



海正药业 (600267)

投资评级：增持

报告日期：2014-8-27

当前股价：15.70 元

增发定价：不低于 14.15 元

年初以来股价走势：



主要数据

| | |
|------------|------------|
| 总股本(亿股) | 8.40 |
| A 股股本(亿股) | 8.40 |
| A 股流通比例(%) | 100% |
| 总市值(亿元) | 131.83 |
| 第一大股东 | 浙江海正集团有限公司 |
| 大股东持股比例 | 38.20% |
| 实际控制人 | 台州市椒江区人民政府 |

分析师：

谭丁源

执业编号：S0010514010001

电话：0551-65161830

邮箱：tdyhazq@163.com

合资公司助力 继续转型升级

主要观点：

一、质量管理严格的大型制药企业

公司主要制剂产品覆盖抗肿瘤、心血管、抗感染、抗寄生虫、内分泌调节、免疫抑制、抗抑郁等。原料药曾经是公司的主营业务，但随着公司向制剂企业进行转型，原料药的比重在逐年下降，特别是公司与辉瑞合作成立海正辉瑞制药有限公司之后，公司制剂比重进一步上升。公司富阳基地成为 GMP 认证实训基地（用于培训国家药监局 GMP 检查官员）。

二、转型之路-制剂比重增大

公司近年来以及未来几年的既定战略是向原料药转型。2011 年公司制剂比重仅为 19%，2012 年达到 37%，2013 年达到 47%。制剂比重增大的同时，制剂产品的结构也在优化中，产品毛利率不断提高，从 2011 年的 74% 提高到 2013 年的 82%。

在从原料药向制剂转型的过程中，公司制剂产品也在完成向高附加值品种的转型，重点倾向增速较高的高附加值产品，例如喜美欣（首仿，重磅品种），硫酸氨基葡萄糖套（骨科），通络生骨胶囊（独家，国家中药保护品种）等。

三、海正辉瑞-产业转移预期

公司与辉瑞合作成立合资公司（海正辉瑞制药有限公司），公司控股 51%。我们认为这与跨国药企全球战略、产业转移有关，同时也符合公司向制剂转型的战略方向，辉瑞向公司注入的制剂品种将进一步增大公司制剂比重，因此双方合作是双赢局面。由于海正是辉瑞国内合作的首家药企，因此海正有望成为辉瑞产业转移的主要平台。

四、投资策略

海正药业作为辉瑞在国内的首家合作平台，有望承接辉瑞产业转移，未来发展前景看好，并且公司募投项目投产以及新药研发上市之后公司业绩也将进一步增加，同时公司产品结构不断优化，毛利率不断提高，因此基于以上因素，公司未来业绩仍然有增长空间，我们对公司未来业绩持谨慎乐观态度。预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.43、0.62、0.97 元，对应 PE（按增发价 14.15 元计算）分别为 33、23、15 倍，对应 2015 年目标价 18.46 元，给予公司推荐评级。

如果不考虑以上乐观因素，仅从公司现有业务来看，中性场景下我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.35、0.46、0.59 元，对应 PE（按增发价 14.15 元计算）分别为 41、31、24 倍。

在中性情况下我们认为如果出现系统性风险，公司股价将有可能随之大幅下跌，但根据公司 2015 年预期业绩，公司股票目标价仍然能够达到增发价并解套。

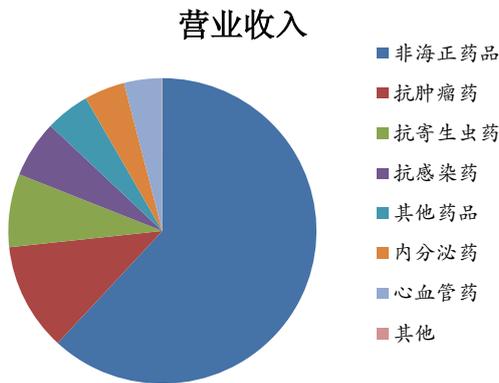
1 公司简介

公司主要制剂产品覆盖抗肿瘤、心血管、抗感染、抗寄生虫、内分泌调节、免疫抑制、抗抑郁等。原料药曾经是公司的主营业务，但随着公司向制剂企业进行转型，原料药的比重在逐年下降，特别是公司与辉瑞合作成立海正辉瑞制药有限公司之后，公司制剂比重进一步上升。公司富阳基地成为 GMP 认证实训基地（用于培训国家药监局 GMP 检查官员）。

