

## 制剂出口突破在即, 制剂内销厚积薄发

——海正药业(600267)调研简报

### 核心观点

**1. 他克莫司胶囊通过欧盟认证, 制剂出口突破在即。**8月26日, 公司与西班牙 CINFA 共同研制开发的他克莫司胶囊获得欧盟上市批准。我们预计到2011年他克莫司胶囊能占据欧洲市场份额的10%。按照20%的净利润率计算, 他克莫司胶囊出口预计增厚2011年EPS 0.11元。

**2. 制剂内销厚积薄发。**公司具有较强的研究开发能力, 后续品种储备丰富。在抗肿瘤药物中, 公司储备了多西他赛、来曲唑和比卡鲁胺等产品。在抗感染药物中, 亚胺培南和异帕米星正处于快速增长阶段。今年3月, 公司申报的注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸获得药监局上市批准。腺苷蛋氨酸是治疗肝内胆汁淤积的首选保肝药。预计下半年开始腺苷蛋氨酸将逐步贡献利润。

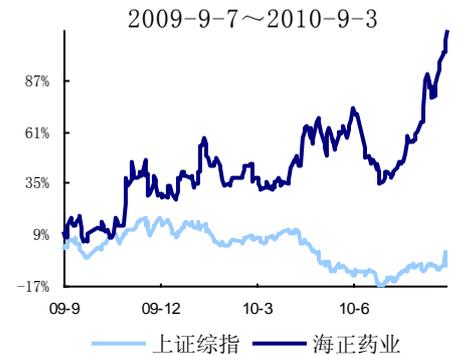
**3. 扩充销售队伍, 完善销售网络。**为进一步提升公司的销售能力, 加快制剂产品的销售, 公司计划在三年内将医药代表人数由现在的600人扩大到1200-1500人。同时公司计划在全省设立销售分公司。通过设立销售分公司, 公司将逐步建立起全品种、全医院和全覆盖的销售网络。目前上海销售分公司已设立运行。

**4. 原料药业务持续向好。**公司目前原料药品种中, 内分泌类原料药和抗寄生虫类原料药继续保持快速增长, 其中部分原料药品种的产能已经饱和。抗肿瘤原料药有恢复增长的可能。09年因为下游客户生产线改造的原因, 抗肿瘤原料药出口下滑。目前客户生产线已基本改造完毕, 下半年抗肿瘤原料药预计恢复增长。

**5. 承接原料药生产转移稳定毛利率。**因为原研药专利到期和不断上升的环保压力, 欧美等原研药生产企业正逐步将原料药生产向发展中国家转移。公司在承接原料药生产转移方面遥遥领先于其他原料药企业。目前公司已经和3~5家原研药生产企业达成战略联盟。在未来3~5年内, 大量原料药品种生产将从原研药企业转移至公司。对比原来订单式的原料药业务, 承接生产模式的毛利率相对稳定。随着承接生产比重扩大, 原料药业务的毛利率将趋向稳定。

**6. 盈利预测与投资评级。**考虑他克莫司胶囊出口对利润的贡献, 我们上调公司2011和2012年的盈利预测。预计2010-2012年EPS为0.74、1.03和1.35元, 按照昨日收盘价计算对应的市盈率为50倍、36倍和27倍。虽然当前估值高于行业平均水平, 但公司作为国内产业升级的领军企业, 发展战略清晰, 有望成为国际化的综合型企业, 我们长期看好公司的发展前景, 因此维持公司“短期-推荐, 长期-A”的投资评级。

### 股价走势图



### 基础数据

总股本(万股)	48378.00
流通A股(万股)	48378.00
52周内股价区间(元)	17.9-37.37
总市值(亿元)	178.42
总资产(亿元)	51.99
每股净资产(元)	4.94
目标价	6个月 12个月

