国金证券 SINOLINK SECURITIES

海正药业 (600267.SH)　化学制药行业

评级：增持　维持评级　　公司点评

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

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

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

业绩预减，签订产品合作协议;

事件

公司与 Celsion 公司就 ThermoDox®在中国大陆、香港和澳门地区的开发和销售事宜签署了意向性协议。
公司公布 2012 年业绩预告，预计归属上市公司股东的净利润较上年同期下降 35%-45%。

评论

协议内容：协议约定 Celsion 公司将其拥有的 ThermoDox®在中国大陆、香港和澳门地区的独占许可权和商标使用权授予公司。初始许可费用为 5500 万美元，将通过分期方式支付。
其中：（1）为获得独家经销许可排他权，公司将先行支付 1000 万美元的选择权费用，2013 年 1 月 12 日双方签署的技术开发合同中约定的研究开发费 500 万美元转为第一部分费用，公司将于本协议签署后 60 日内支付第二部分 500 万美元费用。（2）剩余 4500 万美元初始许可费将根据后续独家经销许可协议的签订以及药政批复进展情况分期支付。协议约定若公司对 ThermoDox®三期临床研究结果不满意，公司有权终止协议，在终止前已经支付的所有款项不予返还，任何及其他尚未支付的初始许可费用也无需支付。如在三期临床研究数据揭盲后，公司选择不终止协议且向 Celsion 支付第二部分选择权费用 500 万美元，则双方将签订一份最终的独占许可协议。（3）未来在 ThermoDox®进入商业化销售后，公司将依据双方约定的销售目标向 Celsion 公司支付业绩分红及特许权使用费。
标的介绍：Celsion 公司成立于 1982 年，位于美国新泽西州的劳伦斯威尔市，是一家专注于肿瘤药物研发的美国纳斯达克上市公司（代码：CLSN，NasdaqCM）。ThermoDox®是其所拥有的具有专利技术的热敏脂质体包裹阿霉素的产品，第一个开发的适应症为原发性肝癌，现全球多中心三期临床研究已经接近尾声，预计在 2013 年 1 月末揭盲。在三期临床研究中，ThermoDox®可通过静脉滴注给药与射频消融联合使用，借助于射频消融产生的高温（39.5-42 摄氏度）使得包裹在脂质体中的抗肿瘤药物阿霉素释放出来作用于肿瘤组织，此脂质体作为载体的技术使得阿霉素能够高浓度长时间聚集在肿瘤组织，产生类似靶向的作用。使用 ThermoDox 可扩大射频消融治疗区域，并消灭射频消融没有烧死的肿瘤组织以及肉眼看不到的微转移灶，从而降低肿瘤复发。
影响评估：（1）如果合作成功推进，公司将拥有该产品的全球生产权、国内的销售权；（2）原发性肝癌在亚洲市场潜力很大，我们预计将是有望做到 10 亿级别的大品种；（3）国内产品的销售将放入新打造的国内制剂销售体系，在 2014 年与安柏诺一起丰富公司的创新药梯队。
业绩调整：公司修正 2012 年业绩预测，预计归属上市公司股东的净利润较上年同期下降 35%-45%，对应净利润 2.77 亿到 3.28 亿，EPS 为 0.33 元-0.39 元，低于我们及市场的预期。低于预期的原因除了前期已经明朗的订单及生产成本问题，更主要的在于费用的增加，一是研发费用的增加，二是海正辉瑞、自有制剂两个销售队伍体系建设的前期投入费用。
未来展望：从公司近一年的业务布局能够看出，公司在着力向国内制剂销售转型。（1）一方面是成立海正辉瑞子公司，双方产品注入之后，销售管理队伍在迅速扩大（伴随着费用的增加），预计 2013 年即可取得快速的销售成效；（2）另一方面，公司自有的国内制剂销售体系打造也全面开始，引进强大职业经理人。由于目前公司剩余制剂品种较少，投入产出不匹配。我们预计转折点会是在 2014 年，安柏诺、热敏脂质体两个创新药进入队伍销售，这将是公司自产制剂的释放期。（3）公司由单方面的出口强势向出口与内销并重转型，我们认为是更为可持续的发展。为了实现这个战略，前期的大规模投入是必不可少的。2012 年四季度的业绩下滑是因此而生，我们预计 2013 年依然会有转型带来的投入负担，但这些投入会为 2014 年以后的发展构建动力和安全边际。

投资建议

基于转型期销售费用的大规模投入预期，我们下调公司 2012、2013、2014 年 EPS 为 0.36 元、0.42 元、0.58 元，同比增长-40%、16%、39%。从转型价值角度，维持“增持”评级。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-02-20	增持	17.50	40.00 ~ 45.00
2	2012-03-27	增持	16.49	N/A
3	2012-05-02	增持	14.45	28.00
4	2012-05-08	增持	15.88	N/A
5	2012-08-28	增持	14.04	N/A
6	2012-09-04	增持	14.20	N/A
7	2012-09-20	增持	15.03	N/A
8	2012-10-30	增持	14.66	N/A

来源：国金证券研究所

www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－20%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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。

www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

上海
电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-6621 6979
传真：010-6621 5599-8803
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳
电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net