从营业收入来看，海正辉瑞并表之后，公司代销产品的比例从 2012 年的 53% 上升到 2013 年的 62%，并进一步上升到 2014 年中报的 67%，代销产品的比重在逐步加大，主要是辉瑞产品的销售增加所致。

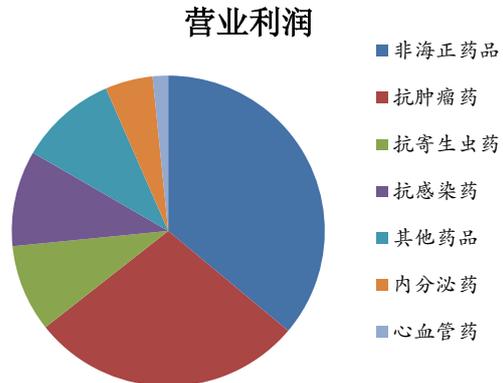
从营业利润来看，由于代销产品的毛利率低于自产产品，因此尽管 2013 年代销产品的营业收入占到公司营业收入的 62%，但营业利润只占 36%。抗肿瘤药是公司自产药品的第一大类，占公司自产药品的 29%，利润则占公司自产药品的 44%，这主要是由于抗肿瘤药的利润率较高。

图表 1 营业收入构成



资料来源：wind、华安证券研究所

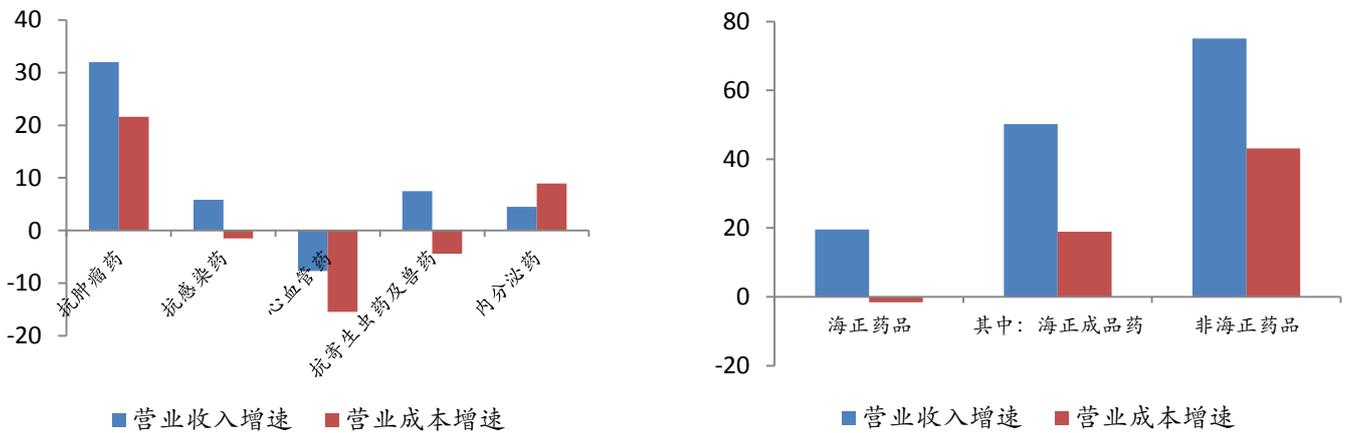
图表 2 营业利润构成



资料来源：wind、华安证券研究所

从营业收入增速来看，营业收入增加并且收入增速高于成本增速的品种主要是抗肿瘤药，抗感染药，抗寄生虫药及兽药，这意味着在这三类领域，公司的产品结构在向利润率更高的品种过渡。从总体来看，海正自产产品的毛利率也在随之上升。而由于辉瑞高端药的注入，公司代销产品的毛利率也在上升。因此公司整体盈利能力在不断提高，原因是由于制剂产品结构的优化以及原料药比重的降低。