### 相关报告

- 1.《国都证券-公司研究-公司点评-海正药业(600267):分产品增速分化, 新品种引入或将改变》 2010-08-03

### 财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	4003	4670	5624	6608
同比增速(%)	25.82	16.64	20.43	17.50
净利润(百万)	279	364	506	667
同比增速(%)	38.88	30.59	39.02	31.78
EPS(元)	0.56	0.74	1.03	1.35
P/E	66	50	36	27

研究员: 徐昊

电话: 010-84183363

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号: S0940210060003

联系人: 潘蕾

电话: 010-84183157

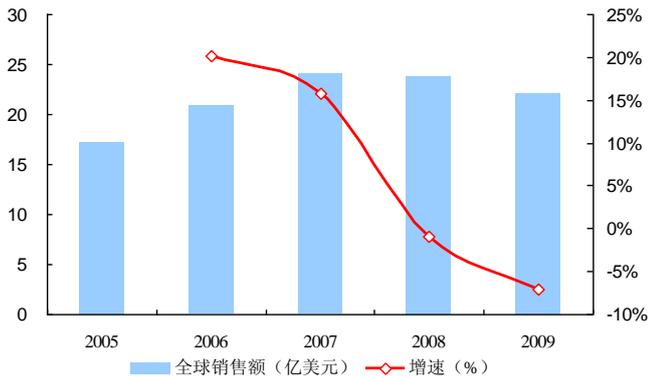
Email: panlei@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 1. 他克莫司胶囊通过欧盟认证，制剂出口突破在即

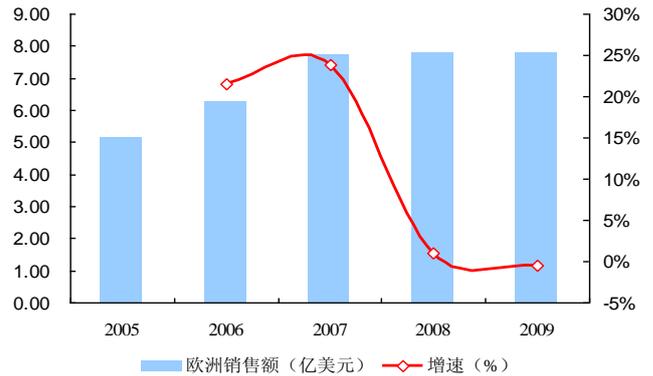
8月26日,公司与西班牙 CINFA 共同研制开发的他克莫司胶囊获得欧盟上市批准。他克莫司胶囊是肝脏及肾脏移植术后抗排斥反应的一线药物。他克莫司胶囊原研药的商品名为 Prograf (普乐可复), 其生产企业是日本的安斯泰来公司。2009年 Prograf 全球销售额为 1867 亿日元, 折合 22.11 亿美元, 其中欧洲市场销售额为 657 亿日元, 折合 7.78 亿美元。(日元对美元汇率按照 9月6日汇率 100 : 1.1844 计算)。

