定技术门槛,因此能进入高端市场的国内企业并不多。国内的抗生素

市场由政府对抗菌类药物使用有一定限制，但对于公司所处的高端抗感染药市场影响不大，而产品毛利率将逐步稳定。

4、心血管药：保持平稳

公司的心血管药物以他汀类原料药出口为主，具体品种包括阿托他汀片、氟伐他汀、洛伐他汀、普伐他汀、辛伐他汀等。他汀类药物由于技术门槛较低，行业集中度不高，所以他汀类产品的毛利率也在持续下滑。公司 2011 年上半年心血管药物收入为 1.8 亿元，但毛利率只有 7.42%，毛利润占到公司毛利润总额的 2%。公司近期在心血管类药物方面基本无大的投入计划和新增品种，预计未来公司心血管类药物收入和毛利率将保持平稳。

图表 8：公司心血管药收入及收入增长率



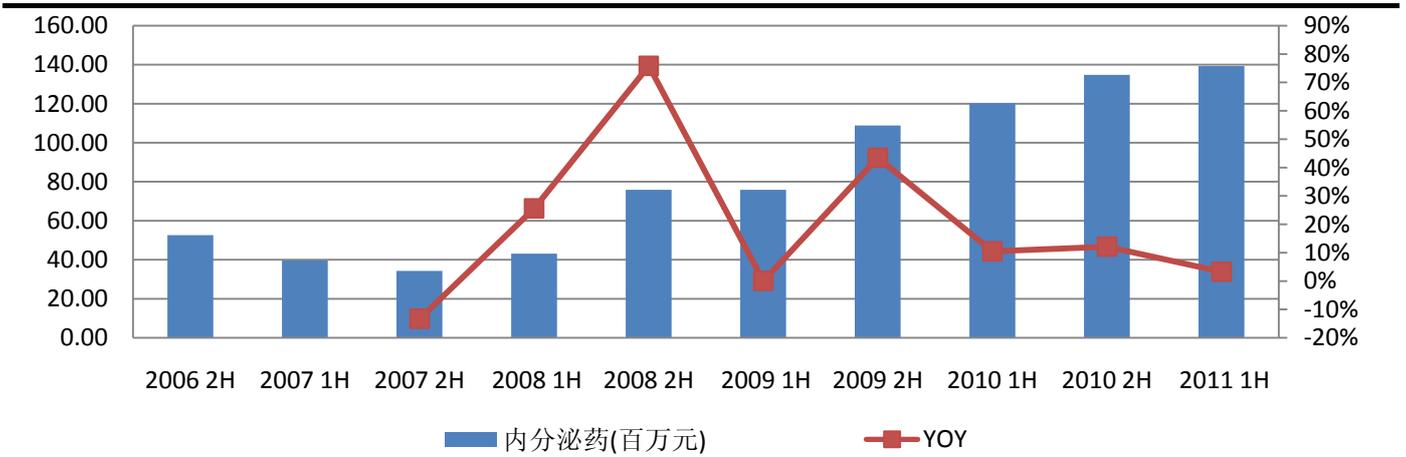
数据来源：公司公告

5、内分泌药：进军 OTC 市场

公司的内分泌类产品是另一个增长率较高的产品大类，主要包括奥利司他制剂和阿卡波糖原料药。

奥利司他用于肥胖症患者减轻体重和维持体重，原本为处方药。今年 8 月公司的奥利司他片正式进军国内 OTC 市场，这也标志着海正药业正式进军药品零售领域。阿卡波糖是一种新型降糖药，全球需求增长较快，公司的阿卡波糖原料药目前已经通过了 FDA 认证和欧盟认证。预计公司内分泌类药物还将保持较快的增长，毛利率也将有所提升。

图表 9: 公司内分泌药收入及收入增长率



数据来源: 公司公告

三、海外合作渐入佳境，API 大单不断

与海外大型制药企业和创新药企业的合作一直是公司发展的重点，从原料药供应商到 OEM、从合资子公司到股权收购、从接受技术援助到合作开发，公司的海外合作领域和方式在不断的扩大。