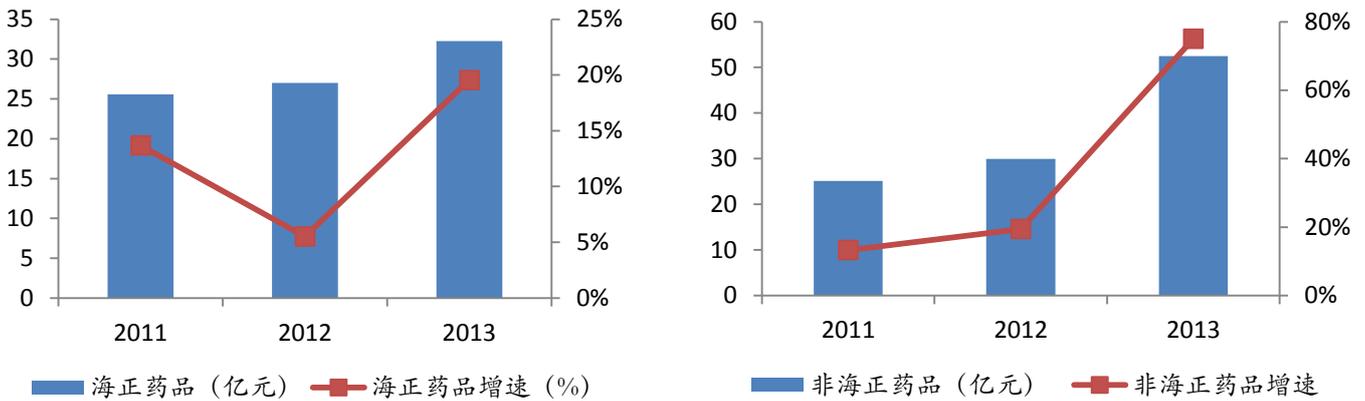
图表 3 营业增速 (%)



资料来源: wind、华安证券研究所

资料来源: wind、华安证券研究所

图表 4 营业收入及增速



资料来源: wind、华安证券研究所

资料来源: wind、华安证券研究所

2 转型之路-制剂比重增大

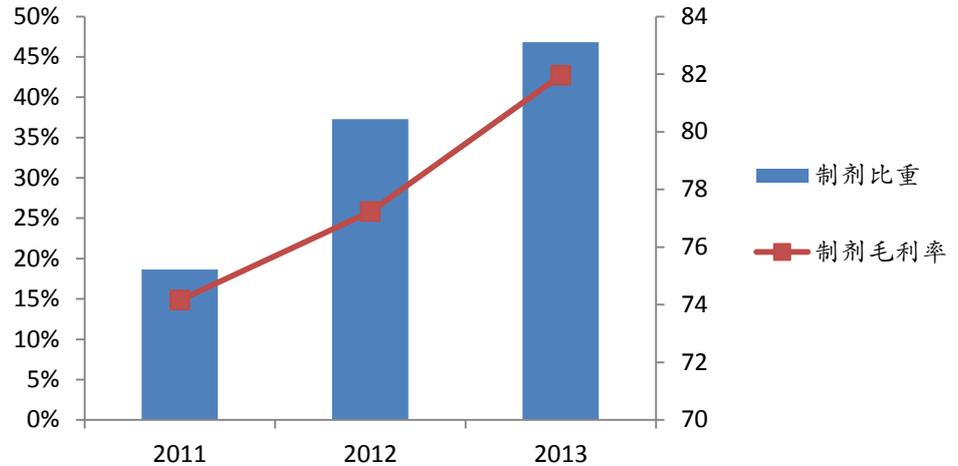
公司近年来以及未来几年的既定战略是向制剂转型。2011 年公司制剂比重仅为 19%，2012 年达到 37%，2013 年达到 47%。制剂比重增大的同时，制剂产品的结构也在优化中，产品毛利率不断提高，从 2011 年的 74% 提高到 2013 年的 82%。

在从原料药向制剂转型的过程中，公司制剂产品也在完成向高附加值品种的转型，重点倾向增速较高的高附加值产品，例如喜美欣（首仿，重磅品种），硫酸氨基葡萄糖（骨科），通络生骨胶囊（独家，国家中药保护品种）等。

