



2019-06-23

公司点评报告

买入/维持

海正药业 (600267)

目标价: 17.6

昨收盘: 10.21

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

单抗资产拟 38 亿引入战投, 资产整合进一步落地

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	966/966
总市值/流通(百万元)	9858/9858
12个月最高/最低(元)	14.91/7.79

相关研究报告:

证券分析师: 杜佐远

电话: 0755-33329945

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

证券分析师: 王斌

电话: 010-88695263

E-MAIL: wangbin@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190118050039

事件: 子公司海正博锐拟进行老股转让和增资扩股, 投前估值不低于 56 亿元, 老股转让不低于 28.28 亿元、增资不低于 10 亿元。增资和转让完成后, 公司对海正博锐直接持股比例从近 100% 股权降至 **42%**, 不再纳入公司合并报表范围。

点评:

战投引入工作启动, 利好海正博锐长期发展

海正博锐是海正药业整合了台州和富阳单抗类资产、上海百盈销售团队后形成的研发、生产和销售于一体的**单抗类生物药平台公司**。公司聚焦自身免疫性疾病和肿瘤领域, 目前在研生物药产品达 20 多项。**海正博锐投前估值不低于 56 亿元, 符合预期, 随着产品陆续上市放量和在研项目不断推进, 未来海正博锐估值仍会逐步提高**。我们认为本次股权转让和增资对海正博锐的利好主要体现在: 1) 公司仍有多个在研项目, 特别是英夫利昔单抗等 3 个品种目前处于临床 III 期, 费用投入较大, 获得增资可增强研发投入的持续性, 确保临床试验和研发快速推进, 竞争力加强; 2) 海正博锐由单一国资控股转变为战略投资者控股、国资参股, 有利于加快内部员工激励计划落地进度, 确保人才队伍稳定; 3) 增资和转让完成后, 预计公司会启动在港交所、科创板等上市计划, 有利于尽快实现生物药资产价值重估。

资产负债率有望下降, 利润逐步释放

海正博锐股权转让后, 公司可回收大量现金, 偿还债务后可有效降低资产负债率, 同时可降低利息支出, 释放利润。目前公司综合融资成本保持在 5% 左右, 假设老股转让部分收到的现金全部用于偿还有息负债, 每年可节约财务费用 1.4 亿元, 增加净利润约 1.2 亿元, 预计将在 2020 年业绩中体现, 加上增资不低于 10 亿元注入海正博锐部分, 总体上增加海正净利润超过 1.2 亿元。战投引入后, 上市公司仍保留海正博锐 42% 股权, 未来实现海正博锐盈利后仍可持续增厚上市公司利润。

估值与投资建议——昔日王者, 历史拐点!

我们预计海正博锐股权转让可为公司带来约 20 亿元投资收益, 考虑到 19 年仍将计提资产减值、暂停研发项目等一次性费用, 会减少对 19 年利润, 但解决历史遗留问题有利于公司长期发展和利润释放。

公司今年以来加快非核心资产出让工作, 包括房产转让、非核心研发子公司引入战投(导明医药)和减资(海正宣泰)、仿制药文号出让(海正宣泰)等工作, 聚焦生物药、原料药和制剂 3 大主业。**公司新任管理层上任以来着重加强内部管理体系, 目前已初见成效, 19Q1 扣非后实现盈利, 标志着公司业务和管理均有望迎来历史性拐点:**

1) 高瓴资本进入瀚晖后优化管理, 采用已成熟的 CSO 模式通过引进品种持续增长, 预计后续瀚晖制药利润将快速增长; 2) 生物药板块价值严重低估。安佰诺扩产后开始快速增长, 阿达木单抗已经报生产, 有望于 19 年 Q4 获批, 多个生物药进入临床 III 期, 临近收获期; 3) 化学创新药海泽麦布 III 期临床数据良好, 已经申报生产并被纳入优先审评; 4) 仿制药批文数量多, 且没有存量, 产能大, 若能抓住国家集采政策, 可充分发挥自身原料药制剂一体化的优势, 有望充分利用固定资产, 覆盖折旧支出; 5) 未来公司将继续减少不必要的建设项目和提高研发效率, 处置闲置资产/非核心项目和引入战投回收现金, 突出生物药、制剂和原料药等主业, 加强内部管控体系建设, 预计公司后续负债率&财务费用预计会逐步下降, 生产/管理成本不断降低, 利润将逐步释放。

