

医药 - 化学原料药

## 业务发展逐渐进入正轨

—海正药业(600267.SH)调研纪要

2014年9月3日

评级: 增持(维持)

市场数据	2014年9月2日
当前价格(元)	16.10
52周价格区间(元)	13.63-19.19
总市值(百万)	13519.32
流通市值(百万)	13519.32
总股本(百万股)	839.71
流通股(百万股)	839.71
日均成交额(百万)	135.50
近一月换手(%)	27.62%
Beta(2年)	
第一大股东	浙江海正集团有限公司
公司网址	http://www.hisunpharm.com

预测指标	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	8604.31	10630	12344	15248
净利润(百万元)	301.86	352	488	688
每股收益(元)	0.36	0.42	0.58	0.82
净利润增长率%	0.19%	17%	39%	41%
每股净资产(元)	5.82	6.13	6.61	7.28
市盈率	44.72	38.44	27.73	19.64
市净率	2.77	2.63	2.44	2.21
EV/EBITDA	17.85	11	8	7

资料来源: 世纪证券研究所

### 一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
海正药业	138.29	585.24	8.75%
沪深300	2.45%	10.67%	2.85%

■ 2014年1-6月, 战略布局初见成效, 销售规模稳定增长。上半年营收47.73亿元, 同增11.69%; 归母净利润1.696亿元, 同涨5.69%。报告期内海正自有制剂占比自产产品收入比例提高到47.24%。有四个一类新药处于临床, 大生物分子药物进展顺利; 上半年海正辉瑞与海正杭州各有高标准生产线投入运营; 海正辉瑞与上海百盈销售稳步推进。

■ 调研结论: 1. 公司对未来的发展非常有信心; 2. 海正辉瑞运营正常, 医院纯销收入稳步增长; 3. 上海百盈推广顺利, 喜美欣等保持高速增长; 4. 研发产品定位高端, 安百诺获批在即, 另外还有4个一类新药在临床阶段, 大分子生物药处于国内领先地位; 5. 原料药业务平稳; 6. 自有制剂国内销售以及出口稳步推进。

■ 投资建议: 维持“增持”评级。预计公司2014-2015年收入分别增长23.54%、16.13%, 归属母公司净利润增长16.5%、38.6%, EPS0.42元、0.58元。对应现有股价16.1元PE分别为38.4倍与27.7倍。由于公司处于从原料药向制剂类企业转型期, 对比A股同类型的公司, 公司业绩以及估值优势不明显。鉴于公司领先的战略布局, 在研产品强大, 维持“增持”评级。

■ 风险提示: 转型风险、新产品推广风险、专利纠纷风险。

### 相关报告

2014.5《转型初具成效-海正药业股东会调研纪要》

邓聪

执业证书号: S1030512070001  
0755-83199599-8261

本公司具备证券投资咨询业务资格

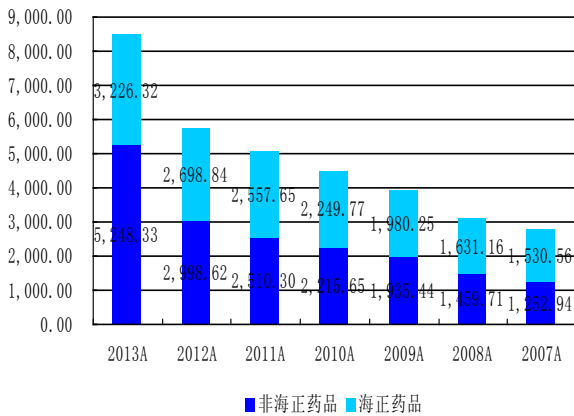
### 分析师声明

本人, 邓聪, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 1.2014 年上半年业务平稳上升

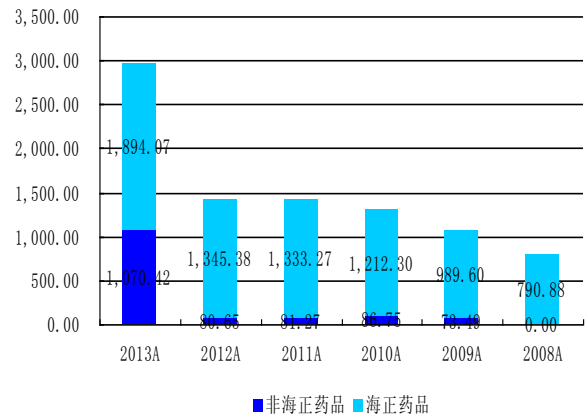
2014年1-6月，战略布局初见成效，销售规模稳定增长，2014年上半年公司实现主营业务收入47.73亿元，同比增长11.69%；归属于母公司股东的净利润实现1.696亿元，同比上涨5.69%。