与此同时，公司还在不断增加制剂新品种，积极推动新品种在国内及国外的上市。2013 年报披露，公司报告期内申请 9 个 ANDA（仿制药申请），国内注册提交申请 28 个，批准生产 5 个，批准临床 2 个。

此外，公司在一些热点领域品种储备较为丰富，处于临床试验或者申报阶段的有单抗药，长效胰岛素，减肥药，光敏剂，老年痴呆药，人参皂苷等不同类别药品。

图表 5 制剂比重



资料来源：wind、华安证券研究所

3 海正辉瑞-产业转移预期

■ 海正辉瑞合资公司

海正辉瑞制药有限公司总投资 2.95 亿美元，注册资本 2.5 亿美元。其中海正药业和辉瑞的持股比例分别为 51% 和 49%。合资企业注册地和生产工厂将位于浙江富阳，管理中心和研发中心分别设于上海和杭州。

海正辉瑞制药有限公司将在 2013 年开始实现销售，初期主要独家代理销售海正和辉瑞的产品。待完成药证转移文号及获得生产资格后，即可完成生产和销售的对接。辉瑞将帮助合资公司生产多个已经过了专利保护期的优秀产品，目前已确定包含 2 个首仿药在内的 6 个活性物质（7 种剂型），后续还将授权专利保护期内的药品。最初，辉瑞注入 7 个产品，海正注入 70 余个产品。这 80 多个产品中，有 50 个左右是已经上市的产品，还有 20 个左右的产品未上市，未来几年会由海正辉瑞继续完成注册上市工作。合资公司负责这些产品的生产和销售，包括辉瑞畅销药万艾可在专利到期后的代销。

海正辉瑞富阳生产基地计划建设包括口服制剂、冻干制剂等 6 条生产线，产品覆盖肿瘤、抗生素、心血管、糖尿病、激素、精神、免疫移植等多个领域。海正药业控股子公司海正辉瑞制药有限公司富阳生产基地于 2014 年 5 月通过国家食品药品监督管理局新版 GMP 认证，并于 2014 年 5 月 29 日正式投产。目前已经投产运营 3 条生产线，可同时生产片剂、硬胶囊剂、抗肿瘤药冻干粉针剂、抗肿瘤药小容量注射剂、培南粉针剂等产品。公司预计抗肿瘤药生产线年生产能力为 1000 万瓶、培南粉针生产线年生产能力为 1000 万瓶、口服制剂生产线年生产能力为 15 亿片。

■ 跨国药企全球战略

由于世界各国医疗负担加重，因此世界仿制药市场在不断扩大。

美国是世界上制药业最发达的国家，也是世界上医药产品创制能力最强和专利保护叫得最响的国家。但是，在美国人用的处方药中，40%~50%是非专利药，

而且仿制药每年以 15% 的速度在增加。美国药品市场较为成熟，整体增速仅为 1-4%。

仿制药市场的扩大，使得世界医药格局在产生变化。跨国药企为降低成本，因此向发展中国家进行产业转移，产业转移的方式包括合作、并购等。

除了产业转移带来的仿制药需求，专利药到期也进一步带来了授权仿制药需求。为了对抗仿制药厂商，专利药厂商从 2003 年开始采取授权仿制药的策略，授权仿制药在 FDA 的管理体系中，仍然被视为专利药，不受 6 个月独家销售期的限制，可以与首个仿制药同时上市，因而与仿制药相比，仍然具有优势。并且由于授权仿制药具有原研药的品牌，销售更占优势，因此能够保持较大的市场份额。

以辉瑞为例，2011 年下半年，美国辉瑞降血脂药立普妥（阿托伐他汀）美国专利到期。立普妥是迄今为止世界上最畅销的药品，自 96 年上市之后全球销售额远超千亿美元，美国市场容量每年有百亿美元。按照市场规律，仿制药上市 1 个月之后专利药市场份额下降 75%，一年之后下降到 10%。但 2012 年一季度，辉瑞公司的产品仍然占有美国 60% 以上的市场份额，这一结果归功于辉瑞的授权仿制药战略。