海正药业 19 年合理估值 170 亿元 (瀚晖 70 亿+生物药 75 亿+化学药-10 亿+原料药 30 亿+商业 5 亿)。其中:

1) 瀚晖制药 70 亿: 预计 19/20 年净利润 6.61/8.07 亿元, 增长 25%/22%, 海正药业持有 51% 股权, 权益净利润 3.37/4.12 亿元, 按 19 年 20 倍 PE 计算, 对应估值 70 亿元。

2) 生物药 75 亿: 海正博锐估值 56 亿元+海晟药业估值 19 亿元, 均按照一级市场价格给予估值。

3) 化学药-10 亿: 化学药资产保守估值 50 亿 (产品线估值+以固定资产为主的资产估值), 扣除负债 60 亿 (固定资产投入导致), -10 亿估值: 现有品种仍有较大增长潜力 18 年 2 亿净利润, 仿制药品种多报生产超过 50 个, 覆盖大品种, 受益国家集采, 创新药在研发 15 个, 其中海泽麦布 III 期临床数据良好, 多年研发投入成果开始显现, 在研产品梯队 (仿制药、创新药) 不错, 加上固定资产投入 50 亿, 合计保守给予 50 亿元估值; 化学药负债估计 60 亿, 扣除后, -10 亿估值。正在做减法: 卖批文、卖固定资产。

4) 原料药 30 亿: 2017 年净利润 2000-3000 万元。FDA 和欧盟禁止前正常净利润 3 亿元以上, 美国市场已经于 17 年 6 月解禁, 销售逐步恢复, 公司目前正在开拓积极开拓日本市场, 高毛利规范药政市场收入增加将带动盈利能力提升。公司同时正加大开拓国内市场开发和

承接 CMO 业务, 将成为新的增长点。按 10 倍 PE 计算, 估值 30 亿元。

5) 医药商业 5 亿: 2018 年净利润 3100 万元, 有望继续保持稳定增长, 合理估值 5 亿元。

预计 20 年真实业绩将开始充分体现, 拐点确立。假设海正博锐老股转让/增资于年内完成并确认投资收益, 预计公司 19/20/21 年分别实现归母净利润 10.22 亿元、3.09 亿元和 5.25 亿元, EPS 分别为 1.06 元、0.32 元和 0.54 元。公司迎来管理&经营双重历史拐点, 目前市值不到 100 亿元, 低估, 19 年合理估值 170 亿元, 维持“买入”评级。