Figure 1 海正药业收入构成 百万元



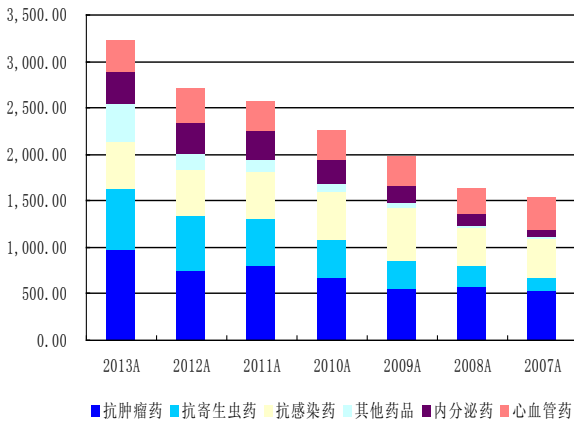
数据来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 2 海正药业利润构成 百万元



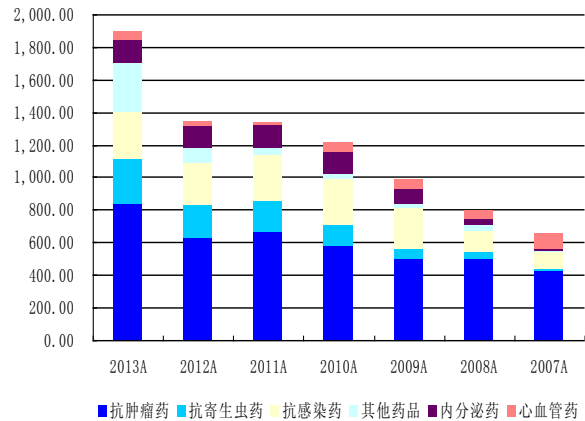
数据来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 3 海正自产药品收入构成 百万元



数据来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 4 海正自产药品利润构成 百万元



数据来源：WIND、世纪证券研究所

报告期内，海正制剂销售收入占自产产品销售收入比重达到47.24%，与2013年年底有小幅提升。原料药向制剂转型稳步朝着预期的方向发展。2014年上半年推进的主要工作有：

#### 1. 继续投入研发

##### 4个一类新药处于临床：

拥有全球专利，治疗原发性高胆固醇、肾病病高血脂症的HS-25处于美国二期临床，同时获得了国内的二/三期临床批件。

1.1 类光敏性抗肿瘤药 HPPH 在 6 月进入国内一期临床。

AD-35 在美国获得 IND 批件申请获批。

人参皂苷 C-K 进入国内一期临床。

### 大分子生物药进展顺利:

众望所归的首个大分子生物药安百诺已经完成临床试验以及 CDE 的技术评审, 正在进行现场核查与 GMP 二合一检查, 有望在今年年底前正式获批; CD-20、重组人胰岛素、30/70 预混胰岛素、精蛋白胰岛素进入临床一期; 阿达木单抗、帕妥珠单抗、重组甘精胰岛素、重组门冬胰岛素申请临床批件。

## 2. 产能如期投产

海正辉瑞两条生产线正式投产。正式通过 CFDA 新版 GMP 认证, 同时成为 CFDA 审核查验中心培训基地。

海正杭州两条注射剂生产线顺利通过美国 FDA 检查。

江苏南通如东基地一期项目生产车间完工, 设备调试完成, 准备进入试生产阶段。

## 3. 重点业务高增长

海正三个营销体系: 海正辉瑞、浙江医药工业、上海百盈, 总共拥有营销人员 2100 人。

**海正辉瑞:** 2014 年上半年实现销售收入 23.65 亿, 净利润 2.745 亿, 分别同比增长 15.38% 与 13.18%。

自有制剂销售中重点产品喜美欣上半年实现销售 1.14 亿元, 硫酸氨基葡萄糖胶囊销售 0.663 亿, 同比分别增长 108.45% 与 52.09%。

公司 2014 年度经营业绩目标 **主营业务收入 106 亿元**, 归属于母公司的净利润 **3.47 亿元**, 同比分别预增 **25% 和 15%**, 上半年分别实现目标的 **44.58% 与 48.88%**。

**非公开增发 1.405 亿股, 募资不超过 19.88 亿 2014.8.1 获得证监会批复。**

## 2. 非公开增发调研纪要

时间: 2014. 8. 26;

地点: 浙江杭州富阳;