公司与海外制药企业全面合作的展开，无论是对于公司短期收入的提升和未来制剂国际化都有重要的意义。今年以来，公司又有几个重要合作项目公告：

1、认购美国仿制药公司 PharmTak 优先股

公司今年 8 月发布公告，决定出资 200 万美元认购美国 PharmTak Inc.（以下简称“PharmTak”）发行的 A 类优先股 800 万股。

PharmTak 成立于 2009 年 5 月，总部位于美国加利福尼亚州圣荷西硅谷中心地带，致力于利用其专利技术平台开发仿制药产品，集中在有技术挑战性的仿制药上使竞争者最少化以及新产品的销售潜力最大化。PharmTak 与海正药业已签订长期的产品合作开发协议，PharmTak 负责把美国药物申请管理、研发、质量系统和技术应用到海正药业新建的制剂生产设施上，以推动新建生产设施能够顺利通过美国 FDA 总体 cGMP 认证。PharmTak 的管线产品也包括为海正药业开发的建议产品，包括免疫抑制剂、高血压、尿失禁、大环内酯类抗菌素、抗痛风、抗肿瘤及 II 型糖尿病药物。

通过参股 PharmTak，可以有效弥补公司在高端仿制药制剂研发以及在规范药政市场注册能力的不足，借助 PharmTak 拥有专利技术的研发平台，加快提升海正药业制剂生产水平，加快公司开拓制剂国际市场的步伐。

2、拟与辉瑞合作设立合资公司

公司今年 6 月发布公告，拟与美国辉瑞公司共同投资设立合资公司，投资总额约为 2.95 亿美元，合作生产以提供高质量的药物、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。

拟设立的合资公司主要针对国内制剂市场。海正药业在原料药、仿制药方面的研发优势，生产制造的成本优势和良好的质量控制，以及丰富的国内市场制剂批文和产品储备，和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形成互补，双方将从合作中实现共赢。

此次与辉瑞合作的意义深远。公司与辉瑞、礼来等国际知名制药企业的合作从此前的原料药、兽药逐步再向下游的制剂发展，合作方式也由原来的转移生产、技术扶持变为共同投资、合作开发，可以说公司通过多年的积累，产品质量和研发实力都逐步赢得了国际制药行业的信任，这为未来公司的制剂国际化之路打下了坚实的基础。

2、国际 API 订单

认购 PharmTak 股权和拟与辉瑞设立合资公司都是为公司制剂出口所做的长期准备，而公司持续获得的国际合作订单则为公司短期内业绩增长注入了强劲动力。

公司三月底与美国辉瑞公司子公司辉瑞亚太生产有限公司签订了 CA 兽用药的供货协议。根据协议约定,海正药业将于 2011 年开始向辉瑞亚太公司销售 CA 兽用药,预计年销售收入约 1500 到 2500 万美元,协议期限为 5 年。

此外,公司与美国礼来公司动物保健品部、美国辉瑞公司兽药保健品部及某制药企业签订的长期产品合作合同,经过前期与合作方共同开展产品研发、工艺及 EHS 体系改进等工作,公司于今年第一季度首次正式接到了 3 个相关产品的采购订单,并将于今年进入产业化生产和向合作方商业化供货阶段,上述产品的合作分别建立在与跨国制药公司签订的长期产品合作、生产加工合同基础上,根据合同与订单,预计年新增销售收入约 3000 万美元。

目前,公司国际订单方面的需求旺盛,主要限制在于公司自己的产能。预计公司未来几年的国际订单需求还将保持强劲,公司有望持续受益。

图表 10: 公司海外合作项目

公告时间	合作方	合作内容	
2011 年 8 月 2 日	美国 PharmTak Inc.	公司拟出资现金 200 万美元,认购 PharmTak 公司 800 万股,占 PharmTak 本轮融资完成后总股本的 24.69%。	
2011 年 6 月 2 日	美国辉瑞公司	双方拟共同投资设立合资公司,合作生产以提供高质量的药物、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。合资公司投资总额约为 2.95 亿美元。	
2011 年 3 月 29 日	辉瑞亚太生产有限公司	公司将于 2011 年开始向辉瑞亚太公司销售 CA 兽用药,协议期限为 5 年。	
2011 年 3 月 8 日	礼来动物保健品部	动物保健药、原料药	三项业务预计使海正新增销售收入约 3,000 万美元/年
	辉瑞兽药保健品部	兽用药原料药	
	某制药企业	新抗肿瘤药物中间体	
2010 年 8 月 26 日	西班牙 CINFA 公司	公司与 CINFA 共同研发的他克莫司胶囊获得欧盟上市批准,成为欧盟市场唯一一个获得审批的他克莫司仿制药。	
2010 年 2 月 12 日	赛金控股有限公司	海正拟投资 980 万美元购买赛金控股 700 万 B 类优先股。此前,赛金控股在美国设有全资子公司,拥有十余种制剂产品在美国市场上市销售,同时有超过 200 种产品的生产、研发计划,2008 年有 43 个产品提交美国 FDA 注册申请,2009 年将提交 40 余个产品注册申请,具备强劲的发展潜力。	
2009 年 11 月 5 日	英特威/先灵葆雅动物保健品股份公司	公司获英特威授权生产一个兽用预混剂产品,英特威负责全球市场的独家销售。有效期 5 年,预计每年销售收入将超过 2000 万美元。除非任何一方提前提出终止要求,该协议在期满后自动延长一年。	
2009 年 5 月 8 日	雅赛利香港有限公司	拟设立合资企业雅赛利(台州)制药有限公司,从事万古霉素等原料药的生产和销售,期限为 30 年。	
2008 年 6 月 11 日	雅赛利香港有限公司	拟共同投资设立合资公司。合资公司计划总投资 5000 万美元,注册资本 2430 万美元,建成后海正占注册资本的 49%,雅赛利香港占 51%	
2007 年 11 月 29 日	西班牙菲玛公司、富阳兴海投资有限公司	公司与菲玛公司、兴海公司共同投资设立菲玛海正药业股份有限公司。海正占注册资本的 55%,菲玛占 25%,兴海占 20%。合资公司将建设	

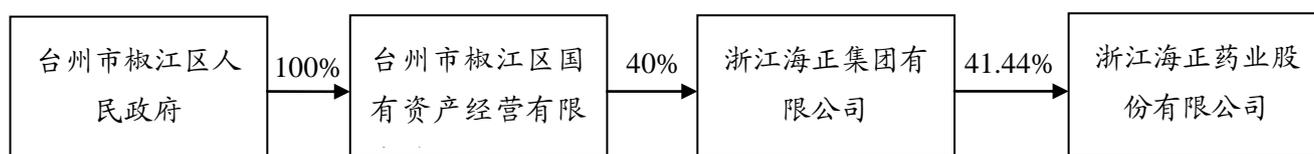
		符合欧盟 GMP 标准的固体制剂车间, 负责三方合作产品的研发、生产和销售。经营期限为 10 年。
2007 年 7 月 4 日	美国雅来公司	2008 年 3 月前海正协助雅来台州公司购建年产 30 吨生产能力的万古霉素生产设施。生产设施交付前, 海正将利用现有的生产能力向雅来公司销售万古霉素产品。同时, 海正按《租赁协议》将部分厂房及辅助设施租赁给雅来台州公司。
2007 年 7 月 3 日	西班牙 Farma projects S.A	公司与菲玛公司及海正员工共同投资设立海正-菲玛制药有限公司, 合资公司将建设符合欧盟 GMP 标准的固体制剂车间, 负责双方合作产品的研发、生产、国际注册和销售。
2006 年 6 月 9 日	美国雅来公司	雅来提供 1000 万美元资金由海正帮助其购建年产 30 吨生产能力的万古霉素提取设备、冻干设备和药政文件。合约生效后, 雅来公司将根据每年实际生产的万古霉素产量向海正支付服务费及特许费, 其他费用按实际发生额支付。海正将保留万古霉素产品的国际和国内成品药市场。双方合作期限拟定为 15 年。
2005 年 8 月 11 日	美国礼来公司	礼来向海正无偿转让卷曲霉素的生产技术,并向海正提供资金、管理、技术支持,并为海正管理和技术人员提供现行药品生产管理规范(cGMP)培训。
2003 年 6 月 17 日	美国礼来公司	作为全球抗击“多重耐药性结核病”项目的一部分, 礼来向海正无偿转让抗“多重耐药性结核病”药物专利技术, 并为海正提供生产技术及设备改造资助; 生产、管理人员的技术培训。海正是唯一入选该项目的中国企业。

数据来源: 公司公告

四、乘产业转移东风，走制剂国际化之路

海正药业始创于 1956 年，前身是海门化工厂，主要产品为樟脑丸。公司 1989 年招标阿霉素成功，开始进入制药领域，公司九十年代中期通过 FDA 认证进入国际原料药市场。公司目前的中期战略是在“十二五”期间，公司在全面释放“十一五”产品和产能储备并延伸到市场经营的基础上，完成从国际原料药工厂到品牌仿制药公司的转型。