风险提示: 国家集采快速且全面推广的风险; 管理未理顺; 固定资产折旧&财务费用过多影响业绩等; 公开挂牌增资扩股以及老股未获摘牌。

图: 海正药业盈利预测

盈利拆分及预测 (百万元)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
1、瀚晖制药											
收入	4319	4951	2821	3529	3978	3819	4583	5271	6009	6790	7604
yoy		15%	-43%	25%	13%	-4%	20%	15%	14%	13%	12%
(1) 辉瑞产品	2950	3568	1733	1932	2318	2202	2532	2786	3036	3279	3509
其中: 特治星	723	1009	20	47	300	441	500	600	700	800	900
(2) 海正产品	1369	1383	1088	1597	1660	1597	1551	1585	1672	1810	1996
(3) 代理销售						20	500	900	1300	1700	2100
净利润	445	511	252	351	489	529	661	794	937	1086	1239
yoy		15%	-51%	39%	39%	8%	25%	20%	18%	16%	14%
归母净利润	227	260	128	179	249	270	337	405	478	554	632
2、海正博瑞 (单抗资产)											
收入	19	75	8	30	35	150	300	550	920	1400	1900
安佰诺						150	300	500	750	1000	1200
阿达木单抗								50	150	300	500
其他品种									20	100	200
净利润	-89	-83	-112	-115	-138	-200	-100	0	100	250	350
归母净利润	-89	-83	-112	-115	-138	-200	-100	0	42	105	147
3、海正化学药											
收入	142	254	379	425	510	611	734	880	1057	1268	1521
归母净利润	-156	-185	-163	-149	-162	-200	-180	-100	-50	0	50
4、海正原料药											
收入	1716	1768	1525	1288	1520	1508	1608	1708	1808	1908	2008
归母净利润	300	325	125	-100	25	-100	-120	-30	20	70	120
5、医药商业											
收入	3188	3788	4180	4772	4772	4098	4303	4518	4744	4981	5230
yoy		19%	10%	14%	0%	-14%	5%	5%	5%	5%	5%
归母净利润	29	34	50	65	29	31	32	34	36	37	39
yoy		20%	45%	31%	12%	-14%	5%	5%	5%	5%	5%
6、其他 (内部抵消、减值等)											
收入	-779	-740	-145	-310	-243	0	0	0	0	0	0
资产转让贡献利润	0	0	43	34	7	15	2052	0	0	0	0
利润 (减值+暂停研发项目等一次性费用)	-9	-45	-58	-9	2	-308	-1000	0	0	0	0
归母净利润	-9	-45	-15	25	9	-293	1052	0	0	0	0
合计											
收入	8604	10097	8767	9733	10572	10187	11528	12378	13618	14947	16365
yoy		17%	-13%	11%	9%	-4%	13%	7%	10%	10%	9%
归母净利润	302	308	14	-94	14	-492	1022	309	525	766	988
yoy		2%	-96%	-796%	-114%	-3730%	-307%	-70%	70%	46%	29%
EPS	0.31	0.32	0.01	-0.10	0.01	-0.51	1.06	0.32	0.54	0.79	1.02

资料来源: 公司公告, 公司调研, 太平洋证券研究院 (1. 海正博瑞的持股比例自 2020 年起变为 42%; 2. 财务费用减少体现在原料药、化学药板块)

图: 海正博瑞研发管线

药物名称	原研/同类产品	适应症	IND	I期	II期	III期	NDA	上市
注射用重组人II型肿瘤坏死因子受体-抗体融合蛋白(安百诺)	依那西普	类风湿性关节炎, 强直性脊柱炎、银屑病	→	→	→	→	→	→
重组抗肿瘤坏死因子-α全人源单克隆抗体注射液 (HS016)	阿达木单抗	强直性脊柱炎等	→	→	→	→	→	→
注射用重组人鼠嵌合抗肿瘤坏死因子-α单克隆抗体 (HS626)	英夫利西单抗	斑块状银屑病	→	→	→	→	→	→
注射用重组抗HER2人源化单克隆抗体(HS022)	曲妥珠单抗	HER2阳性乳腺癌	→	→	→	→	→	→
重组人-鼠嵌合抗CD20单克隆抗体注射液 (HS006)	利妥昔单抗	CD20阳性弥漫性大B淋巴瘤	→	→	→	→	→	→
重组抗 RANKL 全人源单克隆抗体注射液 (HS629)	德诺苏单抗	预防癌症骨转移的骨相关事件	→	→	→	→	→	→
重组抗白介素-6受体人源化单克隆抗体(HS628)	托珠单抗	类风湿关节炎	→	→	→	→	→	→
重组抗人表皮生长因子受体人源化单克隆抗体(HS627)	帕妥珠单抗	HER2阳性乳腺癌	→	→	→	→	→	→
注射用重组抗IgE人源化单克隆抗体(HS632)	奥马珠单抗	中至中度哮喘	→	→	→	→	→	→
注射用重组抗人表皮生长因子受体人源化单抗偶联海兔毒素衍生物DUO5	Kadcyla	HER2阳性乳腺癌	→	→	→	→	→	→
注射用重组抗HER2人源化单克隆抗体偶联美登素衍生物DM1(HS630)			→	→	→	→	→	→
重组抗PD-L1全人源单抗注射液	Tecentriq	肿瘤	→	→	→	→	→	→

资料来源: CFDA, 米内网, 药智网, 公司公告, 太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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询价。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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。