出席领导：董事长兼总裁白骅、副总裁王海彬、董秘张薇、海正辉瑞 CEO 肖卫红等全部高管；

调研机构：世纪证券及其他投资者超过两百人。

由海正管理层介绍海正经营状况，然后回答投资者提问。

董事长及总裁白骅、海正辉瑞 CEO 肖卫红、副总裁王海彬等分别对各自负责业务板块做介绍。

**董事长白骅：公司正处在转型关键期。**

**从以下五个方向进行战略转型：**

- 一、成长方式从资源驱动转变为创新驱动；
- 二、价值链从低端向高端转型；
- 三、盈利模式从产品盈利向投资盈利；
- 四、竞争领域从全面介入向产业制高点；
- 五、制造模式从传统制药到智能制药。

**海正辉瑞肖卫红：战略定位做中端市场的 NO.1, 成为非专利药市场的基石企业。**

国内战略：龙项目；

国际战略：红星项目；

富阳工厂于 2014.5 开始投产；

2013 年研发团队确定研发目标、完善团队；

合资公司产品组合：肿瘤、抗生素、心血管、特药；

2014 年上半年医院纯销增长，海正产品增长 23%，辉瑞产品增长 28%。

2014 年目标收入增长 28.1%，净利润增长 26.4%，达到 2.745 亿；

IMS 数据合资公司 2014 年上半年销售额排名相比 2013 年同期上升 8 名。

**王海彬：丰富的品种储备**

目前公司大分子药物已经有单克隆抗体、重组蛋白、重组多肽、重组因

子、重组疫苗等五大门类的 20 多个在研产品，形成了有竞争力的产品梯队。

## Q&A

### 1. 各个业务板块销售协同问题

公司销售分为四大业务板块。销售之间肯定有系统。  
海正辉瑞独立运营。

### 2. 产出问题，固定资产投资进展？

富阳口服制剂、肿瘤注射剂 GMP 已经获批。  
制剂五号、六号线 70%投产，预计 2015 年满负荷。  
台州：口服制剂 2014 年底投产，2017 年预计 70%以上。

### 3. 在做制剂之后，原料药与制剂之间怎么平衡？

现在还没有进展到这一步，但是以后会注意这些。

### 4. 未来海正辉瑞母公司的支持力度？

母公司给予了海正辉瑞生命。两家母公司都分别注入了产品。作为品牌非专利药的销售模式，现在还在探索，对辉瑞的产品更加熟悉。

### 5. 渠道下沉的细节？

多覆盖了 1000 多家医院，中端市场增长更快。

### 6. 激励机制问题？

现在主要采取现金激励。至于改革，是股东的问题，没有更多披露的内容。

### 7. HS-25 的研发进展？在美国的研发费用怎么处理？

一期使用了 200 万美元，二期预计 1200 万美元，三期更多，我们可能引进或者出让美国等国的销售权，来进行研发。现在正在进行美国二期，

预计2015年5-8月完成,2015年年底开始美国三期;国内的研发进展更快。

### 3.盈利预测

#### 3.1 关键假设

- (1).医药行业稳定增长,保持20%-22%的增长率。
- (2).公司持续稳定经营。
- (3).保持同样的经营效率,综合毛利率由于制剂类产品占比提升而稳步上升,期间费用率稳步上升,所得税率为15%。

#### 3.2 盈利预测与投资建议

我们预计公司2014-2015年收入分别增长23.54%、16.13%,归属母公司净利润增长16.5%、38.6%,EPS0.42元、0.58元。对应现有股价16.1元PE分别为38.4倍与27.7倍。

