

## 战略转型进行时，产业升级将实现

海正药业 (600267)

评级: 增持 (首次)

股价: 26.6 元 目标价: 30.7 元

调研报告

2010年5月24日 星期一

### 东海医药研究小组

屈昶、袁舰波

执业证书编号: S0630208010053

执业证书编号: S0630208010052

021-50586660-8643

qy@longone.com.cn

医药生物行业/原料药

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6个月目标价位	35.4
升值潜力 (%)	15.4
目标价确定日期:	2009.5.24

### 重要数据

总股本(亿股)	4.84
流通股本(亿股)	4.84
总市值(亿元)	128.69
流通市值(亿元)	128.69

### 市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1个月	(5.14)	9.69
3个月	62.69	48.45
6个月	9.87	31.78

个股相对上证综指走势图



### 投资要点

□ 海正的发展战略非常清晰: 即由初级的特色原料药生产商通过战略转型, 先向仿制药生产商成长, 最终成为创新专利药生产商, 实现由原料出口向制剂出口的产业升级。

这一成长步骤主要包括原料药-仿制药-创新药, 实现路径有 API 出口-API 合同定制-制剂内销-仿制抢防制剂出口-创新药出口等, 产品也沿着原料药向制剂、化学药向生物药、仿制药向专利药升级。

目前公司正处于战略转型的关键时刻, 短期公司的成长能力主要看毛利率水平较高的 API 定制生产业务及制剂内销业务, 公司实现中长期目标的主要看点是未来的制剂出口业务。

□ 五大业务均有望实现快速增长:

**抗肿瘤药** 09 年收入 5.71 亿元, 毛利率高达 89.17%, 是公司主要利润来源, 但近年增长停滞。我们认为未来抗肿瘤药将稳步增长, 主要原因是公司去年已募集 1 亿元资金投入柔红霉素扩产项目, 将有效解决抗肿瘤原料药的产能瓶颈问题。抗肿瘤制剂方面, 公司储备的新老品种非常多, 如果公司营销能力能有效提升, 则抗肿瘤药制剂也有望实现快速增长。

**抗感染药** 09 年收入 3.93 亿元, 同比大增 43.84%, 主要是受益于 47 吨磷酸奥司他韦 (达菲) 的收入。公司抗感染药结构调整后的品种非常好, 包括培南类制剂及万古霉素, 未来的增长潜力主要看这两块业务的成长。

**心血管药** 09 年收入 2.8 亿元, 同比增长 15.33%, 主要原因是由于部分产能的退出, 他汀类原料药毛利有所回升。氟伐他汀是公司独家首仿并向欧洲出口的第一个制剂品种, 是公司实现制剂出口的标志性产品。

**抗寄生虫药** 09 年收入 2.3 亿元, 同比增长 27.89%, 成长性非常好。目前公司同先灵葆雅合作的恩拉霉素盈利能力很强, 去年又同英特威先灵葆雅合作了一个兽用预混剂产品。另外公司去年募集了 4.2 亿元资金投入抗寄生虫药生产转移项目, 未来有望获得丰厚的回报。

**内分泌药** 09 年收入 1.19 亿元, 同比大增 55.25%, 增速最快。两个拳头品种

阿卡波糖和奥利司他的增速均非常快，未来前景看好。

#### □ API 定制生产及制剂内销是短期增长的保证

**API 定制生产**一方面比传统 API 出口毛利率要高很多，有效提升了公司的盈利水平，另一方面也加强了公司与海外医药巨头的合作及提升了公司的国际化水平，是公司实现原料药产业升级的过渡营销模式。如上所述，公司目前重点的项目包括与雅莱合作的万古霉素及后续 5 个品种；与先灵葆雅合作的恩拉霉素；与礼来合作的卷曲霉素、潮霉素、米尔贝胂等；与英特威先灵葆雅合作的兽用预混剂等。预计未来还陆续有合作品种，为公司承接国际转移及产业升级打好了基础。

**制剂内销**业务方面我们认为公司的营销能力与公司的产品及研发不够匹配。公司国内销售的制剂品种均拥有良好的市场前景，如上述的表阿霉素、阿霉素、柔红霉素、吡柔比星等抗肿瘤制剂、培南类抗感染制剂等，但由于医院营销能力较弱，增速有限。公司将今年定义为“营销年”，计划在建设营销团队上苦下功夫，具体措施包括增加营销人员数量、改善营销体系等。如果公司的营销能力能获得有效提升，则公司的制剂业务有望获得突破。

