海正药业（600267）

制剂销售走出低谷，在研产品进展顺利

增持（首次）

2016 年 10 月 31 日

首席证券分析师——洪阳
执业资格证书号码：S0600513060001
Hongyang614@gmail.com
0512-62938572

投资要点

- **事件：**2016 年三季报发布，今年 1-9 月公司实现营业总收入 73.36 亿元，同比增长 9.37%；净利润为 1.64 亿元，同比增长 83.84%；归属于母公司所有者的净利润为 3100 万元，同比增长 599.64%。
- **制剂销售走出低谷：**第三季度营业收入为 26.06 亿元，同比增长 18.66%，前两季度同比增速为 1.10%、8.95%，而 2015 年营收则下滑 13.17%。海正自有药品销售增速加快，其中抗肿瘤药和抗感染药实现快速增长。受益于销售渠道的恢复，抗肿瘤药的增长率更是超过 50%。重磅产品安佰诺的销售预计会逐渐放量；喜美欣也会继续保持高速增长；公司特治星的销售短期内很难做出贡献，2017 年能恢复到最高水平的 35%。公司制剂厄贝沙坦片和厄贝沙坦氢氯噻嗪片获得美国 FDA 批准，可成为公司新的制剂销售增长点。原料药方面，FDA 进口警示函的负面影响还在持续，对原料药的出口依然有一定程度打击。
- **高资产负债率得到缓解，财务状况仍然承压：**公司资产负债率为 59.32%，同去年期末相比增加 1.94%。财务费用同比增长 31.47%。公司因此承受短期和长期财务压力。为改善资本结构、降低风险，公司拟申请发行额度不超过 10 亿元的理财直接融资工具；与国开发展基金拟签署增资 1.77 亿元合约；准备非公开发行筹集资金不超过 11.7 亿元，发行股份的价格为每股 13.00 元，主要用于偿还贷款，公司管理层员工积极认购，其中董事长白骅认购 11.11%。相信公司的高资产负债率能够得到缓解，同时也彰显出管理层对公司未来发展的信心。
- **海外投资收获产品，在研产品进展顺利：**报告期内，公司与日本富士胶片签署抗流感病毒药“法匹拉韦”的专利授权合同，获得其在大陆的权益；公司与 Nascent 生物公司签订技术转让协议，获得治疗上皮癌的一种全人源单抗 Pritumumab（2017 年开展临床 I 期）在大陆的开发生产商业化权；公司与 Celsion 公司签订治疗卵巢癌的基因免疫治疗产品 GEN-1 的技术转移协议，公司负责其临床样品及后续商业产品的生产。公司 1.1 类创新药 DTRMHS-07 获得临床试验批件，DTRMHS-07 将用于治疗风湿关节炎等自身免疫疾病，与其作用机理相似的药品 XELJANZ 在 2015 年全球销售额超过 5.64 亿美元；另一 3.1 类药物索非布韦也获得临床试验批件。同时，在研产品胆固醇吸收抑制剂 HS-25 单药及联合试验的 III 期临床试验全面推进；阿尔茨海默病的 AD-35 美国、中国均已完成 I 期单次给药；光敏剂 HPPH 的 I 期临床进入收尾阶段。多个重磅产品研发进展顺利，为公司转型奠定了坚实基础，未来有很大的成长空间。
- **盈利预测和投资建议：**公司营业收入回升，在研重磅产品保证公司未来的增长动力。因此，我们预计公司 2016~2018 年 EPS 分别为 0.047、0.26 和 0.44，对应 PE 分别为 302 倍、55 倍和 32 倍，给出 “增持”评级。
- **风险提示：**药品政策性降价风险；新药研发风险。

股价走势

市场数据

收盘价（元）	14.21
一年最低价/最高价	9.86/ 16.70
市净率	2.00
流通 A 股市值（亿元）	137.20

基础数据

每股净资产（元）	7.13
资产负债率（%）	59.36
总股本（百万股）	965.53
流通 A 股（百万股）	965.53

请务必阅读正文之后的免责声明部分

海正药业主要财务数据

资产负债表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	**6924**	**7003**	**7154**	**7189**
现金	2264	2012	1917	2052
应收款项	1308	1653	1555	1521
存货	2017	2067	2074	2153
其他	1335	1271	1608	1463
非流动资产	**12250**	**13151**	**13513**	**14050**
长期股权投资	208	199	203	205
投资性房地产	6	6	6	6
固定资产	5836	5802	6424	6890
无形资产	814	824	836	852
其他	5386	6320	6044	6097
资产总计	**19174**	**20154**	**20667**	**21239**
流动负债	**6583**	**6357**	**5874**	**5313**
短期借款	3543	3964	3465	3017
应付账款	1094	1023	1042	1056
其他	1946	1370	1367	1240
非流动负债	**4426**	**5523**	**5652**	**5418**
长期借款	3196	2795	2674	2655
其他	1230	2728	2978	2763
负债总计	**11009**	**11880**	**11526**	**10731**
少数股东权益	1246	1260	1303	1328
归属母公司股东权益	6919	7014	7838	9180
负债和股东权益总计	**19174**	**20154**	**20667**	**21239**

现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	736	603	795	957
投资活动现金流	-2458	-1157	-954	-539
筹资活动现金流	1453	496	1198	1073
现金净增加额	-249	-58	1199	1491
折旧和摊销	550	635	721	809
资本开支	1928	1737	1312	9671

利润表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	**8767**	**9630**	**11075**	**13401**
营业成本	6327	7029	7753	9113
营业税金及附加	38	42	46	51
销售费用	1171	1252	1440	1675
管理费用	1055	944	1103	1357
财务费用	191	197	222	261
资产减值损失	14	16	18	18
投资净收益	89	90	80	70
其他	0	0	0	0
营业利润	**60**	**197**	**573**	**996**
营业外净收支	149	161	105	67
利润总额	**209**	**358**	**678**	**1063**
所得税费用	83	136	214	279
少数股东损益	113	177	206	322
归属母公司净利润	**13**	**45**	**258**	**462**
EBIT	162	288	395	583
EBITDA	712	923	1116	1392

重要财务与估值指标	2015	2016	2017E	2018E
每股收益(元)	0.01	0.047	0.26	0.44
每股净资产(元)	7.17	7.26	7.81	8.81
ROIC(%)	0.09%	0.36%	1.36%	2.52%
ROE(%)	0.20%	0.64%	3.29%	5.03%
毛利率(%)	27.83%	27.01%	29.99%	32.00%
EBIT Margin(%)	4.75%	5.89%	8.67%	9.72%
销售净利率(%)	0.15%	0.47%	2.33%	3.45%
资产负债率(%)	57.42%	58.95%	55.77%	50.52%
收入增长率(%)	-13%	9.8%	15%	21%
净利润增长率(%)	-96%	346%	573%	179%
P/E	1421	302	55	32
P/B	2.21	1.96	1.82	1.61

资料来源：东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn