

海正药业 (600267.SH)

化学制药行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

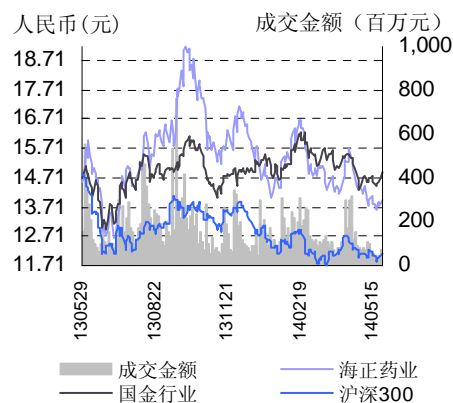
市价(人民币): 13.93元

转型升级进行时;

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)	839.71
总市值(百万元)	11,697.15
年内股价最高最低(元)	19.19/12.67
沪深300指数	2147.28
上证指数	2034.57



相关报告

1. 《年报制剂转型成果显著;》, 2014.4.22
2. 《底部复苏中, 制剂收入快速增长;》, 2013.10.29
3. 《业绩符合预期, 经营逐步好转;》, 2013.8.26

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

燕智 分析师 SAC 执业编号: S1130513080009
(8621)60230222
yanz@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)60230220
huangting@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.359	0.359	0.410	0.527	0.688
每股净资产(元)	5.58	5.82	6.23	6.76	7.45
每股经营性现金流(元)	0.45	0.63	1.60	1.53	1.94
市盈率(倍)	41.50	41.23	36.70	28.56	21.88
行业优化市盈率(倍)	23.67	32.68	33.35	33.35	33.35
净利润增长率(%)	-40.23%	0.19%	14.09%	28.50%	30.55%
净资产收益率(%)	6.43%	6.18%	6.58%	7.80%	9.24%
总股本(百万股)	839.71	839.71	839.71	839.71	839.71

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **转型升级期, 效果逐步显现:** 海正药业作为国内原料+制剂的领先企业, 最近一直围绕转型进行升级。公司价值定位从价值链低端到高端, 盈利模式由产品盈利到投资盈利升级, 竞争领域全面占领产业制高点。在上述战略指引下, 公司业务层层推进, 并陆续显现成果。
- **销售向制剂营销转型, 效果从去年开始显现:** 通过强化制剂领域的战略布局, 公司海正辉瑞、医药工业公司、百盈医药三个营销团队, 目前有 2100 多人的团队。从去年数据我们看到: 海正自有制剂业务(不含辉瑞产品)销售收入 15 亿, 增长 50%, 这个数字过去几年 20% 的收入增长明显加快。其中海正辉瑞平台的自有产品增长 38%、医药工业平台自有产品增长 73%, 提升非常明显。从制剂销售占比来看达到 47%, 同比提升 10 个点。这表明公司向制剂转型已经效果显现。
- **海正辉瑞未来值得期待:** 2013 年是海正辉瑞并表的第一个完整年度, 公司实现销售收入 43.19 亿元, 净利润 4.45 亿元。从结果来看进展比我们预期的要顺利。合资公司目前开始围绕肿瘤、抗生素、心血管三大治疗领域, 加强研发和销售工作的创新。我们预计今年有望继续实现 20% 以上的增长, 合资公司将成为公司最有价值的制剂平台之一。
- **研发向新药转型成果渐现:** 公司报告期内多个一类新药进入国内和美国临床, 历时 10 年研发的首个生物产品安佰诺完成试生产, 此外公司在抗肿瘤、重组蛋白、糖尿病领域储备了 20 多个在研品种。