#### □ 制剂出口是公司未来的真正方向

制剂出口是公司实现产业升级的目标和结果，公司的战略转型正是为了这一目标而推进。目前公司的制剂出口还处于起步阶段，主要成绩包括上述向欧洲出口的第一个品种氟伐他汀。

另外，公司首仿的免疫抑制剂他克莫司有望于 9 月份在欧洲上市。市场空间巨大的品种、需求巨大的欧洲市场、唯一的两家仿制药供应商之一，这三个因素有理由促使我们看好他克莫司未来的市场前景。

公司 2010-2012 年还将陆续有 40-50 个左右品种向 FDA 申报 ANDA，如能获批将极大提升公司的盈利能力，朝着公司制剂出口的目标迈进。

#### □ 富阳基地为公司提供了良好的准备

为了实现制剂出口、产业升级的目标，公司三年前开始着手建立富阳基地。这一生产基地按照既能满足国内 GMP 要求，又能通过 FDA、COS 认证的标准建立，严格执行 EHS 标准，实现了与国际医药生产高标准的对接。另外，富阳基地产能巨大，其中口服固体制剂生产能力高达 75 亿片/年，是国内最大的制剂生产基地。无论是在质量标准还是生产能力方面，富阳基地都远远领先于竞争对手数年，公司将成为国际转移和产业升级的最早受益者。

### □ 研发实力有口皆碑

研发投入方面，公司数年投入比例均保持在 8% 以上，在国内一直处于领先水平。09 年公司研发投入总计 1.49 亿元，占母公司销售收入的 8.7%。研发重点集中在高难度产品的“避专利”工艺开发、基因药物研发以及针对国内市场进行的专门产品研发和创新。

在研产品方面，今年公司将有 3 个一类新药进入临床试验，包括抗肿瘤辅助用药、降胆固醇药物、新型肿瘤的诊断和治疗光敏剂，海外类似产品在国际市场上均拥有巨大的市场。因此公司的研发方向及研发能力也远超国内同行，未来有望真正实现创新药的研发。

### □ 海外认证能力领先国内

截止 09 年末，公司已有 21 个产品获得美国 FDA 批准，18 个产品获得欧洲 COS 证书，位于国内首位。随着富阳基地的建设完成及陆续申报的 DMF 及 ANDA 文件获批，公司强大的海外认证能力也将令公司有能力和承接国际产业转移并从中受益。

### □ 盈利预测及估值

我们认为公司目前处于战略转型和产业升级的关键时期，凭借公司强大的研发能力及海外认证能力，公司将成为承接国际产业转移的最好标的，并最终实现原料药向制剂厂商的产业升级。

我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.70 元、0.93 元和 1.18 元，给予公司未来 6 个月目标价为 30.7 元，给予公司“增持”评级。考虑到公司产业升级进程中盈利能力的不断提高，我们给予公司长期“买入”评级。

表 1: 海正药业盈利预测

盈利预测及市场重要数据	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	318,198	400,347	482,020	582,158	705,554
增长率	12.1%	25.8%	20.4%	20.8%	21.2%
营业利润(万元)	24,074	34,281	46,427	61,680	78,815
增长率	19.1%	42.4%	35.4%	32.9%	27.8%
净利润(万元)	19532	27225	36287	48209	61602
增长率	39.8%	39.4%	33.3%	32.9%	27.8%
每股净资产(元)	3.37	4.94	5.15	5.89	6.83
每股收益(元)	0.43	0.56	0.70	0.93	1.18