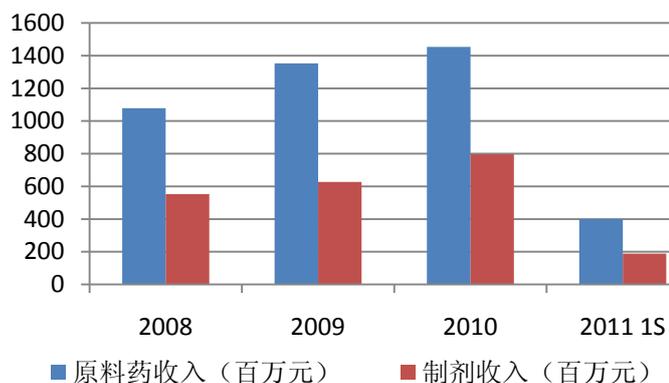
图表 11: 公司与实际控制人关系



数据来源：公司公告

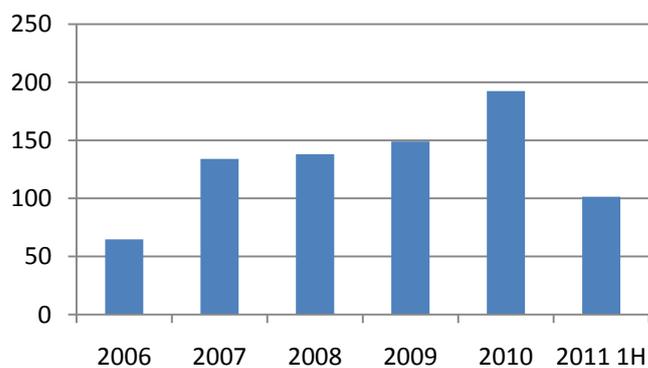
公司目前原料药和制剂收入的比例大概在 2: 1 左右，并且还有提升的趋势，部分品种如抗肿瘤药、内分泌药制剂收入已经超过原料药收入。

图表 12: 公司原料药和制剂收入对比



资料来源：Wind

图表 13: 公司研发费用投入 (百万元)



资料来源：Wind

作为一家致力于向全球化制剂企业转型的原料药企业，公司的优势在于研发的积累、海外文号申报的经验、以及广泛的国际合作。

公司研发投入逐年上升，2010 年全年研发费用达到 1.9 亿元，占到营业收入的 4.23%，在特色原料药企业中处于前列。公司研发以“多种特色小产品结合”与即将到期的“重磅炸弹”并重，着力重点由工艺改进向化合物发现延伸，为公司的产品梯队的不断丰富提供了保证。公司目前有 40 多个品种的药品通过美国 FDA、欧盟 EDQM、澳大利亚 TGA、韩国 KFDA 等认证，丰富的文号申报经验为公司制剂类产品的海外上

市提供了顺畅的通道。海外合作方面，公司和国际大型制药公司长期合作中建立的信誉为公司带来的越来越多的海外生产转移订单，同时也带来的国外的领先技术和营销渠道，公司与国际规范市场的接轨正在加速。中短期来看全球 API 转移生产依然是公司最主要的成长动力，但公司的长期投资价值还是在于其制剂业务的突破。

五、盈利预测与估值

1、抗肿瘤药保持高毛利率、抗寄生虫药和内分泌药成增长亮点

盈利预测的基本假设:

(1) 海正药品方面, 抗肿瘤药今年销售收入将达到 7.5 亿元, 以后将以 10% 的速度增长, 毛利率稳定在 82%; 抗寄生虫药增长强劲, 今年收入将达到 5.8 亿元, 毛利率将逐渐提升至 50%; 抗感染药受政策限制, 收入将基本保持稳定, 毛利率将有所下降; 心血管药产品成熟, 收入和毛利率都保持平稳; 内分泌药将保持高增长势头, 毛利率也将提高至 55%;

(5) 非海正药品以物流业务为主, 将保持每年 10% 左右的增长率, 毛利率稳定在 3%;