■ 海正辉瑞双赢

专利药到期，仿制药上市之后，药品降价是不可避免的，这也进一步刺激跨国药企寻求成本更低的生产合作伙伴。

根据公司信息披露，合资公司海正辉瑞的宗旨是：老百姓用得起进口仿制药，承接跨国药企向国内产业转移。

我们认为双方能够达成合作的原因：首先，向制剂转型是海正近年来的公司战略方向，而辉瑞制剂产品的注入对海正是有很大吸引力的。其次，对于辉瑞等跨国药企来说，寻求大规模低成本仿制药生产平台也能够降低生产成本，保证公司利润。因此海正与辉瑞的合作是双赢的，海正成功转型制剂平台，同时承接辉瑞向中国的产业转移。辉瑞目前在中国仅有大连一家工厂，与国内其他药企并无合作，因此海正成为辉瑞首家中国合作药企，有望成为辉瑞产业转移的主要平台。从公司募投项目来看，主要原因并非是由于原有产能不足，而是新建或者改扩建，并且改扩建之后的主要产品品种有所改变，新品种较多。因此我们认为，公司募投项目有可能在某种程度上是为辉瑞的产业转移准备硬件平台。但由于公司披露相关信息较少，因此尽管与辉瑞的合作充满想象空间，但我们无法做出确定性的判断。

4 募投项目

募投项目主要包括三个项目，其中二期生物工程项目由公司全资子公司海正药业（杭州）有限公司负责，用于富阳新生产基地二期项目的建设，该部分募集资金将以增资的方式注入。其余两个项目属于公司旧生产基地（台州市椒江区）改建工程。

图表 6 募投项目

| 序号 | 项目名称 | 总投资额 (万元) | 拟以募集资金投入 金额 (万元) |
|----|----------------------------|-------------------|---------------------|
| 1 | 年产20 亿片固体制剂、4300 万支注射剂技改项目 | 81,703.00 | 76,500.00 |
| 2 | 抗肿瘤固体制剂技改项目 | 31,558.00 | 31,500.00 |
| 3 | 二期生物工程项目 | 151,706.77 | 86,500.00 |
| 合计 | | 264,967.77 | 194,500.00 |

资料来源：公司公告、华安证券研究所

(一) 年产 20 亿片固体制剂、4300 万支注射剂技改项目

1、主要产品

项目拟生产的制剂品种主要包括环丝氨酸、莫西沙星等抗结核类药物；丁二磺酸腺苷蛋氨酸、谷胱甘肽等消化系统药物；替加环素、厄他培南、达托霉素等高端抗生素；复方硫酸氨基葡萄糖、通络生骨胶囊等骨科长期用药以及奥利司他片等 OTC 减肥药物等。

2、实施方式

项目拟利用位于浙江省台州市椒江区外沙路 46 号的现有土地，拆掉原有的 13 幢老厂房，重新建设 5 幢钢筋混凝土框架结构制剂车间及配套质量检测分析大楼和立体仓库。

3、项目投资总额

项目总投资 81,703 万元，其中固定资产投资 71,849 万元，铺底流动资金 9,854 万元。拟以募投资金投入 76,500 万元。

4、项目建设期和预测效益

项目建设周期为 3 年，其中 30 个月建设期，6 个月认证期。预计可实现年均营业收入 25 亿元，年均利润总额 3.6 亿元。

(二) 抗肿瘤固体制剂技改项目

1、主要产品。

项目拟生产的制剂品种主要包括甲磺酸伊马替尼胶囊/片、吉非替尼片、比卡鲁胺片、来曲唑片、阿那曲唑片、卡培他滨片等抗肿瘤固体制剂。

2、实施方式

项目拟利用位于浙江省台州市椒江区外沙路 46 号的现有土地，拆掉原有的 3 幢旧厂房，重新建设一幢新厂房及配套的三废处理设施。

3、项目投资总额

项目总投资 31,558 万元，其中固定资产投资 27,558 万元，铺底流动资金 4,000 万元。拟以募集资金投入 31,500 万元。

4、项目建设期和预测效益

项目建设周期为 3 年，其中 30 个月建设期，6 个月认证期。预计达产年可实现营业收入 13 亿元，利润总额 2.6 亿元。

(三) 二期生物工程项目

1、主要产品

项目拟由海正药业(杭州)有限公司投资建设年产 3010 吨 DHA、EPA、ARA 和 PQQ；151.3 吨霉酚酸酯、西罗莫司、匹美莫司和麦角酸；2400 公斤卡泊芬净、阿尼芬净和米卡芬净；2700 吨氧化还原酶、水解酶和酯酶；3290 吨莫能霉素的生产能力。