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

附表：三大表预测预测

资产负债表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	20001	40449	64054	64054	65575	330240
应收款项	40498	53297	72310	79236	95697	115981
存货净额	40114	56315	57952	58558	70507	13118
其他流动资产	6824	12801	10704	9640	11643	11289
<b>流动资产合计</b>	<b>107437</b>	<b>162862</b>	<b>205028</b>	<b>211488</b>	<b>243423</b>	<b>470628</b>
固定资产	171483	220603	274005	265556	252411	237095
无形资产及其他	17454	24796	36128	34924	33719	32515
投资性房地产	1944	3729	3172	3172	3172	3172
长期股权投资	238	141	1535	1535	1535	1635
<b>资产总计</b>	<b>298556</b>	<b>412132</b>	<b>519869</b>	<b>516676</b>	<b>534261</b>	<b>745045</b>
短期借款及交易性金融负债	77500	124250	70400	37580	0	0
应付款项	29364	38787	48122	54053	65084	78705
其他流动负债	25590	34515	29987	24140	29028	176084
<b>流动负债合计</b>	<b>132454</b>	<b>197552</b>	<b>148509</b>	<b>115774</b>	<b>94111</b>	<b>254789</b>
长期借款及应付债券	28400	59300	122593	122593	122593	122593
其他长期负债	0	357	5706	5706	5706	5806
<b>长期负债合计</b>	<b>28400</b>	<b>59657</b>	<b>128298</b>	<b>128298</b>	<b>128298</b>	<b>128398</b>
<b>负债合计</b>	<b>160854</b>	<b>257210</b>	<b>276808</b>	<b>244072</b>	<b>222410</b>	<b>383187</b>
少数股东权益	1402	3583	3989	4502	5183	5908
股东权益	136300	151339	239072	268101	306668	355950
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>298556</b>	<b>412132</b>	<b>519869</b>	<b>516676</b>	<b>534261</b>	<b>745045</b>

利润表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>283877</b>	<b>318198</b>	<b>400347</b>	<b>482020</b>	<b>582158</b>	<b>705554</b>
营业成本	210564	228416	289214	348819	420885	507917
营业税金及附加	1907	2010	2738	1928	2329	2822
销售费用	11390	18850	23228	26511	32019	40217
管理费用	32131	35058	41061	48202	57051	69144
财务费用	6468	8207	7750	11933	9995	8439
投资收益	138	0	(56)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	1344	1582	2033	1800	1800	1800
其他收入	(2689)	(3165)	(4053)	0	(0)	0
营业利润	20210	24074	34281	46427	61680	78815
营业外净收支	(816)	15	786	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>19394</b>	<b>24090</b>	<b>35066</b>	<b>46427</b>	<b>61680</b>	<b>78815</b>
所得税费用	5111	4021	7196	9285	12336	15763
少数股东损益	316	536	645	854	1135	1450
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>13967</b>	<b>19532</b>	<b>27225</b>	<b>36287</b>	<b>48209</b>	<b>61602</b>

现金流量表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	<b>13967</b>	<b>19532</b>	<b>27225</b>	<b>36287</b>	<b>48209</b>	<b>61602</b>
资产减值准备	(3)	(62)	448	(674)	0	0

折旧摊销	15448	17698	21097	21199	26163	30332
公允价值变动损失	(1344)	(1582)	(2033)	(1800)	(1800)	(1800)
财务费用	6468	8207	7750	11933	9995	8439
营运资本变动	10394	(18118)	(7394)	(7058)	(14495)	198238
其它	319	598	198	1187	681	725
<b>经营活动现金流</b>	<b>38780</b>	<b>18066</b>	<b>39539</b>	<b>49141</b>	<b>58757</b>	<b>289096</b>
资本开支	(31770)	(67614)	(75704)	(9071)	(10014)	(12011)
其它投资现金流	0	0	(7)	7	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(31269)</b>	<b>(67517)</b>	<b>(77105)</b>	<b>(9064)</b>	<b>(10014)</b>	<b>(12111)</b>
权益性融资	0	0	0	0	0	0
负债净变化	11000	30900	63293	0	0	0
支付股利、利息	(4493)	(4493)	(5805)	(7257)	(9642)	(12320)
其它融资现金流	<b>(19560)</b>	<b>17085</b>	<b>(53805)</b>	<b>(32820)</b>	<b>(37580)</b>	<b>0</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>(6545)</b>	<b>69899</b>	<b>61170</b>	<b>(40077)</b>	<b>(47222)</b>	<b>(12320)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>965</b>	<b>20448</b>	<b>23604</b>	<b>0</b>	<b>1522</b>	<b>264665</b>
货币资金的期初余额	19036	20001	40449	64054	64054	65575
货币资金的期末余额	20001	40449	64054	64054	65575	330240
企业自由现金流	0	(32826)	(16153)	51758	58993	286361
权益自由现金流	0	0	(6666)	9392	13417	279610

**附注:****分析师简介及跟踪范围:**

**屈昶:** 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

**重点跟踪公司:** 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业等。

**袁舰波:** 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

**重点跟踪公司:** 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业等。

**一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

**二、股票评级**

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

**三、免责条款**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

**东海证券研究所**

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122