图表 14: 公司分产品盈利预测

产品		指标	2009	2010	2011	2012	2013	
海正药品		收入(百万)	1980	2250	2640	2990	3332	
		YOY	21.40%	13.61%	17.35%	13.25%	11.44%	
		毛利率	49.97%	53.89%	52.72%	54.57%	54.50%	
细分	抗肿瘤药	营业收入	557	667	750	825	908	
		YOY	-2.52%	19.63%	12.51%	10%	10%	
		毛利率	89.17%	85.87%	82%	82%	82%	
	抗寄生虫药	收入(百万)	295	402	580	754	905	
		YOY	27.88%	36.48%	44.24%	30%	20%	
		毛利率	22.47%	33.35%	43%	48%	50%	
	抗感染药	收入(百万)	566	535	540	556	573	
		YOY	43.83%	-5.42%	0.88%	3%	3%	
		毛利率	43.91%	53.17%	54%	55%	50%	
	心血管药	收入(百万)	324	316	360	367	375	
		YOY	15.33%	-2.38%	13.98%	2%	2%	
		毛利率	18.68%	18.02%	8%	8%	8%	
	内分泌药	收入(百万)	185	255	320	384	453	
		YOY	55.25%	38.11%	25.47%	20%	18%	
		毛利率	48.22%	51.26%	52%	55%	55%	
	其他药品	收入(百万)	54	75	90	104	119	
		YOY	49.97%	38.08%	20.26%	15%	15%	
		毛利率	52.49%	44.68%	45%	45%	45%	
	非海正药品		收入(百万)	1935	2216	2500	2750	3025
			YOY	32.59%	14.48%	12.83%	10%	10%

	毛利率	3.80%	3.92%	3%	3%	3%
其他	收入(百万)	88	79	180	180	180
	YOY	-3.65%	-9.90%	127.59%	0.00%	0.00%
	毛利率	54.95%	38.27%	25%	25%	25%
总计	收入(百万)	4003	4545	5320	5920	6537
	YOY	25.82%	13.51%	17.06%	11.28%	10.42%
	毛利率	27.76%	29.25%	28.42%	29.71%	29.85%

资料来源: Wind、华泰证券

图表 15: 主要财务指标预测

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万)	4545	5320	5920	6537
同比(%)	14%	17%	11%	10%
归属母公司净利润	366	517	695	840
同比(%)	34%	41%	35%	21%
毛利率(%)	29.3%	28.4%	29.7%	29.9%
ROE(%)	13.6%	11.5%	13.7%	14.6%
每股收益(元)	0.76	0.98	1.32	1.60
P/E	45.26	34.77	25.83	21.39
P/B	6.14	4.01	3.54	3.11
EV/EBITDA	26	18	14	11

资料来源: 华泰证券

2、公司股价有上涨空间

由 DCF 法给出的海正药业股票价格为 39.39, 高于目前市场价格 34.22 (2011 年 9 月 28 日收盘价)。海正药业目前的股价离 DCF 给出的内在价值存在上涨空间。

图表 16: DCF 估值基本参数

项目	高速增长阶段	永续增长阶段
贝塔值 (β)	0.672	0.672
无风险利率 (%)	2.52%	2.52%
市场的预期收益率 (%)	10.00%	10.00%
股权资本成本 (K_e)	7.54%	7.54%
债务成本 K_d (%)	5.68%	5.68%

债务比率 D/(D+E)(%)	11.05%	11.05%
WACC	7.34%	7.34%

资料来源：华泰证券

图表 17: DCF 估值敏感性分析

WACC(%)	永续增长率 Gn(%)		
	0.50%	1.50%	2.50%
5.34%	52.07	65.12	87.38
6.34%	41.38	49.57	62.02
7.34%	33.86	39.39	47.20
8.34%	28.30	32.23	37.50
9.34%	24.02	26.93	30.68

资料来源：华泰证券

3、给予公司“推荐”评级

我们对海正药业和可比公司 11 年到 13 年的市盈率进行了比较,海正药业这三年 EPS 分别为 0.98、1.32、1.60,对应的 P/E 分别为 34.77、25.83、21.39。公司目前 API 大订单不断,为公司提供了良好的业绩保障;制剂方面,国内市场部分行业优势明显,国外制剂市场也在积极通过国际合作、参股创新药企业等方式努力开拓中,公司制剂市场的表现可期。给予该股票“推荐”评级。