2、实施方式

项目拟利用海正药业（杭州）有限公司位于富阳胥口镇下练村的现有土地，新建 3 幢发酵车间、3 幢提取车间以及相关配套工程。

3、项目投资总额

项目总投资 151,706.77 万元，其中土建投资为 48,022.86 万元，设备投资为 43,893.63 万元，其他 59,790.28 万元。拟以募集资金投入 86,500 万元。

4、项目建设期和预测效益

项目建设周期为 36 个月。预计可实现年均营业收入 25 亿元。

对于募投项目我们的分析：

以上项目按照 50% 产能利用率进行计算，预计合计能够增厚公司净利润 1.97 亿元，提升公司每股收益 0.23 元（2013 年公司每股收益为 0.36 元），因此募投项目对于公司业绩贡献较大。由于募投项目建设期为 3 年，因此 2017 年底至 2018 年初将开始贡献业绩。

5 投资策略

海正药业作为辉瑞在国内的唯一合作平台，有望承接辉瑞产业转移，未来发展前景看好，并且公司募投项目投产以及新药研发上市之后公司业绩也将进一步增加，同时公司产品结构不断优化，毛利率不断提高。基于以上因素，公司未来业绩仍然有增长空间，我们对公司未来业绩持谨慎乐观态度。预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.43、0.62、0.97 元，对应 PE（按增发价 14.15 元计算）分别为 33、23、15 倍，对应 2015 年目标价 18.46 元，给予公司“增持”评级。

如果不考虑以上乐观因素，仅从公司现有业务来看，中性场景下我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.35、0.46、0.59 元，对应 PE（按增发价 14.15 元计算）分别为 41、31、24 倍。

在中性情况下我们认为如果出现系统性风险，公司股价将有可能随之大幅下跌，但根据公司 2015 年预期业绩，公司股票目标价仍然能够达到增发价并解套。

| 乐观场景 | 2014-8-20 | 海正药业 | 市盈率 | 45.0 | |
|------|--------------|-------|--------|--------|--------|
| | 主要财务数据预测 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| | 营业收入(百万元) | 8,604 | 10,424 | 12,550 | 15,885 |
| | (+/-%) | 48.3% | 21.2% | 20.4% | 26.6% |
| | 净利润(百万元) | 302 | 358 | 525 | 815 |
| | (+/-%) | 0.2% | 18.5% | 46.7% | 55.4% |
| | 每股收益(元) | 0.36 | 0.43 | 0.62 | 0.97 |
| | EBIT Margin | 8.6% | 10.9% | 12.9% | 14.8% |
| | 净资产收益率 (ROE) | 6.2% | 7.4% | 11.2% | 18.1% |
| | 市盈率 (PE) | 45.2 | 38.1 | 26.0 | 16.7 |
| | EV/EBITDA | 19.9 | 14.1 | 10.2 | 7.9 |
| | 市净率 (PB) | 2.79 | 2.84 | 2.91 | 3.02 |
| | 14.15 元对应 PE | | 33.23 | 22.65 | 14.57 |

| 中性场景 | 2014-8-20 | 海正药业 | 市盈率 | 45.0 | |
|------|--------------|-------|-------|--------|--------|
| | 主要财务数据预测 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| | 营业收入(百万元) | 8,604 | 9,763 | 11,075 | 12,564 |
| | (+/-%) | 48.3% | 13.5% | 13.4% | 13.5% |
| | 净利润(百万元) | 302 | 293 | 383 | 498 |
| | (+/-%) | 0.2% | -3.0% | 30.8% | 29.9% |
| | 每股收益 (元) | 0.36 | 0.35 | 0.46 | 0.59 |
| | EBIT Margin | 8.6% | 10.2% | 11.6% | 12.9% |
| | 净资产收益率 (ROE) | 6.2% | 6.1% | 8.1% | 10.8% |
| | 市盈率 (PE) | 45.2 | 46.6 | 35.6 | 27.4 |
| | EV/EBITDA | 19.9 | 15.3 | 11.5 | 9.5 |
| | 市净率 (PB) | 2.79 | 2.83 | 2.88 | 2.95 |
| | 14.15 元对应 PE | | 40.57 | 31.02 | 23.87 |

6 风险提示

1、由于公司有多个品种处于临床 I 期，因此未来 1-3 年，公司将有多产品进入 II、III 期临床，这将导致研发费用大幅上升，将有可能吞噬公司部分利润。

2、由于产业转移涉及辉瑞全球战略，因此存在不确定性，公司产能扩张之后，如果辉瑞不能够及时注入新品种，那么将有可能造成产能浪费，固定资产折旧费用较高，造成账面利润减少。

3、新药研发存在不确定性。除了人参皂苷 CK，其他新药基本均有原研药可以借鉴，并且公司研发实力和技术标准均较高，因此我们认为失败的可能性不大，但短期内无法为公司贡献业绩。

附：投资者交流会要点

销售队伍建设

销售队伍 2011 年 387，2012 年 1854，2013 年 2109，在一二线城市海正药业的销售增速相对更快。这与公司的产品结构有关（主要是抗肿瘤，关节炎，高端抗生素等）。未来公司定位是走中端路线。高端有辉瑞，低端有扬子江，海正打算走中端路线，中端市场的 No 1。

研发情况

与华东理工，上海医工院等合作，与美国知名大学，研究所，大公司合作
新药研发：心血管，类风湿，抗肿瘤，抗感染。神经退化性疾病，内分泌，免疫抑制，抗结核。

研发支出逐年上升，上市公司第三，次于恒瑞，复星。

公司重点四大块业务：原料药，制剂，生物药，创新药

原料药

海正起家的品种：合同订制，制剂配套，对外销售。

定制生产比例上升：朵拉克汀，卷曲霉素，主要是驱虫药和兽用抗生素

三大自用：表柔比星，伊达比星，培南类。新品：腺苷蛋氨酸，多柔比星

制剂

制剂占收入比例逐年上升。

向高附加值品种转型：

喜美欣（首仿，重磅品种）

硫酸氨基葡萄糖套（骨科）

通络生骨胶囊（独家，国家中药保护品种）

电商：与天猫，云开药网合作，2012 年 1000 万，2013 年 3500 万，2014 年预计 8000 万-1 亿。

出口：WHO 已上报的卷曲霉素，莫西沙星，将要上报的硫酸卡那霉素，环丝氨酸。

海正辉瑞的宗旨是：老百姓用得起进口仿制药，承接跨国药企向国内产业转移。

制剂：富阳工厂，16 个新产品研发启动。富阳基地成为 GMP 认证实训基地：用于培训国家药监局 GMP 检查官员。

甲强龙，特制星，艾达生，瑞易宁…

生物药

公司认为生物药基因药有潜力

美国生物药：4000 亿，中国 300 亿，其中单抗 65 亿

安佰诺（现场+GMP），辉瑞原研恩利，2005 年中信国健益赛普（首仿），2012 年 5.7 亿元，重组人-鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体注射液（I 期临床），干扰素 β ，阿达木（类风湿），帕妥珠（乳腺癌），长效胰岛素等已申报临床待批准。

创新药

减肥药海泽麦布（默克原研 43 亿美元，日本 5 亿美元，对亚洲人有吸引力），抑制肠道胆固醇吸收（美国二期临床已经结束，中国已经获得二三期临床批件）

光敏剂：用于食道癌，宫颈癌，喉癌等，今年 6 月获得 1,2,3 期临床试验大批件。

老年痴呆药 AD35,7 月取得美国临床试验批准，国内一期临床补充材料，预计 2015 年 Q1 批准。

人参皂苷 C-K 片，类风湿，一期临床单次给药最高剂量组接近完成，预计 2015 年取得二期临床批件。

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。