Figure 5 海正药业业绩预测

	2015E	2014E	2013A	2012A	2011A	2010A	2009A
<b>营业收入(百万元)</b>	<b>12344.76</b>	<b>10629.76</b>	<b>8604.31</b>	<b>5801.77</b>	<b>5161.39</b>	<b>4544.51</b>	<b>4003.47</b>
增长率%	16.13	23.54	48.30	12.41	13.57	13.51	25.82
非海正药品	8050.94	6822.83	5248.33	2998.62	2510.30	2215.65	1935.44
增长率%	18.00	30.00	75.02	19.45	13.30	14.48	32.59
海正药品	4293.82	3806.93	3226.32	2698.84	2557.65	2249.77	1980.25
增长率%	12.79	18.00	19.54	5.52	13.68	13.61	21.40
抗肿瘤药	1367.37	1189.02	966.68	732.50	802.86	666.63	557.26
增长率%	15.00	23.00	31.97	(8.76)	20.44	19.63	(2.52)
抗寄生虫药	943.14	820.13	656.10	610.28	506.64	402.10	294.62
增长率%	15.00	25.00	7.51	20.46	26.00	36.48	27.88
抗感染药	579.53	551.93	511.05	482.71	503.79	535.29	565.96
增长率%	5.00	8.00	5.87	(4.18)	(5.88)	(5.42)	43.83
其他药品	641.81	513.45	394.96	163.59	123.90	74.84	54.20
增长率%	25.00	30.00	141.43	32.03	65.55	38.08	49.97
内分泌药	398.30	379.33	361.27	345.62	298.03	255.05	184.67
增长率%	5.00	5.00	4.53	15.97	16.85	38.11	55.25
心血管药	363.67	353.07	336.26	364.14	322.44	315.85	323.55
增长率%	3.00	5.00	(7.66)	12.93	2.09	(2.38)	15.33
<b>营业利润(百万元)</b>	<b>4656.80</b>	<b>3883.44</b>	<b>2983.17</b>	<b>1466.61</b>	<b>1453.86</b>	<b>1329.32</b>	<b>1111.33</b>
增长率%	19.91	30.18	103.41	0.88	9.37	19.62	23.78
非海正药品	2045.19	1600.44	1070.42	80.65	81.27	86.75	73.49
增长率%	27.79	49.52	1227.24	(0.76)	(6.32)	18.04	0.00
海正药品	2611.61	2283.00	1894.07	1345.38	1333.27	1212.30	989.60
增长率%	14.39	20.53	40.78	0.91	9.98	22.50	25.13
抗肿瘤药	1185.78	1031.11	837.25	626.05	661.61	572.44	496.93
增长率%	15.00	23.15	33.74	(5.37)	15.58	15.20	(0.88)
抗寄生虫药	386.76	336.31	269.05	205.48	196.35	134.12	66.20
增长率%	15.00	25.00	30.94	4.65	46.40	102.60	54.89
抗感染药	334.88	318.93	295.32	263.72	278.25	284.64	248.53
增长率%	5.00	8.00	11.98	(5.22)	(2.24)	14.53	97.51
其他药品	492.00	393.60	299.08	79.51	45.86	33.44	28.45
增长率%	25.00	31.60	276.15	73.38	37.14	17.54	(21.28)
内分泌药	160.90	153.24	145.94	147.97	139.69	130.74	89.05
增长率%	5.00	5.00	(1.37)	5.93	6.85	46.82	149.44
心血管药	51.30	49.80	47.43	22.65	11.51	56.92	60.44
增长率%	3.00	5.00	109.40	96.79	(79.78)	(5.82)	22.97

数据来源: WIND、世纪证券研究所

由于公司处于从原料药向制剂类企业转型的关键期，对比 A 股同类型的公司，公司业绩以及估值优势不明显。鉴于公司领先的战略布局，在研产品强大，未来前景远大，维持“增持”评级。

Figure 6 A 股行业同类型公司估值对比

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	预测市盈 率	市净率	总市值 (百万元)	预测净利润 (百万元)	净利润同比 %
600276.SH	恒瑞医药	34.08	34.66	7.19	51256.08	1479.10	19.46
000963.SZ	华东医药	56.61	32.84	9.24	24572.14	748.26	30.14
002653.SZ	海思科	21.25	36.04	12.16	22955.74	637.04	22.69
002294.SZ	信立泰	31.14	19.27	6.30	20358.09	1056.52	27.23
600079.SH	人福医药	27.55	28.40	3.23	14567.81	513.11	22.82
002001.SZ	新和成	14.63	13.07	2.36	15930.89	1218.77	38.16
600216.SH	浙江医药	10.08	9.17	1.45	9435.97	1029.06	
002262.SZ	恩华药业	27	46.13	11.25	10614.24	230.08	30.54
600521.SH	华海药业	13.35	29.46	3.52	10483.79	356.01	(0.88)
002020.SZ	京新药业	18.38	48.29	3.90	5264.97	109.02	69.43
<b>600267.SH</b>	<b>海正药业</b>	<b>16.1</b>	<b>38.44</b>	<b>2.63</b>	<b>13519.32</b>	<b>352.00</b>	<b>16.50</b>

数据来源：WIND、世纪证券研究所

### 3.风险提示

#### 风险提示：

- (1) 转型风险。
- (2) 产品质量风险。
- (3) 新产品推广风险。
- (4) 坏账风险。
- (5) 专利纠纷风险。





---

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

**股票投资评级**

---

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

**行业投资评级**

---

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

本报告中的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征价。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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.