图表 18: 海正药业与可比上市公司相对估值比较

简称	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
		10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
行业均值 (整体法)	13.65	0.52	0.82	0.93	1.32	36.69	19.11	15.24	12.85
行业中值	12.62	0.23	0.55	0.72	1.17	51.61	30.69	20.71	17.25
海正药业	39.39	0.76	0.98	1.32	1.60	45.26	34.77	25.83	21.39
华海药业	14.15	0.21	0.43	0.58	0.73	81.44	32.67	24.55	19.50
海翔药业	20.91	0.53	0.77	1.04	1.36	39.43	27.04	20.13	15.35
新华制药	6.82	0.21	0.00	0.35	0.00	32.07	0.00	19.25	0.00
信立泰	32.31	1.57	1.20	1.58	2.07	33.03	27.01	20.39	15.58
仙琚制药	12.44	0.35	0.40	0.55	0.00	35.34	31.00	22.71	0.00

资料来源：Wind、华泰证券

五、风险提示

- 1、API 价格大幅波动;
- 2、国内药品限价、降价的影响;
- 3、制剂产品渠道建设慢于预期;
- 4、汇率风险

附录

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1999	3312	3601	4364	营业收入	4545	5320	5920	6537
现金	494	1653	1831	2469	营业成本	3215	3808	4161	4585
应收账款	627	745	831	920	营业税金及附加	26	32	35	39
其它应收款	6	7	8	9	营业费用	282	250	258	259
预付账款	95	139	142	156	管理费用	536	440	454	462
存货	655	615	622	625	财务费用	55	154	153	158
其他	123	153	166	184	资产减值损失	40	29	31	32
非流动资产	3923	4611	5248	5535	公允价值变动收	-0	-0	-0	-0
长期投资	157	150	150	160	投资净收益	42	28	32	31
固定资产	2069	2960	3653	4067	营业利润	433	634	861	1032
无形资产	383	427	466	501	营业外收入	27	23	24	24
其他	1314	1073	979	808	营业外支出	10	12	12	11
资产总计	5922	7922	8849	9899	利润总额	450	645	873	1045
流动负债	1579	1716	1947	2185	所得税	76	116	161	186
短期借款	451	560	680	790	净利润	374	529	712	860
应付账款	426	518	568	622	少数股东损益	9	13	17	20
其他	702	638	699	773	归属母公司净利润	366	517	695	840
非流动负债	1598	1672	1759	1850	EBITDA	748	1089	1437	1723
长期借款	1506	1606	1686	1776	EPS (元)	0.76	0.98	1.32	1.60
其他	92	66	73	74					
负债合计	3177	3387	3706	4035					
少数股东权益	46	59	75	95					
股本	484	525	525	525					
资本公积	882	2175	2175	2175					
留存收益	1333	1777	2369	3069					
归属母公司股东权益	2698	4476	5068	5769					
负债和股东权益	5922	7922	8849	9899					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	
经营活动现金流	509	897	1213	1471	成长能力				
净利润	374	529	712	860	营业收入	13.5%	17.1%	11.3%	
折旧摊销	260	301	424	532	营业利润	26.3%	46.4%	35.7%	
财务费用	55	154	153	158	归属于母公司净利润	34.3%	41.2%	34.6%	
投资损失	-42	-28	-32	-31	获利能力				
营运资金变动	-140	-52	-62	-59	毛利率	29.3%	28.4%	29.7%	
其它	2	-7	18	11	净利率	8.0%	9.7%	11.7%	
投资活动现金流	-668	-979	-1033	-791	ROE	13.6%	11.5%	13.7%	
资本支出	823	950	1010	760	ROIC	11.2%	15.5%	17.5%	
长期投资	-47	-4	-1	10	偿债能力				
其他	108	-33	-24	-21	资产负债率	53.7%	42.8%	41.9%	
筹资活动现金流	161	1241	-1	-42	净负债比率	70.23%	69.84%	70.72%	
短期借款	-220	109	120	110	流动比率	1.27	1.93	1.85	
长期借款	280	100	80	90	速动比率	0.83	1.56	1.52	
普通股增加	0	41	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	1293	0	0	总资产周转率	0.82	0.77	0.71	
其他	101	-302	-201	-242	应收账款周转率	7	7	7	
现金净增加额	-2	1159	178	638	应付账款周转率	7.59	8.07	7.66	
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.70	0.98	1.32	
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	1.71	2.31	
					每股净资产(最新摊薄)	5.14	8.53	9.66	
					估值比率				
					P/E	45.26	34.77	25.83	
					P/B	6.14	4.01	3.54	
					EV/EBITDA	26	18	14	

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能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。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。