图 1: 2005-2009 年 Prograf 全球销售额



资料来源: 安斯泰来年报, 国都证券研究所

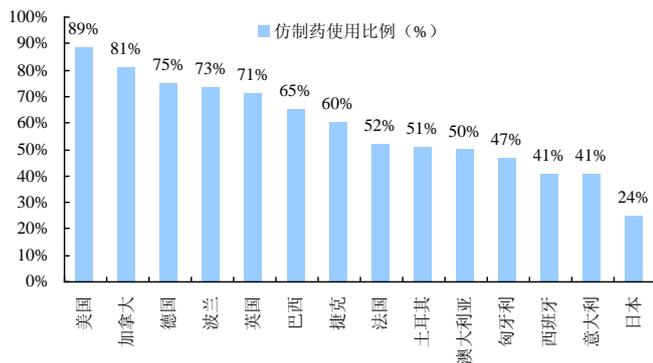
图 2: 2005-2009 年 Prograf 在欧洲市场的销售额



资料来源: 安斯泰来年报, 国都证券研究所

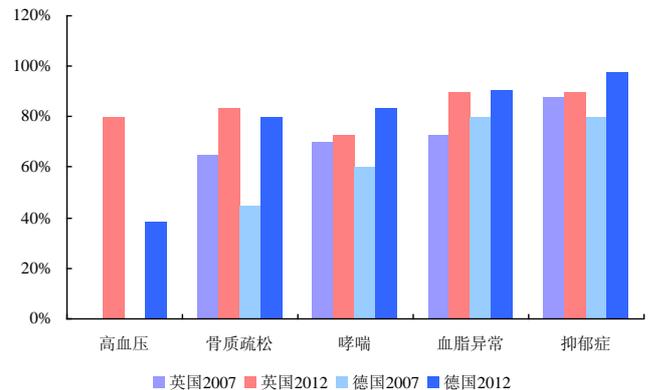
2009 年 7 月 Prograf 在欧洲主要国家的化合物专利到期。由于 TEVA、Sandoz、印度 Intas 和希腊 Genepharma 的生物等效性试验都失败, 海正药业和 CINFA 共同研制的他克莫司胶囊成为目前唯一通过批准的仿制药。由于大部分欧盟国家对仿制药采取积极的扶持政策, 仿制药在上市后能够迅速占领市场。目前在德国和英国, 仿制药的使用比例已达到 75% 和 71%。

图 3: 仿制药在各国药品市场中的比例



资料来源: IMS, 国都证券研究所

图 4: 仿制药在英国和德国作为一线用药的比例



资料来源: IMS, 国都证券研究所

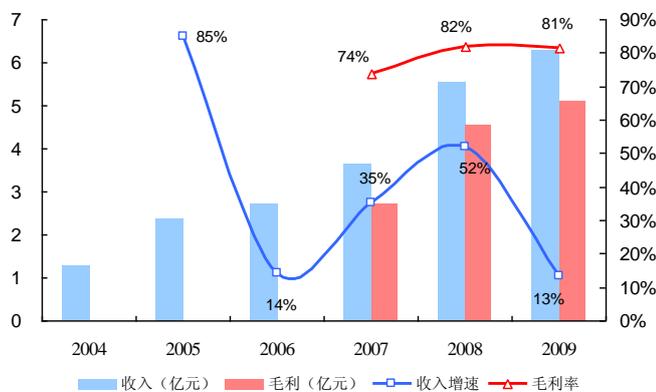
我们预计到 2011 年他克莫司胶囊占据欧洲市场份额的 10%。按照 09 年原研药 Prograf 在欧洲的销售额 7.78 亿美元计算, 对应的销售收入为 7780 万美元。公司与 CINFA 的利润分成方式是采用销售收入平分的策略, 则 2011 年公司他克莫司胶囊出口收入为 3890 万美元, 折合人民币收入约 2.64 亿元。上市初期仿制药价格约为原研药的 70%, 我们预计毛利率在 50% 左右, 对应的净利润率在 20% 左右。他克莫司胶囊出

口预计增厚公司 2011 年 EPS 0.11 元。除他克莫司胶囊外，公司还储备了多个品种，目前储备品种正处于欧盟的审批阶段。为开拓美国市场，公司还将向美国 FDA 申报多个简略新药申请（ANDA）。