投资建议

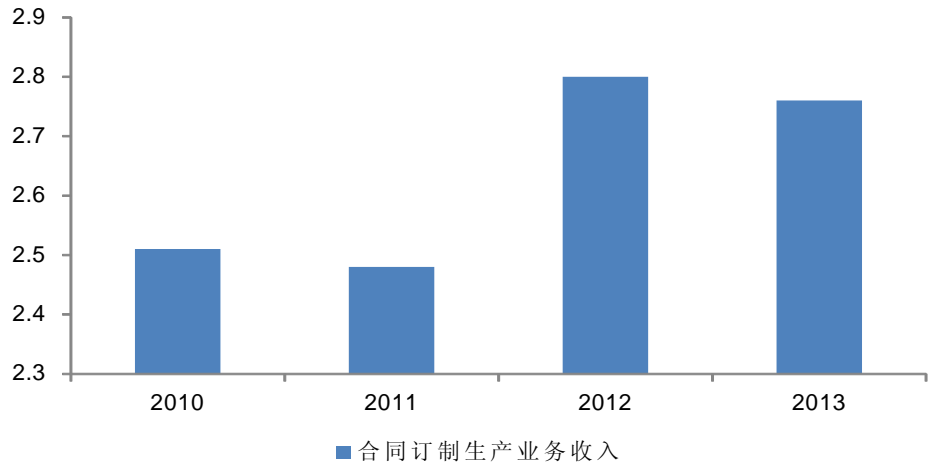
- **由“生产型”向“研发营销型”转型:** 经过 2012 年的阵痛, 公司目前全力向国内制剂转型, 由单方面的出口强势向出口与内销并重转型, 我们认为这是更为可持续的发展。2013 年销售收入数据已经看到成果, 但由于费用投入问题利润尚未体现。预计随着 2014 年转型进入稳态期, 公司基本面将逐步恢复向上。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2014、2015、2016 年 EPS 为 0.41 元、0.53 元、0.69 元, 同比增长 14%、29%、30%。从转型升级价值角度, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 新产品进程; 原料药的拖累; 销售推广投入费用不可控。

公司分业务板块情况分析

原料药业务

- 原料药以转型升级为目标，公司将借助环保政策从紧的契机，发挥自身新建工厂的优势。我们认为公司将借助产业升级的背景，完成原料药业务的升级。
- 原料药定制生产稳定，随着多个品种的推进，贡献有望加快。由于合同期的存在，可以弥补原料药业务的波动性风险。

图表1：公司定制生产业务是原料药未来看点

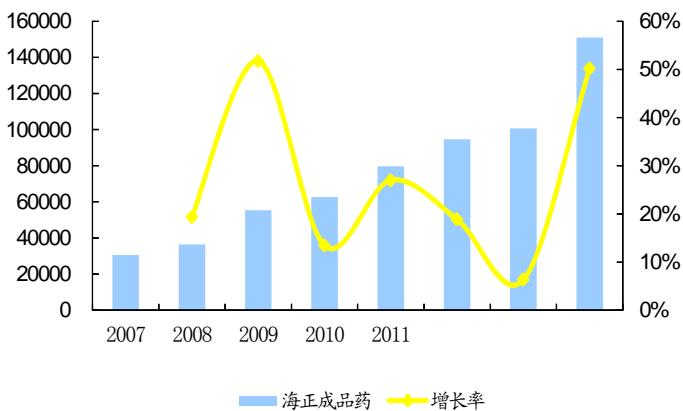


来源：国金证券研究所

制剂占比不断提升

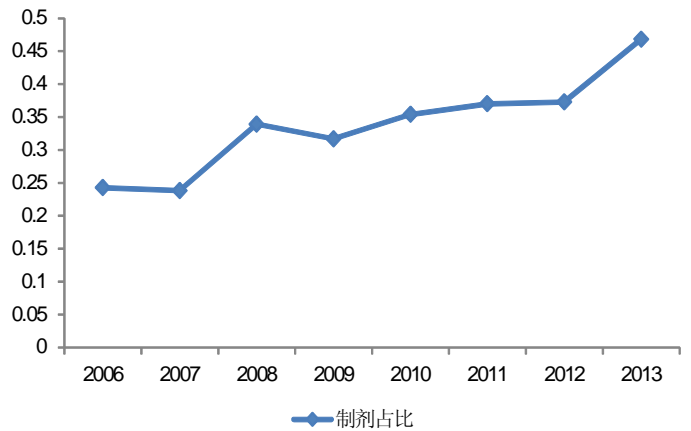
- 制剂占比不断提升。随着公司制剂业务的不断加强，业务构成明显改善。2013年制剂占公司销售比重已经达到47%。
- 随着富阳基地的逐步建成，公司制剂生产有了领先的硬件保障。富阳基地目前5条注射剂生产线投入运行，2条注射剂生产线接受了FDA的现场检查，累计制剂申报ANDA21个。