## 2. 制剂内销厚积薄发

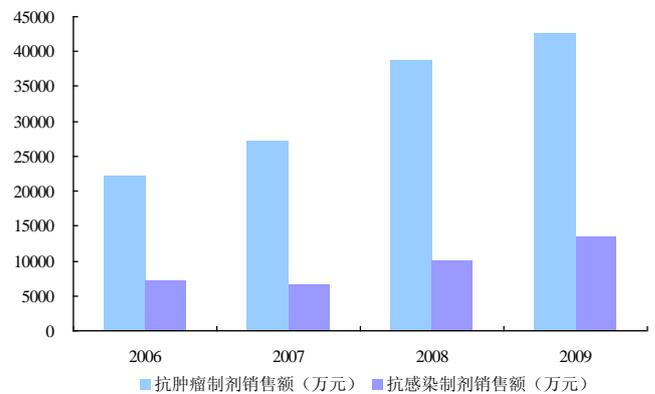
公司具有较强的研究开发能力，后续品种储备丰富。在抗肿瘤产品中，公司储备了多西他赛、来曲唑和比卡鲁胺等产品。在抗感染产品中，亚胺培南和异帕米星正处于快速增长阶段。今年 3 月，公司申报的注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸获得药监局上市批准。腺苷蛋氨酸是治疗肝内胆汁淤积的首选保肝药。我们预计下半年开始腺苷蛋氨酸将逐步贡献利润。

图 5：2004-2009 年制剂收入和毛利



资料来源：公司公告，国都证券研究所

图 6：2006-2009 年抗肿瘤制剂和抗感染制剂收入情况



资料来源：公司公告，国都证券研究所

## 3. 扩充销售队伍，完善销售网络。

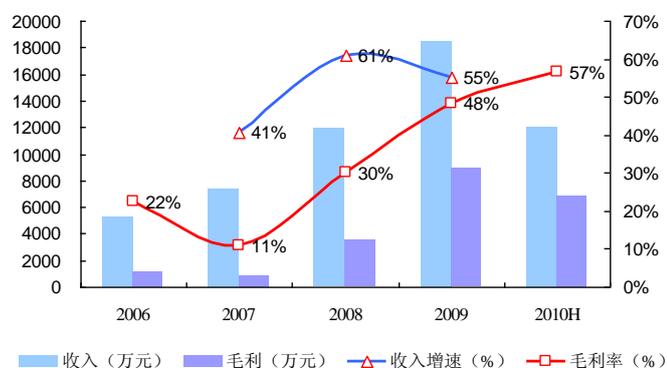
为进一步提升公司的销售能力，加快制剂产品的销售，公司计划在三年内将医药代表人数由现在的 600 人扩大到 1200-1500 人。同时公司计划在各省设立销售分公司。通过设立销售分公司，公司将逐步建立起全品种、全医院和全覆盖的销售网络。目前，上海销售分公司已开始设立运行。

## 4. 原料药业务持续向好

公司目前原料药品种中，内分泌类原料药和抗寄生虫类原料药继续保持快速增长，其中部分原料药品种的产能已经饱和。抗肿瘤原料药有恢复增长的可能。09 年因为下游客户生产线改造的原因，抗肿瘤原料药出口下滑。目前客户生产线已基本改造完毕，下半年抗肿瘤原料药预计恢复增长。

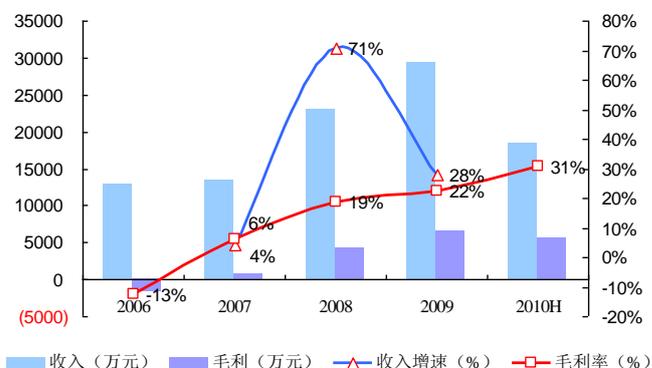
因为原研药专利到期和不断上升的环保压力，欧美原研药生产企业正逐步将原料药生产向发展中国家转移。公司在承接原料药生产转移方面遥遥领先于其他原料药企业。目前公司已经和 3~5 家原研药生产企业达成战略联盟。在未来 3~5 年内，大量原料药品种将从原研药企业转移至公司。对比原来订单式的原料药业务，承接生产模式的毛利率相对稳定。随着承接生产的比重扩大，原料药业务的毛利率将趋向稳定。

图 7: 2006-2010H 内分泌类原料药收入和毛利



资料来源: 公司公告, 国都证券研究所

图 8: 2006-2010H 抗寄生虫类原料药收入和毛利



资料来源: 公司公告, 国都证券研究所

## 5. 盈利预测与投资评级

考虑他克莫司胶囊出口对利润的贡献, 我们上调公司 2011 和 2012 年的盈利预测。预计 2010-2012 年 EPS 为 0.74、1.03 和 1.35 元, 按照昨日收盘价计算对应的市盈率为 50 倍、36 倍和 27 倍。虽然当前估值高于行业平均水平, 但公司作为国内产业升级的领军企业, 发展战略清晰, 有望成为国际化的综合型企业, 我们长期看好公司的发展前景, 因此维持公司“短期-推荐, 长期-A”的投资评级。

表 1 海正药业分产品收入预测

单位: 百万元	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
抗肿瘤药	438	526	525	572	557	603	690	828
增长率		20.02%	-0.14%	8.79%	-2.52%	8.25%	14.45%	20.00%
抗感染药	267	375	432	393	566	659	762	853
增长率		40.37%	15.21%	-8.92%	43.84%	16.50%	15.50%	12.00%
抗寄生虫药	188	129	135	230	295	398	512	640
增长率		-31%	4%	70.54%	27.88%	35.03%	28.79%	25.00%
内分泌类		53	74	119	185	277	360	432
增长率			41%	60.91%	55%	50.00%	30.00%	20.00%
心血管类	386	340	346	281	324	349	367	374
增长率		-12%	2%	-18.81%	15%	8.00%	5.00%	2.00%
免疫抑制类							250	350
增长率								40.00%

资料来源: 公司公告, 国都证券研究所

**表 2 海正药业盈利预测表**

单位: 百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>3,182</b>	<b>4,003</b>	<b>4,670</b>	<b>5,624</b>	<b>6,608</b>
增长率 (%)	12.09	25.82	16.64	20.43	17.50
<b>营业成本</b>	<b>2,284</b>	<b>2,892</b>	<b>3,337</b>	<b>3,918</b>	<b>4,513</b>
毛利率 (%)	28.22	27.76	28.53	30.34	31.70
营业税金及附加	20	27	30	36	42
资产减值准备	16	20	23	28	33
销售费用	188	232	266	337	383
管理费用	351	411	481	579	694
财务费用	82	78	89	107	126
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>241</b>	<b>343</b>	<b>443</b>	<b>618</b>	<b>817</b>
增长率 (%)	19.12	42.39	29.31	39.51	32.11
期间费用率 (%)	19.52	17.99	17.90	18.20	18.20
加: 营业外收入	10	22	28	34	40
减: 营业外支出	10	15	16	20	23
<b>利润总额</b>	<b>241</b>	<b>351</b>	<b>455</b>	<b>632</b>	<b>834</b>
增长率 (%)	24.21	45.56	29.74	39.02	31.78
减: 所得税	40	72	91	126	167
实际税负比率 (%)	16.69	20.52	20.00	20.00	20.00
<b>净利润</b>	<b>201</b>	<b>279</b>	<b>364</b>	<b>506</b>	<b>667</b>
增长率 (%)	24.21	45.56	29.74	39.02	31.78
减: 少数股东损益	5	6	7	10	13
<b>属于母公司的净利润</b>	<b>195</b>	<b>272</b>	<b>357</b>	<b>496</b>	<b>653</b>
同比增长	39.84	39.39	31.01	39.02	31.78
<b>每股收益 (元)</b>	<b>0.40</b>	<b>0.56</b>	<b>0.74</b>	<b>1.03</b>	<b>1.35</b>
市盈率 (倍)	91	66	50	36	27

资料来源: 公司公告、国都证券研究所

**国都证券投资评级**

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

**免责声明**

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴焯	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvaiying@guodu.com
姚小军	基金	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com