图表2：公司制剂业务收入及增速



来源：国金证券研究所，年报

图表3：制剂业务占销售比



制剂：海正辉瑞

- 2013 年是海正辉瑞并表的第一个完整年度，公司实现销售收入 43.19 亿元，净利润 4.45 亿元。从结果来看进展比我们预期的要顺利。
- 合资公司目前开始围绕肿瘤、抗生素、心血管三大治疗领域，加强研发和销售工作的创新。我们预计今年有望继续实现 20%以上的增长，合资公司将成为公司最有价值的制剂平台之一。
- 合资公司未来将国内业务与国际业务齐头并进。市场定位在中端市场，目标差异化，打造以品牌非专利药市场为主的基石企业。

制剂：百盈公司

- 百盈公司将成为海正自产制剂的销售平台，专注于生物药和创新药领域，打造海正成为国内创新药的领先企业。
- 目前公司产品以腺苷蛋氨酸为基础，专注于肝病和风湿免疫领域。我们预计首个单抗药物安佰诺有望在 2015 年开始产生贡献，后续储备梯队单抗、重组蛋白、重组多肽、重组因子、重组疫苗五大品类 20 多个在研品种。

投资建议

- **由“生产型”向“研发营销型”转型：**经过 2012 年的阵痛，公司目前全力向国内制剂转型，由单方面的出口强势向出口与内销并重转型，我们认为更为可持续的发展。2013 年销售收入数据已经看到成果，但由于费用投入问题利润尚未体现。预计随着 2014 年转型进入稳态期，公司基本面将逐步恢复向上。
- **盈利预测：**我们预计公司 2014、2015、2016 年 EPS 为 0.41 元、0.53 元、0.69 元，同比增长 14%、29%、30%。从利润兑现趋势看将逐步好转。从转型升级价值角度，维持“增持”评级。
- **风险提示：**新产品进程；原料药的拖累；销售推广投入费用不可控。

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)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	5,161	5,802	8,604	10,000	11,600	14,000	货币资金	1,350	1,634	2,215	2,600	2,900	3,200
增长率		12.4%	48.3%	16.2%	16.0%	20.7%	应收款项	883	998	1,439	1,634	1,879	2,268
主营业务成本	-3,708	-4,335	-5,621	-6,431	-7,268	-8,610	存货	828	1,060	1,542	1,196	1,265	1,446
%销售收入	71.8%	74.7%	65.3%	64.3%	62.7%	61.5%	其他流动资产	93	548	453	163	184	217
毛利	1,454	1,467	2,983	3,569	4,332	5,390	流动资产	3,154	4,240	5,649	5,593	6,227	7,132
%销售收入	28.2%	25.3%	34.7%	35.7%	37.3%	38.5%	%总资产	38.3%	40.1%	40.4%	39.0%	40.2%	42.0%
营业税金及附加	-25	-21	-39	-38	-44	-53	长期投资	235	145	161	162	161	161
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	4,331	5,601	7,170	7,932	8,452	9,017
营业费用	-282	-377	-1,254	-1,461	-1,723	-2,100	%总资产	52.6%	53.0%	51.3%	55.3%	54.5%	53.2%
%销售收入	5.5%	6.5%	14.6%	14.6%	14.9%	15.0%	无形资产	474	549	679	658	655	652
管理费用	-505	-715	-946	-1,100	-1,331	-1,666	非流动资产	5,077	6,329	8,323	8,754	9,270	9,832
%销售收入	9.8%	12.3%	11.0%	11.0%	11.5%	11.9%	%总资产	61.7%	59.9%	59.6%	61.0%	59.8%	58.0%
息税前利润 (EBIT)	642	353	744	970	1,235	1,571	资产总计	8,231	10,569	13,972	14,347	15,497	16,964
%销售收入	12.4%	6.1%	8.6%	9.7%	10.6%	11.2%	短期借款	730	1,674	3,277	3,912	4,078	4,106
财务费用	-52	-59	-139	-170	-184	-188	应付款项	798	1,080	1,473	1,314	1,508	1,892
%销售收入	1.0%	1.0%	1.6%	1.7%	1.6%	1.3%	其他流动负债	52	177	337	179	192	214
资产减值损失	-42	-46	-56	-90	-99	-87	流动负债	1,580	2,930	5,086	5,405	5,778	6,212
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	1,127	1,484	1,582	1,582	1,582	1,583
投资收益	19	35	14	5	5	5	其他长期负债	930	957	1,346	796	796	796
%税前利润	3.0%	10.7%	2.1%	0.7%	0.5%	0.4%	负债	3,637	5,371	8,014	7,783	8,156	8,592
营业利润	567	284	563	715	957	1,301	普通股股东权益	4,500	4,686	4,887	5,232	5,675	6,253
营业利润率	11.0%	4.9%	6.5%	7.2%	8.2%	9.3%	少数股东权益	93	512	1,071	1,331	1,666	2,119
营业外收支	52	46	99	50	40	20	负债股东权益合计	8,231	10,569	13,972	14,347	15,497	16,964
税前利润	619	330	662	765	997	1,321	比率分析						
利润率	12.0%	5.7%	7.7%	7.7%	8.6%	9.4%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-103	-61	-154	-161	-219	-291	每股指标						
所得税率	16.7%	18.5%	23.3%	21.0%	22.0%	22.0%	每股收益	0.960	0.359	0.359	0.410	0.527	0.688
净利润	515	269	508	604	778	1,031	每股净资产	8.575	5.580	5.820	6.231	6.758	7.446
少数股东损益	11	-32	206	260	335	453	每股经营现金净流	1.001	0.448	0.628	1.597	1.530	1.944
归属于母公司的净利润	504	301	302	344	443	578	每股股利	0.150	0.150	0.110	0.000	0.000	0.000
净利率	9.8%	5.2%	3.5%	3.4%	3.8%	4.1%	回报率						
							净资产收益率	11.20%	6.43%	6.18%	6.58%	7.80%	9.24%
							总资产收益率	6.12%	2.85%	2.16%	2.40%	2.86%	3.41%
							投入资本收益率	7.37%	3.14%	4.91%	5.96%	6.98%	8.25%
							增长率						
							主营业务收入增长率	13.57%	12.41%	48.31%	16.22%	16.00%	20.69%
							EBIT增长率	32.09%	-45.04%	110.99%	30.39%	27.30%	27.21%
							净利润增长率	37.82%	-40.23%	0.19%	14.09%	28.50%	30.55%
							总资产增长率	38.95%	28.41%	32.20%	2.68%	8.02%	9.46%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	48.0	47.8	40.6	49.0	49.0	49.0
							存货周转天数	73.0	79.5	84.5	73.0	73.0	73.0
							应付账款周转天数	47.0	48.8	50.5	47.0	47.0	47.0
							固定资产周转天数	163.8	151.8	113.3	96.1	83.4	70.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	28.30%	44.63%	57.73%	56.22%	48.44%	39.24%
							EBIT利息保障倍数	12.4	6.0	5.3	5.7	6.7	8.4
							资产负债率	44.19%	50.82%	57.36%	54.25%	52.63%	50.65%

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
买入	0	1	2	2	3
增持	0	0	3	3	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.50	1.55	1.60

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 2012-09-20	增持	15.02	N/A
2 2012-10-30	增持	14.67	N/A
3 2013-01-23	增持	16.57	N/A
4 2013-03-29	增持	14.68	N/A
5 2013-04-24	增持	14.20	N/A
6 2013-08-26	增持	16.13	N/A
7 2013-10-29	增持	15.67	N/A
8 2014-04-22	增持	14.80	N/A

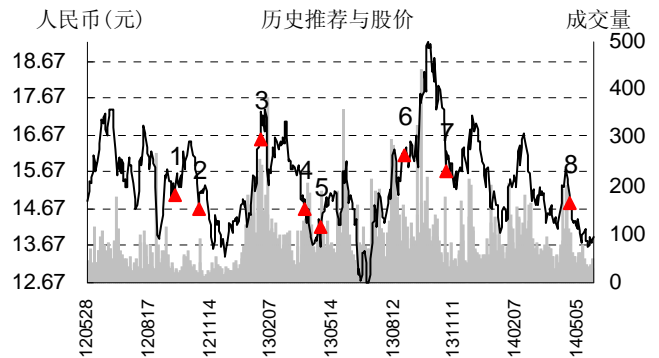
来源：国金证券研究所

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



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：

- 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。

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作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

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 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD